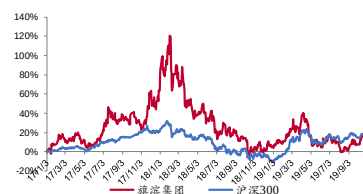


旗滨集团(601636)/玻璃制造
Q3 玻璃高景气带动盈利回暖
评级：增持
市场价格：3.90
分析师：孙颖
执业证书编号：S0740519070002
电话：021-20315782
Email：sunying@r.qlzq.com.cn
研究助理：祝仲宽
电话：021-20315782
Email：zhuzk@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(亿股)	26.88
流通股本(亿股)	26.57
市价(元)	3.90
市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	104

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	75.85	83.78	90.84	91.73	88.02
增长率 yoy%	8.96%	10.46%	8.42%	0.98%	-4.05%
净利润(亿元)	11.43	12.08	13.22	13.98	13.37
增长率 yoy%	36.83%	5.69%	9.45%	5.77%	-4.36%
每股收益(元)	0.43	0.45	0.49	0.52	0.50
每股现金流量	0.05	0.16	0.97	0.63	0.84
净资产收益率	16.1%	16.0%	15.9%	15.9%	14.4%
P/E	9.17	8.68	7.93	7.50	7.84
PEG	1.31	2.51	0.48	1.07	2.27
P/B	1.48	1.38	1.26	1.19	1.13

备注：

投资要点

- **事件：**10月17日，公司公布2019Q3季报，公司前三季度实现营业收入65.32亿元，同比增加7.76%；实现归母净利润9.27亿元，同比减少3.33%。其中，Q3单季度实现营业收入24.66亿元，同比增加7.6%；实现归母净利润4.09亿元，同比提高34.60%。

公司点评：

- **销量：**我们测算2019前三季度公司销售各种玻璃约8527万重量箱，同比去年多653万重量箱；由于漳州二线冷修影响产量，Q3单季度销售3120万重量箱，同比去年多60万重量箱。
- **盈利：**受益二季度以来玻璃价格回暖，公司Q3业绩同比实现较大幅度增加。由于供给端短期释放能力有限，叠加沙河减产预期，下游加速拿货，刺激玻璃价格在2-3季度上涨，带动景气回升。我们测算2019Q3公司浮法玻璃的箱价格接近75元，环比2季度增加2元；2019Q3箱毛利接近19元，环比2季度增加约2.5元；2019Q3箱净利约13元。

行业动态：

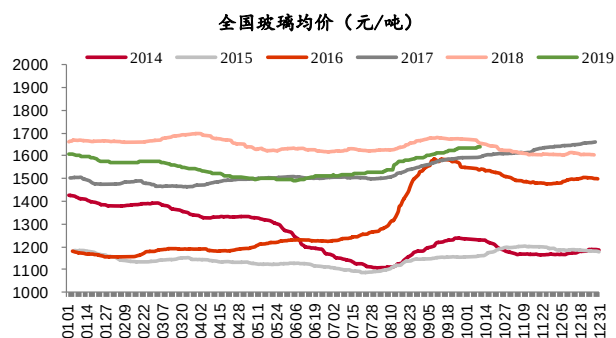
- **2019年1-8月玻璃产量累计同比增加5.2%，8月单月同比增加5.1%。**
- **地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑。**近年地产销售和新开工的高增速与竣工增速出现了较为明显的背离；而近年地产销售高增中期房占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019年下半年逐渐均值回归的可能性较高。由于玻璃主要运用的场景在竣工之前，如果施工环节整体回暖，玻璃的需求将具备一定的支撑，从施工数据看，1-8月同比增长8.8%，高施工增速将逐步传导至玻璃安装，玻璃需求韧性较强。
- **供给端，从当前的日熔量看，与去年同期基本持平，我们预计2019Q4在目前的基础上不会出现净新增的情况，反而沙河地区剩下的3条线由于环保压力存在冷修的可能。**根据我们统计未来新增和冷修的产线数据，2019Q4预计不会出现净新增的情况。环保事件的冲击无法预测，而若出现环保事件性冲击，则有望强化供给端的收缩力度，届时景气度有望大幅提升。
- **19Q4玻璃景气向上，建议关注。**从供给端小周期看，往后看1个季度基本没有净新增的情况，为景气提升提供良好基础，而若供给端出现超预期扰动（例如17年沙河环保关停9条线的影响，目前在由于环保压力沙河剩下的3条线

依然存在停产可能),那么可能会出现阶段性的行业高景气。从供给端大周期看,浮法玻璃行业确实进入冷修高峰期,但产线是否进入冷修的考虑因素较多,包括窑龄、冷修成本、即时盈利、行业淡旺季、对未来景气的预期等等。目前看,企业的窑龄确实进入了冷修的高峰期,由于耐火材料的选择不同,玻璃窑炉的窑龄通常在 6-10 年,若选择较差的耐火材料一般支撑 6-8 年,而较好的耐火材料则冷修期在 8-10 年,这仅仅是理论上的冷修周期,通过窑炉的修补通常都能够再延续 1-2 年甚至更长,这导致了冷修大周期具备一定不确定性,但是越往后冷修大周期的确定性越强。从冷修成本看,由于耐火材料价格的大幅上涨,冷修成本大幅上涨约 3000-5000 万元,企业不愿意进入冷修,而是通过不断热修尽量延长窑炉的使用寿命。从需求端看,施工增速回暖,2019Q4 玻璃需求预计将强于去年同期。因此,在供给端同比有约束,需求端同比上行的情况下,2019Q4 的玻璃景气值得关注。

■ **投资建议:**

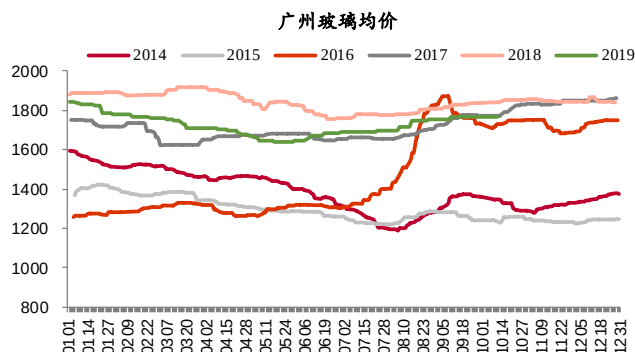
- **旗滨集团是华南、中南地区玻璃龙头企业,成本和产品结构加速改善。**成本端,公司约 60%的硅砂自供,成本大幅低于市场价;原材料、燃料受益于规模化采购,成本也略低于同行;公司燃料系统可根据实际燃料价格变化,调整燃料结构,降低成本。产品上,公司逐步减少普通建筑玻璃比例,加大深加工产品比例,此外,目前公司的超白玻璃产线盈利能力较强,未来投产的电子玻璃产线也有望给公司贡献增量业绩。
- **从产量上看,漳州二线复产后旗滨所有产线均在产,后续深加工的产能释放和产能爬坡将为公司贡献增量业绩。**从经营效益上看,郴州的产线 2019 年产能将会完全释放,产能爬坡后利润同比改善有望显著;马来西亚的产线在管理跟进后,业绩有望同比明显改善;19 年我们预计公司股权激励费用将同比减少。因此,我们认为公司 2019 年的产品销量增长与自身经营效益的改善为公司全年的利润奠定了一个良好的安全垫,19 年整体利润有望实现正增长。
- **公司目前估值与盈利匹配,高股息率也为公司奠定了安全边际。**从当前情况看,目前公司估值与盈利相匹配,股息率也进入较为有吸引力的区间,若后续供需边际能够持续向好,公司股价有望体现出弹性。按照 2018 年的分红力度,对应目前的股息率约 8%。我们预计公司 2019 年、2020 年的归母净利润分别为 13.2、14.0 亿元,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下滑;产线复产超预期;原材料成本大幅上行

图表 1: 全国平板玻璃均价



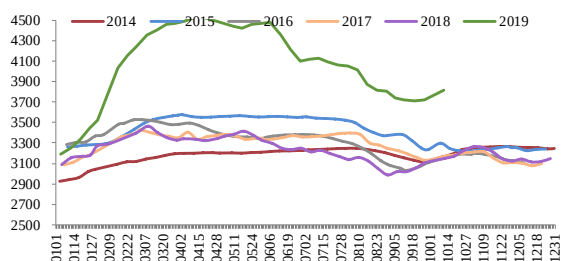
来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 2: 广州平板玻璃均价



来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 3: 全国玻璃库存变动 (万重量箱)



来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 4: 房屋新开工和竣工增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表5：财务摘要

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75.9	83.8	90.8	91.7	88.0	成长性					
减：营业成本	51.5	59.7	64.1	64.5	62.5	营业收入增长率	9.0%	10.5%	8.4%	1.0%	-4.0%
营业税金	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2	营业利润增长率	43.4%	0.0%	18.2%	5.8%	-4.4%
销售费用	0.5	1.1	0.9	0.6	0.3	净利润增长率	36.8%	5.7%	9.5%	5.8%	-4.4%
管理费用	7.9	5.1	5.4	5.4	5.1	EBITDA增长率	8.6%	15.7%	13.5%	4.7%	-2.2%
财务费用	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7	EBIT增长率	14.8%	19.5%	15.5%	4.1%	-5.5%
资产减值损失	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	NOPLAT增长率	24.4%	5.9%	7.8%	5.0%	-5.0%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.5%	12.5%	-9.6%	-3.7%	-11.8%
投资和汇兑收益	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	净资产增长率	17.5%	7.0%	9.6%	5.9%	5.3%
营业利润	13.5	13.5	15.9	16.9	16.1	利润率					
加：营业外净收支	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	毛利率	32.1%	28.8%	29.4%	29.7%	28.9%
利润总额	13.5	13.5	15.9	16.8	16.1	营业利润率	17.8%	16.1%	17.6%	18.4%	18.3%
减：所得税	2.1	1.4	2.7	2.9	2.7	净利润率	15.1%	14.4%	14.6%	15.2%	15.2%
归母净利润	11.4	12.1	13.2	14.0	13.4	EBITDA/营业收入	28.8%	30.1%	31.5%	32.7%	33.3%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	18.2%	19.7%	21.0%	21.7%	21.3%
货币资金	6.8	4.3	24.9	33.3	47.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	379	348	333	323	315
应收账款	0.6	1.1	0.8	1.2	0.7	流动资产周转天数	-4	-5	-6	-6	-6
应收票据	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	流动资本周转天数	107	90	122	178	230
预付账款	0.2	0.4	0.2	0.4	0.2	应收账款周转天数	2	4	4	4	4
存货	5.9	7.1	6.9	7.1	6.5	存货周转天数	41	28	28	28	28
其他流动资产	7.1	7.4	7.4	7.4	7.4	总资产周转天数	595	549	536	564	605
可供出售金融资产	0.2	-	-	-	-	投资资本周转天数	390	361	335	309	298
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	ROE	16.1%	16.0%	15.9%	15.9%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	9.4%	9.3%	9.6%	8.9%
固定资产	78.7	83.4	84.6	80.0	73.9	ROIC	14.4%	16.4%	15.8%	18.3%	18.1%
在建工程	10.8	8.4	2.1	0.8	0.6	费用率					
无形资产	8.5	8.3	8.2	8.0	7.9	销售费用率	0.6%	1.3%	1.0%	0.7%	0.4%
其他非流动资产	7.6	7.1	6.4	5.9	5.7	管理费用率	10.4%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%
资产总额	127.2	128.4	142.3	145.0	150.9	财务费用率	1.4%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
短期债务	2.8	4.9	11.0	11.0	11.0	三费/营业收入	12.4%	12.2%	11.6%	11.0%	10.3%
应付账款	12.1	10.2	13.8	10.4	13.0	偿债能力					
应付票据	0.7	2.1	0.9	2.2	0.8	资产负债率	44.3%	41.0%	41.7%	39.4%	38.7%
其他流动负债	4.3	8.7	8.7	8.7	8.6	负债权益比	79.7%	69.6%	71.4%	65.0%	63.0%
长期借款	19.2	14.8	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.05	0.80	1.18	1.55	1.87
其他非流动负债	17.3	11.9	11.9	11.9	11.9	速动比率	0.76	0.53	0.98	1.33	1.67
负债总额	56.4	52.7	59.3	57.1	58.3	利息保障倍数	13.31	16.53	20.42	23.13	26.51
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	26.9	26.9	26.9	26.9	26.9	DPS(元)	0.30	0.30	0.32	0.34	0.32
留存收益	46.4	51.5	56.1	61.0	65.7	分红比率	70.7%	66.9%	65.0%	65.0%	65.0%
股东权益	70.8	75.7	83.0	87.9	92.6	股息收益率	7.7%	7.7%	8.2%	8.7%	8.3%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11.4	12.1	13.2	14.0	13.4	EPS(元)	0.43	0.45	0.49	0.52	0.50
加：折旧和摊销	8.4	9.1	9.6	10.1	10.6	BVPS(元)	2.63	2.82	3.09	3.27	3.44
资产减值准备	0.7	0.6	-	-	-	PE(X)	9.2	8.7	7.9	7.5	7.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	1.2	1.3	0.9	0.9	0.7	P/FCF	80.1	25.1	4.0	6.2	4.7
投资收益	-0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	P/S	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	8.1	4.6	3.6	3.1	2.7
营运资金的变动	0.4	-7.8	3.6	-2.5	2.8	CAGR(%)	7.0%	3.5%	16.6%	7.0%	3.5%
经营活动产生现金	23.5	20.7	27.0	22.1	27.1	PEG	1.3	2.5	0.5	1.1	2.3
投资活动产生现金	-13.3	-8.7	-3.8	-3.8	-3.8	ROIC/WACC	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0
融资活动产生现金	-11.9	-13.9	-2.6	-9.9	-9.4	REP	1.4	0.7	0.7	0.6	0.6

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。