

旗滨集团 (601636): 业绩增长拐点显现

——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 18 日

推荐/维持

旗滨集团 公司报告

报告摘要:

- **事件:** 公司发布 2019 年三季度报, 前三季度共实现营业收入 65.32 亿元, 同比增加 7.6%, 归母净利润为 9.27 亿元, 同比下降 3.33%, 降幅相较 2019 年中报明显收窄, 实现每股收益 0.35 元。单季业绩表现来看, 2019Q3 公司实现归母净利润 4.09 亿元, 同比大增 34.6%, 结束了 2018Q4 以来的同比负增局面。单季归母净利润创历史新高。
- **玻璃出厂价上升和原材料重碱价格下降是单三季度业绩大幅改善主因。** 旗滨集团的主要市场在华东和华南, 根据公司 2018 年年报, 公司营收中有 49.08% 来自于华东地区, 有 27.45% 来自于华南地区。以位于福建的漳州旗滨期货交割价格为例, 公司主要市场 5MM 浮法玻璃日交割价格从 6 月末的 1427 元/吨, 上涨到 2019 年 9 月末的 1506 元/吨, 单三季度区间涨幅 5.54%。与此同时玻璃原材料重质纯碱在华东和华南地区的价格皆有所下降, 降幅分别为 2.63% 和 5.13%, 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, 在玻璃价格提升和原材料价格下降的背景之下公司业绩弹性较大, 单三季度业绩同比大幅改善符合我们的预期。公司三季度末存货较期初大增 51.04%, 是因产能增加带来的库存商品增多和公司逢低价战略储备重质纯碱, 低价储备的原材料有助于公司应对原材料价格波动风险, 提升公司对成本端的控制能力。
- **经营性净现金流有所下降, 但仍具备分红基础。** 2019 年前三季度, 公司经营活动净现金流为 10.23 亿元, 较期初下降 26.42%, 主要原因有三: 1、报告期内新产能投产所导致的营运资金增加; 2、节能玻璃销售业务增加使得公司应收账款较期初增加 69.71%; 3、公司趁重质纯碱价格下跌进行大量战略储备。作为玻璃龙头公司之一, 从 2013 年以来每年经营性现金净流量均在 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%。公司 2019 前三季度经营净现金流虽有所下降但仍处于历史较高水平, 我们认为 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, 如果按照历史最高分红率, 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	9,192.00	10,184.	11,175.71
增长率 (%)	8.96%	10.46%	9.71%	10.80%	9.73%
净利润 (百万元)	1,141.78	1,207.66	1,255.56	1,497.0	1,658.89
增长率 (%)	36.81%	5.77%	3.97%	19.23%	10.81%
净资产收益率 (%)	16.14%	15.95%	11.34%	12.28%	12.16%
每股收益 (元)	0.45	0.46	0.47	0.56	0.62
PE	8.75	8.46	8.34	7.00	6.31
PB	1.48	1.39	0.95	0.86	0.77

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。

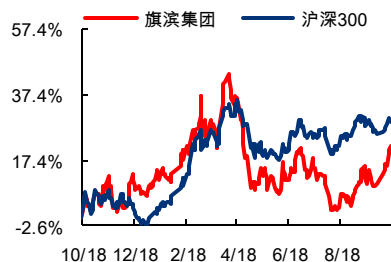
未来 3-6 个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

52 周股价区间 (元)	3.9-3.61
总市值 (亿元)	104.82
流通市值 (亿元)	103.61
总股本/流通 A 股 (万股)	268770/265678
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.95

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

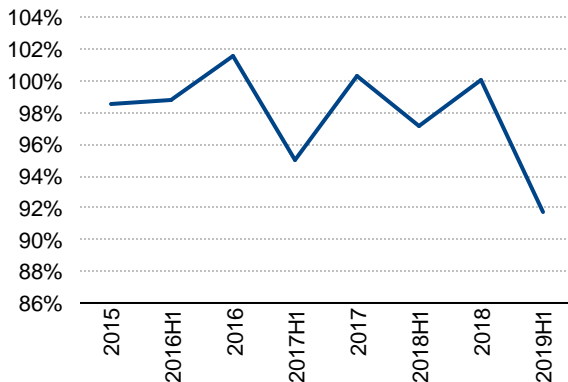
hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070045

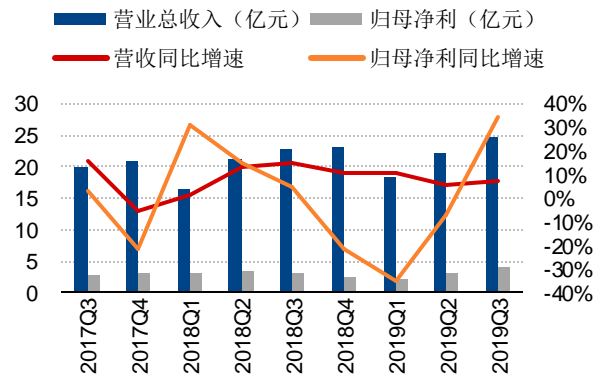
- **中长期发展规划和股权激励助力玻璃龙头长期发展向好。**2019年9月,旗滨集团公告《中长期发展战略规划纲要(2019-2024年)》(以下称“战略纲要”)、《事业合伙人持股计划(草案)》以及《中长期发展计划之第一期员工持股计划(草案)》等公司文件,为公司设定长期发展规划的同时,以员工持股计划和和合伙人持股计划的方式将员工、管理层和公司利益进行深度绑定。根据公司“战略纲要”,2021年公司要实现营收超100亿元,以2018年营收为基数,公司2018-2021年CAGR目标高达6%以上,且ROE不低于同行业可比公司80分位值,2024年的营收目标要超135亿元。谋划做大做强同时,公司推出了管理层层面的事业合伙人持股计划和第一期员工持股计划,通过利益绑定来刺激公司整体创业活力,我们认为“目标+强激励”的搭配组合将会有力助推玻璃龙头的中长期发展,旗滨集团在公司经营层面将会更为优质。同时认为,由于旗滨主营的玻璃业务属于典型的周期性行业,业绩受宏观经济情况影响较大,此次公司做出的中长期发展规划对业绩增长提出了长期稳定的要求,同时也将ROE作为考核目标,这意味着公司在战略层面有意降低自身业绩的强周期性,我们将大概率看到公司在周期下行阶段依然会努力保持产能扩张以提升市占率,同时期间费用的降低也值得期待。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2019年到2020年的EPS为0.47元、0.56元和0.62元,对应的动态PE为8倍、7倍和6倍。考虑到公司业绩增速进入拐点,单季增速由负转正;玻璃价格提升带动公司业绩弹性较高;股息率高;中长期规划和员工激励计划助力公司进一步发展;估值低;维持公司“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 玻璃价格改善持续性和弹性不及预期。

图 1: 旗滨集团玻璃原片产销率变化情况



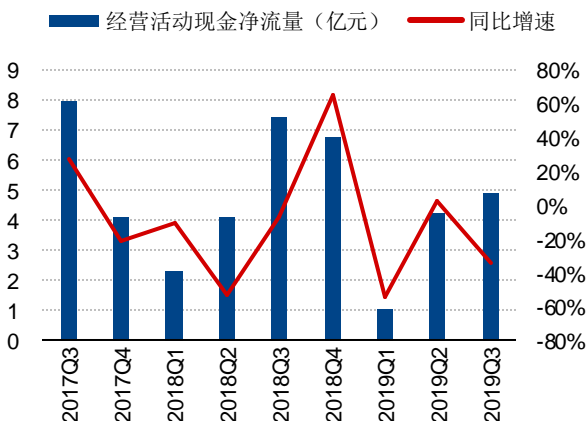
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 旗滨集团营收及归母净利润单季度变化情况



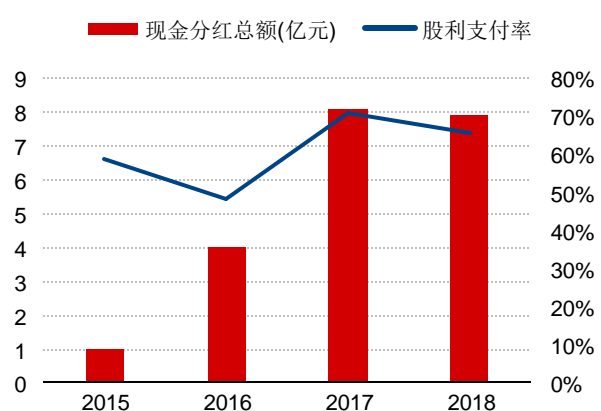
资料来源: wind, 东兴证券研究所

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	2232	2850	4020	营业收入	7585	8378	9192	10185	11176
货币资金	681	435	460	962	2005	营业成本	5153	5966	6718	7344	8057
应收账款	47	86	96	106	116	营业税金及附加	144	117	129	143	156
其他应收款	15	28	31	34	38	营业费用	46	108	127	137	151
预付款项	18	38	58	80	104	管理费用	790	507	809	896	983
存货	594	705	791	865	949	财务费用	104	100	118	103	86
其他流动资产	709	739	739	739	739	资产减值损失	67.75	59.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	10617	10754	11502	11928	12336	公允价值变动收	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	3.00	3.00	3.00
固定资产	7870	8339	8955	9296	9624	营业利润	1349	1349	1403	1673	1853
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	13734	14778	16357	利润总额	1352	1347	1401	1671	1851
流动负债合计	1991	2594	2635	2364	2486	所得税	210	139	146	174	193
短期借款	280	490	379	0	0	净利润	1142	1208	1256	1497	1659
应付账款	709	703	773	845	927	少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
预收款项	114	131	142	156	170	归属母公司净利	1143	1208	1257	1498	1660
一年内到期的非	40	459	459	459	459	EBITDA	3075	3120	2479	2872	3173
非流动负债合计	3647	2674	2120	2120	2120	EPS (元)	0.45	0.46	0.47	0.56	0.62
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	4756	4484	4606	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%	9.71%	10.80%	9.73%
实收资本(或股	2693	2688	2688	2688	2688	营业利润增长	43.39%	-0.01%	4.01%	19.20%	10.80%
资本公积	1787	1892	1892	1892	1892	归属于母公司净	36.83%	5.69%	4.05%	19.23%	10.81%
未分配利润	2585	2830	3760	4868	6097	获利能力					
归属母公司股东	7078	7570	11077	12199	13657	毛利率(%)	32.06%	28.79%	26.92%	27.89%	27.90%
负债和所有者权益	12716	12838	15832	16681	18259	净利率(%)	15.05%	14.41%	13.66%	14.70%	14.84%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润	8.99%	9.41%	9.15%	10.14%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	16.14%	15.95%	11.34%	12.28%	12.16%
经营活动现金流	2352	2066	2362	2700	2984	偿债能力					
净利润	1142	1208	1256	1497	1659	资产负债率(%)	44%	41%	30%	27%	
折旧摊销	1622.05	1671.23	0.00	1049.15	1190.22	流动比率	1.05	0.80	0.85	1.21	1.62
财务费用	104	100	118	103	86	速动比率	0.76	0.53	0.55	0.84	1.24
应付账款的变化	-37	-39	-10	-10	-10	营运能力					
预收账款的变化	-15	16	12	13	15	总资产周转率	0.60	0.66	0.64	0.63	0.64
投资活动现金流	-1331	-873	-1705	-1521	-1639	应收账款周转率	268	126	101	101	101
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.45	8.45	9.10	9.08	9.09
长期股权投资减	1	2	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	33	3	3	3	每股收益(最新	0.45	0.46	0.47	0.56	0.62
筹资活动现金流	-1195	-1390	-632	-677	-302	每股净现金流	-0.06	-0.07	0.01	0.19	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	2.63	2.82	4.12	4.54	5.08
长期借款增加	892	-432	0	0	0	估值比率					
普通股增加	84	-4	-1	0	0	P/E	8.75	8.46	8.34	7.00	6.31
资本公积增加	322	105	0	0	0	P/B	1.48	1.39	0.95	0.86	0.77
现金净增加额	-174	-197	25	502	1043	EV/EBITDA	3.92	4.00	4.98	3.99	3.28

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）：业绩价格弹性高，等待竣工改善释放下游需求	2019-09-05
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

赵军胜中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014年第4，2015年第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

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。