

旗滨集团(601636)/玻璃制造
Q1 景气度低迷, 高股息率构筑安全边际
评级: 增持

市场价格: 4.49

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

研究助理: 孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	26.88
流通股本(亿股)	26.09
市价(元)	4.49
市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	117

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	75.85	83.78	92.08	93.92	96.74
增长率 yoy%	8.96%	10.46%	9.90%	2.00%	3.00%
净利润(亿元)	11.43	12.08	12.29	12.71	13.22
增长率 yoy%	36.83%	5.69%	1.78%	3.37%	4.02%
每股收益(元)	0.43	0.45	0.46	0.47	0.49
每股现金流量	0.05	0.16	0.56	0.54	0.83
净资产收益率	16.1%	16.0%	14.9%	14.7%	14.5%
P/E	10.56	9.99	9.82	9.50	9.13
PEG	2.91	3.28	0.71	2.62	2.99
P/B	1.71	1.59	1.46	1.39	1.33

备注:

投资要点

- **事件:** 4月25日, 公司公布2019Q1季报。2019Q1公司实现营业收入18.35亿元, 同比提高10.67%; 实现归母净利润2.10亿元, 同比减少34.95%; 实现扣非后归母净利润1.82亿元, 同比减少33.11%。
- **点评:**
- 我们预计2019Q1公司销售玻璃原片约2470万重量箱, 同比提升约425万重量箱。公司销量的增加, 主要是由于2018年漳州一线、长兴一线、醴陵五线技术改造完成复产, 造成2019Q1产销率同比大幅增加。
- 从单位盈利上看, 2019Q1玻璃的景气程度较为萎靡, 主要是由于供给端同比2018Q1的增量较多, 而需求端释放较为缓慢, 玻璃库存高企致使现货价格不断下挫, 公司2019Q1玻璃原片单位盈利能力同比下滑。从箱数数据看, 由于产品结构提升, 在行业整体景气度向下走的情况下, 公司产品结构提升, 综合箱价格环比小幅提升0.3元至74.3元; 成本端, 原材燃料成本提升下, 综合箱成本环比小幅提升0.8元至56.2元; 因此, 2019Q1综合箱毛利小幅下降0.4元至18.1元。
- 由于本期股权激励、业绩奖励同比下降所致, 2019Q1公司管理费用大幅下降41.5%至8600万元左右。
- 转型升级方面, 公司光伏玻璃、电子玻璃、节能玻璃项目正在有序推进。公司郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司1,000吨光伏光电材料基板生产线项目已经投入商业化运营; 醴陵旗滨高性能电子玻璃有限公司项目建设有序推进, 施工进度基本符合预期, 力争2019年6月份建成点火, 我们预计产线经过半年的调试期, 有望在2020年初正式投入生产。节能玻璃项目1季度实现营业收入近亿元。为进一步扩大节能玻璃产能和优化区域布局, 广东节能决定再投资1.4亿元扩建二期项目, 二期项目建成后中空玻璃年产能125万平方米、单片镀膜玻璃135万平方米; 同时, 公司决定投资2.8亿元新建湖南节能玻璃工厂项目, 项目建成后可年产中空玻璃95万平方米、单片镀膜玻璃600万平方米
- **公司报告期内持续推进回购。** 报告期, 公司通过二级市场竞价回购的股份数量1,031.29万股, 支付的金额约为4,000.15万元(含交易手续费); 截止报告期末, 公司累计回购股份数量为5,245.90万股, 占公司当前总股本的1.9513%(占本次回购股份公司预计回购最高股数的52.46%), 支付的总金额约为20,032.45万元(含交易手续费)。

■ 行业观点:

■ 4月以来玻璃现货市场走势仍然偏弱，生产企业总体出库速度环比有所增加，市场价格区域分化。新增产线投产增加供给，导致下游贸易商和加工企业对于原片的采购心态略微谨慎。产能方面，3月末点火的信义芜湖三线700吨、安徽蓝实二线600吨、四川宜宾威利斯一线1000吨未来将陆续引板。4月底，威海中玻三线450吨开始点火烤窑，我们预计5月依然有3-5条产线将点火，短期供给端的压力增大将对上半年玻璃的景气程度形成压制。

■ 需求端，我们认为需求只会迟到不会缺席。玻璃的主要应用场景前于竣工数据，2019年玻璃需求有望持续受益近年高新开工增速逐渐向施工端的传导，从施工数据看，1-2月同比增长6.8%，增速比2018年全年提高1.6个百分点。高施工增速将逐步传导至玻璃安装，玻璃需求韧性强。目前，节后的雨水天气以及下游企业对于地产远期需求的悲观，企业拿货意愿较弱，叠加较高的日熔量导致玻璃形成了较高的库存，库存较高进一步加剧企业的悲观情绪，形成负反馈循环。但我们认为，随着持续一年多的高新开工增速传导至施工端，迟到的玻璃安装需求不会缺席。

■ 供给端，站在目前时点，我们认为上半年冷修产线复产进度略超预期，在库存高位的情况下我们预计2019上半年的玻璃景气度将较为低迷。下半年，若行业盈利相对底部的持续时间较长，企业进入冷修的意愿将会增加，被迫冷修的产线增加后行业有望走出景气低谷。由于2010-2011年新增产能投放较多，即使考虑热修延长寿命，也无法逃脱最多约8-10年的冷修周期，2019年冷修产线有望被迫增加。由于“四万亿”的刺激，09-10年的需求大幅回暖刺激了新增产能建设，因此大量新增产能在10-11年投放出来。玻璃窑炉由于耐火材料好坏的选择不同，优质浮法玻璃多数选用较为优质的耐火材料，冷修周期一般在8-10年；而一般的浮法玻璃选择普通耐火材料，冷修周期一般在6-8年。随着玻璃窑炉逐渐到期，热修成本将大幅上升，而目前有不少在产产线由于考虑冷修成本高昂，采取的策略是能拖则拖。从目前的情况观察来看，由于未来逐步进入玻璃的销售旺季，企业的冷修意愿相对较弱，除非玻璃价格大幅下挫，导致大量产线提前进入冷修，否则在旺季从企业的最优选择看将继续延长窑炉的使用周期，进而使得行业低谷周期持续时间拉长。

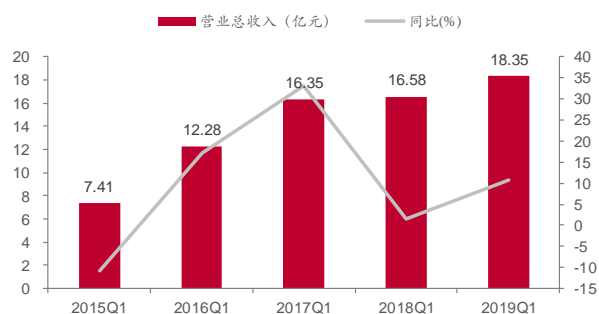
■ 投资建议:

■ 旗滨集团是华南、中南地区玻璃龙头企业，成本和产品结构加速改善。成本端，公司约60%的硅砂自供，成本大幅低于市场价；原材料、燃料受益于规模化采购，成本也略低于同行；公司燃料系统可根据实际燃料价格变化，调整燃料结构，降低成本。产品上，公司逐步减少普通建筑玻璃比例，加大深加工产品比例，此外，目前公司的超白玻璃产线盈利能力较强，未来投产的电子玻璃产线也有望给公司贡献增量业绩。

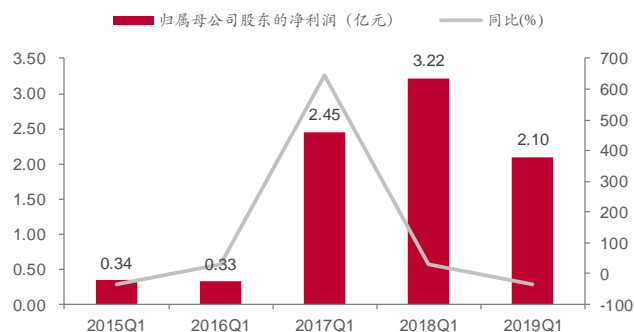
■ 公司2019年业绩有望同比正增长，主要来源于产量提升和经营效益的改善。从产量上看，我们认为随着2018年3条产线一季度复产、1条产线12月进入冷修，2019年整体销量仍将同比有所提升。从经营效益上看，郴州的产线2019年产能将会完全释放，产能爬坡后同比利润改善有望显著；马来西亚的产线在管理跟进后，业绩有望同比明显改善；19年我们预

计公司股权激励费用将同比减少。因此，我们认为公司 2019 年的产品销量增长与自身经营效益的改善为公司全年的利润奠定了一个良好的安全垫，19 年整体利润有望实现正增长。

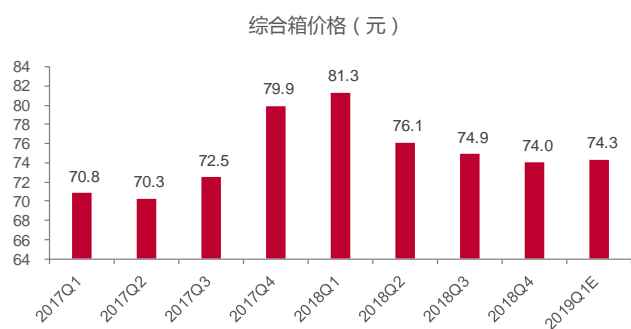
- **公司目前估值与盈利匹配，高股息率也为公司奠定了安全边际，给予“增持”评级。**从当前情况看，目前公司估值与盈利相匹配，股息率也进入较为有吸引力的区间，若后续供需边际能够持续向好，公司股价有望体现出弹性。按照 2018 年的分红力度，对应目前的股息率在 6.5%。我们预计公司 2019 年、2020 年的归母净利润分别为 12.3、12.7 亿元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑；产线复产超预期；原材料成本大幅上行

图表 1: 营业收入


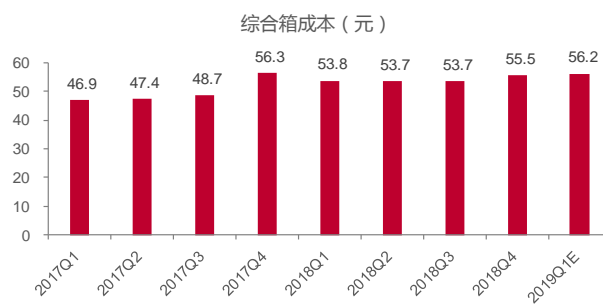
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 归母净利润


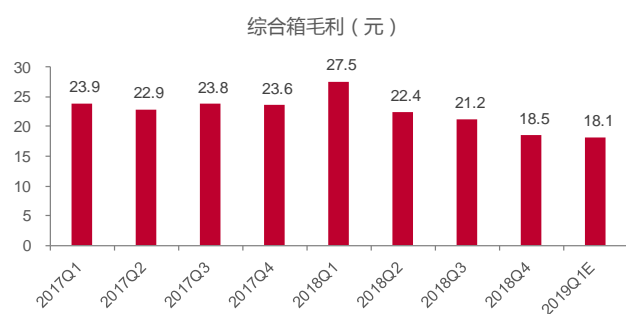
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 综合箱价格


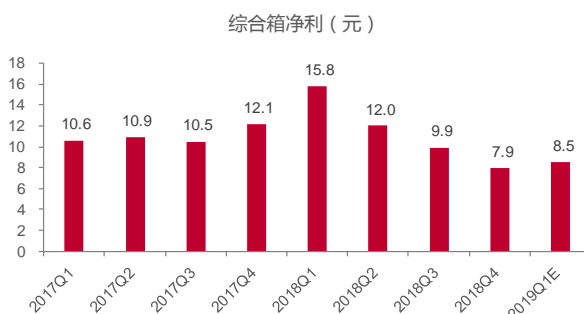
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 综合箱成本


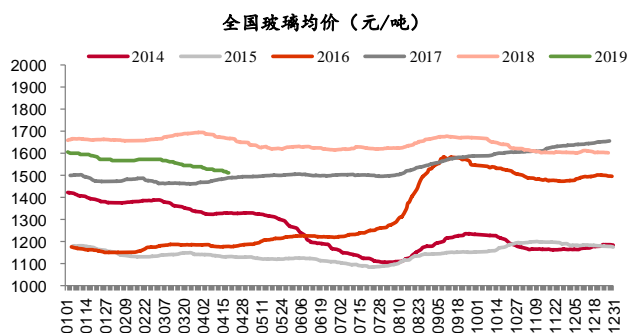
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 综合箱毛利


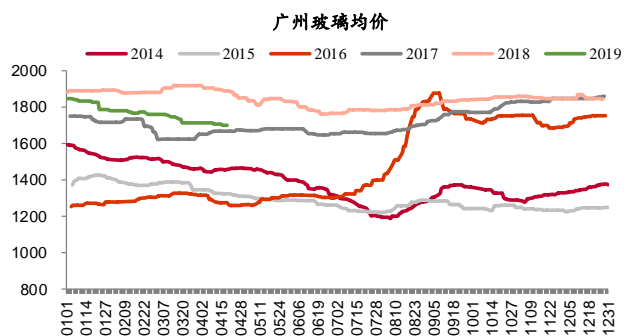
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 综合箱净利


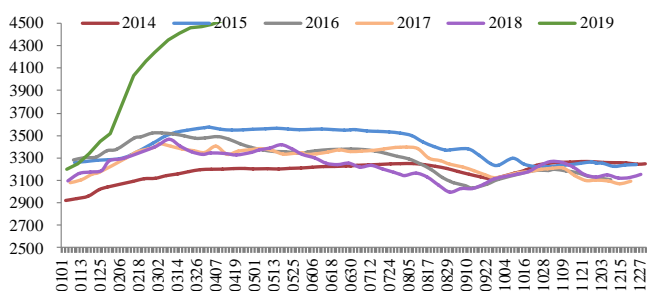
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 全国平板玻璃均价


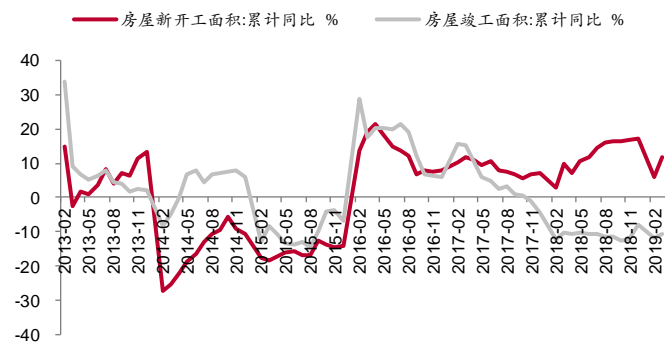
来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 8: 广州平板玻璃均价


来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 9: 全国玻璃库存变动 (万重量箱)


来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 10: 房屋新开工和竣工增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 旗滨集团财务摘要

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75.9	83.8	92.1	93.9	96.7	成长性					
减: 营业成本	51.5	59.7	68.1	69.5	71.6	营业收入增长率	9.0%	10.5%	9.9%	2.0%	3.0%
营业税金	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4	营业利润增长率	43.4%	0.0%	0.5%	3.4%	4.1%
销售费用	0.5	1.1	0.9	0.9	1.0	净利润增长率	36.8%	5.7%	1.8%	3.4%	4.0%
管理费用	7.9	5.1	4.1	4.2	4.4	EBITDA增长率	8.6%	15.7%	9.2%	3.9%	4.3%
财务费用	1.0	1.0	0.9	0.7	0.5	EBIT增长率	14.8%	19.5%	8.1%	1.7%	2.9%
资产减值损失	0.7	0.6	0.1	0.1	0.1	NOPLAT增长率	24.4%	5.9%	-0.2%	1.7%	2.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.5%	12.5%	-7.4%	-2.3%	-11.4%
投资和汇兑收益	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	净资产增长率	17.5%	7.0%	8.9%	5.1%	5.1%
营业利润	13.5	13.5	13.6	14.0	14.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	-0.0	0.2	0.2	0.2	毛利率	32.1%	28.8%	26.1%	26.0%	26.0%
利润总额	13.5	13.5	13.7	14.2	14.7	营业利润率	17.8%	16.1%	14.7%	14.9%	15.1%
减: 所得税	2.1	1.4	1.4	1.5	1.5	净利率	15.1%	14.4%	13.3%	13.5%	13.7%
归母净利润	11.4	12.1	12.3	12.7	13.2	EBITDA/营业收入	28.8%	30.1%	29.9%	30.5%	30.9%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	18.2%	19.7%	19.4%	19.4%	19.3%
货币资金	6.8	4.3	14.4	21.0	34.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	379	348	331	323	301
应收账款	0.6	1.1	0.8	1.2	0.9	流动资产周转天数	-4	-5	-7	-8	-8
应收票据	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	流动资产周转天数	107	90	101	132	167
预付账款	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	应收账款周转天数	2	4	4	4	4
存货	5.9	7.1	7.8	7.4	8.2	存货周转天数	41	28	29	29	29
其他流动资产	7.1	7.4	7.4	7.4	7.4	总资产周转天数	595	549	516	521	523
可供出售金融资产	0.2	-	-	-	-	投资资本周转天数	390	361	335	312	282
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	ROE	16.1%	16.0%	14.9%	14.7%	14.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	9.4%	9.1%	9.3%	9.1%
固定资产	78.7	83.4	85.7	82.9	78.7	ROIC	14.4%	16.4%	14.6%	16.0%	16.9%
在建工程	10.8	8.4	3.7	1.3	0.7	费用率					
无形资产	8.5	8.3	8.1	7.9	7.6	销售费用率	0.6%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	7.6	7.1	6.5	5.9	5.7	管理费用率	10.4%	6.1%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总额	127.2	128.4	135.4	136.2	145.0	财务费用率	1.4%	1.2%	1.0%	0.7%	0.5%
短期债务	2.8	4.9	3.0	3.0	3.0	三费/营业收入	12.4%	12.2%	10.2%	9.9%	9.8%
应付账款	12.1	10.2	15.3	10.7	16.1	偿债能力					
应付票据	0.7	2.1	1.0	2.2	1.1	资产负债率	44.3%	41.0%	39.1%	36.4%	37.2%
其他流动负债	4.3	8.7	8.8	8.7	8.8	负债权益比	79.7%	69.6%	64.3%	57.2%	59.3%
长期借款	19.2	14.8	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.05	0.80	1.11	1.53	1.79
其他非流动负债	17.3	11.9	11.9	11.9	11.9	速动比率	0.76	0.53	0.83	1.23	1.50
负债总额	56.4	52.7	53.0	49.6	53.9	利息保障倍数	13.31	16.53	19.90	26.87	35.22
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	26.9	26.9	26.9	26.9	26.9	DPS(元)	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33
留存收益	46.4	51.5	55.6	59.8	64.1	分红比率	70.7%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%
股东权益	70.8	75.7	82.4	86.7	91.0	股息收益率	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%	7.3%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11.4	12.1	12.3	12.7	13.2	EPS(元)	0.43	0.45	0.46	0.47	0.49
加: 折旧和摊销	8.4	9.1	9.7	10.5	11.2	BVPS(元)	2.63	2.82	3.07	3.22	3.39
资产减值准备	0.7	0.6	-	-	-	PE(X)	10.6	10.0	9.8	9.5	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
财务费用	1.2	1.3	0.9	0.7	0.5	P/FCF	92.2	28.9	8.0	8.3	5.4
投资收益	-0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	P/S	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	8.1	4.6	4.4	4.0	3.4
营运资金的变动	0.4	-7.8	4.4	-3.1	4.2	CAGR(%)	3.6%	3.1%	13.8%	3.6%	3.1%
经营活动产生现金	23.5	20.7	26.9	20.4	28.7	PEG	2.9	3.3	0.7	2.6	3.0
投资活动产生现金	-13.3	-8.7	-6.7	-4.7	-5.7	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.5	1.6	1.7
融资活动产生现金	-11.9	-13.9	-10.2	-9.2	-9.4	REP	1.5	0.8	1.0	0.9	0.8

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。