旗滨集团(601636)/玻璃制造 邢台玻璃限产事件冲击，玻璃景气有望回升

评级：增持

市场价格：3.81

分析师：张琰
执业证书编号：S0740518010001
电话：021-20315169
Email：zhangyan@r.qlzq.com.cn

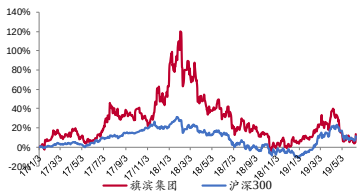
研究助理：祝仲宽
Email：zhuzk@r.qlzq.com.cn

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)	26.33
市价(元)	3.81
市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	100

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	8.96	8.48	8.33	8.06	7.75
PEG	2.47	2.78	0.60	2.22	2.54
P/B	1.45	1.35	1.24	1.18	1.13

备注：

投资要点

- **事件：6 月 10 日，邢台市大气污染防治工作领导小组公布了《关于开展大气污染防治强化》的通知，钢铁、焦化、水泥、玻璃等行业均不同程度错峰停产、限产，其中玻璃行业要求 6 条以煤为燃料生产线立即停炉改造。**

- **点评：**
- **此次邢台市开展大气污染强化攻坚月的行动属于“意料之外，情理之中”。**这次大气污染强化攻坚月的活动，作为突然性的环保事件冲击对玻璃供给端的收缩，超出了市场之前的预期；但我们认为，环境压力作为地方政绩的重要考核项目不会改变，“绿水青山就是金山银山，大气污染治理既是政治项目，又是重大民生工程”，邢台市作为传统的工业重镇，大气污染一直是一个重大问题。而今年上半年截至 6 月 9 日，邢台市的空气质量指数排名全国倒数第二，PM2.5 年均浓度 83μg/m³ ，同比上升 2.5%，较年度考核目标（下降 6%）还有 8.5 个百分点，整体考核压力巨大。因此，开展环保的攻坚月行动也在“情理之中”。
- **受此次事件影响，邢台共有 6 条玻璃生产线被要求立即停炉改造，而其中 2 条已经进入冷修，即从增量来看共 4 条产线（合计日熔量 2550t/d）需要按要求立即进入冷修。**具体来看，其中增量的 4 条为河北沙河鑫利玻璃有限公司一线（500t/d）、河北沙河安全公司二线（550t/d）、沙河海生玻璃有限公司一线（700t/d）、河北沙河正大公司三线（800t/d）；已经进入冷修的 2 条为河北沙河德金玻璃有限公司四线（400t/d，17 年 11 月已进入冷修）、沙河长城玻璃有限公司六线（700t/d，17 年 11 月已进入冷修）。

- **行业观点：**
- **地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑。**近年地产销售和新开工的高增速与竣工增速出现了较为明显的背离；而近年地产销售高增中期房占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019 年下半年逐渐均值回归的可能性较高。由于玻璃主要运用的场景在竣工之前，如果施工-竣工环节整体回暖，玻璃的需求将具备一定的支撑，在近 3 个月的宏观数据上已经看到施工端和竣工端的增速开始回暖，下半年玻璃需求回暖的逻辑支撑逐步得到验证。
- **在产产能新增与冷修复产较多，冷修的事件性冲击有望抵减新增/复产的产能增加。**截至 2019 年 6 月上旬，全国浮法玻璃在产产线 234 条，合计日

熔量 92250 万重量箱，处于历史较高位置。从新点火产能看，2019 年 1-6 月共 3 条，合计日熔量 1950 吨；冷修复产产线增加较多，1-6 月增加 8 条合计日熔量 5550 万吨；而进入冷修的产线 1 月有 4 条，5 月有 1 条，6 月目前已经有 2 条，加上邢台此次限产潜在冷修的有 4 条，这 11 条产线总计日熔量 7700 万吨。此次事件的冲击，短期有望对产能进行有效削减，但从整体看，即使考虑这 4 条的减产，与去年同期相比产能同比仍然是增加的。**环保事件的冲击无法预测，但从此次邢台的治理力度看，我们认为环保的力度并没有实质性削弱，后续若其他地区继续出现类似的事件性冲击，则有望强化供给端的收缩力度，届时景气度有望大幅提升。**

- **期待冷修高峰期与竣工修复的共振。浮法玻璃行业确实进入冷修高峰期，但产线是否进入冷修的考虑因素较多，包括窑龄、冷修成本、即时盈利、行业淡旺季、对未来景气的预期等等。目前看，企业的窑龄确实进入了冷修的高峰期，**由于耐火材料的选择不同，玻璃窑炉的窑龄通常在 6-10 年，若选择较差的耐火材料一般支撑 6-8 年，而较好的耐火材料则冷修期在 8-10 年，这仅仅是理论上的冷修周期，通过窑炉的修补通常都能够再延续 1-2 年甚至更长，**这导致了冷修大周期具备一定不确定性，但是越往后冷修大周期的确定性越强。**从冷修成本看，由于耐火材料价格的大幅上涨，冷修成本大幅上涨约 3000-5000 万元，企业不愿意进入冷修，而是通过不断热修尽量延长窑炉的使用寿命。从行业淡旺季看，目前是平淡期，后续 9-11 月是需求的高峰期，企业若选择冷修也会尽量拖到今年的旺季后。因此，我们认为，从供给周期看，在供给端没有大幅的外部扰动（例如 17 年沙河环保关停 9 条线的影响）的情况下，由于供给端新增和冷修复产产线较多，今年的旺季将不太旺。而明年的淡季如何，将取决于届时企业的冷修意愿，从窑炉冷修的周期看，我们认为大规模冷修的周期有望在明年春节看到，届时若需求端韧性依然较强，可能会出现阶段性的行业高景气。

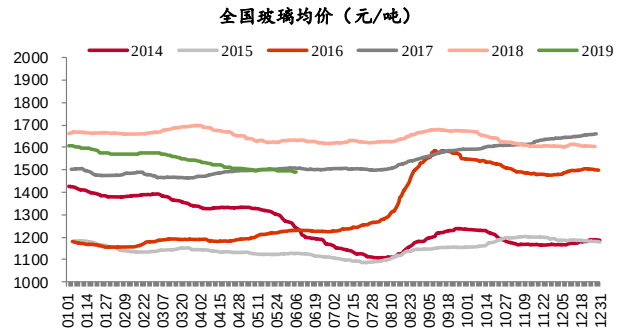
- **投资建议：**
- **旗滨集团是华南、中南地区玻璃龙头企业，成本和产品结构加速改善。**成本端，公司约 60%的硅砂自供，成本大幅低于市场价；原材料、燃料受益于规模化采购，成本也略低于同行；公司燃料系统可根据实际燃料价格变化，调整燃料结构，降低成本。产品上，公司逐步减少普通建筑玻璃比例，加大深加工产品比例，此外，目前公司的超白玻璃产线盈利能力较强，未来投产的电子玻璃产线也有望给公司贡献增量业绩。
- **公司 2019 年业绩有望同比正增长，主要来源于产量提升和经营效益的改善。**从产量上看，我们认为随着 2018 年 3 条产线一季度复产、1 条产线 12 月进入冷修，2019 年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。
- **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，对应目前的股息率超过 7%。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。

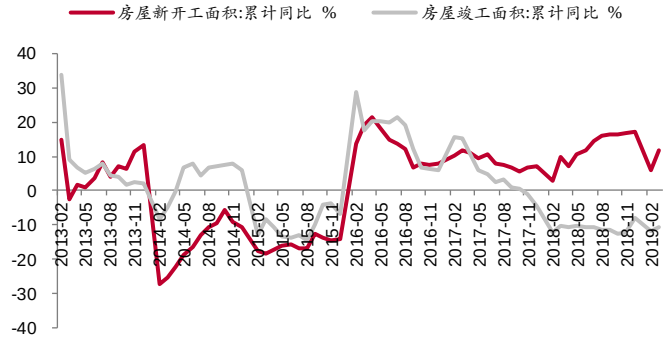
- **风险提示：**宏观经济下滑；产线复产超预期；原材料成本大幅上行

图表 1：全国玻璃价格



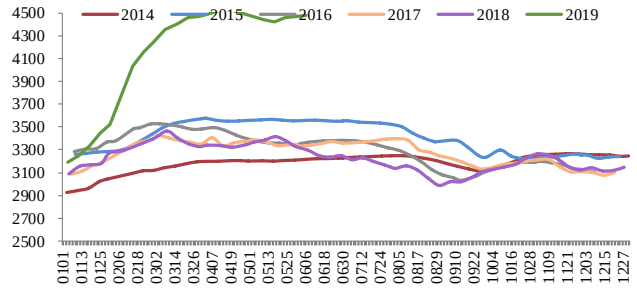
来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 2：房屋新开工和竣工增速



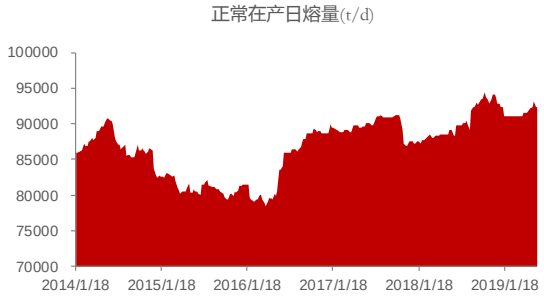
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：玻璃库存（万重量箱）



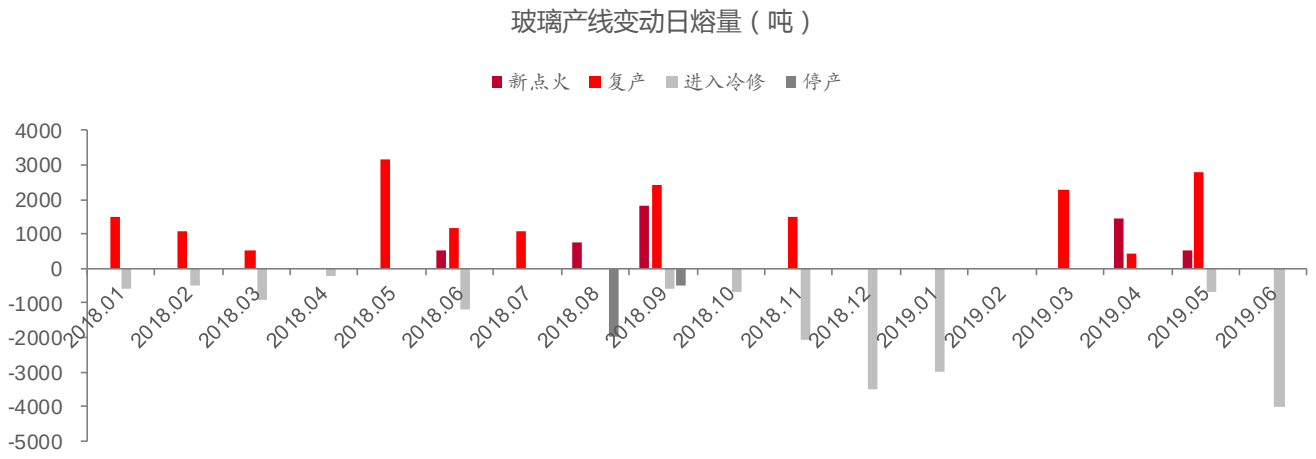
来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 4：日熔量



来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 5：玻璃产线变动（假设此次事件冲击的 4 条产线均进入冷修）



来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 6：旗滨集团财务摘要

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**75.9**	**83.8**	**92.1**	**93.9**	**96.7**
减:营业成本	51.5	59.7	68.1	69.5	71.6
营业税费	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
销售费用	0.5	1.1	0.9	0.9	1.0
管理费用	7.9	5.1	4.1	4.2	4.4
财务费用	1.0	1.0	0.9	0.7	0.5
资产减值损失	0.7	0.6	0.1	0.1	0.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
营业利润	**13.5**	**13.5**	**13.6**	**14.0**	**14.6**
加:营业外净收支	0.0	-0.0	0.2	0.2	0.2
利润总额	**13.5**	**13.5**	**13.7**	**14.2**	**14.7**
减:所得税	2.1	1.4	1.4	1.5	1.5
归母净利润	**11.4**	**12.1**	**12.3**	**12.7**	**13.2**
资产负债表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	6.8	4.3	14.4	21.0	34.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	0.6	1.1	0.8	1.2	0.9
应收票据	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5
预付帐款	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3
存货	5.9	7.1	7.8	7.4	8.2
其他流动资产	7.1	7.4	7.4	7.4	7.4
可供出售金融资产	0.2	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	78.7	83.4	85.7	82.9	78.7
在建工程	10.8	8.4	3.7	1.3	0.7
无形资产	8.5	8.3	8.1	7.9	7.6
其他非流动资产	7.6	7.1	6.5	5.9	5.7
资产总额	**127.2**	**128.4**	**135.4**	**136.2**	**145.0**
短期债务	2.8	4.9	3.0	3.0	3.0
应付帐款	12.1	10.2	15.3	10.7	16.1
应付票据	0.7	2.1	1.0	2.2	1.1
其他流动负债	4.3	8.7	8.8	8.7	8.8
长期借款	19.2	14.8	13.0	13.0	13.0
其他非流动负债	17.3	11.9	11.9	11.9	11.9
负债总额	**56.4**	**52.7**	**53.0**	**49.6**	**53.9**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	26.9	26.9	26.9	26.9	26.9
留存收益	46.4	51.5	55.6	59.8	64.1
股东权益	**70.8**	**75.7**	**82.4**	**86.7**	**91.0**
现金流量表	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
净利润	11.4	12.1	12.3	12.7	13.2
加:折旧和摊销	8.4	9.1	9.7	10.5	11.2
资产减值准备	0.7	0.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.2	1.3	0.9	0.7	0.5
投资收益	-0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-
营运资金的变动	0.4	-7.8	4.4	-3.1	4.2
经营活动产生现金	**23.5**	**20.7**	**26.9**	**20.4**	**28.7**
投资活动产生现金	**-13.3**	**-8.7**	**-6.7**	**-4.7**	**-5.7**
融资活动产生现金	**-11.9**	**-13.9**	**-10.2**	**-9.2**	**-9.4**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	9.0%	10.5%	9.9%	2.0%	3.0%
营业利润增长率	43.4%	0.0%	0.5%	3.4%	4.1%
净利润增长率	36.8%	5.7%	1.8%	3.4%	4.0%
EBITDA增长率	8.6%	15.7%	9.2%	3.9%	4.3%
EBIT增长率	14.8%	19.5%	8.1%	1.7%	2.9%
NOPLAT增长率	24.4%	5.9%	-0.2%	1.7%	2.9%
投资资本增长率	-7.5%	12.5%	-7.4%	-2.3%	-11.4%
净资产增长率	17.5%	7.0%	8.9%	5.1%	5.1%
利润率					
毛利率	32.1%	28.8%	26.1%	26.0%	26.0%
营业利润率	17.8%	16.1%	14.7%	14.9%	15.1%
净利润率	15.1%	14.4%	13.3%	13.5%	13.7%
EBITDA/营业收入	28.8%	30.1%	29.9%	30.5%	30.9%
EBIT/营业收入	18.2%	19.7%	19.4%	19.4%	19.3%
运营效率					
固定资产周转天数	379	348	331	323	301
流动营业资本周转天数	-4	-5	-7	-8	-8
流动资产周转天数	107	90	101	132	167
应收帐款周转天数	2	4	4	4	4
存货周转天数	41	28	29	29	29
总资产周转天数	595	549	516	521	523
投资资本周转天数	390	361	335	312	282
投资回报率					
ROE	16.1%	16.0%	14.9%	14.7%	14.5%
ROA	9.0%	9.4%	9.1%	9.3%	9.1%
ROIC	14.4%	16.4%	14.6%	16.0%	16.9%
费用率					
销售费用率	0.6%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率	10.4%	6.1%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用率	1.4%	1.2%	1.0%	0.7%	0.5%
三费/营业收入	12.4%	12.2%	10.2%	9.9%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	41.0%	39.1%	36.4%	37.2%
负债权益比	79.7%	69.6%	64.3%	57.2%	59.3%
流动比率	1.05	0.80	1.11	1.53	1.79
速动比率	0.76	0.53	0.83	1.23	1.50
利息保障倍数	13.31	16.53	19.90	26.87	35.22
分红指标					
DPS(元)	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33
分红比率	70.7%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%
股息收益率	7.9%	7.9%	8.0%	8.3%	8.6%
业绩和估值指标	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
EPS(元)	0.43	0.45	0.46	0.47	0.49
BVPS(元)	2.63	2.82	3.07	3.22	3.39
PE(X)	9.0	8.5	8.3	8.1	7.8
PB(X)	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
P/FCF	78.2	24.5	6.8	7.0	4.6
P/S	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.1	4.6	3.7	3.4	2.8
CAGR(%)	3.6%	3.1%	13.8%	3.6%	3.1%
PEG	2.5	2.8	0.6	2.2	2.5
ROIC/WACC	1.5	1.7	1.5	1.7	1.8
REP	1.5	0.8	0.8	0.7	0.7

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。