

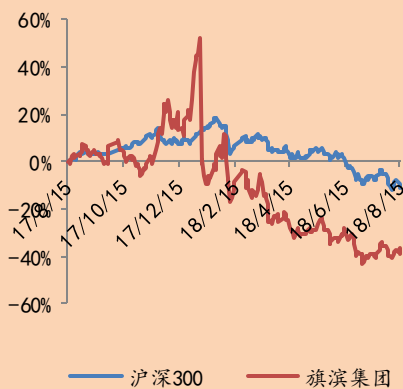


旗滨集团 (601636)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-08-16

股价走势:



研究员: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩持续稳增, 推进产业升级夯实龙头地位

——2018 年半年报点评

事件: 公司发布 2018 年半年报, 期间实现营业收入 37.70 亿元, 同比增 7.77%, 实现归母净利润 6.55 亿元, 同比增长 22.33%, 基本每股收益 0.2413 元/股, 同比增长 18.81%。

□ 行业供需关系改善, 产品价格回暖助力业绩提升

2018H1 玻璃行业产量方面整体同比减少, Q2 较 Q1 降幅有所收窄, 玻璃产品价格先扬后抑, 整体较去年同期有明显提升。玻璃行业供给端收缩明显, 平板玻璃产量 2018H1 同比下滑 0.9% (2017H1 同比增速为 5.8%), 公司 2018H1 玻璃产品产量 5182 万重量箱, 同比减少 0.7%。房地产政策趋紧, 汽车和出口销量同比下行, 玻璃行业需求端弱化, 公司 2018H1 销量为 4814 万重量箱, 同比减少 3.1%。玻璃行业供需两端同步弱化, 产品价格仍保持同比上行趋势, 2018H1 全国主要城市浮法玻璃均价约为 80.78 元/重量箱, 较 2017H1 均价上涨 11%。公司作为行业龙头受益于价格同比上行, 虽然产量小幅下滑仍实现了业绩稳步增长, 2018H1 营收同比增长 7.77%。

□ 原材料涨价增大成本压力, 公司毛利率走低

目前我国供给侧改革在全行业推行, 2018H1 玻璃行业主要原材料纯碱、重油等产量受限, 整体价格上行, 行业成本端压力攀升。另外, 上半年环保监管形势趋严, 冷修产线增多, 环评标准的执行也增加了在环保方面的成本投入。行业市场竞争加剧, 公司成本压力攀升, 使得 2018H1 毛利率同比下滑 1.75 个百分点至 31.40%。

□ 费用率持续下行, 成本结构优化, 净投资收益大涨助推净利润稳增

2018H1 公司三费占总营收比例 12.42%, 同比减少 0.97 个百分点: 销售费用 4575.34 万元, 同比大幅增长 213.65%, 主要系马来西亚基地外销产品运费增加; 管理费用 3.80 亿元, 同比增长 1.02%, 其中职工薪酬和研发费用略有增加, 股权激励成本有所减少; 财务费用延续了下滑趋势 (2017H1 同比减少 44.95%), 同比减少 45.58% 至 4213.79 万元, 主要系公司银行借款利息减少。2017 年底公司完成了对持有的万邦德医疗 10% 股权的转让, 共有 3100 万元计入了 2018H1 的投资收益, 净投资收益大幅提升。综合来看, 公司费用结构继续优化, 净投资收益大幅提升, 虽然毛利率有所下滑, 但净利润实现了稳步增长, 归母净利润同比增幅为 22.33%。

□ 重视研发投入, 推进转型升级

公司一直重视在技术研发方面的投入, 2018H1 研发支出 1.12 亿元, 同比增长 12.47%, 超过营收涨幅, 获得 4 个专利申请号, 玻璃材料方面研发技术继续提升。同时, 公司冷修技术改造的生产线相继复产, 郴州旗滨光电玻璃项目顺利建设, 醴陵旗滨电子注册完成, 为公司产业转型升级提供了稳定的支撑。

□ 盈利预测与估值

2018 年以来，玻璃行业供需两端同步走弱，关系略有改善，产品价格保持同比上涨的态势。公司受益于价格上涨，营收小幅上涨，但原材料、燃料等成本端产品价格提升，加之环保监管趋严，使得行业竞争加剧，公司毛利率受到影响，小幅走低。公司三费的管理持续优化成本结构，归母净利润同比增长超过 20%。2018H1 公司研发投入稳增，技改逐步推进，夯实了公司产业转型升级的基础。我们预测，公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元/股、0.62 元/股、0.66 元/股，对应的 PE 分别为 8 倍、7 倍、7 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7585	8344	9595	10842
收入同比(%)	9%	10%	15%	13%
归属母公司净利润	1143	1535	1719	1823
净利润同比(%)	37%	34%	12%	6%
毛利率(%)	32.1%	30.5%	29.9%	29.2%
ROE(%)	16.1%	18.2%	17.6%	16.5%
每股收益(元)	0.42	0.55	0.62	0.66
P/E	10.28	7.88	7.04	6.64
P/B	1.66	1.39	1.20	1.06
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,099	4,987	7,482	10,299	营业收入	7,585	8,344	9,595	10,842
现金	681	2,514	4,368	6,387	营业成本	5,153	5,799	6,726	7,676
应收账款	62	54	66	78	营业税金及附加	144	96	117	153
其他应收款	15	28	31	31	销售费用	46	75	85	105
预付账款	18	13	10	(9)	管理费用	790	801	926	1,070
存货	598	1,259	1,266	1,334	财务费用	104	83	75	65
其他流动资产	726	1,119	1,741	2,477	资产减值损失	68	50	5	3
非流动资产	10,617	10,131	9,691	9,303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	40	33	38	37	投资净收益	0	33	10	14
固定资产	7,870	7,372	6,873	6,375	营业利润	1,349	1,473	1,670	1,784
无形资产	846	789	737	688	营业外收入	19	94	77	63
其他非流动资产	1,861	1,937	2,044	2,204	营业外支出	16	32	29	26
资产总计	12,716	15,117	17,173	19,602	利润总额	1,352	1,535	1,718	1,822
流动负债	1,991	2,697	2,706	2,931	所得税	210	0	0	0
短期借款	280	276	261	239	净利润	1,142	1,535	1,718	1,822
应付账款	709	1,027	1,013	1,190	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	1,002	1,395	1,432	1,502	归属母公司净利润	1,143	1,535	1,719	1,823
非流动负债	3,647	3,976	4,686	5,608	EBITDA	2,182	2,111	2,297	2,397
长期借款	1,916	1,916	1,916	1,916	EPS (元)	0.42	0.55	0.62	0.66
其他非流动负债	1,732	2,060	2,771	3,692					
负债合计	5,639	6,673	7,392	8,539					
少数股东权益	0	(1)	(2)	(3)					
股本	2,693	2,769	2,769	2,769					
资本公积	1,787	1,767	1,767	1,767					
留存收益	2,856	3,910	5,247	6,530					
归属母公司股东权益	7,078	8,446	9,783	11,066					
负债和股东权益	12,716	15,117	17,173	19,602					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,352	1,777	2,400	2,707
净利润	1,142	1,535	1,719	1,823
折旧摊销	837	555	551	548
财务费用	124	83	75	65
投资损失	(0)	(33)	(10)	(14)
营运资金变动	(42)	(412)	60	284
其他经营现金	291	49	4	2
投资活动现金流	(1,331)	60	5	15
资本支出	0	0	0	0
长期投资	1	7	(5)	1
其他投资现金	(1,332)	53	10	14
筹资活动现金流	(1,195)	(145)	(547)	(700)
短期借款	(2,030)	(4)	(15)	(23)
长期借款	892	0	0	0
普通股增加	84	76	0	0
资本公积增加	322	(20)	0	0
其他筹资现金	(463)	(197)	(532)	(677)
现金净增加额	(174)	1,692	1,858	2,022

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	8.96%	10.00%	15.00%	13.00%
营业利润	43.39%	9.14%	13.44%	6.80%
归属于母公司净利润	36.83%	34.37%	11.97%	6.02%
获利能力				
毛利率(%)	32.06%	30.50%	29.90%	29.20%
净利率(%)	15.06%	18.40%	17.92%	17.92%
ROE(%)	16.13%	18.17%	17.57%	16.47%
ROIC(%)	14.47%	20.14%	18.77%	20.74%
偿债能力				
资产负债率(%)	44.34%	44.14%	43.04%	43.56%
净负债比率(%)	25.09%	10.52%	-3.01%	-13.60%
流动比率	1.05	1.85	2.76	3.51
速动比率	0.75	1.38	2.30	3.06
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.60	0.59	0.59
应收账款周转率	268.17	227.84	315.53	267.52
应付账款周转率	10.97	9.61	9.41	9.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.55	0.62	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.66	0.89	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.14	3.64	4.12
估值比率				
P/E	10.3	7.9	7.0	6.6
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.14	6.26	4.97	3.92

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。