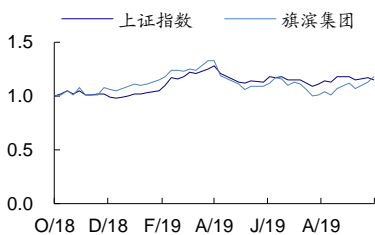


证券研究报告—动态报告
建材
玻璃 II
旗滨集团(601636)
买入
2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,688/2,657
总市值/流通(百万元)	10,590/10,468
上证综指/深圳成指	2,938/9,645
12 个月最高/最低(元)	4.76/3.19

相关研究报告:

《旗滨集团-601636-重大事件快评: 战略规划+最强激励, 开创企业变革之典范》——2019-09-20
 《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

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

单季度盈利快速回升, 业绩改善明显

● Q3 单季度快速增长, 业绩改善明显

2019 前三季度实现营业收入 65.32 亿元, 同比增长 7.76%, 归母净利润为 9.27 亿元, 同比降低 3.33%, 扣非后归母净利润 8.52 亿, 同比降低 1.94%, 其中 Q3 单季度实现营业收入 24.66 亿元, 同比增长 7.6%, 归母净利润 4.09 亿, 同比大幅增长 34.6%, Q3 实现快速增长主要受益于玻璃价格的持续回升以及销量的增长。

● 盈利能力快速回升, 现金流保持健康水平

根据我们跟踪数据测算, 全口径下公司 Q3 单季度实现箱收入约 79 元, 同比去年提高 4.1 元, 环比 Q2 提高 3.3 元, 主要受益于二季度末玻璃行业集中冷修、沙河地区环保限产以及地产竣工回暖等因素推升玻璃价格持续回升, 旺季提价顺利; 箱成本实现 54.5 元, 环比降低 0.03 元, 成本端基本保持稳定; 盈利能力方面, Q3 单季度箱毛利和箱净利分别实现 24.6 元和 13.1 元, 分别环比提高 3.4 元和 2.6 元, 同比提高 3 元和 2 元。公司前三季度实现经营性净现金流 10.23 亿, 同比减少 26.4%, 主要由于节能玻璃业务增长和郴州超白项目投产增加营运资金需求, 整体来看现金流仍然保持高位健康水平。

● 玻璃行业供给严控, 需求出现回暖迹象

受环保严控影响, 行业供给端在三季度出现一定收缩, 近期沙河地区进一步加强大气污染防治工作, 要求 10 月 31 日前 6 条燃煤生产线冷炉停产到位, 目前已经关停 2 条生产, 未来有望进一步收缩; 需求端方面, 房地产竣工三季度呈现回暖趋势, 1-9 月竣工面积同比下降 8.6%, 较二季度末回升 4.1 个百分点, 7-9 月单月竣工增速分别实现 -0.6%/2.8%/3.4%, 对玻璃需求形成一定支撑。

● 向中高端进军的玻璃龙头, 维持“买入”评级

作为玻璃行业龙头企业, 公司近年来致力于进一步做大做强, 近期发布的《中长期发展战略规划纲要》、事业合伙人持股计划、员工持股计划等重磅文件, 彰显对公司未来长期发展的信心, 突出对员工的重视。公司未来除了对浮法玻璃的扩张外, 将进一步加大深加工领域的拓展, 未来盈利规模有望增加、波动性有望减弱, 目前公司股息率高、估值低、剪性强, 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.48/0.53/0.60 元/股, 对应 PE 为 8.2/7.5/6.6x, 维持“买入”评级。

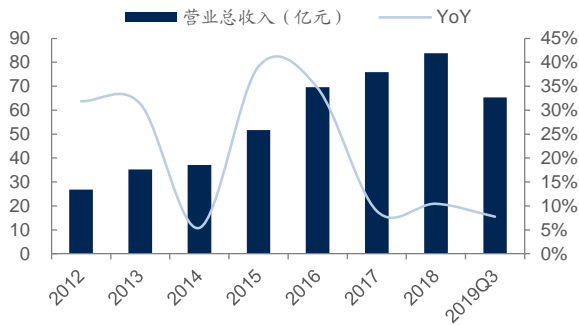
● 风险提示: 地产销售不及预期; 原材料价格上涨超预期; 供给严控低于预期;
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,585	8,378	9,292	10,146	11,232
(+/-%)	9.0%	10.5%	10.9%	9.2%	10.7%
净利润(百万元)	1143	1208	1284	1413	1608
(+/-%)	36.8%	5.7%	6.3%	10.0%	13.8%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.45	0.48	0.53	0.60
EBIT Margin	19.1%	20.1%	20.2%	20.2%	20.3%
净资产收益率(ROE)	16.1%	16.0%	16.4%	17.5%	19.2%
市盈率(PE)	9.3	8.8	8.2	7.5	6.6
EV/EBITDA	7.2	6.2	5.7	5.2	4.9
市净率(PB)	1.50	1.40	1.36	1.31	1.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

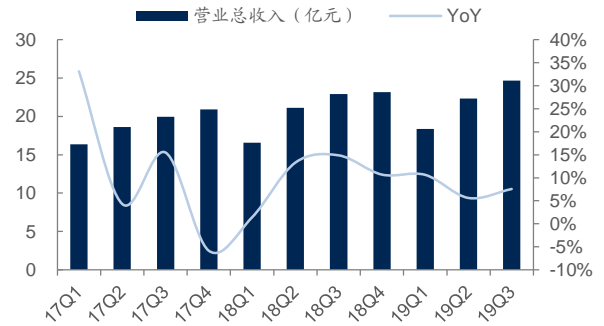
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 旗滨集团营业收入及增速



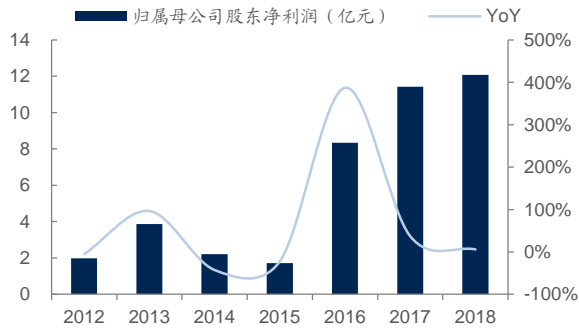
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 旗滨集团单季度营业收入及增速



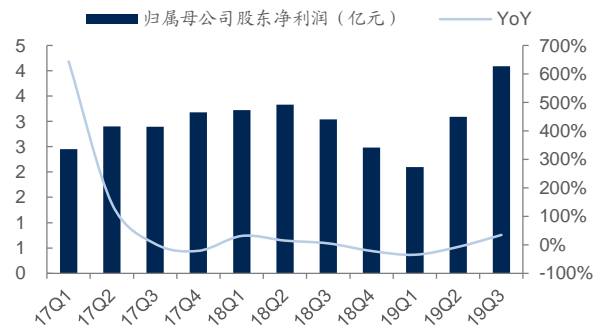
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 旗滨集团归母净利润及增速



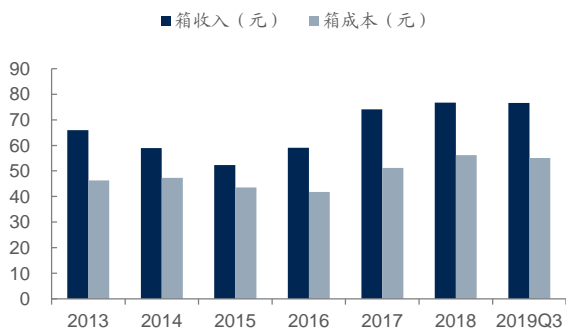
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 旗滨集团单季度归母净利润及增速



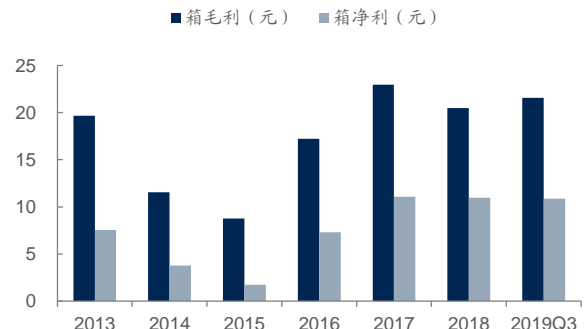
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 旗滨集团箱收入和箱成本



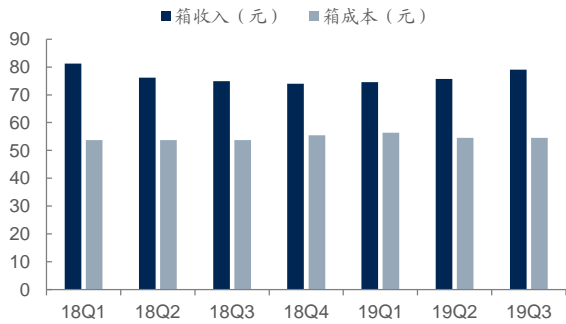
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 旗滨集团箱毛利和箱净利



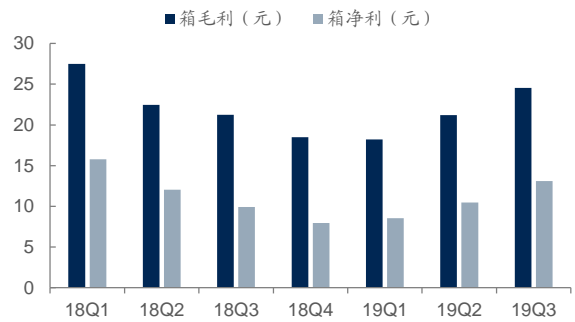
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：旗滨集团单季度箱收入和箱成本



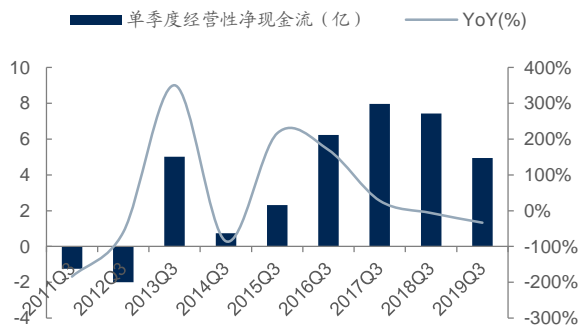
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：旗滨集团单季度箱毛利和箱净利



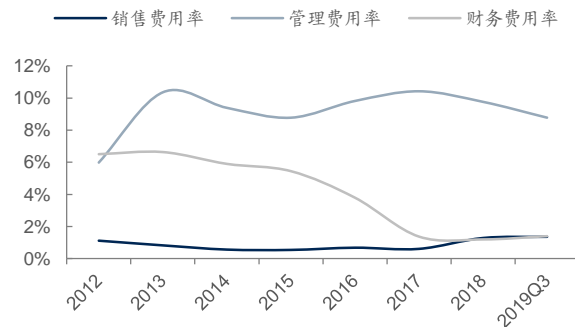
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：旗滨集团单季度经营性净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：旗滨集团三项费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	435	850	1296	2136	营业收入	8378	9292	10146	11232
应收款项	166	151	183	192	营业成本	5966	6662	7295	8076
存货净额	705	786	868	967	营业税金及附加	117	130	142	157
其他流动资产	777	877	949	1055	销售费用	108	125	134	150
流动资产合计	2083	2663	3296	4351	管理费用	507	498	530	572
固定资产	9204	9014	8563	8076	财务费用	100	106	99	98
无形资产及其他	824	791	758	725	投资收益	33	0	0	0
投资性房地产	690	690	690	690	资产减值及公允价值变动	(60)	0	0	0
长期股权投资	37	36	34	32	其他收入	(204)	(300)	(350)	(350)
资产总计	12838	13193	13340	13873	营业利润	1349	1471	1597	1829
短期借款及交易性金融负债	950	624	600	600	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	918	1023	1130	1258	利润总额	1347	1471	1597	1829
其他流动负债	726	951	964	1118	所得税费用	139	187	184	222
流动负债合计	2594	2598	2694	2976	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1483	1483	1483	1483	归属于母公司净利润	1208	1284	1413	1608
其他长期负债	1190	1298	1081	1027					
长期负债合计	2674	2781	2565	2510	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5267	5379	5259	5487	净利润	1208	1284	1413	1608
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	4	(2)	(3)
股东权益	7570	7813	8081	8386	折旧摊销	871	919	986	1023
负债和股东权益总计	12838	13193	13340	13873	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)	277	(286)	10
					其它	8	(4)	2	3
					经营活动现金流	1374	2480	2113	2641
					资本开支	(985)	(700)	(500)	(500)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(982)	(698)	(498)	(498)
					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)	(1041)	(1145)	(1303)
					其它融资现金流	2076	(326)	(24)	0
					融资活动现金流	(638)	(1367)	(1169)	(1303)
					现金净变动	(246)	415	446	840
					货币资金的期初余额	681	435	850	1296
					货币资金的期末余额	435	850	1296	2136
					企业自由现金流	629	2134	2010	2535
					权益自由现金流	2272	1716	1899	2449

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.45	0.48	0.53	0.60
每股红利	0.34	0.39	0.43	0.48
每股净资产	2.82	2.91	3.01	3.12
ROIC	16%	17%	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%	11%	9%	11%
净利润增长率	6%	6%	10%	14%
资产负债率	41%	41%	39%	40%
息率	8.7%	9.8%	10.8%	12.3%
P/E	8.8	8.2	7.5	6.6
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.2	5.7	5.2	4.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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