

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**建材**
**玻璃 II**
**旗滨集团 (601636)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年09月20日

# 战略规划+最强激励，开创企业变革之典范

证券分析师： <b>黄道立</b> 0755-82130685 huangdl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003
证券分析师： <b>陈颖</b> chenying4@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002
联系人： <b>冯梦琪</b> fengmq@guosen.com.cn	

## 事项：

公司9月19日公告，披露包括《中长期发展战略规划纲要（2019-2024年）》、《中长期发展计划之第一期员工持股计划（草案）》、《事业合伙人持股计划（草案）》等文件。

**国信建材观点：**1) 中长期发展战略发布，提出未来发展规划、目标等前瞻性要求。2) 最强持股计划出炉，包括《事业合伙人持股计划》和《中长期发展计划之第一期员工持股计划》，激励强，动力足。3) 行业供给整体平稳，需求不必过分担忧，近期行业数据呈向好迹象，密切关注冬季限产：年初至今玻璃行业产能整体小幅收缩，环保严控持续，房地产竣工面积增速开始回升。4) 注重股东回报，高分红高股息。5) 投资建议：随着浮法玻璃规模的不断扩张，公司目前已经成为国内浮法玻璃龙头企业，近年来公司不断加强产业链升级，加速进军节能玻璃、超白玻璃、高性能电子玻璃领域，未来产品品种和结构将进一步优化，产品竞争力和市场控制力有望持续增强，我们预计19-21年归母净利润12.5/13.8/15.9亿，对应EPS为0.47/0.51/0.59元，对应当前股价PE为7.9/7.1/6.2X，维持“买入”评级。

**风险提示：**房地产竣工不及预期；原材料价格上涨超预期；深加工业务推进不及预期；

## 评论：

### ■ “做强做大”、“一体两翼”，中长期发展战略发布

公司今日披露《中长期发展战略规划纲要》（以下简称“规划纲要”），提出未来发展规划、目标等前瞻性要求。根据《规划纲要》，公司管理团队确定了“做强做大”“一体两翼”的战略规划，包括有机主体（规模发展）、左翼（产品优质化）和右翼（产品高端化）的战略实施，争取在2021年实现营收超过100亿（相对于2018年公司83.78亿元的营收规模，年复合增速约6.08%，相对于2016-2018年三年平均76.4亿的营收规模，年复合增速约为9.38%），2024年争取实现营收超过135亿（相对于2021年计划达到的100亿营收规模，年复合增速约为10.52%）。公司将继续推进浮法规模扩张，巩固、扩大规模化优势，通过稳健的财务管理手段、兼并收购重组与投融资策略完善区域、产品、产业链上下游布局，争取2024年末浮法原片产能规模较2018年增加30%以上，节能玻璃产能规模增加200%以上。

### ■ 最强、最全面的激励计划出炉，开创企业变革之典范

1) 事业合伙人持股计划：为鼓励经营管理团队做强做大公司的责任担当和价值追求，公司实控人俞其兵先生主动提议设立事业合伙人持股计划，并承诺将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与给事业合伙人持股计划作为股票来源，总体规模不超过10,000万股，占当前公司总股本的3.72%。此次持股计划总人数预计不超过50人，首批为23

人，主要对象包括公司部分董事、高管、助理总裁及人员、独立经营的下属企业总经理等。

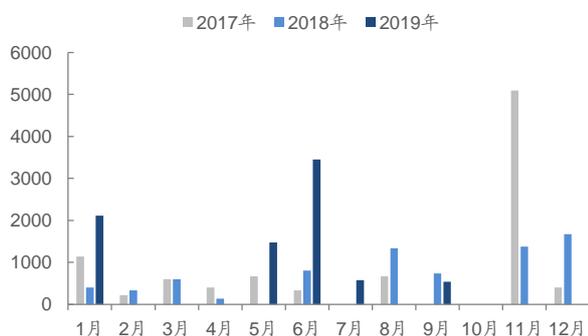
公司在此持股计划中分别制定了 2021 年中期发展目标和 2024 年长期发展目标，要求以 2016-2018 年营收均值为基数，2021 年和 2024 年营收复合增长率不低于 10%，ROE 不低于同行业对标企业 80 分位值水平。在完成公司中期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第一批股票，完成长期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第二批股票，累计通过本持股计划获赠合计不超过 10,000 万股的股票。此次事业合伙人持股计划面向公司核心管理层人员，有利于推动核心管理层与公司长期成长价值绑定，助力核心管理层从“经理人”向“合伙人”转变，发挥经营能动性，主动承担公司长期成长责任，确保公司长期竞争优势。

**2) 中长期发展计划之第一期员工持股计划：**公司还发布《中长期发展计划之第一期员工持股计划（草案）》，其中表示 2019 年至 2024 年公司计划滚动实施 6 期员工持股计划，总规模预计 12,500 万股。第一期员工持股计划总人数将不超过 416 人，规模不超过 721.8 万股，拟筹资金额上限为 1371.42 万元。2019 年度财务考核指标为以 2016-2018 年营收均值为基数，2019 年营收增速不低于 20%，同时 ROE 不低于同行业对标企业 80 分位值水平。本次员工持股计划有助于建立和完善员工、股东的利益共享机制，促进员工工作思维由任务执行向价值创造改变，调动员工积极性、创造性，有利于提高公司凝聚力和竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

■ 供给严控仍在继续，冬季限产值得关注

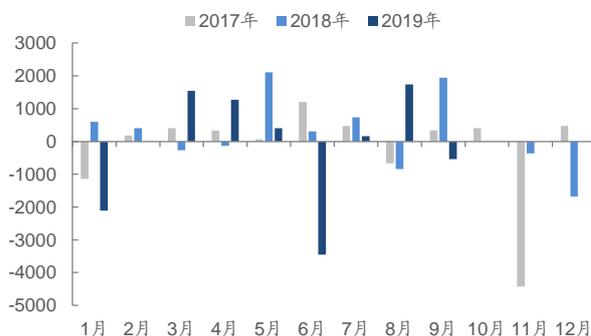
从供给端来看，今年年初至 4 月份行业复产数量较多，使得产能有所增加，5 月末 6 月初的集中停产冷修促使行业供给得到一定改善，年初至今行业净减少产能约 978 万重箱，供给端整体保持较稳定，预计现阶段至年底少量生产线有复产计划，但整体冲击较为有限，供给端预期相对平稳。

图 1：玻璃行业每月冷修产能情况（万重箱）



资料来源：中国玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

图 2：玻璃行业每月净增加产能情况（万重箱）



资料来源：中国玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

此外，受环保因素影响，产能严控政策仍在持续。从 168 个重点城市排名来看，1-7 月空气质量排名后 10 位的城市中，华北地区占有 8 席，其中河北省 5 个城市上榜，邢台市名列最后。早在 6 月 10 日，邢台市委、市政府已召开全市大气污染防治工作推进会，会上宣读了邢台市大气污染防治工作领导小组《关于开展大气污染防治强化攻坚月行动的通知》，对邢台市各水泥企业的停产天数做出了明确要求。9 月 15 日，邢台市大气污染防治工作领导小组印发《邢台市蓝天保卫战强化攻坚措施责任分工清单》，其中明确要求沙河市确定 6-8 条燃煤生产线实施停产，9 月 20 日前停止进料，10 月 10 日前冷炉到位。若最终停产措施执行到位，预计行业产能有望进一步收缩。

表 1：环保部 168 个重点城市空气质量排名后 10 位

5月排名			6月排名			7月排名			1-7月排名		
排名	城市	省份	排名	城市	省份	排名	城市	省份	排名	城市	省份
1	唐山	河北	1	唐山	河北	1	唐山	河北	1	邢台	河北
2	太原	山西	2	邢台	河北	2	晋城	山西	2	临汾	山西
3	邢台	河北	3	石家庄	河北	3	邢台	河北	3	石家庄	河北
4	晋城	山西	4	晋城	山西	4	邯郸	河北	4	安阳	河南
5	临沂	山东	5	淄博	山东	5	石家庄	河北	5	邯郸	河北
6	石家庄	河北	6	邯郸	河北	6	淄博	山东	6	太原	山西

表 1: 环保部 168 个重点城市空气质量排名后 10 位

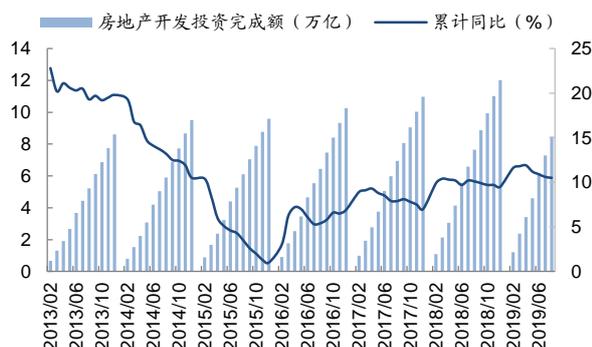
7	滨州	山东	7	太原	山西	7	太原	山西	7	唐山	河北
8	安阳	河南	8	天津	/	8	阳泉	山西	8	晋城	山西
9	淄博	山东	9	阳泉	山西	9	济南	山东	9	焦作	河南
10	邯郸	河北	10	安阳	河南	10	郑州	河南	10	保定	河北

资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

■ 房地产竣工回暖迹象, 需求不必过分担忧

从需求端来看, 受房地产行业调控影响, 今年以来房地产投资增速承压回落, 商品房销售面积增速低位运行, 今年 1-8 月房地产投资增速为 10.5%, 环比走弱 0.1 个百分点, 商品房销售面积累计同比下降 0.6%, 降幅环比收窄 0.7 个百分点。从近期高层表态上看, 地产调控政策短期难有松绑迹象, 但社会整体流动性边际改善已现, 房企竣工表现由去年的持续低迷状态开始有所回升, 今年 1-8 月房屋竣工面积增速实现-10%, 降幅环比收窄 1.3 个百分点, 8 月份单月竣工面积增速实现 2.79%, 为今年以来首次单月整增长, 环比上月提高 3.42 个百分点。目前房屋新开工面积增速仍然保持较高水平 (8.9%), 同时地产投资端的建筑工程和设备工器具购置增速仍然保持尚可 (分别为 9.9% 和 21.56%), 预计对未来房屋竣工仍将起到一定拉动和支撑作用, 因此对下半年的玻璃需求不必过分悲观。

图 3: 房地产开发投资完成额及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 商品房销售面积及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2019 年以来地产建筑工程和设备费增长形成支撑



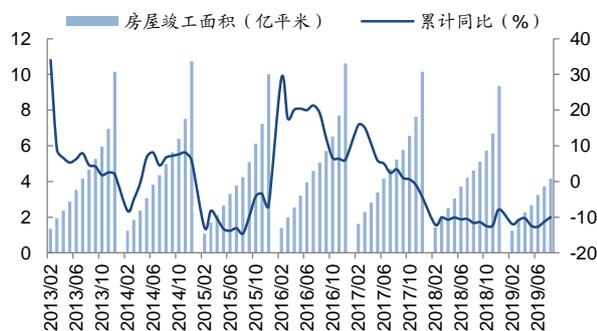
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 房屋新开工面积及同比增速



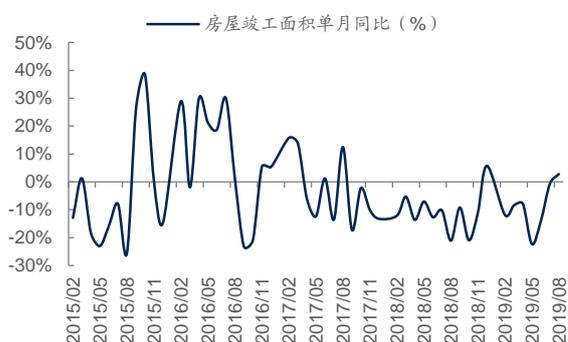
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 房屋竣工面积及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 单月房屋竣工面积及同比增速

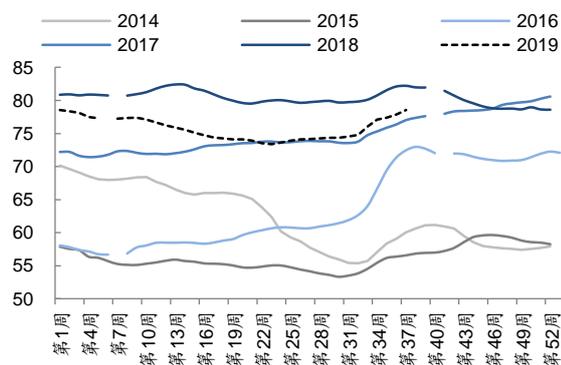


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 近期行业数据运行持续向好，价格稳步抬升，库存快速下行

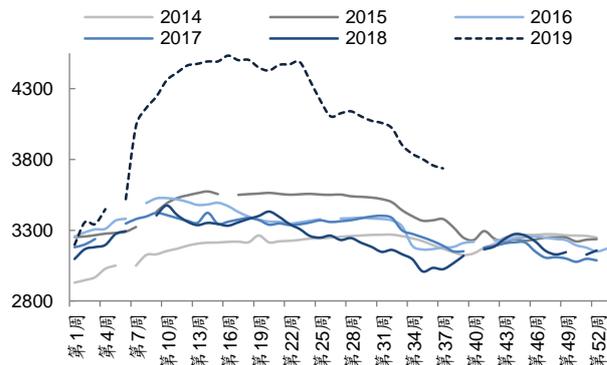
整体来看，今年上半年受复产生产线冲击，玻璃生产线库存抬升明显，价格持续下行，进入下半年后，产能出现一定收缩，需求有所好转。现阶段旺季来临，全国各地价格陆续提涨，截至 9 月 12 日，现货平均报价为 78.53 元/重量箱，环比上涨 0.84%，同比下跌 5.15%，生产线库存持续下降至 3737 万重箱，同比增加 23.54%。随着目前金九银十的需求旺季持续，未来价格仍有进一步提升空间。

图 9: 各年同期玻璃价格走势比较（元/重量箱）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 各年同期玻璃生产线库存走势比较（万重箱）

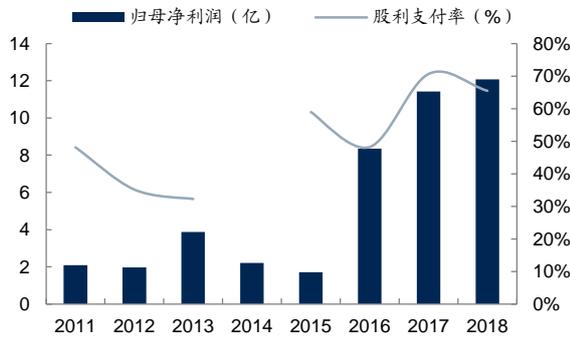


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 高分红有望延续，高股息为股价提供较强安全边际

公司历来注重股东回报，自上市以来，除 2014 年因收购浙玻等因素需现金支撑外，公司始终保持每年现金分红，且分红比例逐步提高，2018 年股利支付率约 65%，过去三年平均分红率达 61%。我们根据对公司 2019 年的归母净利润预测，以及过去三年平均分红率进行测算，目前公司股息率已经达 7.9%，为估计提供良好的安全边际。

图 11: 公司上市以来股利支付率持续提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司股息率水平目前处于高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 向中高端进军的玻璃龙头, 维持“买入”评级

随着浮法玻璃的不断扩张, 公司目前已经成为国内浮法玻璃龙头企业, 目前共拥有海内外 8 个原片生产基地, 日熔量达 17,600 吨。近年来公司不断加强产业链升级, 加速进军节能玻璃、超白玻璃、高性能电子玻璃领域: ①节能玻璃方面, 公司分别在广东河源、浙江绍兴、马来西亚新建三大生产基地, 并于去年投入商业化运行, 其中广东河源已启动二期项目扩建; ②超白玻璃方面, 郴州光伏光电项目今年 1 月投入商业化运营; ③电子玻璃方面, 今年 8 月 30 日, 醴陵 65 吨高性能电子玻璃生产线引头子成功, 正式全面进入生产阶段。中长期来看, 公司在保持现有竞争优势上, 未来产品品种和结构将进一步优化, 产品竞争力和市场控制力有望持续增强, 我们预计 19-21 年归母净利润 12.5/13.8/15.9 亿, 对应 EPS 为 0.47/0.51/0.59 元, 对应当前股价 PE 为 7.9/7.1/6.2X, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	435	850	1286	2120
应收款项	166	150	182	191
存货净额	705	782	864	960
其他流动资产	777	871	943	1049
<b>流动资产合计</b>	<b>2083</b>	<b>2654</b>	<b>3276</b>	<b>4319</b>
固定资产	9204	9014	8563	8076
无形资产及其他	824	791	758	725
投资性房地产	690	690	690	690
长期股权投资	37	36	34	32
<b>资产总计</b>	<b>12838</b>	<b>13183</b>	<b>13320</b>	<b>13841</b>
短期借款及交易性金融负债	950	627	600	600
应付款项	918	1019	1125	1249
其他流动负债	726	948	960	1111
<b>流动负债合计</b>	<b>2594</b>	<b>2594</b>	<b>2686</b>	<b>2960</b>
长期借款及应付债券	1483	1483	1483	1483
其他长期负债	1190	1298	1081	1027
<b>长期负债合计</b>	<b>2674</b>	<b>2781</b>	<b>2565</b>	<b>2510</b>
<b>负债合计</b>	<b>5267</b>	<b>5375</b>	<b>5251</b>	<b>5470</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	7570	7808	8069	8371
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12838</b>	<b>13183</b>	<b>13320</b>	<b>13841</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.45	0.47	0.51	0.59
每股红利	0.34	0.38	0.42	0.48
每股净资产	2.82	2.90	3.00	3.11
ROIC	16%	16%	19%	22%
ROE	16%	16%	17%	19%
毛利率	29%	28%	28%	28%
EBIT Margin	20%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	30%	30%	30%	29%
收入增长	10%	10%	9%	11%
净利润增长率	6%	4%	10%	15%
资产负债率	41%	41%	39%	40%
息率	9.4%	10.3%	11.4%	13.1%
P/E	8.2	7.9	7.1	6.2
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.9	5.5	5.0	4.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8378</b>	<b>9233</b>	<b>10082</b>	<b>11161</b>
营业成本	5966	6638	7269	8025
营业税金及附加	117	129	141	156
销售费用	108	129	135	153
管理费用	507	495	527	569
财务费用	100	106	99	98
投资收益	33	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(60)	0	0	0
其他收入	(204)	(300)	(350)	(350)
营业利润	1349	1436	1561	1810
营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1347</b>	<b>1436</b>	<b>1561</b>	<b>1810</b>
所得税费用	139	182	180	219
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1208</b>	<b>1253</b>	<b>1381</b>	<b>1591</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>1208</b>	<b>1253</b>	<b>1381</b>	<b>1591</b>
资产减值准备	(8)	4	(2)	(3)
折旧摊销	871	919	986	1023
公允价值变动损失	60	0	0	0
财务费用	100	106	99	98
营运资本变动	(764)	279	(286)	7
其它	8	(4)	2	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>1374</b>	<b>2452</b>	<b>2081</b>	<b>2621</b>
资本开支	(985)	(700)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(982)</b>	<b>(698)</b>	<b>(498)</b>	<b>(498)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(432)	0	0	0
支付股利、利息	(925)	(1016)	(1119)	(1289)
其它融资现金流	2076	(322)	(27)	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(638)</b>	<b>(1338)</b>	<b>(1147)</b>	<b>(1289)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(246)</b>	<b>415</b>	<b>436</b>	<b>833</b>
货币资金的期初余额	681	435	850	1286
货币资金的期末余额	435	850	1286	2120
企业自由现金流	629	2106	1978	2515
权益自由现金流	2272	1691	1863	2429

## 相关研究报告

- 《旗滨集团-601636-2019 年中报点评：盈利有所承压，加速产业链升级》 ——2019-08-20
- 《旗滨集团-601636-2018 年年报点评：业绩小幅承压，加快转型升级步伐》 ——2019-03-29
- 《旗滨集团-601636-2018 年三季度报点评：短期业绩不改长期逻辑，持续看好中长期发展》 ——2018-10-12
- 《旗滨集团-601636-2018 年半年报点评：抗风险能力持续提升》 ——2018-08-15
- 《旗滨集团-601636-2017 年年报点评：盈利大幅提升，行业有望进一步超预期》 ——2018-03-29

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032