



601636.SH

买入

市场价格：人民币 3.84

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.6	5.3	(14.3)	(4.4)
相对上证指数	(8.3)	3.8	(4.1)	(9.2)

发行股数(百万)	2,688
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	10,322
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	29

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

## 旗滨集团

### 平板玻璃原片龙头，板块修复有望充分受益

公司是平板玻璃行业龙头，标的纯正。公司国内在广东等四省八个基地共有26条生产线。国外马来产能已经落地点火。目前公司产能已全面释放。作为行业龙头，公司市占率较高，年分红比例较高，基本面稳健，平板玻璃板块修复预期下公司将充分受益。

#### 支撑评级的要点

- **出货量先跌后升，吨利润指标有所下滑**：公司2018平板玻璃产量1.099亿重箱，同增6.79%；销量1.1亿重箱，同增6.53%。受竣工低位影响，公司上半年出货量较低，后逐步有所好转。但全年价格持续阴跌，单箱毛利最低跌至17元，净利跌至10元。对公司利润水平有所影响。
- **海外产能充分释放，海外收入增长明显**：马来产能释放，全年海外收入8亿元，同比大增208.24%；毛利润1.66亿元。假设海外收入主要来自马来，单箱价格80元，马来产能利用率接近100%，产能充分释放。
- **发挥企业龙头优势，加快推进产业布局**：公司在深加工领域逐步前进。浙江、广东、马来西亚节能玻璃深加工项目已开始运行；郴州光伏光电基板生产线已于2018年9月点火；醴陵高性能电子玻璃项目于2018年年中投入建设，预计2020年投入使用。公司产业布局将持续优化。
- **短期行业基本面改善下，公司有望充分收益板块修复行情**：近期平板玻璃各项基本面数据回升，经销商抓紧备货，产品价格回升具备有力支撑。玻璃板块业绩与估值处于历史低位，板块弱势有望借此机会修复，公司作为平板玻璃龙头与最纯正标的有望充分收益板块修复行情。

#### 估值

- 公司基本面稳健，盈利能力强，是不可多得的现金牛。预计2019-2021年，公司营收分别为91.64、96.67、101.51亿元；归母净利润分别为13.61、14.47、15.71亿元；EPS为0.51、0.54、0.58元，维持公司**买入**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 玻璃库存持续累加，产品价格继续下滑，板块修复不及预期。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
变动(%)	9	10	9	5	5
净利润(人民币 百万)	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
全面摊薄每股收益(人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
变动(%)	31.4	5.7	12.7	6.3	8.6
市场预期每股收益(人民币)			0.480	0.540	0.590
全面摊薄市盈率(倍)	9.0	8.5	7.6	7.1	6.6
价格/每股现金流量(倍)	10.4	4.5	4.5	4.3	4.0
每股现金流量(人民币)	0.37	0.85	0.86	0.89	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	4.4	4.0	3.9	3.7
每股股息(人民币)	0.29	0.30	0.33	0.35	0.38
股息率(%)	7.6	7.8	8.6	9.1	9.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
销售成本	5,153	5,966	6,594	7,004	7,355
经营费用	980	732	838	885	929
息税折旧前利润	2,293	2,361	2,577	2,655	2,753
折旧及摊销	837	914	843	874	883
经营利润 (息税前利润)	1,457	1,447	1,734	1,781	1,870
净利息收入/(费用)	(104)	(100)	(133)	(79)	(22)
其他收益/(损失)	3	31	7	7	7
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
所得税	210	139	240	255	277
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
核心净利润	1,140	1,177	1,353	1,439	1,563
每股收益 (人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
核心每股收益 (人民币)	0.424	0.438	0.503	0.535	0.581
每股股息 (人民币)	0.291	0.300	0.330	0.350	0.380
收入增长(%)	9	10	9	5	5
息税前利润增长(%)	13	(1)	20	3	5
息税折旧前利润增长(%)	8	3	9	3	4
每股收益增长(%)	31	6	13	6	9
核心每股收益增长(%)	48	3	15	6	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
折旧与摊销	837	914	843	874	883
净利息费用	104	100	133	79	22
运营资本变动	2,183	(372)	157	164	55
税金	882	674	256	280	302
其他经营现金流	1,359	(1,341)	(377)	(411)	(453)
经营活动产生的现金流	2,352	2,066	2,299	2,359	2,547
购买固定资产净值	1,412	1,057	9	3	1
投资减少/增加	9	(47)	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	91	1,225	21	27	39
投资活动产生的现金流	(1,331)	216	17	29	43
净增权益	(34)	(644)	0	0	0
净增债务	(1,642)	173	(500)	(500)	(483)
支付股息	808	807	887	941	1,022
其他融资现金流	1,289	(113)	(143)	(102)	(59)
融资活动产生的现金流	(1,195)	(1,390)	(1,530)	(1,542)	(1,564)
现金变动	(181)	(192)	777	843	1,025
期初现金	824	681	435	1,212	2,055
公司自由现金流	1,021	2,282	2,315	2,388	2,590
权益自由现金流	668	2,343	1,673	1,787	2,048

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	681	435	1,212	2,055	3,080
应收帐款	97	166	186	199	211
库存	594	705	766	804	839
其他流动资产	68	727	777	777	777
流动资产总计	2,099	2,083	2,941	3,835	4,908
固定资产	7,870	8,339	8,117	7,451	6,650
无形资产	846	824	802	776	749
其他长期资产	1,901	1,592	1,001	822	768
长期资产总计	10,617	10,754	9,920	9,049	8,167
总资产	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
应付帐款	774	918	1,012	1,074	1,127
短期债务	280	490	290	90	0
其他流动负债	937	1,186	1,215	1,239	1,270
流动负债总计	1,991	2,594	2,518	2,404	2,397
长期借款	1,916	1,483	983	483	(0)
其他长期负债	1,732	1,190	1,317	1,448	1,580
股本	2,693	2,688	2,688	2,688	2,688
储备	4,385	4,882	5,355	5,861	6,410
股东权益	7,078	7,570	8,044	8,549	9,098
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
每股帐面价值 (人民币)	2.63	2.82	2.99	3.18	3.38
每股有形资产 (人民币)	4.23	4.41	4.42	4.44	4.52
每股净负债/(现金)(人民币)	1.17	1.02	0.51	(0.01)	(0.56)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	30.2	28.2	28.1	27.5	27.1
息税前利润率 (%)	19.2	17.3	18.9	18.4	18.4
税前利润率 (%)	17.8	16.1	17.5	17.6	18.2
净利率 (%)	15.1	14.4	14.9	15.0	15.5
流动性					
流动比率 (倍)	1.1	0.8	1.2	1.6	2.0
利息覆盖率 (倍)	22.1	23.6	19.4	33.6	126.2
净权益负债率 (%)	45.9	36.1	17.1	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.8	0.5	0.9	1.3	1.7
估值					
市盈率 (倍)	9.0	8.5	7.6	7.1	6.6
核心业务市盈率 (倍)	9.1	8.8	7.6	7.2	6.6
市净率 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流 (倍)	10.4	4.5	4.5	4.3	4.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.5	4.4	4.0	3.9	3.7
周转率					
存货周转天数	28.6	30.7	30.5	30.3	30.2
应收帐款周转天数	4.7	7.2	7.4	7.5	7.6
应付帐款周转天数	54.8	56.2	56.0	56.0	55.9
回报率					
股息支付率 (%)	68.5	66.9	65.2	65.0	65.0
净资产收益率 (%)	16.1	16.0	16.9	16.9	17.3
资产收益率 (%)	9.0	9.4	10.6	11.2	12.0
已运用资本收益率 (%)	11.2	12.1	13.9	14.3	14.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测