

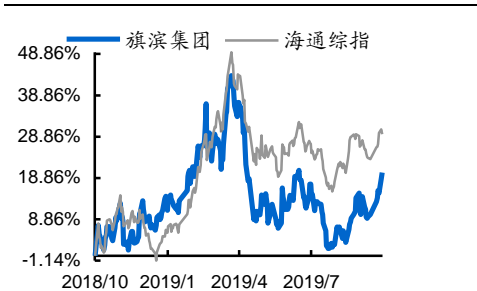
投资评级 优于大市 维持
股票数据

10月17日收盘价(元)	3.90
52周股价波动(元)	3.26-5.15
总股本/流通A股(百万股)	2688/2657
总市值/流通市值(百万元)	10482/10361

相关研究

 《着力深加工布局, 优化产业结构》
 2019.08.21

《高分红率的原片龙头, 关注竣工节奏带来的需求恢复》2019.03.31

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.8	16.1	1.6
相对涨幅(%)	6.0	10.3	-1.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 杜市伟

Tel: (0755) 82945368

Email: dsw11227@htsec.com

证书: S0850516080010

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021) 23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

优化产业结构, 深化激励机制

投资要点:

事件: 近日公司公布2019年三季报, 公司1~9月收入65.3亿元、同比+7.8%; 归母净利润9.3亿元、同比-3.3%; 稀释每股收益为0.34元。公司第3季度收入24.7亿元、同比+7.6%; 归母净利润4.1亿元、同比+34.6%。

点评:

- 19Q3 玻璃景气持续提升, 毛利率显著改善。** 1) 销量方面, 公司着重发展深加工玻璃业务使得玻璃原片内部消耗量提升, 同时随着2018H1低基数效益逐步减弱(2018H1公司前期冷修的长兴、漳州、醴陵3条生产线相继点火复产), 我们预计2019Q3公司玻璃原片销量增速较2019H1的12.3%有所减缓。2) 价格方面, 受益于竣工需求好转, 同时供给端表现平稳, 玻璃行业均价持续提升, 同时纯碱、石油焦等成本维持在低位, 受此影响, 19Q1~19Q3公司综合毛利率分别为24.4%、28.0%、31.1%, 分别同比-9.5、-1.5、+2.7pct, 呈现持续改善趋势。
- 期间费用率稳中有降, 19Q3 净利率显著提升。** 19Q1~19Q3公司期间费用率为12.9%、同比-0.8pct, 其中19Q3公司期间费用率为12.6%、同比-0.8pct, 我们预计主要系股权激励费用下降影响。在毛利率提升及费用率小幅下降的情况下, 19Q1~19Q3公司净利率为14.2%、同比-1.6pct, 其中19Q3净利率为16.6%、同比+3.3pct, 盈利水平显著改善。
- 持续提升玻璃深加工竞争力, 加大全产业链布局。** 上游方面, 公司完成了控股醴陵市金盛硅业有限公司并取得采矿权, 形成福建漳州、广东河源、湖南郴州、醴陵4个配套硅砂矿。公司郴州旗滨超白玻璃产线于2019年1月投产, 醴陵65t/d电子玻璃项目于2019年7月下旬点火, 漳州旗滨二线600t/d于2019Q3点火投产。深加工项目方面, 公司启动了广东节能2期扩建、浙江节能扩产和湖南节能项目建设, 未来深加工业务比重有望进一步提升。
- 公布中长期发展战略规划纲要, 股权激励进一步深化, 彰显长期发展信心。** 公司近期公布中长期发展战略规划纲要, 争取在2021、2024年收入分别超过100、135亿元, 净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平, 争取2024年原片产能比2018年增加30%以上、节能玻璃产能规模增加200%以上。公司持续完善激励机制, 2016、2017年相继完成2轮限制性股票激励, 授予股份合计约占总股本的7%, 在此基础上于2019年9月20日再次公布2套股权激励方案, 彰显长期发展信心: 1) 2019~2024年拟滚动实施6期员工持股计划(第一期不超过721.8万股, 覆盖不超过416人), 总规模预计为1.25亿股, 占当前总股本4.65%; 2) 实施事业合伙人持股计划, 股票来源为实际控制人无偿赠与, 总人数不超过50人, 总规模不超过1亿股, 占当前总股本的3.72%。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7585	8378	8753	9721	10390
(+/-)YoY(%)	9.0%	10.5%	4.5%	11.1%	6.9%
净利润(百万元)	1143	1208	1341	1595	1812
(+/-)YoY(%)	36.8%	5.7%	11.1%	18.9%	13.6%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.45	0.50	0.59	0.67
毛利率(%)	32.1%	28.8%	29.4%	30.2%	31.2%
净资产收益率(%)	16.1%	16.0%	16.4%	17.7%	18.1%

资料来源: 公司年报(2017-2018)、海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **维持“优于大市”评级。**展望 4 季度,我们看好竣工端继续改善,同时我们判断沙河地区不排除有生产线环保停产的可能,玻璃行业景气有望继续小幅提升。自 2011 年上市以来,公司已实施 7 次现金分红,上市后累计分配现金红利金额为 25.57 亿元,上市以来年均现金分红比例高达 58.50%。公司承诺 2017~2021 年在足额预留法定公积金、任意公积金以后,每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可分配利润的 50%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50、0.59、0.67 元/股,给予公司 2019 年 PE 9~11 倍,合理价值区间 4.50~5.50 元。
- **风险提示。**1) 行业复产产能投放超预期; 2) 原材料成本超预期上行; 3) 深加工进展不达预期。

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元人民币/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2019/10/17	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	(按最新每股净资产计算)
600449.SH	宁夏建材	9.50	0.90	1.26	1.32	10.6	7.5	7.2	0.9
600801.SH	华新水泥	20.10	2.47	3.14	3.22	8.1	6.4	6.2	2.3
600720.SH	祁连山	10.19	0.84	1.40	1.53	12.1	7.3	6.7	1.3
平均值						10.3	7.1	6.7	1.5

资料来源: WIND, 海通证券研究所。注: 盈利预测采用 WIND 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8378	8753	9721	10390
每股收益	0.45	0.50	0.59	0.67	营业成本	5966	6179	6780	7144
每股净资产	2.82	3.05	3.36	3.72	毛利率%	28.8%	29.4%	30.2%	31.2%
每股经营现金流	0.77	0.84	0.94	1.04	营业税金及附加	117	114	126	135
每股股利	0.30	0.25	0.28	0.31	营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	108	114	126	135
P/E	8.46	6.95	5.85	5.15	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	1.35	1.14	1.03	0.93	管理费用	507	770	826	862
P/S	1.25	1.20	1.08	1.01	管理费用率%	6.1%	8.8%	8.5%	8.3%
EV/EBITDA	5.35	4.44	3.52	2.76	EBIT	1370	1575	1861	2114
股息率%	7.9%	7.3%	8.1%	9.0%	财务费用	100	52	45	45
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%
毛利率	28.8%	29.4%	30.2%	31.2%	资产减值损失	60	18	19	21
净利润率	14.4%	15.3%	16.4%	17.4%	投资收益	33	0	0	0
净资产收益率	16.0%	16.4%	17.7%	18.1%	营业利润	1349	1506	1797	2048
资产回报率	9.4%	10.3%	11.4%	12.0%	营业外收支	-2	82	91	98
投资回报率	12.8%	14.0%	16.8%	19.5%	利润总额	1347	1588	1889	2146
盈利增长 (%)					EBITDA	2284	2398	2751	3067
营业收入增长率	10.5%	4.5%	11.1%	6.9%	所得税	139	247	294	334
EBIT 增长率	-5.6%	15.0%	18.2%	13.5%	有效所得税率%	10.3%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润增长率	5.7%	11.1%	18.9%	13.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1208	1341	1595	1812
资产负债率	41.0%	37.4%	35.7%	33.9%					
流动比率	0.8	1.0	1.4	1.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.7	1.1	1.5	货币资金	435	631	1589	2795
现金比率	0.2	0.3	0.7	1.1	应收账款及应收票据	137	160	161	178
经营效率指标					存货	705	684	747	788
应收账款周转天数	4.8	6.7	6.0	6.2	其它流动资产	806	797	804	808
存货周转天数	39.7	40.4	40.2	40.3	流动资产合计	2083	2272	3301	4568
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	长期股权投资	37	37	37	37
固定资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	固定资产	8340	8317	8177	7924
					在建工程	864	964	1064	1164
					无形资产	824	824	824	824
					非流动资产合计	10754	10806	10747	10573
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	12838	13079	14048	15141
净利润	1208	1341	1595	1812	短期借款	490	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	918	896	976	1030
非现金支出	974	840	910	974	预收账款	131	135	150	161
非经营收益	70	-30	-47	-53	其它流动负债	1055	1182	1217	1274
营运资金变动	-186	116	59	60	流动负债合计	2594	2212	2343	2465
经营活动现金流	2066	2267	2517	2793	长期借款	1483	1483	1483	1483
资产	-1057	-810	-759	-702	其它长期负债	1190	1190	1190	1190
投资	47	0	0	0	非流动负债合计	2674	2674	2674	2674
其他	137	0	0	0	负债总计	5267	4886	5016	5138
投资活动现金流	-873	-810	-759	-702	实收资本	2688	2688	2688	2688
债权募资	173	-490	0	0	普通股股东权益	7570	8193	9032	10003
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1563	-771	-801	-886	负债和所有者权益合计	12838	13079	14048	15141
融资活动现金流	-1390	-1261	-801	-886					
现金净流量	-197	196	958	1205					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 17 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国巨石,西部水泥,鲁阳节能,中设集团,中材国际,中国建筑,三棵树,龙元建设,华新水泥,隧道股份,冀东水泥,伟星新材,岭南股份,中国中铁,祁连山,科顺股份,海螺水泥,东方雨虹,中材科技,文科园林,再升科技,中钢国际,北新建材,凯伦股份,信义玻璃,中国交建,金螳螂,华润水泥控股,中国化学,苏交科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。