

旗滨集团（601636）：业绩价格弹性高，等待竣工改善释放下游需求

——2019 年中报点评

2019 年 09 月 05 日

推荐/首次

旗滨集团 公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布 2019 年业绩中报，2019H1 营业收入 40.66 亿元，同比增加 7.86%，归母净利为 5.18 亿元，同比下降 20.91%，实现每股收益为 0.20 元。
- **销量增长带动营收增长，二季度业绩下滑程度有改善。**2019 上半年共生产各类玻璃 5897 万重箱，同比增加 13.80%，销售各类玻璃 5407 万重箱，同比增加 12.34%。公司产能充分释放，2019 上半年公司各类玻璃综合销售均价同比下降 4 个百分点左右，原因在于玻璃行业需求虽仍在高位但有所回落，在公司销量依然保持增长的情况下，业绩有所下滑。从单季度看，Q2 较 Q1 的下降幅度有所收窄，主要原因在于春节过后行业进入传统旺季，叠加地产端需求快速恢复，公司 Q2 单季销售情况明显好于 18 年同期。
- **玻璃巨头业绩弹性大，等待需求释放带来的弹性空间。**2019H1 全国浮法玻璃现货平均价同比下降 5.67%，根据我们跟踪，受益于房屋竣工面积增速出现较大幅度回升，国内浮法玻璃需求已有改善，7、8 两月国内浮法玻璃价格已有小幅上升。旗滨集团作为重资产的国内浮法玻璃龙头，生产线产能较大，玻璃原片产销基本平衡，产量增长的空间较小，玻璃价格提升将为公司带来巨大的业绩弹性，我们看好 2019 年下半年公司下游地产竣工面积继续改善所带来的玻璃需求增长，下半年地产需求的释放将为公司业绩增长带来较大弹性空间。
- **现金流仍然较好，具备分红基础。**公司作为玻璃龙头公司之一，现金流较好，从 2013 年以来每年经营净现金净流量均在 7 亿以上，2017 甚至达到 23.5 亿元。公司每年会对净利润进行现金分红，上市以来除 2014 年（行业景气度不但下降而且预期悲观）没有分红外，每年的分红比例均不低于 30%，2017 年甚至高达 71%。2019 年行业虽然景气度有所下降但是仍保持在较高位置，公司利润水平较好，现金流充裕，2019H1 经营活动现金净流量已达到 5.29 亿元，我们认为公司 2019 年继续分红将是大概率事件，按照 30% 的历史最低分红率，当前股息率水平在 4% 左右，如果按照历史较高分红率，则当前股息率将达到 9% 左右。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020	2021E
营业收入(百万元)	7,585.00	8,378.31	9,071.24	10,401.	11,983.96
增长率(%)	8.96%	10.46%	8.27%	14.67%	15.21%
净利润(百万元)	1,141.78	1,207.66	1,151.29	1,494.2	1,770.72
增长率(%)	36.81%	5.77%	-4.67%	29.79%	18.50%
净资产收益率(%)	16.14%	15.95%	10.47%	12.34%	12.96%
每股收益(元)	0.42	0.45	0.43	0.56	0.66
PE	7.86	7.59	8.17	6.29	5.31
PB	1.33	1.24	0.86	0.78	0.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要产品分三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片。公司是国内玻璃企业龙头，拥有全国最高的浮法玻璃原片产能。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

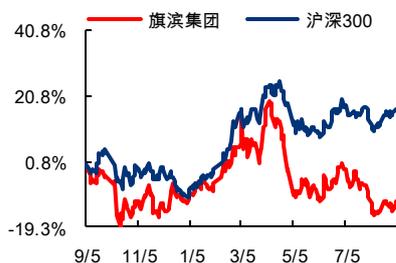
发债及交叉持股介绍：

-

52 周股价区间(元)	3.48-4.33
总市值(亿元)	93.55
流通市值(亿元)	91.61
总股本/流通 A 股(万股)	268808/263259
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.94

交易数据

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

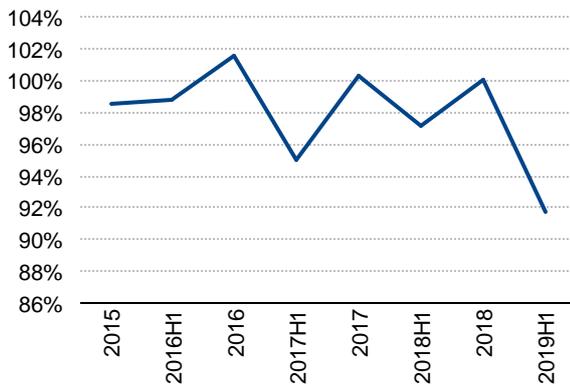
hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

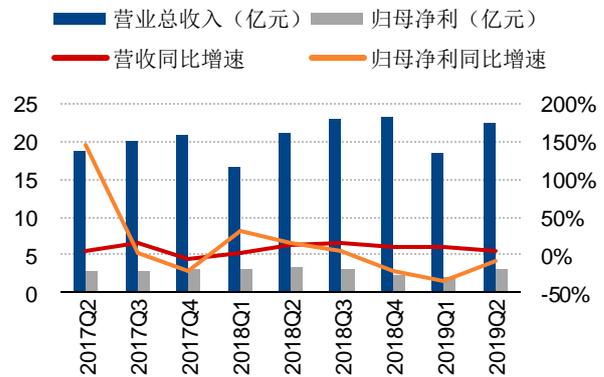
- 产业链拓展与产品升级并重, 提升公司长期竞争力。** 在产业链拓展上, 报告期内公司加大了对玻璃上游原材料硅砂的战略储备力度, 通过股权投资的方式取得了醴陵市金盛硅业有限公司 80% 的股权, 同时计划扩大采矿规模, 联合金盛硅业共同开发建设醴陵市浦口镇十八破矿山, 将其开采量扩大到 90 万吨/年, 并配套开发、建设一条年产 60 万吨的石英砂生产线。近年来, 由于环保整治和生产安全的执法力度不断加大, 石英砂矿被关停的数量不断增多, 这直接造成玻璃原材料硅砂的供应紧张和价格上涨, 扩大开采和生产后的金盛硅业可以基本满足醴陵旗滨生产基地的用砂需求, 这有利于维护公司用砂安全并控制成本价格。产品升级方面, 报告期内郴州旗滨项目成功运营, 醴陵电子玻璃项目成功点火, 为公司的产品阵列分别补充了光伏玻璃和电子玻璃这两种附加值较高的产品。公司同时加大了在节能玻璃产品上的投入, 启动了广东节能二期扩建项目、浙江节能扩产项目和湖南节能项目的建设。总的来看, 公司着眼长远, 积极进行产业链拓展和产品结构升级, 这有利于提升公司的长期竞争力。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019 年到 2021 年的每股收益为 0.43 元、0.56 元和 0.66 元, 对应的 PE 为 8 倍、6 倍和 5 倍, 考虑到公司业绩价格弹性高, 行业仍处于较高景气度之中, 分红率高, 进可攻退可守。首次覆盖我们给予公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示:** 需求改善速度和程度不及预期。

图 1: 旗滨集团玻璃原片产销率变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 旗滨集团营收及归母净利润单季度变化情况



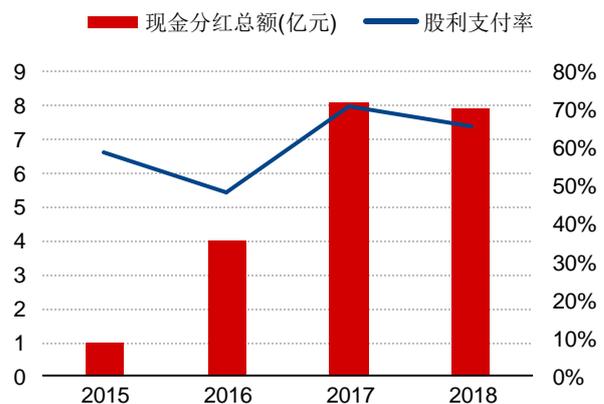
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 旗滨集团单季现金流变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 旗滨集团现金分红情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2099	2083	2213	2756	3983	营业收入	7585	8378	9071	10402	11984
货币资金	681	435	454	849	1883	营业成本	5153	5966	6633	7473	8623
应收账款	47	86	94	108	125	营业税金及附加	144	117	127	146	168
其他应收款	15	28	30	35	40	营业费用	46	108	134	154	177
预付款项	18	38	58	80	106	管理费用	790	507	498	571	658
存货	594	705	781	880	1016	财务费用	104	100	120	106	87
其他流动资产	709	739	739	739	739	资产减值损失	67.75	59.66	60.00	60.00	60.00
非流动资产合计	10617	10754	11484	11948	12465	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	40	37	37	37	37	投资净收益	0.05	32.74	0.00	0.00	0.00
固定资产	7870	8339	8937	9316	9753	营业利润	1349	1349	1288	1672	1980
无形资产	846	824	774	728	684	营业外收入	18.82	8.61	8.70	8.70	8.70
其他非流动资产	489	401	401	401	401	营业外支出	16.18	10.72	10.70	10.70	10.70
资产总计	12716	12838	13697	14705	16448	利润总额	1352	1347	1286	1670	1978
流动负债合计	1991	2594	2689	2383	2573	所得税	210	139	135	175	208
短期借款	280	490	446	0	0	净利润	1142	1208	1151	1494	1771
应付账款	709	703	763	860	992	少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
预收款项	114	131	142	156	171	归属母公司净利润	1143	1208	1152	1495	1772
一年内到期的非	40	459	459	459	459	EBITDA	3075	3120	2365	2873	3309
非流动负债合计	3647	2674	2120	2120	2120	EPS (元)	0.42	0.45	0.43	0.56	0.66
长期借款	1916	1483	1483	1483	1483	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5639	5267	4809	4504	4693	成长能力					
少数股东权益	0	0	-1	-2	-4	营业收入增长	8.96%	10.46%	8.27%	14.67%	15.21%
实收资本(或股	2693	2688	2688	2688	2688	营业利润增长	43.39%	-0.01%	-4.51%	29.74%	18.48%
资本公积	1787	1892	1892	1892	1892	归属于母公司净利	36.83%	5.69%	-4.59%	29.79%	18.50%
未分配利润	2585	2830	3682	4789	6100	获利能力					
归属母公司股东	7078	7570	11001	12121	13676	毛利率(%)	32.06%	28.79%	26.88%	28.15%	28.05%
负债和所有者权	12716	12838	15809	16622	18365	净利率(%)	15.05%	14.41%	12.69%	14.37%	14.78%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	16.14%	15.95%	10.47%	12.34%	12.96%	
经营活动现金流	2352	2066	2321	2763	3170	偿债能力					
净利润	1142	1208	1151	1494	1771	资产负债率(%)	44%	41%	30%	27%	
折旧摊销	1622.05	1671.23	0.00	1049.14	1197.70	流动比率	1.05	0.80	0.82	1.16	1.05
财务费用	104	100	120	106	87	速动比率	0.76	0.53	0.53	0.79	1.15
应付账款的变化	-37	-39	-8	-14	-16	营运能力					
预收账款的变化	-15	16	12	14	16	总资产周转率	0.60	0.66	0.63	0.64	0.69
投资活动现金流	-1331	-873	-1749	-1622	-1819	应收账款周转率	268	126	101	103	103
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.45	8.45	9.05	9.21	9.31
长期股权投资减	1	2	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	33	0	0	0	每股收益(最新摊	0.45	0.46	0.43	0.56	0.66
筹资活动现金流	-1195	-1390	-554	-746	-318	每股净现金流(最	-0.06	-0.07	0.01	0.15	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.63	2.82	4.09	4.51	5.09
长期借款增加	892	-432	0	0	0	估值比率					
普通股增加	84	-4	0	0	0	P/E	7.86	7.59	8.17	6.29	5.31
资本公积增加	322	105	0	0	0	P/B	1.33	1.24	0.86	0.78	0.69
现金净增加额	-174	-197	19	395	1034	EV/EBITDA	3.57	3.66	4.80	3.66	2.86

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	旗滨集团（601636）2018 年半年报点评：布局产业链，受益供给收缩业绩增长稳定	2018-08-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，首席分析师。2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”建筑材料行业第一名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

中国地质大学（北京）应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。