太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-10

公司点评报告

买入/维持

旗滨集团(601636)

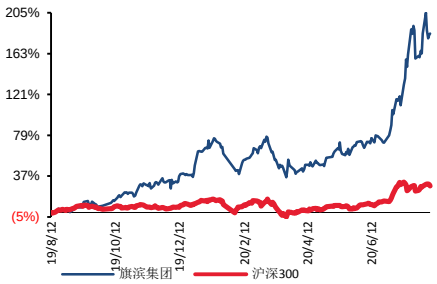
目标价：12.6

昨收盘：9.1

材料 材料II

旗滨集团：二季度走出“V”型反转，下半年业绩更具弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,686/2,683
总市值/流通(百万元)	24,446/24,417
12 个月最高/最低(元)	9.78/3.34

相关研究报告：

旗滨集团（601636）《旗滨集团：疫情影响Q1销量，全年有望低开高走》--2020/04/14

旗滨集团（601636）《旗滨集团：19Q4业绩再创新高，2020年开局承压不改全年成长趋势》--2020/04/09

旗滨集团（601636）《旗滨集团：产业链延伸至药用玻璃领域，产品高端化稳步推进》--2019/12/07

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：2020年上半年实现营收37.9亿元（-6.78%），归母净利润5.06亿元（-2.36%），扣非归母净利润为4.61亿元（+0.03%）；其中Q2实现营收24.92亿元(+11.69%)，归母净利润为3.46亿元(+11.91%)，扣非归母净利润为3.2亿元（+14.66%）。

点评：

Q2量价触底反弹，单季度业绩增速强势转正。玻璃行业二季度走出“V”反转，从4月份中旬行业库存升至9300万重箱的历史天量，均价跌至1350元/吨，部分中小企业开始亏损起，行业触底开始反弹，一方面由于疫情影响边际减弱，复工复产加速，下游需求逐步恢复；另一方面，行业自律加强，成本支撑下，涨价去库存倒逼下游加工厂、贸易商补库，同时叠加因环保等因素河北部分生产线停产，供给收缩推动库存加速去化。而旗滨集团作为行业龙头，自身产销反映了行业走势，**从销量来看，**我们测算公司Q2销售各种玻璃约3500万重箱，同比增长约19%；**从价格来看，**我们测算Q2公司产品均价（全营收口径）约71.1元/重箱，同比下滑约4.6元/重箱，环比下降9元/重箱，主要是价格经历了从Q1高位下滑至4月触底然后反弹的过程；**从盈利情况来看，**全口径测算Q2公司箱净利约9.9元/重箱，同比下降0.65元/重箱，主要是Q2纯碱及石油焦等燃料价格有所下滑，Q2箱成本约51.7元，同比下降约2.8元/重箱。除此之外，2020H1公司汇兑损失为3431万元（去年同期为收益394万元），由于汇兑损失增加导致上半年公司财务费用同比增加71.6%，为此公司计划开展衍生品业务，以外汇、利率保值为手段，来规避和防范汇率、利率风险。

未来计划发行可转债，充足现金流保障产能扩张。报告期末，公司在手现金及可交易金融资产为6.66亿元，同比增长约39.3%；同时上半年经营性净现金流为5.57亿元，同比增长5.25%，在上半年受疫情影响下，现金流保持增长实属不易，期末公司资产负债率为41.69%，同比下降2.9个pct，现款现货的结算方式使得公司现金流良好，同时，公司计划发行不超过15亿元的可转债，主要用于浮法玻璃及节能玻璃产能扩建，保障中期产能扩产规划顺利完成。

产业链延伸顺利，打造新的业绩增长点。2020H1公司节能玻璃业务实现营收4.2亿元，同比增长62%，其中广东、浙江节能实现净利润在2500万以上，目前公司广东、浙江、湖南以及马来西亚节能全部商业化运营，正在积极建设天津节能、湖南节能二期以及长兴节能，力争

到 2024 年，节能玻璃产能比 2018 年末增长 2 倍；超薄电子玻璃（日熔量 65 吨/天）已于 4 月份商业化运营，P 规产品良率稳定，逐步实现盈利，公司计划下半年转生产盖板，然后送客户检验，若检验顺利通过，战略意义显著，公司有望启动二期建设；中性硼硅管一期（日熔量 25 吨/天）计划年底投产，然后通过半年时间调试设备，下半年有望进入商业化量产，若进展顺利也将迅速扩产，我们测算，目前国内中硼硅替代低硼硅市场超过 30 亿元，国产替代空间巨大，随着新业务的顺利拓展，公司将迎来新的业绩增长点。

展望下半年：需求旺盛，价格有望再创新高。7 月份以来，玻璃去库大超市场预期，一方面由于下游加工厂有新订单释放，国内建筑需求旺盛，海外出货边际好转，库存有所消化，随着旺季到来有提货动力；另一方面由于原片厂库存持续下降，库存压力不大，旺季涨价预期强烈，倒逼贸易商提货。我们认为，企业微观出货及行业库存持续下降，地产新开工持续向竣工传导，旺季需求更旺，虽然随着盈利快速恢复，近期陆续有生产线新点火或复产，但由于也有生产线陆续进入冷修，同时旺季需求可以容忍部分供给增加，因此下半年新增产能冲击十分有限；而由于今年成本更低，目前纯碱仍较去年同期下滑 500 元/吨以上（纯碱价格每下跌 100 元/吨，玻璃箱成本节约 1 元/重箱）；同时石油焦及煤炭等价格也持续下滑，原燃料价格下行使的企业成本更低，目前价格已接近去年 Q4 高点，后续旺季来临价格将创新高，企业盈利弹性巨大；

投资建议：旗滨集团作为浮法玻璃龙头，具有规模及成本优势，随着价格持续上涨，下半年业绩弹性十足，而产业链的延伸及产品结构调整，抗风险能力进一步提升，同时《中长期发展规划》指明公司未来成长性；我们上调 2020-2021 年归母净利润为 16.84（+25%）、18.33 亿元（8.9%），对应 EPS 分别为 0.63、0.68 元，对应 20-21 年 PE 估值分别为 14.6、13.4 倍，上调目标价至 12.6 元（原目标价为 5.7 元），维持"买入"评级。

风险提示：冷修生产线复产加速，房地产投资大幅下滑，原材料价格大幅上涨

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万	9306	10412	11344	12472
(+/-%)	11.08	11.88	8.95	9.94
净利润(百万元)	1346	1684	1833	2040
(+/-%)	11.49	25.08	8.86	11.27
摊薄每股收益	0.52	0.63	0.68	0.76
市盈率(PE)	17.59	14.60	13.41	12.06

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	435	488	2085	3368	5553
应收和预付款项	124	227	235	257	283
存货	705	673	760	832	917
其他流动资产	819	1117	1128	1135	1143
流动资产合计	**2083**	**2505**	**4209**	**5592**	**7896**
长期股权投资	37	39	39	39	39
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	8339	8422	8700	8228	7455
在建工程	840	600	210	360	410
无形资产开发支出	832	880	890	909	928
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	10754	10560	10458	10154	9450
资产总计	**12838**	**13065**	**14666**	**15746**	**17346**
短期借款	490	938	338	0	0
应付和预收款项	834	608	755	826	910
长期借款	1483	1113	1413	1663	1863
其他负债	2460	2162	3039	3109	3192
负债合计	**5267**	**4821**	**5545**	**5598**	**5965**
股本	2688	2688	2688	2688	2688
资本公积	1892	1948	1948	1948	1948
留存收益	3256	3812	4690	5717	6951
归母公司股东权益	7570	8237	9115	10142	11376
少数股东权益	0	8	7	6	5
股东权益合计	**7570**	**8245**	**9122**	**10148**	**11381**
负债和股东权益	**12838**	**13065**	**14666**	**15746**	**17346**

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	2066	2017	2866	3056	3323
投资性现金流	-873	-902	-886	-802	-451
融资性现金流	-1390	-1051	-383	-971	-686
现金增加额	5	-2	0	0	0

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8378**	**9306**	**10412**	**11344**	**12472**
营业成本	5966	6566	7201	7888	8693
营业税金及附加	117	121	136	148	163
销售费用	108	129	145	158	173
管理费用	507	514	576	627	689
财务费用	100	112	76	44	25
资产减值损失	60	-14	25	18	15
投资收益	33	1	35	10	6
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	**1349**	**1581**	**1959**	**2132**	**2370**
其他非经营损益	-2	-13	2	3	5
利润总额	**1347**	**1568**	**1961**	**2135**	**2375**
所得税	139	222	277	302	336
净利润	**1208**	**1346**	**1683**	**1832**	**2039**
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归母股东净利润	**1208**	**1346**	**1684**	**1833**	**2040**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28.79%	29.44%	30.84%	30.46%	30.30%
销售净利率	14.41%	14.47%	16.17%	16.16%	16.36%
销售收入增长率	10.46%	11.07%	11.89%	8.95%	9.94%
EBIT 增长率	-0.61%	16.07%	21.27%	6.94%	10.18%
净利润增长率	5.69%	11.49%	25.08%	8.86%	11.27%
ROE	15.95%	16.35%	18.48%	18.08%	17.93%
ROA	9.41%	10.31%	11.48%	11.64%	11.76%
ROIC	13.59%	13.87%	18.65%	20.70%	24.89%
EPS(X)	0.46	0.52	0.63	0.68	0.76
PE(X)	8.24	10.56	14.60	13.41	12.06
PB(X)	1.35	1.79	2.70	2.42	2.16
PS(X)	1.22	1.59	2.36	2.17	1.97
EV/EBITDA(X)	5.17	6.44	8.27	7.24	6.13

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。