

旗滨集团(601636)/玻璃制造

调整回购预案, 彰显未来发展信心

评级: 增持

市场价格: 3.69

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	26.88
流通股本(亿股)	26.04
市价(元)	3.69
市值(亿元)	99.2
流通市值(亿元)	96.1

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 盈利高位波动, 期待供需两端齐发力
- 2 高价格推动盈利持续增长
- 3 行业供需紧平衡持续, 盈利能力大幅提升
- 4 三季度经营高位维稳
- 5 原片龙头盈利新高, 行业景气将高位再升

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	69.61	75.85	82.45	86.57	90.90
增长率 yoy%	34.66%	8.96%	8.70%	5.00%	5.00%
净利润(亿元)	8.35	11.43	12.52	13.21	14.36
增长率 yoy%	387.39%	36.83%	9.61%	5.50%	8.67%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.47	0.49	0.53
每股现金流量	0.62	0.87	0.55	1.14	0.66
净资产收益率	13.86%	16.14%	16.24%	16.30%	16.82%
P/E	11.88	8.68	7.93	7.52	6.92
PEG	0.72	1.10	0.08	0.46	0.87
P/B	1.65	1.40	1.29	1.23	1.16

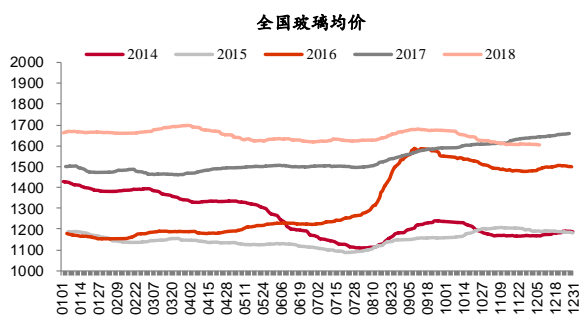
备注:

投资要点

- **事件:** 近日, 旗滨集团公告调整集中竞价交易方式回购股份预案。
- **回购用途改为激励:** 由“集中竞价回购的股份将予以注销, 注册资本相应减少”变为“用于员工持股计划或者股权激励”;
- **回购金额和数量加上底线:** 由“不超过 45,000 万元, 在回购股份价格不超过人民币 4.5 元/股的前提下, 预计最大回购股份数量为 10,000 万股, 约占公司目前总股本的 3.72%”变更为“拟回购股份价格不超过人民币 4.5 元/股; 预计最大回购股份数量为 10,000 万股, 不低于 5,000 万股, 最大回购股份数量约占公司目前总股本的 3.72%; 或预计回购资金总额不超过 45,000 万元, 不低于 22,500 万元。”
- **回购股份的期限延长:** 由“本次回购股份的实施期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起六个月内”延长至十二个月(即 2018 年 7 月 16 日至 2019 年 7 月 15 日)
- **点评:**
- **本次回购有助于稳定公司股价, 激发企业活力。** 受行业景气及未来宏观悲观预期影响, 公司股价自今年高位以来回调幅度较大, 公司为了彰显未来发展信心以及维护投资者利益, 公司于 2018 年 7 月 23 日实施了首次回购, 并在近期决定将回购的股份用于股权激励, 进一步激发企业活力。
- **从玻璃行业的供需角度看, 我们认为供需两端在目前预期低点下均有超预期的可能。**
- **供给端, 我们认为未来冷修产线有望明显增加, 可能性随着时间向后推移将进一步增大。** 从目前来看, 前期增加和复产的生产线较多, 造成今年整体供给压力同比去年偏大; 然而, 需要注意的是, 由于 2010-2011 年的新建的大量玻璃产线已经需要进入冷修期, 但由于 1. 玻璃产线仍然能够保持相对良好的盈利, 企业不愿意进入冷修, 通过不停的热修补拖延冷修; 2. 冷修所需的耐火材料价格大涨和烤窑所需燃料价格上涨, 企业冷修复产成本从 3000 万增加到近 1 个亿, 而大多数玻璃企业在今年融资端的压力导致企业进入冷修的意愿和能力较弱。展望后续, 我们认为窑炉的冷修周期只可能推迟不可能消失, 随着未来对行业盈利的悲观以及窑炉寿命到期后热修成本的大幅提高, 进入冷修的产线将会进一步增加, 11 月份有 4 条生产线集中停产冷修。

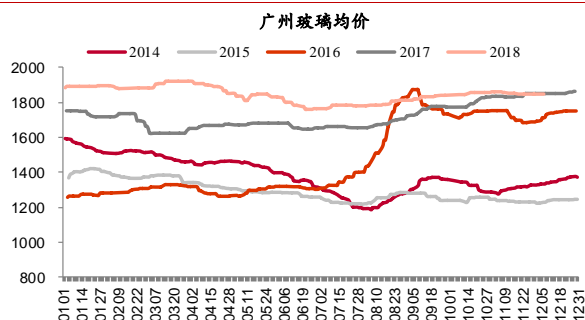
- **需求端**，我们认为过去一年新开工的高增速有望传导至竣工面积回暖，对玻璃需求端将有所提振。2017年年中以来房地产新开工面积同竣工面积间出现了历史上最大的背离，而销售近两年来的天量积累下较大交付压力，而潜在库存则持续维持低位；同时房企融资端情况有所缓解，加速周转的能力变强。因而我们看到 2018 年上半年的销售和新开工端的数据一直维持在较高水平，我们认为较高的新开工增速将在未来一年内逐步传导至竣工端，从而提振玻璃需求。
- **投资建议**：
 - 我们仍然建议重视当前玻璃行业未来可能出现的供给端收缩和需求回暖导致的供需紧平衡。年初市场对于玻璃行业较高的预期已经逐渐被消化，估值逐渐同盈利匹配。若后续供需边际能够持续向好，行业有望体现出弹性。
 - 关注旗滨集团，作为行业内龙头，公司近年成本和产品结构加速改善，而随着冷修产线的复产，下半年销量环比将有所提升，有效支撑全年盈利稳定增长。同时股息率也进入较为有吸引力的区间。目前的股价位置，对应 2018 年公司税后分红收益率超过 6%，具备较高安全边际。预计 2018 年和 2019 年公司 EPS 分别为 0.47、0.49 元，对应当前 PE 为 8.0X, 7.5X，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



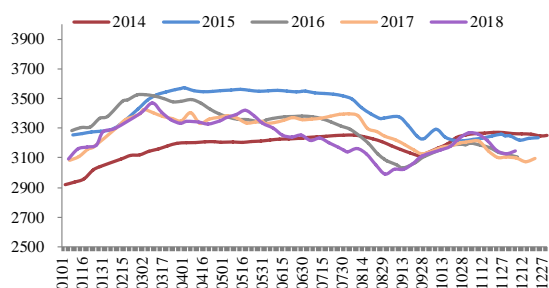
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 广州平板玻璃均价



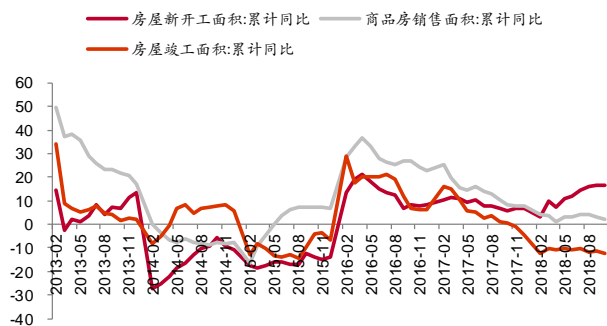
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 全国玻璃库存变动 (万重量箱)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 房屋新开工和竣工剪刀差拉大



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 旗滨集团财务摘要

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	69.61	75.85	82.45	86.57	90.90	货币资金	8.24	6.81	7.40	8.82	8.16
增长率	34.7%	9.0%	8.7%	5.0%	5.0%	应收款项	3.83	0.97	4.16	1.22	4.43
营业成本	-49.19	-51.53	-57.92	-60.60	-63.17	存货	11.36	5.94	10.15	6.68	10.87
% 销售收入	70.7%	67.9%	70.3%	70.0%	69.5%	其他流动资产	0.68	7.27	7.62	7.31	7.66
毛利	20.42	24.32	24.53	25.97	27.72	流动资产	24.11	20.99	29.34	24.04	31.12
% 销售收入	29.3%	32.1%	29.7%	30.0%	30.5%	% 总资产	19.5%	16.5%	21.8%	18.8%	23.4%
营业税金及附加	-0.95	-1.44	-1.48	-1.56	-1.64	长期投资	0.61	0.60	0.60	0.60	0.60
% 销售收入	1.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	81.10	78.70	78.19	77.03	75.23
营业费用	-0.47	-0.46	-0.49	-0.50	-0.53	% 总资产	65.6%	61.9%	58.1%	60.3%	56.6%
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	8.19	8.46	8.49	8.52	8.55
管理费用	-6.83	-7.90	-7.83	-8.22	-8.64	非流动资产	99.55	106.17	105.30	103.78	101.88
% 销售收入	9.8%	10.4%	9.5%	9.5%	9.5%	% 总资产	80.5%	83.5%	78.2%	81.2%	76.6%
息税前利润 (EBIT)	12.16	14.51	14.72	15.69	16.93	资产总计	123.66	127.16	134.64	127.82	132.99
% 销售收入	17.5%	19.1%	17.8%	18.1%	18.6%	短期借款	23.11	2.80	9.21	8.00	8.23
财务费用	-2.64	-1.04	-0.22	-0.33	-0.26	应付款项	13.01	13.92	14.60	15.24	15.89
% 销售收入	3.8%	1.4%	0.3%	0.4%	0.3%	其他流动负债	7.32	3.20	3.20	3.20	3.20
资产减值损失	0.07	0.68	0.00	0.00	0.00	流动负债	43.44	19.91	27.01	26.44	27.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期贷款	10.23	19.16	13.21	3.00	3.00
投资收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	其他长期负债	9.74	17.32	17.32	17.32	17.32
% 税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	63.41	56.39	57.53	46.76	47.63
营业利润	9.56	14.15	14.49	15.36	16.66	普通股股东权益	60.25	70.78	77.12	81.08	85.39
营业利润率	13.7%	18.7%	17.6%	17.7%	18.3%	少数股东权益	0.00	0.00	-0.01	-0.02	-0.03
营业外收支	0.78	0.03	0.30	0.25	0.30	负债股东权益合计	123.66	127.16	134.64	127.82	132.99
税前利润	10.34	14.18	14.79	15.61	16.96	比率分析					
利润率	14.9%	18.7%	17.9%	18.0%	18.7%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
所得税	-1.85	-2.10	-2.28	-2.40	-2.61	每股指标					
所得税率	17.9%	14.8%	15.4%	15.4%	15.4%	每股收益(元)	0.31	0.43	0.47	0.49	0.53
净利润	8.35	11.42	12.51	13.20	14.35	每股净资产(元)	2.24	2.63	2.86	3.01	3.17
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	每股经营现金流(元)	0.62	0.87	0.55	1.14	0.66
归属于母公司的净利润	8.35	11.43	12.52	13.21	14.36	每股股利(元)	0.15	0.15	0.33	0.34	0.37
净利率	12.0%	15.1%	15.2%	15.3%	15.8%	回报率					
现金流量表 (人民币亿元)						净资产收益率	13.86%	16.14%	16.24%	16.30%	16.82%
净利润	8.35	11.42	12.51	13.20	14.35	总资产收益率	6.75%	8.98%	9.29%	10.33%	10.79%
加: 折旧和摊销	8.43	8.37	8.75	9.40	10.05	投入资本收益率	11.83%	14.38%	15.76%	15.51%	18.57%
资产减值准备	0.07	0.68	0.00	0.00	0.00	增长率					
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	34.66%	8.96%	8.70%	5.00%	5.00%
财务费用	2.75	1.24	0.22	0.33	0.26	EBIT增长率	188.90%	14.81%	6.36%	6.60%	7.90%
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	387.39%	36.83%	9.61%	5.50%	8.67%
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	总资产增长率	-0.68%	2.83%	5.88%	-5.07%	4.05%
营运资金的变动	1.30	0.38	-6.68	7.75	-6.97	资产管理能力					
经营活动现金净流	16.59	23.52	14.81	30.69	17.69	应收账款周转天数	1.8	2.4	3.0	3.0	3.0
固定资本投资	1.47	-4.52	-8.00	-8.00	-8.00	存货周转天数	62.6	41.0	35.1	35.0	34.8
投资活动现金净流	-7.72	-13.31	-8.27	-8.27	-8.27	应付账款周转天数	64.5	48.3	45.0	45.0	45.0
股利分配	-4.03	-4.03	-8.77	-9.25	-10.05	固定资产周转天数	426.2	379.2	342.5	322.7	301.5
其他	-3.13	-7.92	2.82	-11.75	-0.03	偿债能力					
筹资活动现金净流	-7.15	-11.95	-5.94	-21.00	-10.08	净负债/股东权益	53.17%	21.13%	18.15%	3.99%	-12.60%
现金净流量	1.71	-1.74	0.59	1.42	-0.66	EBIT利息保障倍数	4.6	13.3	66.1	47.4	64.5
						资产负债率	51.28%	44.34%	42.73%	36.58%	35.82%

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。