

旗滨集团 (601636.SH)

资源优势强化叠加新一轮扩张, 长期投资价值凸显

旗滨集团: 被低估的全国玻璃龙头。竣工短周期向上, 环保约束下供给减量, 短期行业高景气有韧性。中长期随着行业成本曲线陡峭化, 公司凭借硅砂储备享受超额利润, 我们测算 2019 年分红收益率达 7.0%, 股价被低估。

环保重塑成本曲线, 资源是长期超额利润主要来源, 大型企业、优质产能受益。行业格局随着成本曲线不对称上移发生深刻变化, 在更为严格的排放要求、矿山管控下, 硅砂资源将取代燃料成为行业成本差异和超额利润的关键来源, 当前自有硅砂单吨生产成本优势可达 165 元, 未来资源布局、技术产品、经营管理奠定核心竞争力。

供给约束与需求韧性支撑短期景气, 新增产能受限与集中度提升, 中期景气下行有望更为缓和。随着土地购置、新开工增速回落, 期房交付叠加资金挤出效应的缓解, 竣工端短周期向上推动需求回升, 9 月单月正增长 4.8%; 供给侧产量占比 16% 的河北空气指标居末段, “蓝天保卫战”压力下环保约束进一步收紧, 沙河产能发挥受限并面临减量压力。中期地产下行行业景气承压缓慢回落, 但目前剔除停搬生产线后实际产能利用率为 85% 接近历史高位, 未来新增产能受限, 环保能耗对供给约束增强, 在行业集中度提升的背景下下行斜率和幅度或更为缓和。

公司长期的投资价值在进一步凸显。公司作为后起之秀, 抢抓行业变革机遇, 由低成本规模扩张的模式切换到追求高质量、高附加值发展的新模式。公司审时度势提出中长期发展战略规划, 原片产能五年规划扩张 30% 以上、深加工产能增加 200% 以上, 有望把握行业整合契机, 开启新一轮增长。

当前分红收益率下股价具备高安全边际。根据分红规划及盈利预测, 若维持 60% 的分红率, 对应 2019-2021 年分红收益率 7.0%、7.1%、6.2%。此外我们测算公司 60% 的硅砂自给率, 可获得约 100 元/吨的成本优势, 中长期行业盈利中枢在外购硅砂产能仅能保本和 5% 的净利率两种假设下, 分别对应公司每年 5.05、9.25 亿元盈利和 14.05、18.25 亿元自由现金流, 按 10% 贴现率净现金流价值达到 140.5 亿元和 182.5 亿元, 公司当前市值不到 120 亿元, 仍被低估。暂不考虑未来原片产能扩张, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 13.59 亿元、13.69 亿元和 12.05 亿元, 11 月 6 日收盘价对应市盈率 8.6、8.5、9.7 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 宏观政策反复、行业供给超预期增加、原材料价格大幅波动。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,585	8,378	9,113	9,562	9,867
增长率 yoy (%)	9.0	10.5	8.8	4.9	3.2
归母净利润(百万元)	1,143	1,208	1,359	1,369	1,205
增长率 yoy (%)	36.8	5.7	12.6	0.7	-12.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.43	0.45	0.51	0.51	0.45
净资产收益率(%)	16.1	16.0	16.7	15.8	13.3
P/E(倍)	10.2	9.6	8.6	8.5	9.7
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	玻璃制造
最新收盘价	4.33
总市值(百万元)	11,637.75
总股本(百万股)	2,687.70
其中自由流通股(%)	98.85
30 日日均成交量(百万股)	22.48

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,099	2,083	2,488	2,825	2,934
现金	681	435	746	1,004	1,094
应收账款	47	86	96	95	102
其他应收款	15	0	41	7	32
预付账款	18	38	53	45	51
存货	594	705	711	817	811
其他流动资产	744	819	841	857	844
非流动资产	10,617	10,754	10,628	10,594	10,491
长期投资	40	37	37	37	37
固定投资	7,870	8,340	8,636	8,809	8,796
无形资产	846	832	816	789	768
其他非流动资产	1,861	1,546	1,139	958	890
资产总计	12,716	12,838	13,116	13,419	13,425
流动负债	1,991	2,594	2,973	2,889	2,897
短期借款	280	490	900	750	600
应付账款	709	703	745	800	845
其他流动负债	1,002	1,400	1,328	1,339	1,451
非流动负债	3,647	2,674	2,020	1,854	1,468
长期借款	1,916	1,483	1,427	1,310	973
其他非流动负债	1,732	1,190	593	544	495
负债合计	5,639	5,267	4,993	4,743	4,365
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	2,693	2,688	2,688	2,688	2,688
资本公积	1,787	1,892	1,892	1,892	1,892
留存收益	2,856	3,256	3,800	4,348	4,830
归属母公司股东收益	7,078	7,570	8,123	8,676	9,060
负债和股东权益	12,716	12,838	13,116	13,419	13,425

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2,352	2,066	2,326	2,394	2,510
净利润	1,142	1,208	1,359	1,369	1,205
折旧摊销	837	914	880	986	1,047
财务费用	104	100	113	115	118
投资损失	-0	-33	-2	-5	-5
营运资金变动	53	-257	-21	-73	118
其他经营现金流	216	134	-3	1	26
投资活动净现金流	-1,331	-873	-746	-948	-964
资本支出	1,419	1,061	436	25	-32
长期投资	-9	39	0	0	0
其他投资现金流	79	227	-311	-923	-997
筹资活动净现金流	-1,195	-1,390	-1,269	-1,187	-1,456
短期借款	-2,030	210	410	-150	-150
长期借款	892	-432	-57	-117	-337
普通股增加	84	-4	0	0	0
资本公积增加	322	105	0	0	0
其他筹资现金流	-463	-1,269	-1,622	-920	-970
现金净增加额	-181	-192	311	258	89

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,585	8,378	9,113	9,562	9,867
营业成本	5,153	5,966	6,517	6,952	7,403
营业税金及附加	144	117	119	125	129
营业费用	46	108	123	126	129
管理费用	790	507	806	795	825
财务费用	104	100	113	115	118
资产减值损失	68	60	7	10	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	33	2	5	5
营业利润	1,349	1,349	1,569	1,581	1,391
营业外收入	19	9	8	8	9
营业外支出	16	11	6	7	7
利润总额	1,352	1,347	1,571	1,582	1,393
所得税	210	139	212	213	188
净利润	1,142	1,208	1,359	1,369	1,205
少数股东收益	-1	0	-0	0	0
归属母公司净利润	1,143	1,208	1,359	1,369	1,205
EBITDA	2,338	2,390	2,531	2,648	2,502
EPS (元/股)	0.43	0.45	0.51	0.51	0.45

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	9.0	10.5	8.8	4.9	3.2
营业利润 (%)	43.4	-0.0	16.3	0.7	-12.0
归属母公司净利润 (%)	36.8	5.7	12.6	0.7	-12.0
盈利能力					
毛利率 (%)	32.1	28.8	28.5	27.3	25.0
净利率 (%)	15.1	14.4	14.9	14.3	12.2
ROE (%)	16.1	16.0	16.7	15.8	13.3
ROIC (%)	11.5	11.8	12.6	12.3	10.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.3	41.0	38.1	35.3	32.5
净负债比率 (%)	22.0	26.4	23.9	17.0	10.1
流动比率	1.1	0.8	0.8	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.66	0.70	0.72	0.74
应收账款周转率	268.2	126.2	100.0	100.0	100.0
应付账款周转率	7.5	8.4	9.0	9.0	9.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.45	0.51	0.51	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.88	0.71	0.87	0.89	0.93
每股净资产 (最新摊薄)	2.63	2.82	3.02	3.23	3.37
估值指标 (倍)					
P/E	10.2	9.6	8.6	8.5	9.7
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.2	5.6	5.1	5.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、旗滨集团：快速崛起的全国玻璃龙头	5
2、玻璃行业：环保加速行业变局，资源优势凸显，大型企业、优质产能受益	8
2.1、环保重塑成本曲线，资源将是新的中长期超额利润来源	8
2.1.1、环保推动行业成本曲线不对称变化，加速行业洗牌	10
2.1.2、污染物排放标准显著提升，企业燃料成本差异收窄	10
2.1.3、资源禀赋优势强化，硅砂资源或成为中长期超额利润来源	12
2.2、短期行业景气具备韧性，中期景气下行有望更为缓和	13
2.2.1、地产竣工回升支撑短期需求，中期需求韧性或好于上两轮	13
2.2.2、环保持续强约束，短期新增供给压力有望缓释	14
2.2.3、行业景气判断：短期景气有韧性，中期仍面临下行压力	16
3、公司：提质增效成效显著，积极进取谋划新一轮成长	17
3.1、优秀产能布局享原料、物流、市场先天复合优势	17
3.2、经营效率不断优化，降本增效成果丰硕	18
3.3、做大做强蓝图明确，深加工+原片规模扩张驱动新一轮增长	19
3.3.1、中长期规划明确成长蓝图，原片规模再启扩张	19
3.3.2、依托原片产能加速拓展深加工，进军千亿市场	20
4、长期投资价值凸显，具备较高安全边际	23
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司玻璃业务发展历程	5
图表 2: 公司原片产能扩张驱动收入规模维持高速增长	6
图表 3: 公司毛利率、净利率随玻璃行业景气波动	6
图表 4: 公司原片产能布局示意图	6
图表 5: 公司实际控制人为俞其兵先生	7
图表 6: 直接材料（原燃料成本）占原片完全成本的 60%以上（旗滨集团 2017 年原片成本结构）	8
图表 7: 燃料结构的差异对玻璃生产成本影响大	8
图表 8: 一般玻璃原片生产企业成本拆分与测算（使用燃料的不同对玻璃生产成本有很大影响）	9
图表 9: 燃料对平板玻璃窑炉烟气污染物初始排放浓度的影响	9
图表 10: 大型窑炉燃烧效率高、节能效果显著（国内三条生产线的技术经济指标对比）	10
图表 11: 平板玻璃工业受到的环保监管力度趋严趋强	11
图表 12: 平板玻璃工业排放标准显著趋严	12
图表 13: 外购硅砂成本的大幅上涨使得自有硅砂生产线可享有超过 150 元/吨的成本优势	13
图表 14: 房屋新开工面积与竣工面积自 2017 年以来出现持续背离	14
图表 15: 2019 年 7 月以来单月竣工面积增速持续回升	14
图表 16: 我国平板玻璃在产产能统计	15
图表 17: 2016 年以来冷修产线复产是供给增长的主要原因，新建点火持续低于预期	15
图表 18: 环保强约束下产能利用率并未跟随盈利大幅上行	15
图表 19: 2020 年具备点火条件的新生产线预计日熔量 7180t/d	16
图表 20: 旗滨硅砂资源储备行业领先	17
图表 21: 公司生产基地交通条件便利	17
图表 22: 公司单位员工产销指标显著提升	18

图表 23: 公司员工人均创收规模大幅增长	18
图表 24: 公司滚动实施股权激励	19
图表 25: 旗滨集团中长期发展战略规划纲要 (2019—2024 年) 主要内容	20
图表 26: 信义、南玻等企业深加工业务是重要收入来源 (单位: 亿 CNY)	21
图表 27: 信义建筑玻璃 (深加工) 产品毛利率波动幅度较小	21
图表 28: 国内玻璃深加工市场格局 (2017 年大型深加工企业收入及占比, 未剔除汽车玻璃)	21
图表 29: 公司布局的深加工玻璃产能	22
图表 30: 旗滨产品涵盖品类、规格齐全的原片以及多种深加工产品	22
图表 31: 公司在不同分红率假设下的股息率测算	23
图表 32: 公司成本优势对应原片盈利与现金流价值测算	23
图表 33: 公司 PB、ROE、EV/EBITDA	24
图表 34: 旗滨集团盈利预测假设与结果	25

1、旗滨集团：快速崛起的全国玻璃龙头

历经十余年高速发展，跃居国内玻璃原片龙头。旗滨集团成立于1988年，2005年通过收购株洲光明玻璃正式进军玻璃行业，并于2011年8月登陆上海证券交易所。上市后的旗滨开启了新一轮快速扩张，通过借助政策性搬迁机遇与并购并举，由2010年的原片产能第十位，跃居国内玻璃原片制造龙头企业。公司共拥有26条玻璃生产线，现有日熔量合计约17600吨/天。其中国内24条生产线合计日熔量16400吨/天，分布在湖南醴陵、郴州、福建漳州、广东河源、浙江绍兴、长兴、平湖7个生产基地，马来西亚2条生产线合计日熔量1200吨/天，位于森美兰州，另有1条65吨/日高性能电子玻璃生产线。

纵向拓展完善产业链布局，深加工业务初步成型。公司2016年开始布局玻璃原片下游的深加工环节，投建了广东、浙江和马来西亚三个节能玻璃项目，并于2018年全部实现商业化运营。公司还通过郴州光伏光电玻璃生产线和醴陵高性能电子玻璃生产线切入到光伏、电子玻璃领域。公司由单一的原片制造形成了“玻璃原片—深加工”的链条，实现产品附加值的提升，未来有助于平抑企业盈利的波动。

图表1：公司玻璃业务发展历程

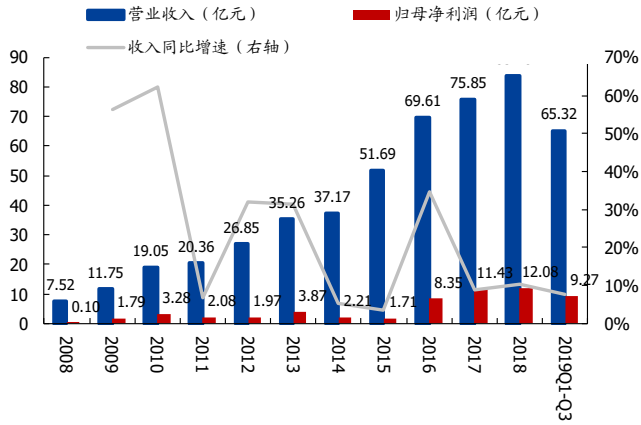


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

产能扩张驱动收入高增长，浮法玻璃原片目前仍为核心收入和利润贡献来源。2008年以来公司收入复合年增速达到29.3%，随着2016年下半年以来玻璃行业景气的改善，公司盈利大幅提升，2018年及2019年前三季度分别实现归母净利润12.08亿元和9.27亿元，同比增长5.7%和下降3.3%，净利率分别达到14.4%和14.2%。公司2018年原片收入仍占总收入的98%，深加工业务规模正在快速增长。

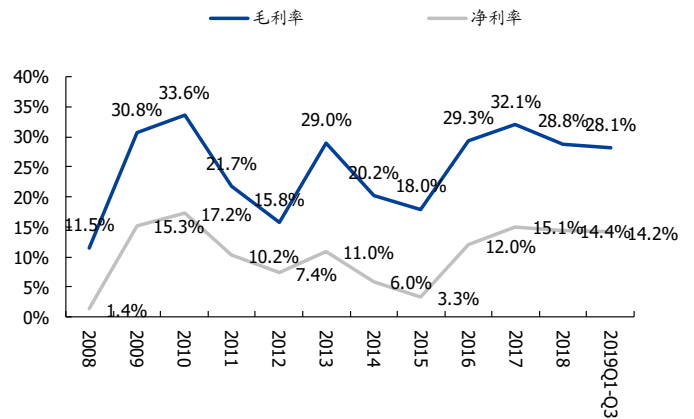
公司实际控制人为俞其兵先生。俞其兵先生为公司第一大股东福建旗滨集团的实际控制人（通过宁波旗滨投资有限公司间接持有福建旗滨集团93.85%的股份，直接持有福建旗滨集团6.15%的股份），福建旗滨集团持有上市公司29.39%的股份，此外俞其兵先生直接持有上市公司14.97%的股份。

图表 2: 公司原片产能扩张驱动收入规模维持高速增长



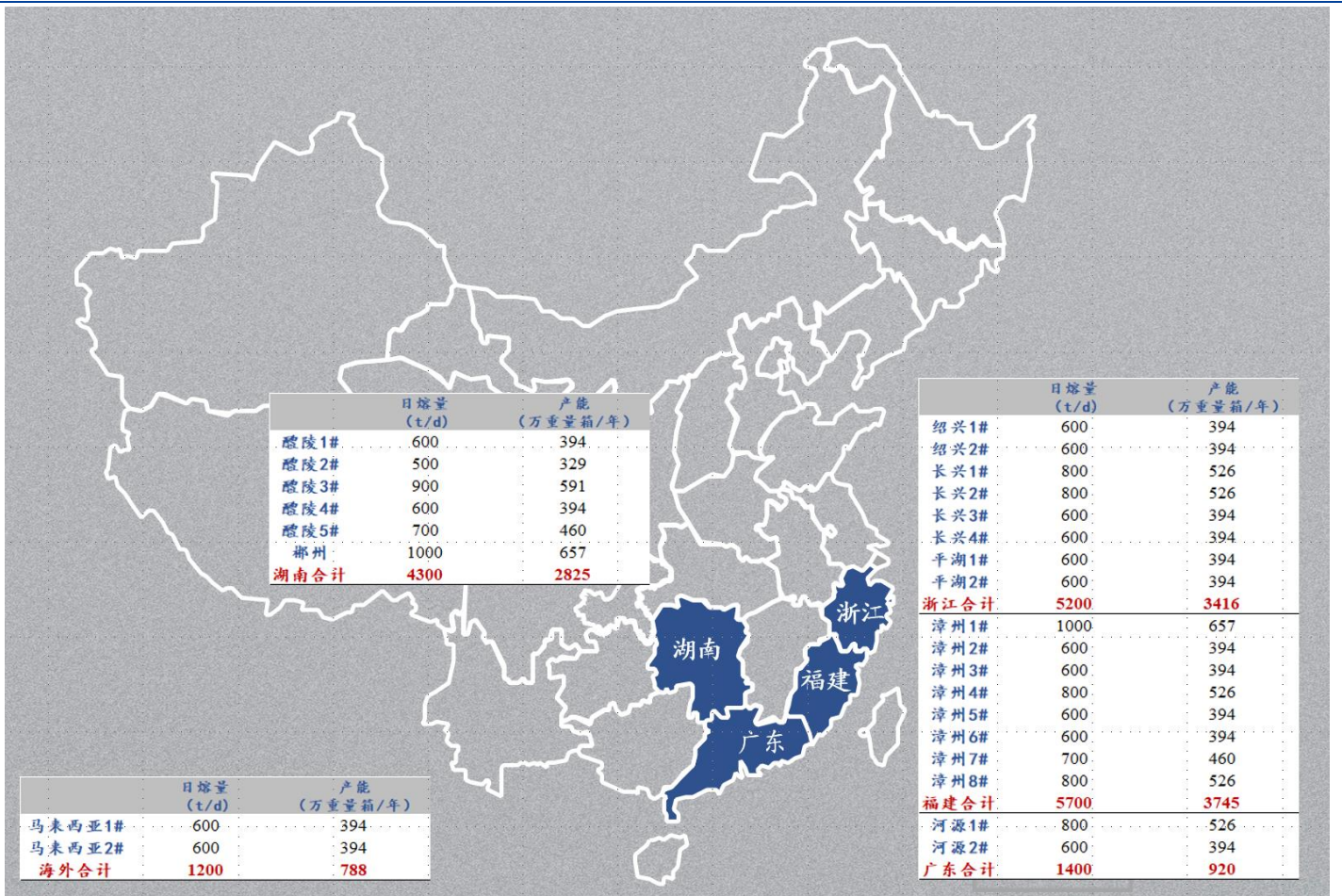
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 3: 公司毛利率、净利率随玻璃行业景气波动



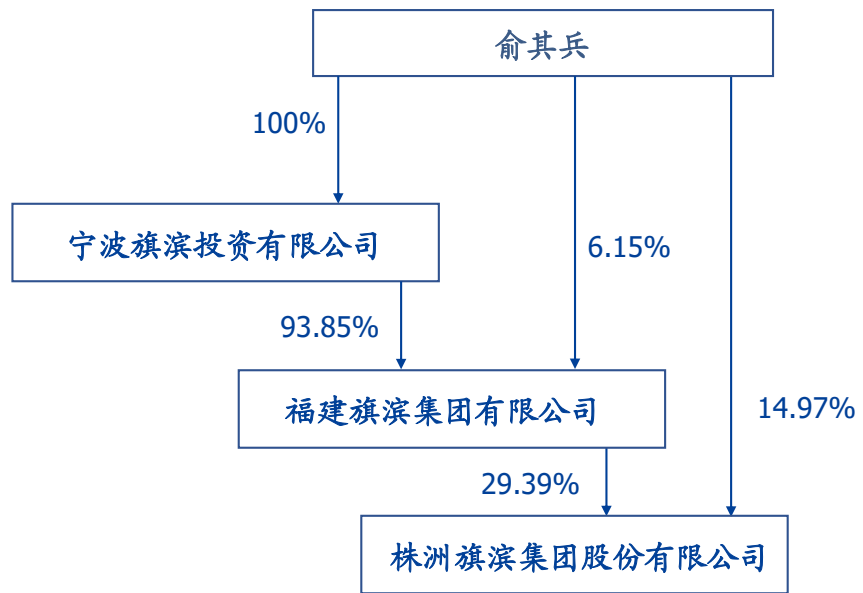
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 4: 公司原片产能布局示意图



资料来源: 中国玻璃期货网、公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 公司实际控制人为俞其兵先生



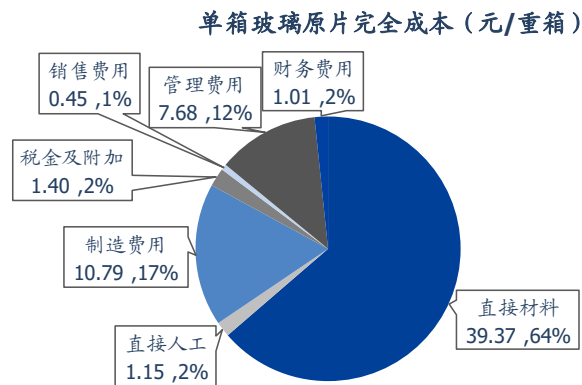
资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

2、玻璃行业：环保加速行业变局，资源优势凸显，大型企业、优质产能受益

2.1、环保重塑成本曲线，资源是新的中长期超额利润来源

玻璃生产成本中原燃料占比大，当前玻璃生产企业的成本差异主要来自于燃料结构、原材料成本、窑线规格与装备水平、管理效率等方面。

图表 6: 直接材料(原燃料成本)占原片完全成本的60%以上(旗滨集团2017年原片成本结构)



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

(1) 燃料结构的差异是当前玻璃成本差异的主要因素，燃煤(发生炉煤气)与石油焦的生产成本比使用天然气每吨玻璃降低燃料成本150元以上，但使用煤、石油焦等价格较为低廉的燃料生产玻璃，大气污染物排放量更大，且玻璃的品质更易于发生波动。

图表 7: 燃料结构的差异对玻璃生产成本影响大

	重油	煤焦油	天然气	石油焦	煤(发生炉煤气)
单耗	0.1538kg/kg	0.1784kg/kg	0.2088m ³ /kg	0.2246kg/kg	0.31kg/kg
单价	3000元/t	3200元/t	2.5元/m ³	1300元/t	900元/t
单吨玻璃燃料成本	461元/t	571元/t	522元/t	292元/t	279元/t

资料来源：《玻璃》期刊、Wind、国盛证券研究所

图表 8: 一般玻璃原片生产企业成本拆分与测算 (使用燃料的不同对玻璃生产成本有很大影响)

项目	单耗	单位成本	单吨玻璃对应成本
燃料	煤	0.31kg/kg	900 元/t 279 元/t
	天然气	0.2088m ³ /kg	2.5 元/m ³ 522 元/t
	重油	0.1538kg/kg	3000 元/t 461 元/t
	石油焦	0.2246kg/kg	1300 元/t 292 元/t
原材料	重碱	0.21 kg/kg	2100 元/t 441 元/t
	硅砂	0.69 kg/kg	260 元/t 179 元/t
	白云石	0.17 kg/kg	260 元/t 44 元/t
	石灰石	0.06 kg/kg	260 元/t 16 元/t
	长石	0.05 kg/kg	300 元/t 15 元/t
	芒硝	0.01 kg/kg	650 元/t 7 元/t
水	0.21 kg/kg	3.56 元/t	2 元/t
电	13 kw*h/kg	0.57 元 /kw*h	7 元/t
工资福利	60 元/t		
环保成本	燃煤 100 元/t、天然气 25 元/t、重油 70 元/t、石油焦 100 元/t		
制造费用	100 元/t		
生产成本	燃煤生产线	1250 元/t	
	天然气生产线	1418 元/t	
合计	重油生产线	1403 元/t	
	石油焦生产线	1263 元/t	

资料来源: 中国玻璃期货网、互联网资料、国盛证券研究所

图表 9: 燃料对平板玻璃窑炉烟气污染物初始排放浓度的影响

燃料	烟尘 (mg/m ³)	SO ₂ (mg/m ³)	NO _x (mg/m ³)
石油焦粉	约 1000	2000-5000	1500-3200
重油	约 500	2000-3000	1600-3200
天然气	<300	<400	2000-2700
煤制气	<400	<800	2200-3200

资料来源: 《中国环保产业》期刊、国盛证券研究所

(2) 硅砂的来源 (自有、外购)、运费 (距离、运输条件) 使得硅砂使用成本有较大差异。

(3) 纯碱、天然气、石油焦等原燃料使用成本也会因为企业采购规模、地理位置等因素出现差异。

(4) 大型窑炉能耗指标更为优越, 且单位开支更为节省, 一般来说 900t/d 规模的窑炉可比 500t/d 的窑炉节能 11-13%。但窑炉规格也会对产品厚度有所限制。

(5) 管理效率的差异影响人工成本、财务成本等因素。

图表 10: 大型窑炉燃烧效率高, 节能效果显著 (国内三条生产线的技术经济指标对比)

熔窑规模	单位	550t/d	700t/d	900t/d
熔化能力	t/d	550	730	900
熔化率	t/(m ² *d)	2.000	2.281	2.420
玻璃液热耗	kJ/kg	7300	6200	5780

资料来源: 《玻璃》期刊, 国盛证券研究所

2.1.1、环保推动行业成本曲线不对称变化, 加速行业洗牌

在近十余年玻璃行业的发展过程中, 随着重油等其他燃料成本的上涨以及燃烧系统的技术改进, 以沙河地区为代表的燃煤(煤制气)生产线凭借相对低廉的燃料成本获得可观的超额利润, 迎来快速的发展。这一过程中沙河玻璃在全国产能占比显著提升, 叠加需求变化成为国内的价格“洼地”, 华东、华南虽然面临北方玻璃过剩产能的输入压力, 但在相对良好的供需关系下维持相对较高的价格水平。

近年来玻璃行业面临的环保约束明显强化, 不仅推升行业整体成本, 也使得成本曲线发生深刻变化。一方面是行业排放标准的大幅收紧使得燃料结构带来的成本差异显著缩小, 另一方面是环保整治下非法开采及环保不达标的硅砂资源供给迅速退出, 显著提高了企业外购硅砂成本。

在这一过程中, 行业成本曲线发生不对称变化, 玻璃生产企业将更难通过燃料成本获取超额利润, 硅砂资源将取代燃料成为行业新的成本差异和超额利润的主要来源, 这也将推动行业格局发生全新的变化, 大型企业、优质产能的优势将得到凸显, 是最大的受益者。

2.1.2、污染物排放标准显著提升, 企业燃料成本差异收窄

自 2015 年开始, 玻璃企业排放受到严格的管控。2017 年玻璃行业完成了排污许可证的核发工作, 使用较高污染燃料的企业通过加装环保设备或者改用清洁能源以实现达标排放。2017 年以来, “2+26” 城市、汾渭平原、长三角等区域开始执行特别排放限值, 河北、山东等玻璃产业集中省份修改并出台新的平板玻璃工业排放地方标准。从河北、山东等地最新的地方标准来看, 颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放标准严格度等不仅较 2011 年的国标大幅提升, 而且相对 2017 年提出的特别排放限值也进一步趋严。生态环境部对包含玻璃行业在内的 15 个重点行业明确了绩效分级标准, 实施分级管控, 也将推动玻璃企业主动提升清洁生产水平。

图表 11: 平板玻璃工业受到的环保监管力度趋严趋强

政策、文件名称	时间	内容	发布部委
《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	2015年	以玻璃、工业炉窑、煤化工、工业锅炉等4个工业领域用煤为重点，综合提升区域煤炭清洁高效利用水平，力争实现控煤、减煤，防治大气环境污染。	工信部、财政部
《大气污染防治法》（修订）	2015年	钢铁、建材、有色金属、石油、化工等企业生产过程中排放粉尘、硫化物和氮氧化物的，应当采用清洁生产工艺，配套建设除尘、脱硫、脱硝等装置，或者采取技术改造等其他控制大气污染物排放的措施。	全国人大
《固定污染源排污许可分类管理名录（2017年版）》	2017年	明确了实施排污许可管理的行业范围、按行业推进的进度、排污单位应该持证排污的最后时限以及排污许可分类管理要求，平板玻璃行业2017年起执行	生态环境部
江苏《关于开展全省非电行业氮氧化物深度减排的通知》	2017年	2020年6月1日前全省平板玻璃行业实现玻璃熔窑烟气氮氧化物排放浓度不高于350毫克/立方米	江苏省生态环境厅
《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》	2018年	对于平板玻璃、陶瓷、砖瓦工业，以标准修改单方式提出大气污染物特别排放限值要求，执行时间按相应公告规定的时间执行	生态环境部
山东《建材工业大气污染物排放标准》	2018年	规定了山东省水泥、石灰、玻璃、陶瓷、砖瓦、陶粒、墙板、非金属矿、建筑石材、耐火材料等建材工业大气污染物的排放限值和监测要求	山东省生态环境厅、山东省质量技术监督局
河北《平板玻璃工业大气污染物排放标准（二次征求意见稿）》	2019年	规定了平板玻璃制造企业或生产设施的大气污染物排放控制要求、污染物监测要求、达标判定要求及实施与监督。适用于现有、新建、改建及扩建的平板玻璃制造企业或生产设施建设项目的环境影响评价、环境保护设施设计、环境保护竣工验收、排污许可及其投产后的大气污染物排放管理。	河北省生态环境厅、河北省市场监督管理局
《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》	2019年	对包含玻璃在内的15个行业明确了绩效分级指标，供各地制定分级管控措施时参考。通过窑炉用燃料种类、污染治理技术、无组织管控、监测监控水平、排放限值、运输方式等差异化指标将玻璃行业企业分为A、B、C三级，实行分级管控。	生态环境部
《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2019年	（1）推进工业炉窑大气污染综合治理，河北省邢台市沙河玻璃园区清洁煤制气中心建设取得明显进展。 （2）实施差异化应急管理。对重点行业中玻璃等15个明确绩效分级指标的行业，应严格评级程序，细化分级办法，确定A、B、C级企业，实施动态管理。原则上，A级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平，在重污染期间可不采取减排措施；B级企业应达到省内标杆水平，适当减少减排措施。	生态环境部

资料来源：相关部委网站、国盛证券研究所

图表 12: 平板玻璃工业排放标准显著趋严

排放标准	2011	2017 (国标特别排放限值)	2018 (山东)	2019 (河北二次征求意见稿)
颗粒物 (mg/m ³)	100 (现有企业)/50 (新建企业)	20	25 (现有企业)/10 (新建企业-重点控制区)/20 (新建企业-一般控制区)	10
二氧化硫 (mg/m ³)	600 (现有企业)/400 (新建企业)	100	150 (现有企业)/50 (新建企业-重点控制区)/100 (新建企业-一般控制区)	50
氮氧化物 (mg/m ³)	700 (新建企业)	400	400 (现有企业)/100 (新建企业-重点控制区)/200 (新建企业-一般控制区)	200
文件来源	《国家平板玻璃工业大气污染物排放标准 (GB26453-2011)》	GB26453-2011 修改单 (征求意见稿)	《山东建材工业大气污染物排放标准 (DB37/2373-2018)》	《河北平板玻璃工业大气污染物超低排放标准 (二次征求意见稿, 2019)》

备注:

《国家平板玻璃工业大气污染物排放标准 (GB26453-2011)》规定: (1) 现有企业自 2011 年 10 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日止执行现有企业排放限值, 自 2014 年 1 月 1 日期执行新建企业排放限值; (2) 冷修重新投入运行和新建企业自 2011 年 10 月 1 日起执行新建企业排放限值。

《山东建材工业大气污染物排放标准 (DB37/2373-2018)》规定: (1) 2017 年 1 月 1 日前建成投产或环境影响评价文件通过审批的企业, 自标准实施之日起至 2019 年 12 月 31 日不分控制区执行现有企业排放限值, 自 2020 年 1 月 1 日起按照所在控制区执行新建企业排放限值; (2) 2017 年 1 月 1 日起至本标准实施之日前环境影响评价文件通过审批的企业以及新建企业, 自本标准实施之日起按照所在控制区执行新建企业排放限值。

《河北平板玻璃工业大气污染物超低排放标准 (二次征求意见稿)》规定: 新建企业自本标准实施之日起执行规定的大气污染物排放限值, 现有企业自 2022 年 1 月 1 日起执行规定的大气污染物排放限值。

资料来源: 生态环境部、地方生态环境厅、国盛证券研究所

环保标准的提升是中长期的趋势, 除了将进一步推动行业成本曲线上行, 也将缩小此前燃料结构带来的玻璃成本的显著差异。在此前行业排放标准下, 相对污染物排放较少的天然气生产线, 单吨玻璃重油生产线的脱硫成本会增加 45 元, 石油焦粉会增加 70 多元。随着排放标准的提升, 生产企业的设备投入和运行成本将会进一步增加, 中长期推动玻璃行业燃料结构的转变。

我们判断: (1) 短期内由于地方环保监管力度、燃料市场价格、企业燃料获取成本差异 (例如个别生产线可获得低于市场价的燃料) 等因素的存在, 燃料结构导致的成本差距仍然存在, 但相比目前的成本差距将进一步缩小; 企业凭借燃烧低廉成本的燃料在中长期难以获得超额利润。(2) 环保标准提升有利于环保投入大、运行规范度高的大型企业。

2.1.3、资源禀赋优势强化, 硅砂资源或成为中长期超额利润来源

硅砂(石英砂)是一种相对较为常见的非金属矿物, 我国储量相对丰富且位居世界前列, 但分布较为集中, 共保有约 150 处矿产地。其中石英岩矿多分布于青海及辽宁、山西等地; 石英砂岩矿多分布于四川、湖南、江苏、浙江及山东等地; 石英砂主要分布于福建、广东、广西的南部和海南西北部及山东北部等沿海地带, 还有西辽河东部、黄河中游及鄱阳湖、骆马湖畔。

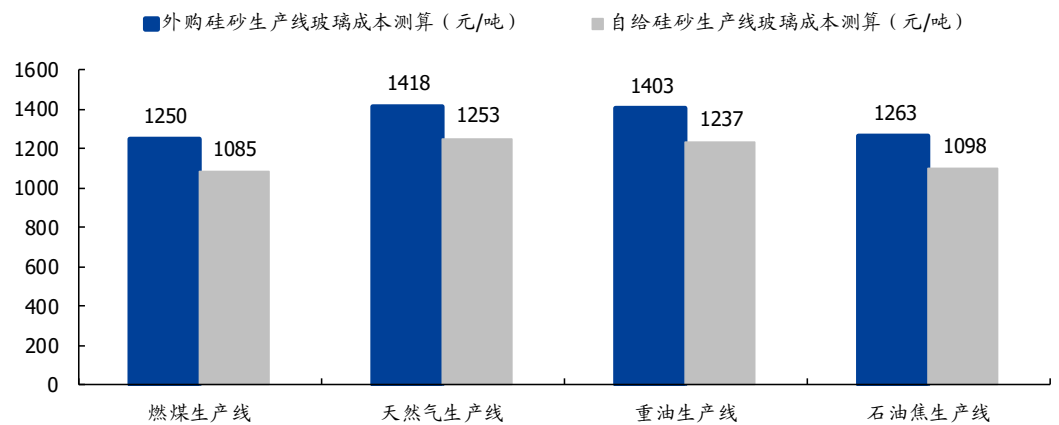
河海砂资源开采管控导致硅砂成本不对称上涨。硅砂及石灰石等纯碱外原材料在玻璃成本中占比仅 20% 左右。随着国家对河砂、海砂资源开采的整治和管控, 硅砂等玻璃用原

材料供给收紧致价格出现大幅上涨，华北、西南等地区外购硅砂到厂成本已从过去的不到100元/吨上涨至250元/吨左右，增加单吨玻璃成本约100元左右。而拥有资源储备、硅砂自供比例高的企业原材料成本波动较小（一般企业的结算成本不到80元/吨），行业的硅砂成本发生显著分化。

大型企业资源禀赋占据先发优势且将进一步强化。过去由于硅砂分布相对广泛且绝对价格较低，玻璃行业大部分企业（特别是小型玻璃企业）对硅砂资源储备重视不足，在经历了近年来的环保整治后，很难获得低廉的硅砂资源。而大中型玻璃企业过去由于管理、经营的优势，在硅砂资源的储备上具备明显的优势。我们判断未来随着资源、环保的严格管控，大中型企业在新获取硅砂资源上也将占有绝对的优势，一是环保严格管控后硅砂资源供应较过去缩减并集中化，在“绿色、集约”的政策导向下，大型企业在新增采矿权方面也有着绝对优势，因此中长期资源优势进一步强化。龙头企业凭借硅砂资源的优势建立成本壁垒，有望在中长期享有超额利润。

从当前厂商实际使用价格去测算，自有硅砂生产线已经可享有约165元/吨的成本优势。以当前行业不到30%的硅砂自给率分析，这一差异意味着企业每吨玻璃165元/吨（对应8.25元/重箱）的超额税前利润。

图表 13：外购硅砂成本的大幅上涨使得自有硅砂生产线可享有超过150元/吨的成本优势



资料来源：Wind、国盛证券研究所

2.2、短期行业景气具备韧性，中期景气下行有望更为缓和

2.2.1、地产竣工回升支撑短期需求，中期需求韧性或好于上两轮

建筑、汽车领域约占我国玻璃需求的75%和15%，光伏、电子领域以及出口约占我国玻璃需求的10%左右。虽然近几年来随着建筑节能要求的提升，玻璃在地产领域的需求结构升级，单位用量呈增加趋势，此外新兴应用领域增长良好，但中期来看，玻璃需求的波动仍然由地产周期主导。

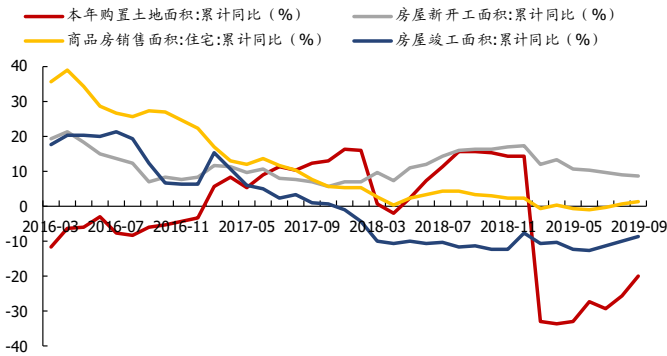
就地产端的应用而言，玻璃安装属于房屋施工尾部的环节，靠近竣工节点，但从玻璃安装需求到玻璃原片销售会经历开发商（门窗等订单）-加工厂-（贸易商）-原片企业的传递过程。从工程一般经验来看，新开工后6个月开始下订单，9个月以后到玻璃安装环节，因而平板玻璃需求与房屋施工、竣工环节密切相关。

随着土地购置、新开工增速回落，期房交付叠加资金挤出效应的缓解，自7月以来竣工面积增速出现明显反弹，支撑玻璃短期需求。房屋新开工与竣工面积增速的大缺口自

2017 年中以来已经持续两年，今年以来新开工端持续维持可观的正增长（1-9 月增长 8.6%），叠加地产销售端的韧性（7、8、9 月单月销售面积回归正增长，同比增速分别为 1.2%、4.7%、2.9%），7、8、9 月单月竣工面积增速已由 6 月的-14.0%回升至-0.6%、2.8%和 4.8%，预计本轮竣工回升后续仍具备一定持续性，能够支撑短期玻璃内需。

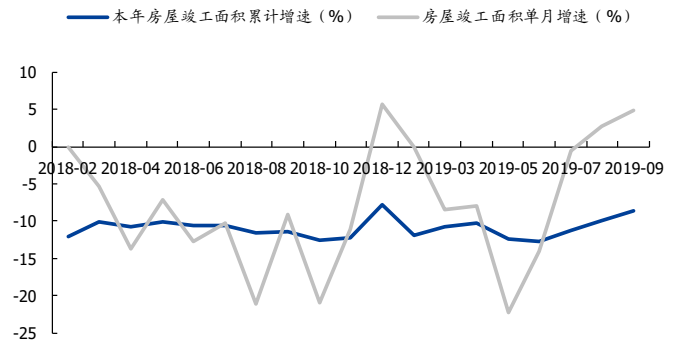
中期来看，虽然此轮地产调控时间拉长，后续仍面临下行压力，但拿地和销售数据反映韧性也在加强，后续玻璃需求的波动幅度或好于上两轮。

图表 14: 房屋新开工面积与竣工面积自 2017 年以来出现持续背离



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表 15: 2019 年 7 月以来单月竣工面积增速持续回升



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

外需、社会库存等因素预计不会对玻璃需求产生明显扰动:

(1) 外需预计中期仍维持偏弱状态，全球经济增速放缓使得玻璃出口难有明显起色。但玻璃出口在总需求中占比不到 5%，对整体需求影响有限。

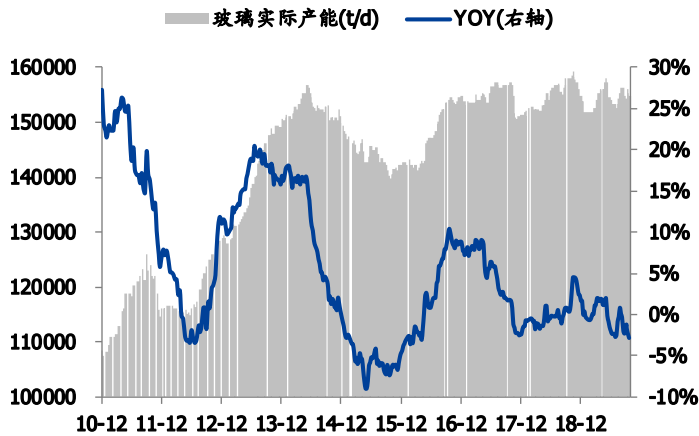
(2) 社会库存方面：随着资金面持续偏紧，社会库存体量（贸易商、加工厂等）已较前两轮有明显缩减，且地产下行趋势下经销商库存心态较为稳定，社会库存的波动预计也不会太大。

2.2.2、环保持续强约束，短期新增供给压力有望缓释

2016 年以来玻璃产能出现一轮明显的扩张周期，主导因素不是新建线的大规模投放，而是行业盈利大幅提升下前期冷修线的加速复产，冷修复产高峰一直持续至 2018 年，剔除停产搬迁产线后实际产能利用率从 80%提升至高点的 90%左右。2018 年 Q4 至 2019 年 Q2 玻璃价格回落叠加纯碱上涨导致企业利润率下降，企业冷修节奏有所加速，因此 2019 年上半年实际产能利用率回落到 85%后维持小幅波动。

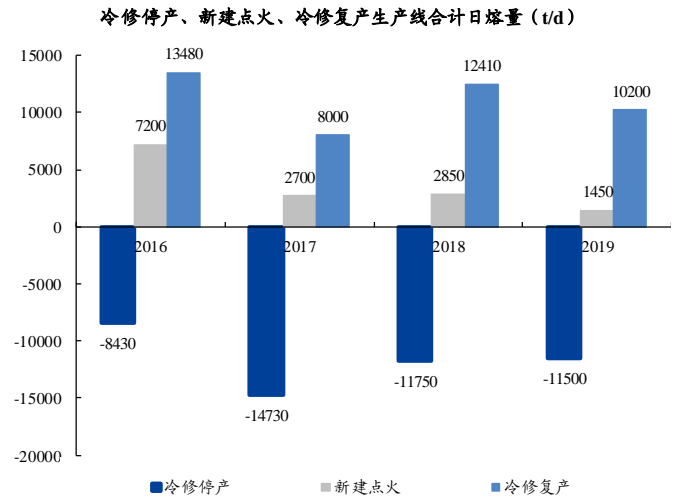
2019 年 6 月多条生产线集中进入冷修导致供给超预期收缩、玻璃价格出现大幅反弹，特别是沙河地区玻璃价格累计涨幅超过 200 元/吨，盈利水平也显著提升。但这一过程中，玻璃行业实际产能利用率并未随之出现快速上升，核心原因在于环保对玻璃行业的强约束。一是河北地区愈来愈严格的环保约束使得沙河等玻璃产业聚集区供给不增反减，二是严格产能置换和能耗指标限制下具备投产、复产条件的生产线推迟。

图表 16: 我国平板玻璃在产产能统计



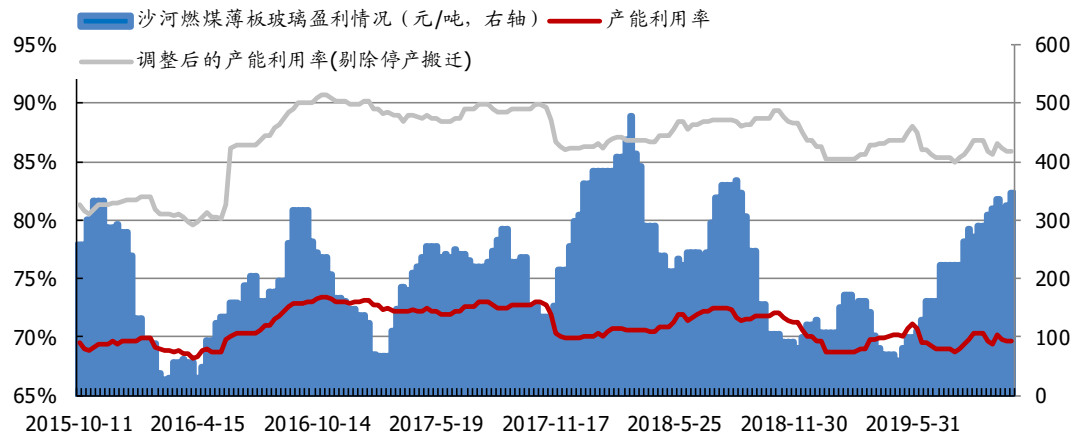
资料来源: 中国玻璃期货网、国盛证券研究所

图表 17: 2016 年以来冷修产线复产是供给增长的主要原因, 新建点火持续低于预期



资料来源: 中国玻璃期货网、国盛证券研究所

图表 18: 环保强约束下产能利用率并未跟随盈利大幅上行



资料来源: 中国玻璃期货网、国盛证券研究所

当前行业高盈利下新增产能的激励更强, 但环保约束使得企业及时加供给的能力受限, 因此新增供给的风险将会缓释, 供给端不会对行业整体盈利造成剧烈的冲击。因玻璃产品自身销售半径, 福建、广东等局部市场可能受影响程度稍大一些。

(1) 2020 年具备点火的生产线虽然有所增长, 但释放进度仍然有待观察, 我们判断受环保等因素影响大概率仍维持低位。根据中国玻璃期货网统计, 2020 年具备点火条件的生产线有 9 条, 合计日熔量 7180t/d, 考虑到厂家设备安装情况与环保管控等因素, 实际点火产能可能大幅低于这一数值。例如 2019 年具备点火条件的新增生产线供给 7 条 6300t/d, 但截至 10 月份实际点火产能仅 2 条线 1450t/d。

(2) 当前实际产能利用率仍处高位, 潜在冷修复产潜力较小。考虑到此轮行业高盈利持续时间超过 2 年, 因此可恢复的闲置产能前期应当已得到了充分的发挥。当前产能利用率累计下降幅度 5pct, 且考虑到华北、华东、华南地区环保约束均在趋紧, 特别是产能集中的沙河地区面临更大的减量、搬迁压力, 存量生产线的产能利用率 (剔除停产搬迁

后)可能难以回到前期90%的高点。因此现有生产线冷修复产产能的极限预计难以超过8000t/d。

(3)潜在冷修需求仍维持高位。尽管玻璃生产线熔窑能够通过热修的方式延长一段时间寿命,但后续必须通过冷修的方式彻底解决耐火材料腐蚀等问题,以保证产品质量的稳定,同时也有部分生产线需要进行技改。据中国玻璃期货网统计,从窑龄结构来看,2020年具备潜在冷修条件的生产线共有18条,合计日熔量11300t/d,占当前在产产能的7.3%。

图表 19: 2020 年具备点火条件的新生产线预计日熔量 7180t/d

	生产线	所在省区	熔化量 (t/d)
1	本溪福耀三线	辽宁	600
2	张家港复润新	江苏	900
3	张家港复润新	江苏	580
4	福建连江瑞玻一线	福建	800
5	龙泰实业龙岩一线	福建	900
6	新福兴福清二线	福建	600
7	广东新八达	广东	600
8	广西信义一线	广西	1100
9	广西信义二线	广西	1100
	合计		7180

资料来源:中国玻璃期货网、国盛证券研究所

2.2.3、行业景气判断:短期景气有韧性,中期仍面临下行压力

我们判断短期行业景气仍有韧性,中期受地产下行影响行业盈利将缓慢下移,但波动幅度或远小于前两轮。

(1)短期来看,随着环保约束的增强,高盈利下行业供给增加的步伐受限,但地产主导的需求端短期仍具备较好的韧性,因此短期行业景气有望维持高位震荡。

(2)中期地产下行使得行业景气承压缓慢回落,但此轮供给受限,行业集中度也在逐步提升,下行斜率和幅度或更为缓和。特别是玻璃产量占比16%的河北空气指标居末段,“蓝天保卫战”下环保压力还将进一步加强,虽然2017年底集中关停9条线的情形比较难重现,但沙河等地产能发挥持续受限并面临搬迁、减量等压力,而其他省区新增玻璃产能也必须通过产能置换或受到能耗指标等因素的制约。

(3)成本优势为自备硅砂资源的企业提供可观的盈利“安全垫”,市场极端悲观情景下165元/吨的超额税前利润。

3、公司：提质增效成效显著，积极进取谋划新一轮成长

3.1、优秀产能布局享原料、物流、市场先天复合优势

公司优秀的产能布局、前瞻的硅砂资源储备，加之自身产能规模优势，使得公司占据了成本曲线较为领先的位置。一是公司硅砂资源储备行业领先。除此前拥有的福建东山、广东东源和湖南郴州3处优质硅砂资源外，醴陵今年也新获取一处硅砂资源，实现了四个生产基地相配套。上述四大基地产能占比约60%，预计公司硅砂自给率也达到这一水平，处于行业领先地位，外购硅砂成本的上涨进一步放大公司的原材料成本优势。二是生产基地物流条件便利，漳州、平湖和马来西亚三个基地均有便利的水运条件，有助于公司降低原材料和产品的运输成本。

图表 20：旗滨硅砂资源储备行业领先

生产基地	硅砂资源介绍
福建漳州	漳州东山是全国最大的优质石英砂生产基地，石英砂总储量为 2.71 亿吨，其中玻璃用砂 6956 万吨，含硅量 95-97% 的有 2.4 亿吨，品位为：SiO ₂ : 96.18—97.54%，Al ₂ O ₃ : 1.26—1.44%，Fe ₂ O ₃ : 0.13—0.15%。其储量之多、品位之高、规模之大在亚洲首屈一指。特别是东山石英砂中直接影响玻璃透明度的铁含量只有 0.085%，比生产商的要求还低 0.015% 至 0.02%，各项技术指标全部达到国际一级玻璃砂标准，秦皇岛玻璃工业设计研究院还把东山生产的硅砂列为中国浮法玻璃生产一级标准砂。漳州旗滨玻璃拥有的玻璃砂+型砂（BL+2SX）储量为 2813.52 万吨，拥有三个年产 50 万吨优质石英砂的砂矿。
广东河源	河源拥有探明石英石矿储量近 2 亿吨，其中东源县是国内仅有的两个规模化低铁超白砂资源基地之一。公司拥有储量为 532 万吨的玻璃用脉石英矿山，年开采量为 28 万吨，另外已建成一条年产 20 万吨超白砂加工线和两条年产 30 万吨的高白砂生产线。
湖南郴州	郴州资兴硅石远景储量达 7—10 亿吨，可供集中开采储量超过 1 亿吨，且原矿中二氧化硅含量高达 95% 以上，完全满足超白玻璃、陶瓷、石英板材和电子行业的要求，是国内不可多得的储量大、品质优的矿源。

资料来源：公司招股说明书、公司官网、新闻资料、国盛证券研究所

图表 21：公司生产基地交通条件便利

生产基地	物流条件
福建漳州	公司拥有与生产线配套的三个共计 38000 吨级海港码头（5000 吨、3000 吨、30000 吨各一个），年设计吞吐量可达到 230 万吨，码头岸线长 634 米，陆域纵深 500 米，码头陆域面积达 10 万平方米。厂区内 21 万吨油库区、液化天然气气化罐区等配套设施也已建设完成。
湖南醴陵	株洲为我国南方最大的铁路货运枢纽。
浙江平湖	厂区所在独山港镇港区是国家一类开放口岸嘉兴港（原乍浦港）的组成部分。
马来西亚森美兰州	所在地芙蓉市临近巴生国际海港和吉隆坡国际机场，紧临马来西亚南北高速公路和马六甲国际海运水道。工业区内设施配套齐全，能够提供玻璃生产所需的主要原料和海海岸线。

资料来源：公司官网、公司公告、国盛证券研究所

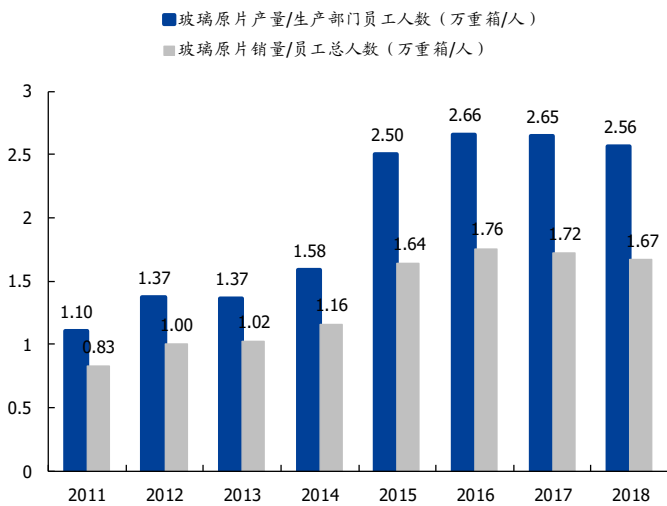
此外，公司生产基地选址亦贴近核心消费市场，浙江、广东、福建和湖南基地分别可辐射我国七大城市群中的长三角、珠三角、海西、长江中游的四大城市群。所在区域玻璃需求体量大，经济增长态势好。近年来玻璃行业供需格局较好，享有高于全国平均水平的景气度，长三角、珠三角市场平板白玻价格常年高于全国平均 100-200 元/吨。特别随着长三角、珠三角等环境敏感区对产能建设置换管控要求的提升，公司现有产能布局的复合优势将进一步凸显。

3.2、经营效率不断优化，降本增效成果丰硕

在规模做大的同时，公司实施“节能、降本”等措施，通过“精细化管理”和“绩效考核制”，公司整体经营效率得到了显著提升。2015年以来，公司全面开展对标管理，取得了良好成效。在人员管理方面，公司通过定员定岗定编，大大提升了人均绩效；在生产上，公司通过研发与技改，获得了较好的节能降耗成效；在财务上通过强化资金管理，提高资金使用效率，调整负债结构，财务费用得到显著压缩；在产品上，通过加强工艺管理、提升产品品质，停止产销协议品玻璃，实现产品提质增收。

引入优秀管理团队提升管理效率，强化长期竞争力。公司2016年以来引进南玻A主要业务骨干和管理人员10余人。新进管理团队注入先进的管理理念和丰富的行业经验，推动精简机构，落实二级公司主体责任，严格绩效考核，并进一步推动和强化精细化管理，提升管理效率。

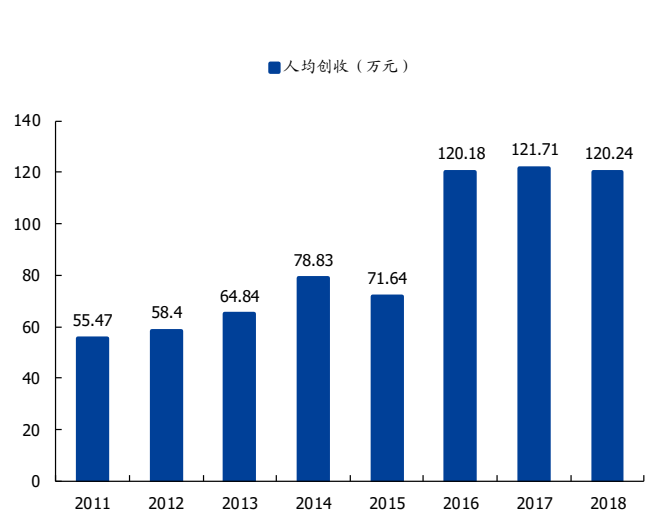
图表 22: 公司单位员工产销指标显著提升



备注：2017年以来人均原片产销略有下降因深加工业务扩张增加人员

资料来源：公司定期报告、国盛证券研究所

图表 23: 公司员工人均创收规模大幅增长



资料来源：公司定期报告、国盛证券研究所

滚动实施股权激励，实施事业合伙人持股计划，深度绑定骨干人员长期利益。公司上市以来先后于2012年、2016年、2017年三次实施限制性股票激励，实现了对董事高管、母子公司中高层管理人员以及核心技术、业务骨干的全面覆盖，大大提升核心员工的积极性，优化了公司治理和经营管理效率。公司拟于2019年至2024年滚动实施6期员工持股计划，其中第一期参加对象包括公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工不超过416人，规模不超过721.80万股，进一步扩大覆盖范围。

2019年公司实际控制人俞其兵先生自愿将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与不超过10000万股，设立事业合伙人持股计划，用于高管等骨干人员激励。持股计划作为与中长期发展规划配套的长效激励机制，将有效推动与促进公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，进一步绑定公司长期价值，实现核心管理层及成员个人与公司 and 全体股东利益一致。

图表 24: 公司滚动实施股权激励

项目	2012 年限制性股票	2016 年限制性股票	2017 年限制性股票	2019 年员工持股计划一期
激励数量(占总股本)	3120 万 (4.67%)	11000 万 (4.39%)	9247.5 万 (3.55%)	721.8 万 (0.27%)
限制性股票首次授予价格/回购价格	3.82 元/股	1.63 元/股	2.28 元/股	1.90 元/股
解锁比例	10%/30%/30%/30%	40%/30%/30%	40%/30%/30%	-
解锁条件/考核条件	归母扣非净利润与 2011 年度相比年均复合增长率不低于 10%。	以 15 年净利润为基数, 16-18 年净利润增长率不低于 100%、110%、120%	以 15 年净利润为基数, 17-19 年净利润增长率不低于 110%、120%、130%	以 16-18 年营业收入平均值为基数, 19 年营业收入增长率不低于 10%; 2019 年净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平
激励对象	董事、高级管理人员共 7 名; 核心技术人员、核心骨干员工共 161 名;	308 人, 其中董事、高级管理人员共 8 人, 母子公司中高层管理人员、核心技术/业务骨干共 300 人	母子公司中高层管理人员、核心技术/业务骨干共 92 人	主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工不超过 416 人

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.3、做大做强蓝图明确，深加工+原片规模扩张驱动新一轮增长

3.3.1、中长期规划明确成长蓝图，原片规模再启扩张

2019 年 9 月公司公告中长期发展战略规划纲要 (2019—2024 年), 指明了公司持续做大做强的蓝图, 制定了规模增长的具体目标。其中公司明确提出“争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30%以上”, 按 2018 年 17600t/d 产能测算, 约增加日熔化量 5000 吨, 显示了公司在圆满实现“提质增效”后其战略的积极转变。公司重启原片产能规模的扩张, 市场份额将进一步提升。

结合前文分析, 环保要求提升所带来的玻璃行业生产要素、生产技术多方面变局将加速行业洗牌。过去部分玻璃企业在环保、税收尚未完全规范的背景下, 凭借低价低质的燃料在中低端市场享受了上一轮需求快速扩张的红利。但在行业新一轮竞争中, 资源布局、技术产品、经营管理奠定的综合优势将成为企业的核心竞争力, 公司有望再度借助行业洗牌的机遇进一步巩固的龙头地位。

图表 25: 旗滨集团中长期发展战略规划纲要(2019—2024年)主要内容

战略规划目标	争取在 2021 年实现营业收入超过 100 亿元, 2024 年争取实现营业收入超过 135 亿元, 2021 年、2024 年净资产收益率均不低于同行业对标企业 80 分位值水平, 积极、继续履行分红承诺
战略实施	推进浮法规模扩张计划, 巩固和扩大规模化优势, 通过稳健的财务管理手段、兼并收购重组与投融资策略完善区域布局、产品布局、产业链(上下游)布局;
1.有机主体-规模发展	<p>争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30%以上、节能玻璃产能规模增加 200%以上。</p> <p>通过资源整合实现原材料供应渠道、供应价格、供应质量的稳定性与领先性, 全面推进营收增长、成本控制、利润提升三大计划, 实现中长期增量目标。</p>
2.左翼-产品优质化	<p>全面持续开展多种专项提升计划, 以质量提升、优等品提升、设备管理提升、能耗管理提升、环保提升等为目标, 做强做优浮法主业。</p> <p>通过加强全员服务意识、提升服务质量、优化服务流程实现产品质量与售后服务的循环有机联动。利用冷修完成生产线的技改升级, 不断优化产品品种和结构, 提高产品竞争力和市场控制力。</p> <p>充分发挥自身工艺优势, 持续提升产品质量, 将质量和技术优势转化为经济效益。</p> <p>产品质量、工艺技术、节能降耗、环保管理等处于行业领先水平。</p>
3.右翼-产品高端化	<p>以现有业务、产品、资源为基础, 加强可转化业务和前瞻性业务的产品线研发能力, 稳健踩准向高端产品过渡的步伐节奏, 最终形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局。</p> <p>利用技术转化与现有产品进行功能组合衍生新型高端产品, 以进一步提升企业竞争力。</p> <p>对具备转化条件的研发成果实施跟随策略、生产一代储备一代策略, 快速抢占高端细分市场; 对前瞻性业务聚焦行业内具备革命性的技术与产品, 争取实现技术突破。</p> <p>目前公司自主研发投资的醴陵电子线已投产, 标志着已向高端产品领域迈出了坚实一步。</p>

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.3.2、依托原片产能加速拓展深加工, 进军千亿市场

深加工玻璃是利用一次成型的平板玻璃为基本原料, 采用不同的加工工艺制成的具有特定功能的玻璃产品, 按应用领域一般可以分为建筑玻璃、汽车玻璃、电子玻璃、光伏玻璃等。

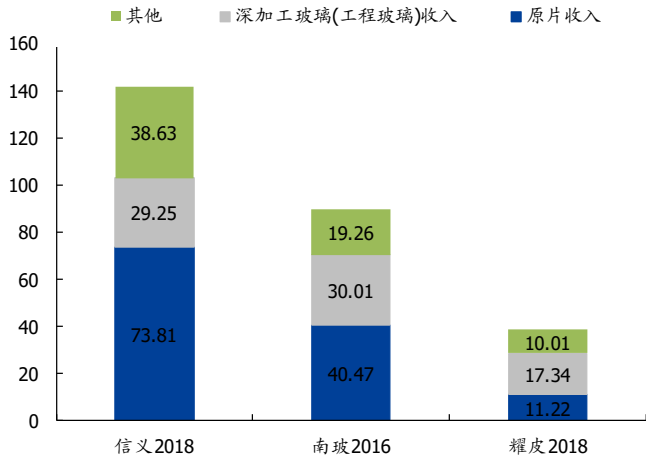
(1)从行业属性来看, 深加工玻璃属劳动密集型行业, 企业以项目承接的模式为主(需要一定垫资)直接面向工程客户, 需求呈个性化、定制化, 往往需要垫资, 需要资金周转。

(2)从市场体量来看, 2017 年我国加工玻璃主营业务收入 2338 亿元, 同比增长 6.0%, 实现利润总额 179 亿元, 收入体量和利润总额均高于平板玻璃(原片环节)的 759 亿元和 93 亿元。国内老牌玻璃龙头企业信义玻璃、南玻其深加工业务收入体量均与原片生产相当。

(3)从市场格局来看, 深加工环节物流半径小、规模效应弱, 多数子领域技术门槛不高, 因此行业集中度低。信义、南玻、耀皮等国内深加工规模较大的企业单家份额仅占全部加工玻璃市场的 1%-3%, 且聚焦于产品附加值相对高的领域。此外深加工市场格局发生变局, 为旗滨新进入提供了一定机会。

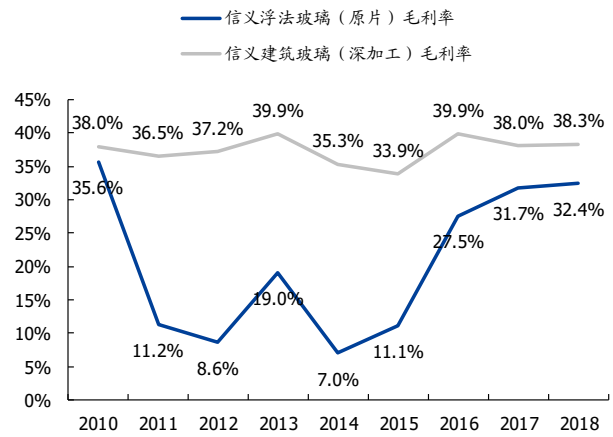
(4)从盈利水平来看, 深加工环节利润率波动不大, 但传统产品竞争激烈, 利润率较低。

图表 26: 信义、南玻等企业深加工业务是重要收入来源(单位: 亿 CNY)



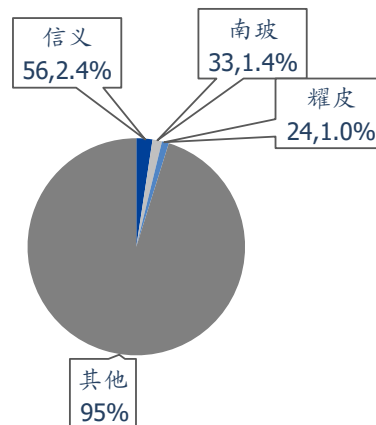
资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 27: 信义建筑玻璃(深加工)产品毛利率波动幅度较小



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 28: 国内玻璃深加工市场格局(2017 年大型深加工企业收入及占比, 未剔除汽车玻璃)



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

公司依托双银、三银 LOW-E 玻璃等高档产品切入, 享更高利润率。公司 2016 年开始布局玻璃原片下游的深加工环节, 投建了广东、浙江和马来西亚三个节能玻璃项目, 初步切入深加工市场。2018 年 5 月起, 广东、浙江和马来西亚项目相继进入商业化运营。大型原片企业本身从事深加工业务相对一般加工企业具有原材料、资金等竞争优势, 而公司在深加工产品结构上定位亦明显高于普通企业, 公司应用具有领先优势的双银、三银 Low-E 镀膜生产技术, 聚焦双银、三银产品, 而非工艺要求较低、竞争相对激烈的单银产品, 将享有更好的利润率。

目前公司前期布局的浙江、广东节能项目已经取得较好的盈利, 产能利用率上升至高位。2019 年以来, 公司进一步启动了广东节能二期扩建项目、浙江节能扩产和湖南节能项目建设, 加速推动深加工规模扩张。

中长期来看, 公司拓展深加工业务潜力大, 有助于完善产业链布局, 提升收入利润体量,

平抑盈利波动，增强抗风险能力。

图表 29: 公司布局的深加工玻璃产能

	中空玻璃年产能	单片镀膜玻璃年产能	总投资额 (万元)	预计年均销售收入 (万元)	预计年均净利润 (万元)
浙江节能项目	100 万平方米	120 万平方米	23354	20010	2117
广东节能项目	100 万平方米	120 万平方米	25645	20398	2239
马来西亚节能项目	100 万平方米	120 万平方米	26725	22046	2466
湖南节能项目 (在建)	95 万平方米	600 万平方米	28000	34077	2217
广东节能二期 (在建)	125 万平方米	135 万平方米	14000	29769	2543

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 30: 旗滨产品涵盖品类、规格齐全的原片以及多种深加工产品

产品种类	介绍
透明浮法玻璃 (白玻)	旗滨产品厚度范围: 1.1mm-22mm
超白玻璃	旗滨产品厚度范围: 3mm-22mm;
着色浮法玻璃	旗滨产品颜色与厚度范围: 翡翠绿 3.6mm-6mm 欧洲灰 3mm-12mm F 绿 2.1mm-12mm 水晶灰 5mm -12mm 海洋蓝 4.6mm-10mm 福特蓝 4.6mm-8mm 蓝灰 4mm-12mm
太阳能组件用背板玻璃	主要用作薄膜太阳能电池组件封装用玻璃, 通过 EVA 胶片与薄膜太阳能电池芯片层压夹胶, 可为电池组件提供最佳的强度和耐候特性。
热反射镀膜玻璃	是在优质浮法玻璃表面用真空磁控溅射的方法镀一至多层金属或化合物薄膜而成。薄膜的主要功能是按需要的比例控制太阳直接辐射的反射、透过和吸收, 并产生需要的反射颜色。
在线阳光控制镀膜玻璃	是在锡槽内利用化学汽相沉积 (CVD) 镀膜工艺在优质浮法玻璃表面涂镀一至多层金属化合物薄膜, 薄膜的主要功能是按需要的比例控制太阳直接辐射的反射、透过和吸收, 并产生需要的反射颜色以及高性能的隔热效果, 是较理想的建筑装饰材料, 广泛应用于建筑玻璃幕墙。
三银 LOW-E	三银 Low-E 玻璃是在一个玻璃面上镀上三层纳米级银薄膜制作而成, 是 Low-E 玻璃膜系结构中最复杂的一种, 光热性能极其优异。相比双银 Low-E 玻璃, 它可达到更理想的节能效果。 (双银、三银产品膜层结构复杂, 双银产品只有采用真空磁控溅射镀膜工艺且 2000 年后引进的配置先进的大型镀膜生产线才可能规模化生产, 三银产品国内只有少数几家玻璃企业能够批量生产)
中空玻璃、夹层玻璃、钢化玻璃、彩釉玻璃	

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

4、长期投资价值凸显，具备较高安全边际

竣工短周期向上，环保约束下供给减量，短期行业高景气有韧性。中长期随着行业成本曲线陡峭化，硅砂资源将取代燃料成为行业成本差异和超额利润新的关键来源，公司凭借资源优势有望享受长期超额利润。

公司作为行业后起之秀，抢抓行业变革机遇，由低成本规模扩张的模式切换到追求高质量、高附加值发展的新模式，内部经营效率显著提升，成功进军深加工领域，实现产能海外扩张。公司审时度势提出《中长期发展战略规划》，原片产能五年规划扩张 30%以上、深加工产能增加 200%以上，有望把握行业整合契机，开启新一轮增长。

当前分红收益率下股价具备高安全边际。

公司承诺高比例分红回报股东 2017-2021 年度分红率不低于 50%，其中 2017、2018 年分红率分别超过 70%、65%，根据我们的盈利预测，若 2019-2021 年维持 60%的分红率，分红收益率将达到 7.0%、7.1%、6.2%。

图表 31: 公司在不同分红率假设下的股息率测算

股息率测算		2019E	2020E	2021E
归母净利润（万元）		135910	136906	120511
分红率假设	50%	5.8%	5.9%	5.2%
	60%	7.0%	7.1%	6.2%
	70%	8.2%	8.2%	7.2%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

基于公司资源优势下的超额利润，长期盈利中枢对应的现金流价值也相当可观，当前市值被低估。当前自有硅砂生产线已经享有约 165 元/吨的成本优势，我们测算公司 60% 的硅砂自给率，可获得约 84 元/吨的超额利润。据此对公司盈利中枢以及相应的现金流价值进行测算，外购硅砂产能仅能保本的悲观情形和 5% 的净利率中性情形下，分别对应对应公司每年 5.05、9.25 亿元盈利和 14.05、18.25 亿元自由现金流，按 10% 贴现率公司净现金流价值达到 140.5 亿元和 182.5 亿元，公司当前市值不到 120 亿元，仍被低估。

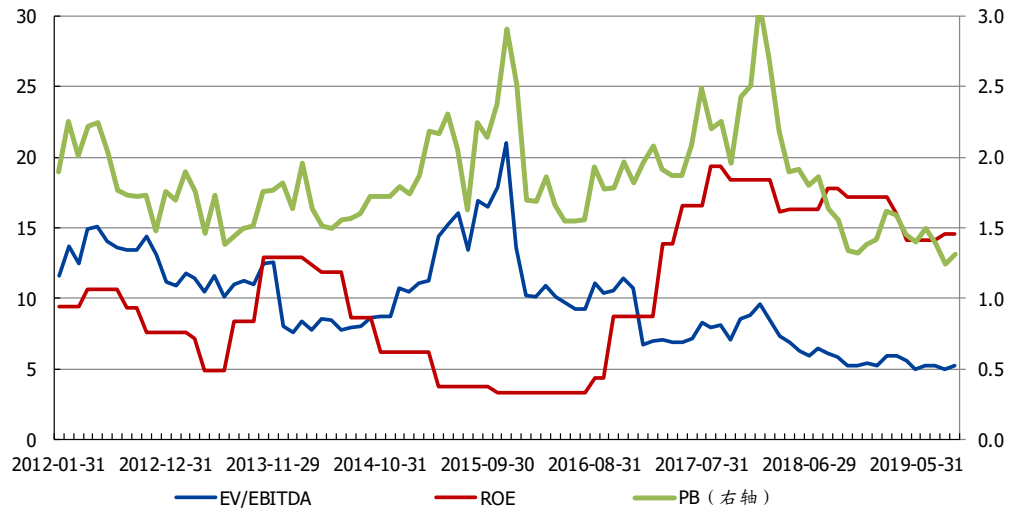
图表 32: 公司成本优势对应原片盈利与现金流价值测算

公司超额利润测算	情景讨论	外购硅砂产能 单吨盈利假设 (元/吨)	公司单吨盈利 (元/吨)	对应公司原 片净利润 (亿元)	对应原片自由 现金流净额 (亿元)	10% 贴现率 对应现值 (亿元)
自给硅砂产能成本 优势 (元/吨)	165	0	84	5.05	14.05	140.49
公司硅砂自给率假 设	60 %	70	154	9.25	18.25	182.49
公司综合单吨玻璃 原片超额利润 (元/ 吨, 扣税)	84	112	196	11.77	20.77	207.69

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

相对估值角度，公司的市净率、EV/EBITDA 倍数已经处历史底部区域，但 ROE 仍在中高位运行。

图表 33: 公司 PB、ROE、EV/EBITDA



资料来源: Wind、国盛证券研究所

暂不考虑未来原片产能规模的扩张，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 13.59 亿元、13.69 亿元和 12.05 亿元，11 月 6 日收盘价对应市盈率 8.6、8.5、9.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 34: 旗滨集团盈利预测假设与结果

	单位	2017	2018	2019E	2020E	2021E	相关假设
原片业务							
原片销量	万重箱	10329	11003	11876	12167	12167	郴州旗滨 1000t/d 投产, 冷修产线规模减少, 暂不考虑潜在新建、并购项目影响
单箱均价	元/重箱	73.0	74.9	73.3	72.5	71.0	结合前文行业景气分析, 短期景气有韧性, 但中期受供需关系影响会逐步回落
单箱成本	元/重箱	51.9	56.7	56.7	56.8	57.3	原材料成本基本稳定, 环保运行成本或有所增加
单箱毛利	元/重箱	21.1	18.2	16.6	15.7	13.7	
深加工业务							
营业收入	万元	-	17710	63754	97544	146316	订单饱满, 持续扩大产能
YOY				260%	53%	50%	
营业成本	万元	-	14726	51641	78035	117053	
毛利率			17%	19%	20%	20%	产能爬坡, 人均产出提升
利润表项目							
营业总收入	万元	758500	837831	911299	956180	986701	
YOY		9%	10%	9%	5%	3%	
营业成本	万元	515343	596611	651709	695241	740342	
毛利率		32%	29%	28%	27%	25%	
三项费用	万元	94039	102539	104162	103515	107259	
期间费用率		12%	12%	11%	11%	11%	
净利润	万元	114178	120766	135910	136906	120523	2021 年盈利预测下降主要是由于行业景气下行影响
净利率		15%	14%	15%	14%	12%	
EPS		0.42	0.45	0.51	0.51	0.45	

资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

风险提示

地产需求面临宏观政策反复风险

房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控, 宏观政策的反复可能造成下游需求的超预期波动。

行业供给超预期增加风险

虽然产能置换得到严格执行, 但可能导致部分僵尸产能复活增加行业供给。

原材料价格大幅波动风险

原材料市场价格出现较大幅度波动, 成本控制将承受压力, 盈利水平可能受到一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com