



旗滨集团(601636.SH)

【联讯建材公司点评】旗滨集团(601636): 进军药玻, 增资电子玻璃, 高端化战略进一步明晰

2019年12月08日

事项:

买入(维持)

当前价: 4.38元

目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping_bf@lxsec.com

相关研究

《旗滨集团(601636)》_【联讯建材年报点评】旗滨集团(601636): 成本承压拖累毛利率, 高分红体现价值》

2019-03-31

《旗滨集团(601636)》_【联讯建材中报点评】旗滨集团(601636): 销量增长明显, 下半年或受益地产竣工改善》

2019-08-20

《联讯建材_旗滨集团: 玻璃供需将迎拐点, 高质量成长开启新征程》2019-10-31

公司拟投资中性硼硅药用玻璃项目, 项目计划分期建设, 建设规模为3窑8线100吨/天(窑炉出料量)中性硼硅药用玻璃素管, 以及产品深加工, 项目总投资约6亿元。本次拟在湖南省郴州市资兴市投资建设第一期中性硼硅药用玻璃素管项目, 本期项目计划总投资15,528万元, 其中自筹资金10,000万元(本次投资采用跟投机制, 公司筹资投入6,920万元, 公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台跟投认缴3,080万元), 其余5,528万元申请贷款解决。

评论:

◇ 药玻是公司继电子玻璃后产品高端化的又一发力方向

公司在规模做到全球数一数二之后, 于今年发布了中长期发展规划, 制定了“一体两翼”、“做强做大”的发展战略, 其中“两翼”中的右翼就是产品高端化, 电子玻璃仪只是公司产品高端化的第一步, 目前进展顺利, 有望于明年Q2实现正式供货。

公司的目标显然不止于此, 此次进军药用玻璃是公司抢占高端市场选定的又一个方向。根据2017年一致性评价的内容, 药玻市场有望迎来提质扩容, 国家药监局于2017年颁布的一致性评价政策明确要求: 仿制药使用的包装材料要与原研药一致, 水针剂的药物全部使用中性硼硅玻璃。此项政策的颁布实施意味我国药品包装开启了中性5.0硼硅玻璃替代普通钠钙玻璃的用药安全之路, 替代比例将逐年加大。

◇ 国内中性硼硅玻璃进口替代空间极大

从国际上来看, 除中国印度等少数国家外, 国际上药品针剂包装完全采用以中性硼硅玻璃为原料的卡式瓶、西林瓶、安瓿及预灌封瓶。

而国内以中性硼硅玻璃为包装的产品主要为分装冻干药品、水针剂药品、生物药品等高档药品或出口发达国家的药品。目前国内所需中性硼硅玻管主要依赖进口, 每年需求约为3000吨, 且常常受制于国外企业在价格上的垄断和供货期上的不稳定, 以此为原料的卡式瓶、西林瓶、安瓿、试管等每年进口在2亿只以上, 折合玻管需求2000吨;

目前国内进口中性硼硅玻管主要由德国肖特、日本电气硝子和美国康宁三家公司垄断供应, 根据中国玻璃网的信息, 德国肖特中性硼硅玻管售价约27000元/吨, 按此测算, 光国产替代空间在13亿元左右, 而随着国内中性5.0硼硅玻璃逐步替代普通钠钙玻璃, 未来硼硅玻璃需求有望实现较快增长, 根据国际Reportlinker报告, 全球药用玻璃市场2025年将达到220.5亿美元, 印度和中国的新兴市场的增长率将达到9%, 中国将成为药品玻璃包装瓶的主要消费国之一。

◇ 本次项目高管强制跟投

本次投资公司高管全部跟投, 参与中性硼硅药用玻璃素管项目(一期)跟投人员共计101人, 其中副总经理级以上的强投人员42人, 自愿跟投(不含副总经理)人员48人, 中性硼硅药用玻璃素管项目(一期)跟投人员2人, 其他符合条件的项目跟投对象



8 人，外籍（马来西亚）跟投对象 1 人。其中参与本项目跟投的董监高人员有董事兼总裁张柏忠先生、董事长兼董秘姚培武先生、董事兼财务总监张国明先生、董事兼副总裁凌根略先生、董事候英兰女士、监事王立勇先生。强制跟投确保高管层与上市公司利益一致，有利于提高项目成功概率。

◇ 共赢文化有利于中长期发展规划实现

公司醴陵旗滨电子玻璃有限公司拟通过增资扩股引入公司事业合伙人等关键管理人员的跟投资金实施项目跟投。本次公司事业合伙人等关键管理人员设立跟投平台（5 家有限合伙企业）筹集资金人民币 3,164 万元对醴陵电子玻璃公司进行增资跟投。增资后，醴陵电子玻璃公司注册资本由 15,000 万元增加至 18,164 万元，跟投平台将获得醴陵电子玻璃公司 17.4191% 的股权。

无论是公司的事业合伙人计划，员工持股计划还是电子玻璃和药玻的跟投机制，充分反应旗滨集团在向职业经理人制度转变的过程中，重视激励，乐于分享，努力实现共赢的文化，我们认为这是公司中长期发展规划能得以实现的重要保证。

◇ 重申“买入”评级

我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 89.4 亿元、98.2 亿元、104.9 亿元，同比分别增加 6.8%、9.7%、6.8%；归母净利润分别为 13.3 亿元、15.9 亿元、17.3 亿元，同比分别增加 10.4%、19.2%、8.7%。EPS 分别为 0.50、0.59 和 0.64 元/股，对应的 PE 分别为 9/7/7x。我们认为玻璃供需格局的变化为行业长期盈利能力的稳定提供基础，而公司作为行业龙头，发展战略清晰，激励方案到位，共赢文化是战略能够实现的重要保证，且分红比例高，估值有安全边际，重申“买入”评级。

◇ 风险提示

玻璃价格大幅下跌；

原材料价格大幅上升。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E
现金及现金等价物	435	1976	3256	4701	营业收入	8378	8937
应收款项	166	172	188	201	营业成本	5966	6271
存货净额	705	685	739	792	营业税金及附加	117	121
其他流动资产	777	805	883	944	销售费用	108	112
流动资产合计	2083	3638	5067	6638	管理费用	507	521
固定资产	9204	8447	7976	7425	财务费用	100	99
无形资产及其他	824	796	769	741	投资收益	33	33
投资性房地产	690	690	690	690	资产减值及公允价值变动	(60)	(60)
长期股权投资	37	37	37	37	其他收入	(204)	(204)
资产总计	12838	13609	14538	15531	营业利润	1349	1411
短期借款及交易性金融负债	950	1000	1000	1000	营业外净收支	(2)	(2)
应付款项	918	899	970	1040	利润总额	1347	1409
其他流动负债	726	799	864	924	所得税费用	139	141
流动负债合计	2594	2698	2834	2963	少数股东损益	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	1268
其他长期负债	1190	1190	1190	1190			
长期负债合计	2674	2674	2674	2674	现金流量表（百万元）	2018	2019E
负债合计	5267	5372	5508	5637	净利润	1208	1268
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(8)	(8)
股东权益	7570	8237	9031	9894	折旧摊销	871	900
负债和股东权益总计	12838	13609	14538	15531	公允价值变动损失	60	60
					财务费用	100	99
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(764)	(764)
每股收益	0.45	0.50	0.59	0.64	其它	8	8
每股红利	0.35	0.25	0.30	0.32	经营活动现金流	1374	1411
每股净资产	2.82	3.07	3.37	3.69	资本开支	(985)	(985)
ROIC	16%	16%	20%	22%	其它投资现金流	0	0
ROE	16%	16%	18%	17%	投资活动现金流	(982)	(982)
毛利率	29%	31%	32%	31%	权益性融资	0	0
EBIT Margin	20%	18%	20%	20%	负债净变化	(432)	(432)
EBITDA Margin	30%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(925)	(925)
收入增长	10%	7%	10%	7%	其它融资现金流	2076	2076
净利润增长率	6%	10%	19%	9%	融资活动现金流	(638)	(638)
资产负债率	41%	39%	38%	36%	现金净变动	(246)	(246)
息率	7.9%	5.7%	6.8%	7.4%	货币资金的期初余额	681	681
P/E	9.7	8.8	7.4	6.8	货币资金的期末余额	435	435
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	629	629
EV/EBITDA	6.7	6.1	5.4	5.1	权益自由现金流	2272	2272

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com