

## 原片规模优势明显，电子玻璃有望获突破



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **成本优势显著，生产端切换更灵活。**我们以 2019 年燃料价格为基础，生产一重箱玻璃成本，使用石油焦比天然气低大约 6 元，公司主要燃料为石油焦，配以一定的天然气。公司 20 年底硅砂自给率有望达 80%，已拥有福建漳州/广东河源/湖南郴州/湖南醴陵四大硅砂开采基地，马来西亚的石英砂生产基地也有望在 20 年底投产。我们测算，自给硅砂公司生产成本可节省约 2 元/重量箱。在玻璃价格持续下滑的环境下，公司已有 6 条白玻生产线转产色玻，且其中 4 条为今年内转产，而同期全国转产产线也仅有 9 条。色玻抗跌性强于白玻，转产后可部分对冲白玻价格下滑。
- **公司深加工业务有望跻身行业前列。**19 年公司此业务收入为 6.7 亿元，目前盈利能力较低，主要因为相当部分深加工产能没有获取中空加工这部分利润，而随着深加工业务认可度的不断提升，我们预计此业务盈利能力将大幅提升。根据公司中长期发展规划到 2024 年节能玻璃产能年复合增速约 20%，另一方面随着中空产线的利用率提升以及产品市场认可度的提高，单平米售价有望提升，我们预计 20/21/24 年深加工收入分别达 10/15/30 亿元。
- **电子玻璃有望获得突破，估值中枢上移。**参考南玻在国产超薄电子玻璃领域的成功经验，公司 19 年电子玻璃项目建成投产，预计未来年净利润 1.6 亿。今年 2 月份公司已成功生产出 0.33 毫米的高铝超薄电子玻璃，产品质量也符合目标市场需求标准，成品率提升后有望逐步打开市场。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计 20-22 年 EPS 为 0.53/0.67/0.74 元，CAGR+13.66%。公司具备规模优势，业务结构有望逐步优化，可比公司 2020 年平均 PE 15X，由于公司目前业务结构一方面是原片占据主导、受浮法玻璃价格的波动影响较大，另一方面电子玻璃及光伏玻璃等业务占比低、暂时不具备可比公司对应的估值溢价，因此给予 15%折价，给予公司 2020 年 13X PE，对应目标价为 6.89 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 地产投资大幅下滑、原料价格快速提升、电子玻璃量产不及预期

## 公司主要财务信息

|               | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 8,378 | 9,306 | 9,679 | 11,084 | 11,987 |
| 同比增长(%)       | 10.5% | 11.1% | 4.0%  | 14.5%  | 8.1%   |
| 营业利润(百万元)     | 1,349 | 1,581 | 1,671 | 2,114  | 2,305  |
| 同比增长(%)       | -0.0% | 17.2% | 5.7%  | 26.5%  | 9.0%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,208 | 1,346 | 1,431 | 1,812  | 1,977  |
| 同比增长(%)       | 5.7%  | 11.5% | 6.3%  | 26.7%  | 9.1%   |
| 每股收益(元)       | 0.45  | 0.50  | 0.53  | 0.67   | 0.74   |
| 毛利率(%)        | 28.8% | 29.4% | 30.3% | 31.5%  | 30.8%  |
| 净利率(%)        | 14.4% | 14.5% | 14.8% | 16.4%  | 16.5%  |
| 净资产收益率(%)     | 16.5% | 17.0% | 15.7% | 17.4%  | 17.4%  |
| 市盈率           | 12.2  | 10.9  | 10.3  | 8.1    | 7.4    |
| 市净率           | 1.9   | 1.8   | 1.5   | 1.4    | 1.3    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2020年05月12日) | 5.55 元          |
| 目标价格            | 6.89 元          |
| 52周最高价/最低价      | 5.99/3.33 元     |
| 总股本/流通A股(万股)    | 268,715/266,026 |
| A股市值(百万元)       | 14,914          |
| 国家/地区           | 中国              |
| 行业              | 建材              |
| 报告发布日期          | 2020年05月13日     |

| 股价表现  | 1周   | 1月    | 3月    | 12月   |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 绝对表现  | 5.51 | 10.56 | 6.73  | 41.94 |
| 相对表现  | 4.29 | 5.49  | 7.34  | 35.78 |
| 沪深300 | 1.22 | 5.07  | -0.61 | 6.16  |



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

黄骥

021-63325888\*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

## 联系人

江剑

021-63325888\*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

## 联系人

聂磊

021-63325888\*7504

nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 库存拐点已现，行业供需格局有望改善 .....            | 5  |
| 疫情不改施工趋势，全年玻璃供需或维持紧平衡 .....        | 5  |
| 原燃料成本历史低位，高库存消化后 H2 玻璃价格有望反弹 ..... | 8  |
| 成本优势显著，生产端切换更灵活 .....              | 11 |
| 燃料差异化，成本优势凸显 .....                 | 11 |
| 硅砂自给率不断提升，成本相对可控 .....             | 12 |
| 产能切换对冲价格下滑 .....                   | 13 |
| 深加工盈利有望改善 .....                    | 14 |
| 电子玻璃有望获得突破，估值中枢上移 .....            | 16 |
| 消费需求旺盛，盖板玻璃国产替代空间广阔 .....          | 16 |
| 公司电子玻璃产品已取得突破，下半年有望量产 .....        | 20 |
| 一体两翼协同发展，中长期发展空间清晰 .....           | 21 |
| 盈利预测与投资建议 .....                    | 23 |
| 盈利预测 .....                         | 23 |
| 投资建议 .....                         | 25 |
| 风险提示 .....                         | 27 |

## 图表目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2020 年预计在产产能为 9.48 亿重箱 .....                      | 5  |
| 图 2: 2020 年预计产量 9.48 亿重箱，产能利用率 100% .....              | 5  |
| 图 3: 平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速 .....                         | 6  |
| 图 4: 施工面积落后玻璃销量 1 个月时相关系数最高 .....                      | 6  |
| 图 5: 房屋新开工面积与竣工面积累计增速 .....                            | 7  |
| 图 6: 2020 年平板玻璃需求预计超过 9.5 亿重量箱 .....                   | 8  |
| 图 7: 纯碱销量与浮法玻璃在产产能变动的方向基本一致 .....                      | 9  |
| 图 8: 全国重质纯碱均价 .....                                    | 9  |
| 图 9: 2020 年原油价格大幅下跌 .....                              | 9  |
| 图 10: 玻璃主要燃料价格在 2020 年均下跌 .....                        | 9  |
| 图 11: 2015 年至今全国玻璃价格（元/重量箱）走势 .....                    | 10 |
| 图 12: 2015 年至今浮法玻璃生产线库存（万重量箱） .....                    | 10 |
| 图 13: 每重箱玻璃的成本构成 .....                                 | 11 |
| 图 14: 相对白玻的大幅降价，今年以来色玻出厂价几乎没有下调 .....                  | 14 |
| 图 15: 节能玻璃的一般加工流程（以 LOW-E 中空玻璃为例） .....                | 16 |
| 图 16: 手机触摸屏结构图 .....                                   | 16 |
| 图 17: 中国触摸屏年出货量超 10 亿片 .....                           | 17 |
| 图 18: 中国触摸屏行业市场规模超 450 亿 .....                         | 17 |
| 图 19: 南玻电子玻璃业务营收超 10 亿 .....                           | 19 |
| 图 20: 南玻电子玻璃业务净利润保持高速增长 .....                          | 19 |
| 图 21: 南玻电子玻璃业务净利率逐年提升 .....                            | 20 |
| 图 22: 公司中长期发展规划中设定的业绩目标 .....                          | 21 |
| 图 23: 预计到 2024 年公司浮法原片产能达到 22880t/d .....              | 22 |
| 图 24: 预计到 2024 年公司节能玻璃产能达到 1980 万 m <sup>2</sup> ..... | 22 |
| 图 25: 公司“一体两翼”的战略规划矩阵 .....                            | 23 |
| 图 26: 目前公司估值处于历史低位 .....                               | 26 |
| 表 1: 近几年玻璃行业产能变动情况 .....                               | 5  |
| 表 2: 预计 2020 年施工面积为 95.77 亿 m <sup>2</sup> .....       | 7  |
| 表 3: 使用不同的燃料对成本的影响 .....                               | 11 |
| 表 4: 公司未来将拥有五大硅砂开采基地，年开采量达 295 万吨 .....                | 12 |
| 表 5: 公司在硅砂上每箱玻璃可比行业平均节省成本 2 元 .....                    | 13 |
| 表 6: 今年以来公司共有 4 条产线由白玻转产色玻 .....                       | 13 |

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 7：公司主要的节能玻璃产品及其特性.....   | 14 |
| 表 8：公司深加工业务布局情况.....       | 15 |
| 表 9：全球主要盖板玻璃生产企业汇总.....    | 17 |
| 表 10：全球主要电子盖板玻璃性能对比.....   | 18 |
| 表 11：南玻电子玻璃产能布局情况.....     | 19 |
| 表 12：公司醴陵电子玻璃项目投资基本情况..... | 20 |
| 表 13：玻璃原片收入预测.....         | 24 |
| 表 14：玻璃原片成本预测.....         | 24 |
| 表 15：A 股可比公司估值.....        | 26 |

## 库存拐点已现，行业供需格局有望改善

### 疫情不改施工趋势，全年玻璃供需或维持紧平衡

供给端，预计 2020 年净增产能 2400t/d，总产量达到 9.48 亿重量箱，YOY+1.5%。根据卓创资讯对 20 年玻璃行业新点火、冷修及复产产能的统计数据，我们估计 2020 年净增产能 2400 t/d，而 2019 年底在产产能为 155571 t/d，因此 2020 年产能同比增速为 1.54%。为了方便与产销量进行比较，我们将产能数据从日熔量换算成重量箱，可以得到 2020 年预计在产产能为 9.48 亿重量箱。我们将行业年产量近似为总供给，由于在产产能近几年保持相对稳定，随着 2016 年玻璃价格走高后产量持续增加，因此产能利用率也在不断提升，截至 2019 年底已达到 99.4%，基本是满产状态。由于今年地产预售交房压力较为刚性，我们判断下半年存赶工需求，因此预计 2020 年产能利用率可保持 100%的水平，对应总产量应为 9.48 亿重量箱。

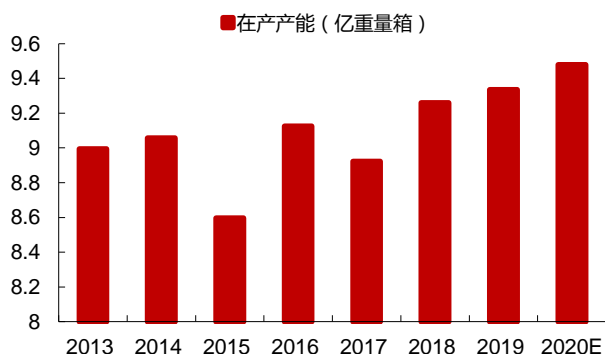
表 1：近几年玻璃行业产能变动情况

|       | 冷修停产产能 (t/d) | 复产产能 (t/d) | 新点火产能 (t/d) | 净增产能 (t/d) | 年初在产产能 (t/d) | 同比增速   |
|-------|--------------|------------|-------------|------------|--------------|--------|
| 2013  | 5130         | 4450       | 22500       | 21820      | 129,420      | 16.86% |
| 2014  | 21950        | 5100       | 16750       | -100       | 150,510      | -0.07% |
| 2015  | 24390        | 10150      | 7100        | -7140      | 146,160      | -4.89% |
| 2016  | 8430         | 13480      | 7200        | 12250      | 143,620      | 8.53%  |
| 2107  | 14730        | 8000       | 2700        | -4030      | 152,090      | -2.65% |
| 2018  | 8000         | 10460      | 6130        | 8590       | 148,710      | 5.78%  |
| 2019  | 9230         | 10150      | 4165        | 5085       | 152,421      | 3.34%  |
| 2020E | 11900        | 6700       | 7600        | 2400       | 155,571      | 1.54%  |

资料来源：wind，卓创资讯，东方证券研究所

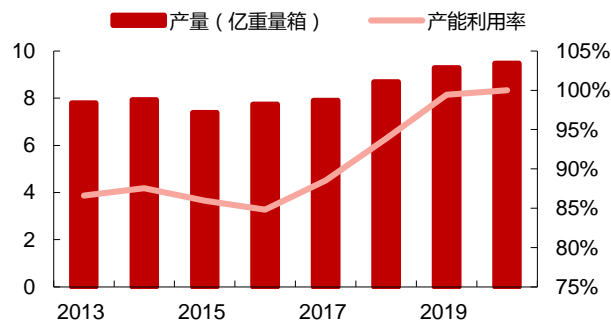
注：净增产能=新点火产能+复产产能-冷修停产产能

图 1：2020 年预计在产产能为 9.48 亿重箱



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 2：2020 年预计产量 9.48 亿重箱，产能利用率 100%

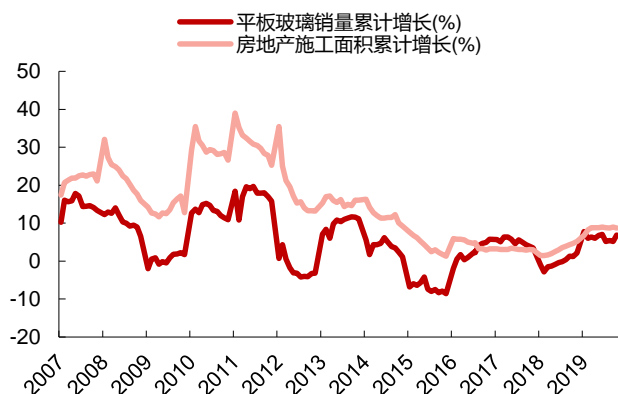


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

注：产能利用率=产量/在产产能

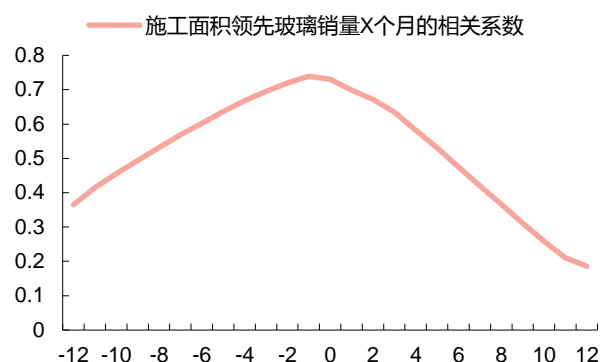
玻璃需求大部分依赖地产施工的刺激，与施工面积相关性较强。根据产业信息网的数据，建筑玻璃占平板玻璃需求的 75%左右，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时，因此理论上施工数据应该是玻璃需求的领先指标，而竣工数据则是玻璃需求的滞后指标。从历史的年度数据上看，施工面积与玻璃销量的相关性较强，当施工面积落后玻璃销量 1 个月时，二者相关系数达到最大值 0.74。

图 3：平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速



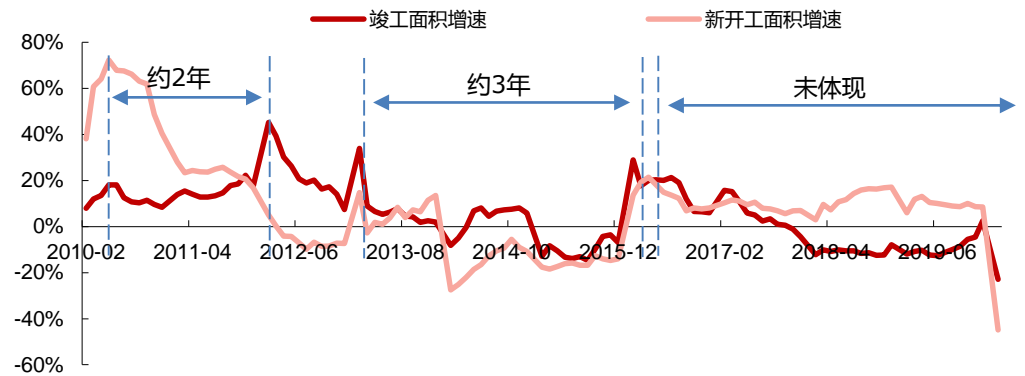
资料来源：wind，东方证券研究所

图 4：施工面积落后玻璃销量 1 个月时相关系数最高



资料来源：wind，东方证券研究所

刚性的交房需求以及资金从拿地到施工的转移支撑施工回暖，疫情对全年施工的影响相对有限。在“新开工-销售-竣工”的产业逻辑中，新开工面积是竣工端的领先指标。从近 10 年数据来看，竣工面积增速峰值出现在开工面积增速峰值 2-3 年后，而 2016 年以来新开工面积的高速增长至今还未体现在竣工端。考虑到预售交房的刚性约束下，地产商违约交房资金成本较高，竣工与新开工时滞不太可能进一步拉长，在此基础上，我们判断受疫情影响的工程进度也会通过赶工来追回，下半年需求有望回暖。此外，由于目前土地价格高企但新房销售却不振，房企为规避风险拿地意愿明显降低，截至 2019 年 3 月累计购置土地面积同比下滑 22.6%且最近一年均为负增长，在宽松的资金环境下房企很可能将更多资金用于施工端，从而支撑施工的回暖。

**图 5：房屋新开工面积与竣工面积累计增速**


资料来源：Wind，东方证券研究所

注：2020Q1 增速的大幅下滑主要受疫情停工影响。

**预计 20 年施工面积 YoY+7.14%，玻璃需求有保障。**按照国家统计局的统计口径，地产施工面积可以拆分成如下几个部分：

施工面积=本期新开工面积+上期跨入本期继续施工的面积+净（停）复工面积，其中

上期跨入本期继续施工的面积=上期施工面积-上期竣工面积

由于当前“房住不炒”的调控政策下新房销售低迷，房企新开工的意愿或降低，预计 2020 年新开工增速或放缓，同时随着信贷的边际宽松以及房企交付压力增加，预计 2020 年净停工面积将减少，施工面积将继续回升。东方地产团队预计 2020 年新开工面积增速 0.5%，同时净（停）复工面积基本与 2019 年持平，则根据上述公式可以推出 2020 年预计施工面积为 95.77 亿 m<sup>2</sup>，YOY+7.14%。

**表 2：预计 2020 年施工面积为 95.77 亿 m<sup>2</sup>**

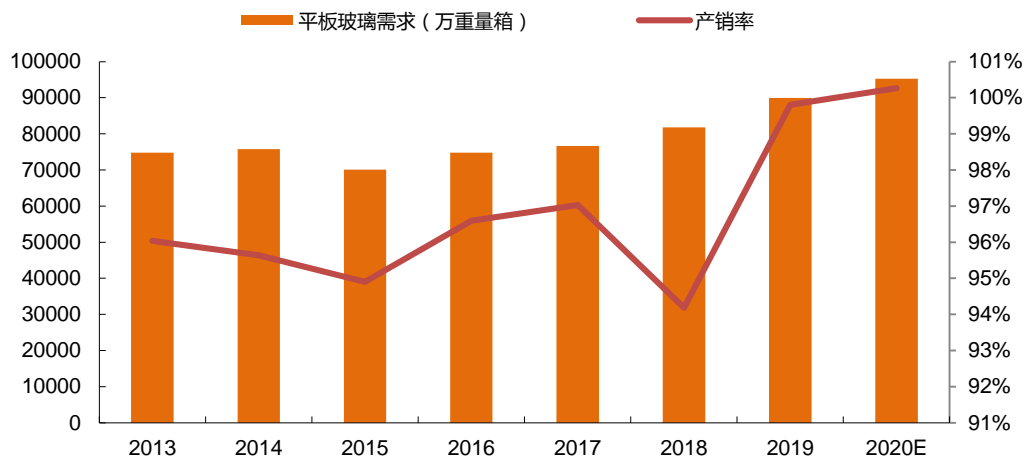
|       | 施工面积<br>(亿 m <sup>2</sup> ) | 竣工面积<br>(亿 m <sup>2</sup> ) | 新开工面积<br>(亿 m <sup>2</sup> ) | 上年转入本年的施工面积<br>(亿 m <sup>2</sup> ) | 净（停）复工面积<br>(亿 m <sup>2</sup> ) |
|-------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| 2013  | 66.56                       | 10.14                       | 20.12                        | 47.40                              | -0.96                           |
| 2014  | 72.65                       | 10.75                       | 17.96                        | 56.41                              | -1.72                           |
| 2015  | 73.57                       | 11.88                       | 15.45                        | 61.90                              | -3.78                           |
| 2016  | 75.90                       | 11.15                       | 16.69                        | 61.69                              | -2.49                           |
| 2017  | 78.15                       | 11.73                       | 17.87                        | 64.75                              | -4.46                           |
| 2018  | 82.23                       | 13.84                       | 20.93                        | 66.42                              | -5.13                           |
| 2019  | 89.38                       | 14.72                       | 22.71                        | 68.39                              | -1.72                           |
| 2020E | 95.77                       | 14.89                       | 22.83                        | 74.66                              | -1.72                           |

资料来源：wind，东方证券研究所

注：根据东方地产团队 2020 年初外发的研究报告《竣工周期拉长难挡竣工复苏大趋势》，2015 年来竣工面积与新开工及销售在总量和走势上出现明显背离，使得官方的竣工数据参考意义下降，因此我们参考报告的估计对 2015 年至今的地产竣工面积进行了调整。

**2020 年平板玻璃需求预计超过 9.5 亿重量箱，产销率 100%。**基于上述关于 2020 年地产施工面积增速 7.14% 的假设，并在保证平板玻璃销量与地产施工面积增速相关系数保持不变的情况下，2020 年玻璃销量增速预计为 5.9%，对应需求量约为 9.52 亿重量箱，对应产销率达到 100%，整体供需格局保持紧平衡。

图 6：2020 年平板玻璃需求预计超过 9.5 亿重量箱

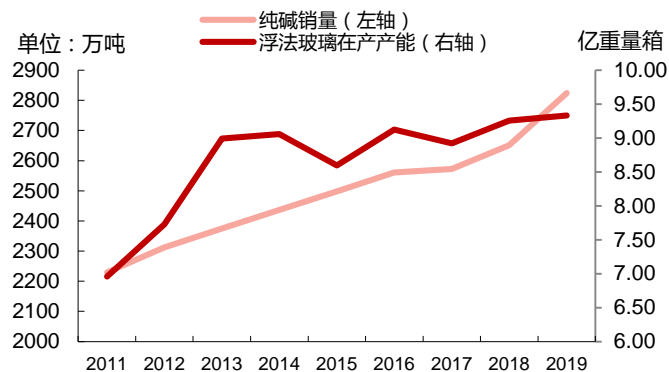


资料来源：wind，东方证券研究所

## 原燃料成本历史低位，高库存消化后 H2 玻璃价格有望反弹

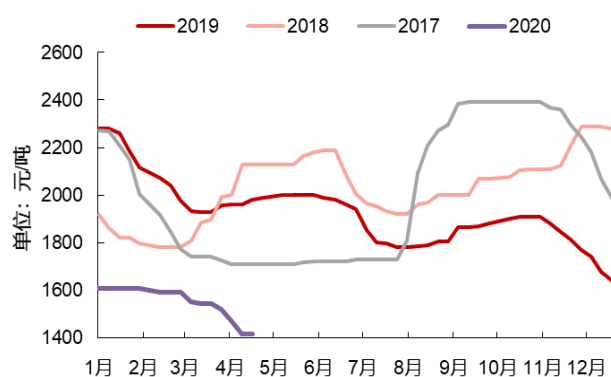
纯碱处于产能周期高点，玻璃产能增长放缓对纯碱需求的影响较大，预计 20 年价格将低位企稳。玻璃生产线一旦点火之后，产量水平基本固定，除冷修或其他意外事件发生的情况下，通常是 24 小时不间断生产，因此在产玻璃生产线对纯碱的需求是相对刚性的。玻璃主要是通过产产能的变动直接影响纯碱需求端，从历史数据看，纯碱销量与浮法玻璃在产产能变动的方向基本一致。通过前文对玻璃供给的分析，我们预计未来平板玻璃产能增速将放缓，因此纯碱的需求或将受到一定的压制。从供给端来看，纯碱的供给变化主要受新增产能和限产政策的影响，而生产线冷修时间较短，一般不超过 15 天，因此对于整体的供给影响不大。虽然纯碱下游的玻璃需求有所回暖，但由于产能处于历史高位，2019 年来纯碱价格持续下滑，截至 2020 年 4 月底，重质纯碱现货均价为 1418 元/吨，比年初下滑 12%。我们认为目前纯碱受制于自身产能高位以及下游玻璃产能增长放缓，预计短期价格将持续偏弱，但由于部分企业已处于亏损状态且行业有望同步实施协议减产，因此价格继续向下空间有限，综合来看 2020 年价格或企稳。



**图 7：纯碱销量与浮法玻璃在产产能变动的方向基本一致**


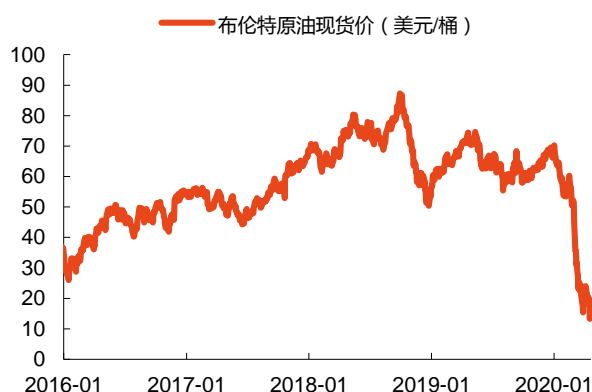
资料来源：wind，东方证券研究所

注：由于纯碱销量在 2013-2015 年缺少数据，因此采用插值法进行平滑处理，该时期纯碱销量与玻璃产能之间的相关性不具备参考意义。

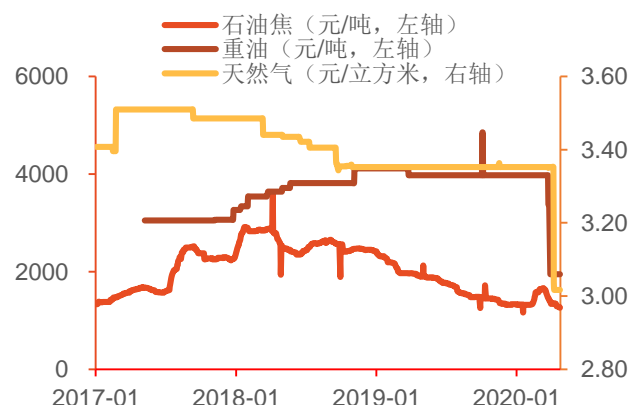
**图 8：全国重质纯碱均价**


资料来源：wind，东方证券研究所

**燃料价格低于历史同期，油价压制下短期难有大幅反弹。**2020 年以来，由于沙特和俄罗斯价格战以及新冠疫情导致的需求萎缩，国际原油价格大幅下挫，截至 2020 年 4 月底，布伦特原油现货价格约为 16 元/桶，较年初下跌 75%。受到原油价格的拖累，主要能化产品均出现不同程度的下跌，玻璃的主要燃料石油焦/天然气/重油价格相比年初分别下跌 5%/10%/51%。东方证券化工团队预计全年布伦特原油均价为 30-40 美元/桶，我们认为供给增加的冲击短期内难以消除，新冠疫情影响下需求回暖尚需时日，今年油价大概率将持续低位运行，玻璃行业燃料成本也将显著低于历史同期水平。

**图 9：2020 年原油价格大幅下跌**


资料来源：wind，东方证券研究所

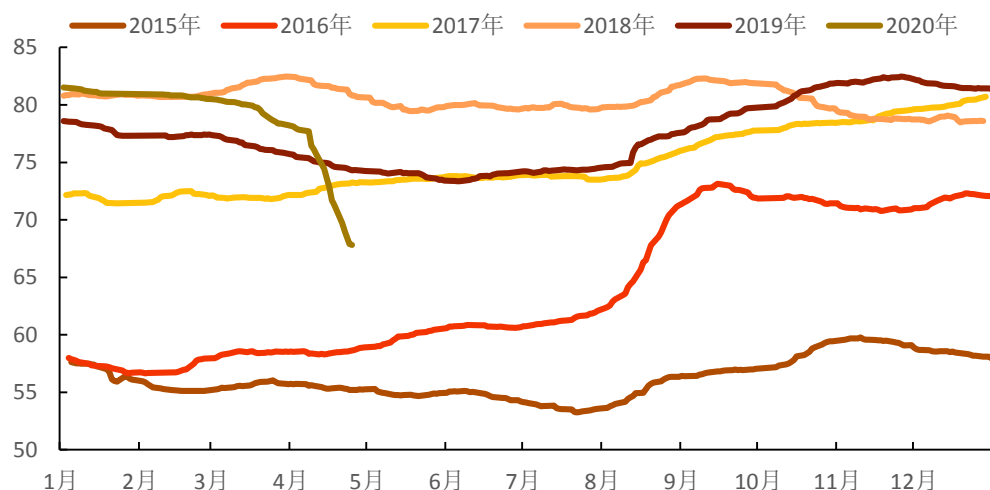
**图 10：玻璃主要燃料价格在 2020 年均下跌**


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

**玻璃库存出现拐点但 20H1 可能还存在降价去库的压力，H2 产线冷修及施工回暖后价格有望止跌反弹。**2019 年至今玻璃的价格走势可以分成三个阶段：①2019H1：由于 2018 年来玻璃价格持续

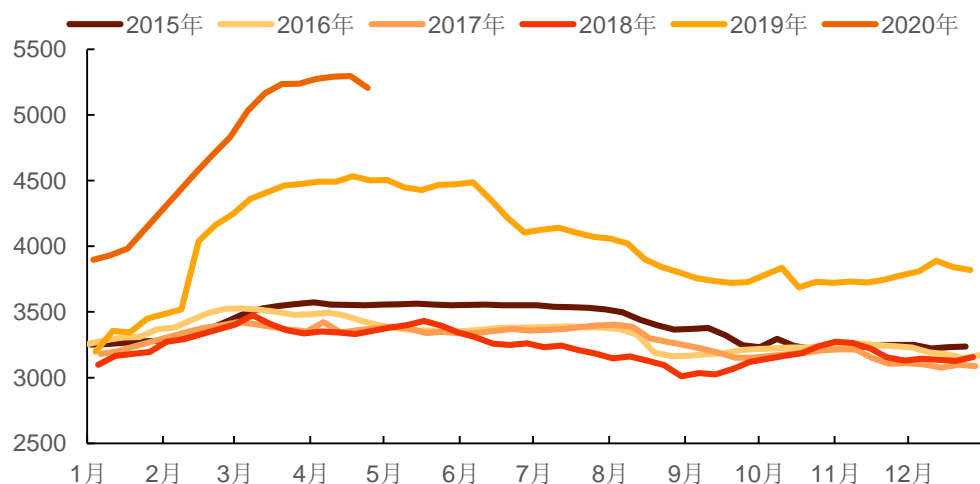
高位、企业增加产量补库存，但由于去杠杆政策下房企资金周转不畅，下游施工需求不振，叠加一季度淡季影响下库存快速累积，厂商纷纷降价去库存。②2019H2：随着降价消化部分库存、施工加速需求端回暖以及环保限产政策的出台，玻璃价格 V 型反转、一路上升。③2020H1：新冠疫情导致下游复工延迟，企业生产线库存再次刷新历史高位、达到 5300 万重箱（全国总库存则达到 1.37 亿重箱），导致玻璃价格断崖式下滑。截至 2020 年 4 月底全国浮法玻璃均价为 67.82 元/重箱，比去年同期下滑 8.7%。虽然近期库存出现拐点，但我们判断当前企业的高库存仍需要进一步释放，上半年价格可能还有下行压力；下半年由于亏损严重或导致部分计划外的产线冷修或停产，同时下游施工需求有望回暖，从而扭转玻璃价格的跌势。

图 11：2015 年至今全国玻璃价格（元/重量箱）走势



资料来源：wind，东方证券研究所

图 12：2015 年至今浮法玻璃生产线库存（万重量箱）



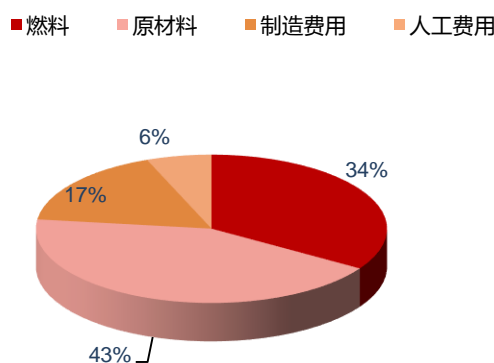
资料来源：wind，东方证券研究所

## 成本优势显著，生产端切换更灵活

### 燃料差异化，成本优势凸显

燃料、纯碱和硅砂是玻璃生产成本中最重要的组成部分。玻璃的生产成本可以大致分成原材料（纯碱、硅砂、白云石和石灰石等）、燃料、制造费用和人工费用四大部分，根据产业信息网的资料，平均来看每重量箱中各成本的占比分别为 43%、34%、17%和 6%；而在原材料成本中纯碱和硅砂分别占比 54%、27%，是最重要的两大原材料。

图 13：每重箱玻璃的成本构成



资料来源：产业信息网，东方证券研究所

**燃料结构的差异是玻璃成本差异的主要因素。**目前玻璃生产中常用的燃料主要有天然气、石油焦和重油，其中公司主要使用的燃料是石油焦，同时为防止燃料供应单一而产生的紧缺风险，也配置有一定比例的天然气和重油，信义玻璃及南玻使用天然气较多（相关信息整理自公司公告以及业绩发布会）。从成本考虑，天然气的成本最高，石油焦的成本最低，重油居中，我们以 2019 年燃料价格为基础测算石油焦的成本比天然气大约低 6 元/重箱，但由于公司混合使用了天然气和重油，因此在燃料上的实际成本节约要小于 6 元/重箱。

表 3：使用不同的燃料对成本的影响

|        | 重油          | 天然气         | 石油焦       |
|--------|-------------|-------------|-----------|
| 单耗     | 0.1538kg/kg | 0.2088m³/kg | 0.21kg/kg |
| 单价     | 3000 元/吨    | 2.55 元/m³   | 2000 元/吨  |
| 单箱玻璃成本 | 23 元        | 27 元        | 21 元      |

资料来源：《玻璃》期刊，wind，东方证券研究所

注：①燃料的单价采用 2019 年的均价；②一重量箱玻璃为 50kg

公司改进燃烧系统，保证在使用低成本的石油焦的情况下产品也能满足质量要求。除了成本外，产品质量也是选用燃料时需要考虑的重要因素。石油焦是石油加工产生的石油渣油、石油沥青经焦化后得到的固体炭质物料，使用石油焦作为燃料时，容易燃烧不充分在玻璃液中掉入杂质从而使产品颜色偏黄，而天然气作为清洁能源就不存在燃料不充分的情况，因此使用天然气可以更容易控制玻璃的质量。综合来看，如果选用石油焦作为燃料，需要具备成本和质量的综合把控能力，而公司通过改进燃烧系统，将石油焦粒度以及水分含量控制在最佳区间，使得燃烧更加平衡和充分，既能减少石油焦的用量，又可以保障玻璃的质量达到行业平均水平，这是公司通过燃料获得成本壁垒的关键因素。

## 硅砂自给率不断提升，成本相对可控

凭借先发优势布局上游硅砂资源，20 年底硅砂自给率有望达 80%。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（特别是小型企业）对硅砂资源储备重视不足，在经历了近年来的资源和环保整治后，同时随着运输成本的增加，使得企业已经很难获得价格相对低廉的硅砂资源。而大中型玻璃企业凭借优秀的产业链整合能力，在硅砂资源的储备上具备明显的优势。公司目前已拥有福建漳州、广东河源、湖南郴州以及湖南醴陵四大硅砂开采基地，马来西亚的石英砂生产基地也正在建设中（预计 2020 年底投产）。我们保守估计未来公司每年可供应 292 万吨的硅砂，而公司浮法玻璃年产能约 10560 万重量箱（日熔量 17600t/d），按照每重箱玻璃需要硅砂 35kg 计算，硅砂年需要量约 369.6 万吨，自给率可达到约 79%，远高于行业平均 30% 的硅砂自给率。

**表 4：公司未来将拥有五大硅砂开采基地，年开采量达 295 万吨**

| 硅砂开采基地   | 储量（万吨）  | 年开采量（万吨） |
|----------|---------|----------|
| 福建漳州     | 2813.52 | 150      |
| 广东河源     | 532     | 28       |
| 湖南郴州     | 545     | 30       |
| 湖南醴陵     | 2000    | 60       |
| 马来西亚（在建） | 1000    | 24       |
| 合计       | 6890.52 | 292      |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：马来西亚硅砂基地的储量为估计值

通过自给硅砂公司可节省约 2 元/重量箱。目前行业内使用的硅砂主要来自矿山开采（简称“矿砂”），少部分沿海地区使用海砂，其中公司漳州基地是行业内少数几具备海砂开采权的企业之一。按照市场上 210 元/吨的矿砂采购价格计算，自给要比外购便宜约三分之一，而海砂的成本在 50 元/吨左右；漳州公司的产能共 5700t/d，占总产能 32%，假设漳州公司的 79% 产能使用自给海砂，除去漳州公司外的产能中有 79% 使用自给矿砂，剩余产能则全部使用外购矿砂，这样可以估计出公司硅砂的综合成本为 131.95 元/吨，比行业平均成本低 57.05 元/吨，即每重量箱可节省约 2 元。综合来看，公司等龙头公司在开采权方面有着绝对优势，因此可通过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。

**表 5：公司在硅砂上每箱玻璃可比行业平均节省成本 2 元**

|               | 单价（元/吨）                             | 使用比例           |
|---------------|-------------------------------------|----------------|
| 外购矿砂          | 210                                 | 21%            |
| 自给矿砂          | 140                                 | 68%×79%=53.72% |
| 自给海砂          | 50                                  | 32%×79%=25.28% |
| 综合成本          | 210×21%+140×53.72%+50×25.28%=131.95 |                |
| 行业平均成本        | 210×（1-30%）+140×30%=189             |                |
| 每重量箱玻璃节省成本（元） | （189-131.95）×35/1000=2              |                |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 产能切换对冲价格下滑

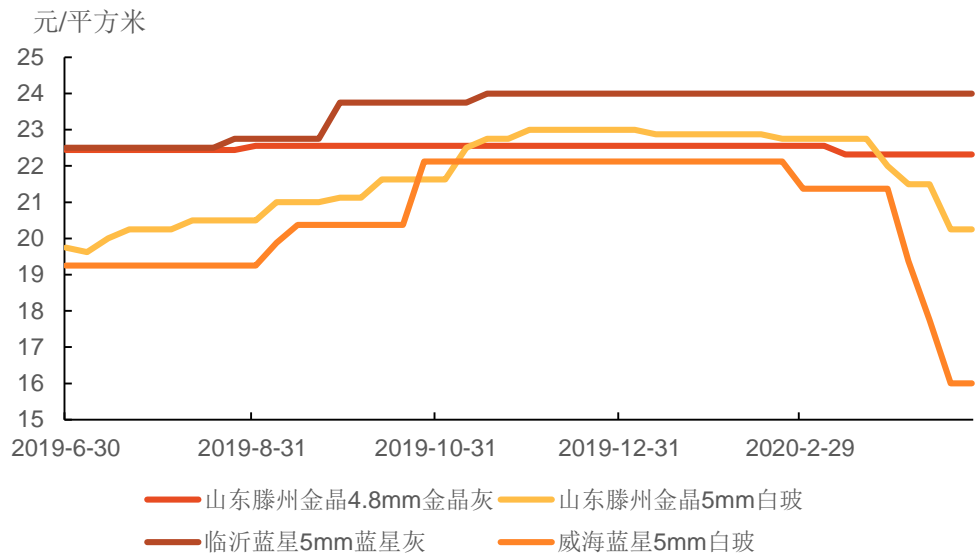
目前公司 6 条在产色玻产线，其中 4 条为今年由白玻转产，小厂转产能力弱。根据卓创资讯的统计数据，截至 2020 年 4 月底，公司在产的色玻产线共 6 条，合计产能 3800t/d，在公司浮法总产能中占比 23%，6 条色玻产线均由原白玻产线转产而来，其中有 4 条为今年转产，而同期全国转产产线也仅有 9 条，公司占比超过 40%。由于转产色玻需要相应的产品和技术储备，并承受一定的停产损失，小厂在成本、技术等方面存在明显劣势，因此目前有能力转产的基本均为大厂。

**表 6：今年以来公司共有 4 条产线由白玻转产色玻**

| 时间        | 产线                     | 原产品种 | 改产品种 |
|-----------|------------------------|------|------|
| 2020.1.13 | 漳州旗滨玻璃有限公司 900T/D 八线   | 白玻   | 福特蓝  |
| 2020.2.24 | 浙江旗滨玻璃有限公司 600t/d 长兴三线 | 白玻   | 蓝灰   |
| 2020.2.11 | 郴州旗滨醴陵三线 500t/d        | 白玻   | 海洋蓝  |
| 2020.3.30 | 漳州旗滨玻璃有限公司 600 吨二线     | 白玻   | 翡翠绿  |

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

色玻抗跌性强于白玻，转产后可对冲白玻价格下滑。由于目前无法获取到公司近期的色玻出厂价数据，因此我们参考山东金晶科技以及蓝星玻璃两家公司的色玻价格。根据卓创资讯，自 2 月份以来，两家公司生产的灰玻出厂价十分坚挺，而同期白玻的价格下滑幅度最大的已超过 25%，两者之间的价差明显拉大，色玻表现出了显著的抗跌性和相对收益。因此，公司转产色玻的目的在于通过色玻来获取更高的收益，从而对冲一部分白玻价格下滑造成的损失。

**图 14：相对白玻的大幅降价，今年以来色玻出厂价几乎没有下调**


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

## 深加工盈利有望改善

深加工玻璃是以玻璃原片为基材，采用物理方法、化学方法及其组合对玻璃进行再加工，制成具有新的结构、功能或形态的玻璃制品。公司的深加工业务在 16 年就开始布局，主要生产定制化的节能玻璃，可分为镀膜玻璃、中空节能玻璃、安全玻璃等。深加工业务的好处主要在于利润波动性相对较小，加工是成本加成型定价。另外，原片玻璃有部分可以通过深加工业务内部消化，外销压力变小。

**表 7：公司主要的节能玻璃产品及其特性**

| 产品名称    | 产品特性                                                        | 应用领域                                    | 规格                                                      | 厚度                                  |
|---------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 中空玻璃    | 隔热效果特佳、可降低噪音干扰、重量较轻、可根据需要调节太阳光透射率和反射率                       | 建筑物门窗，幕墙、天棚、架空地面、家具、橱窗、柜台、水族馆、大面积的玻璃墙体等 | 最大规格 2700mm×6000mm、最小规格 180×350mm                       | 单片玻璃的厚度：3mm-19mm                    |
| 彩釉玻璃    | 色彩、图案多样，色泽稳定不褪色，装饰效果突出；视觉遮蔽效果优异；可进行镀膜、夹层、中空等复合产品加工，获得多重使用性能 | 满幅彩釉玻璃不宜安装在建筑透光部位                       | 最大尺寸：丝印 2200mm×4500mm，辊印 2000mm×4500mm 最小尺寸：300mm×300mm | 3-19mm                              |
| 热反射镀膜玻璃 | 遮阳效果明显；丰富多彩的反射色调和极佳的装饰效果；较理想的可见光透过比和反射比；减弱紫外光的透过            | 夏季室内生态环境                                | --                                                      | 最大尺寸 2540mm×4600mm，最小尺寸 300mm×800mm |

|       |                 |                |    |
|-------|-----------------|----------------|----|
| 三银    | 较高的可见光透过率、极低的太阳 | 不受地区限制，适合不同气候特 | -- |
| LOW-E | 能透过率、更好的隔热性能    | 点的广大地区         | -- |

资料来源：公司官网，东方证券研究所

公司未来将拥有 5 大节能玻璃生产基地，产能有望超 1900 万 m<sup>2</sup>。公司目前共拥有广东、湖南、浙江（包含在建的长兴基地）和马来西亚共 4 大节能玻璃生产基地，年初公司又公告于天津滨海新区投资新建 2 条大、中型离线磁控溅射镀膜线和 8 条中空线，项目预计建设期两年，投产后公司拥有的节能玻璃产能有望超 1900 万 m<sup>2</sup>（节能玻璃产能仅计算镀膜，中空为配套不应重复计算）。

表 8：公司深加工业务布局情况

| 子公司           | 生产线               | 产能（m <sup>2</sup> /年） | 19 年收入/净利润（亿元） |
|---------------|-------------------|-----------------------|----------------|
| 广东节能玻璃        | 1 条镀膜线            | 120 万                 | 2.79/0.17      |
|               | 3 条中空线            | 100 万                 |                |
| 湖南节能玻璃        | 2 条镀膜线            | 600 万                 | 尚未商业化运营        |
|               | 3 条中空线            | 95 万                  |                |
| 马来西亚节能玻璃      | 1 条镀膜线            | 120 万                 | 0.82/-0.21     |
|               | 3 条中空线            | 100 万                 |                |
| 浙江节能玻璃（含长兴基地） | 3 条镀膜线（其中 2 条在建）  | 600 万                 | 3.26/0.16      |
|               | 11 条中空线（其中 8 条在建） | 340 万                 |                |
| 天津节能玻璃（在建）    | 2 条镀膜线            | 480 万                 | --             |
|               | 8 条中空线            | 240 万                 |                |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：由于其他浮法原片生产基地中也会配置部分节能玻璃产线，因此该表统计的收入和净利润是不完全的。

中空生产线订单利用率低影响利润，未来产品认可度提升有助于改善盈利状况。虽然目前已投入运营的各基地均可实现盈利或盈亏平衡，但 2019 年深加工净利润仅为 1200 万，相对于 6.69 亿的收入而言净利率不到 2%。盈利能力较低主要是由于在公司节能玻璃品牌未完全受到市场认可时产能利用率不饱和，尤其在最后的中空加工这一流程，而公司中空线的利用率仅有 70%，很多深加工流程最多只走到镀膜这一步的半成品（俗称“刷大板”），然后再交给其他企业做最后的中空玻璃成品，从而损失掉中空加工这部分的利润。我们认为，公司的技术与工艺目前不存在问题，未来随着节能玻璃的市场认可度逐渐提高，盈利状况有望逐步改善。



图 15：节能玻璃的一般加工流程（以 LOW-E 中空玻璃为例）



资料来源：产业信息网，东方证券研究所

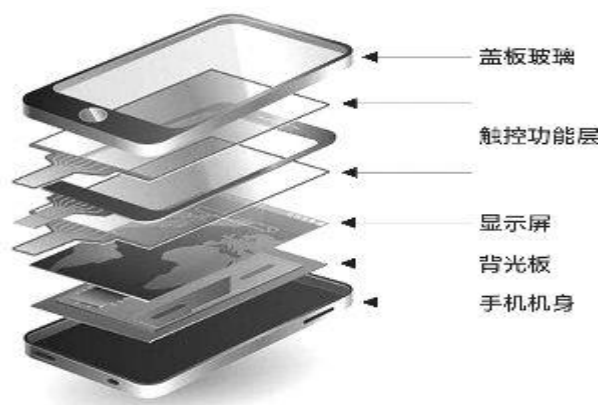
预计未来深加工营收有望达 30 亿，跻身行业前列。我们预计到 20/21/24 年深加工收入分别达 10/15/30 亿元，一方面是根据公司中长期发展规划节能玻璃产能每年增长 20%，另一方面是随着中空产线的利用率提升以及产品市场认可度的提高，单平米售价有望提升，量价齐升带动公司收入稳步增长。

## 电子玻璃有望获得突破，估值中枢上移

### 消费需求旺盛，盖板玻璃国产替代空间广阔

盖板玻璃是触摸屏的重要组成部分。电子玻璃一般是指 0.1~2mm 厚度的超薄浮法玻璃，被广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能手表、车载应用、公共查询系统、ATM 机、点歌点菜系统、工业控制、医疗等各个领域。其中用于触摸显示屏的盖板玻璃是目前电子玻璃的重要产品之一，例如常见的智能手机屏幕中，从外向内分别为盖板玻璃（即外屏）、触摸屏和液晶显示屏（即内屏），盖板玻璃既可保护内屏，也起到了装饰触摸屏外观的作用。

图 16：手机触摸屏结构图

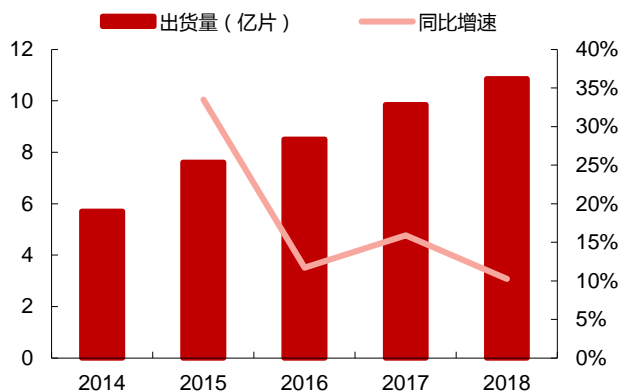




资料来源：新浪科技，东方证券研究所

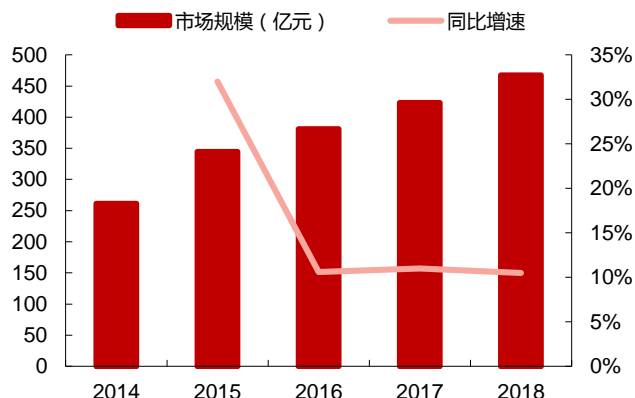
中国的消费电子市场潜力巨大，盖板玻璃下游行业需求旺盛。移动互联网的发展，推动了电子产品不断升级换代，同时随着居民收入和消费水平的提高，对智能手机、平板电脑等终端移动设备的需求也在不断扩大。根据观研网发布的《2018 年中国触摸屏行业分析报告-市场深度分析与发展趋势预测》，到 2018 年全国触摸屏出货量达到 10.86 亿片，YOY+10.25%；行业市场规模达到 467.72 亿，YOY+10.5%。受益于下游消费电子产品市场的发展，TheMarketReports 预计 2016-2020 年盖板玻璃市场将以 11% 的年复合增长率增长，到 2020 年全球盖板玻璃市场规模约为 170 亿美元。

图 17：中国触摸屏年出货量超 10 亿片



资料来源：观研网，东方证券研究所

图 18：中国触摸屏行业市场规模超 450 亿



资料来源：观研网，东方证券研究所

国内盖板玻璃市场主要被欧美产商垄断。由于高性能电子玻璃生产存在资金投入大、技术难度高、更新周期快等特点，国内高性能电子盖板玻璃市场进口依赖程度高，长年被美国康宁、日本旭硝子和德国肖特等厂家垄断，目前国内仅有彩虹、旭虹、南玻、中建材等公司实现量产。

表 9：全球主要盖板玻璃生产企业汇总

| 企业名称          | 所属国家 | 产品商标          | 生产工艺 | 投产时间 |
|---------------|------|---------------|------|------|
| 美国康宁公司        | 美国   | Gorilla Glass | 溢流法  | 2007 |
| 日本旭硝子         | 日本   | Dragongtrail  | 浮法   | 2011 |
| 日本电气硝子        | 日本   | Dinorex       | 溢流法  | 2011 |
| 德国肖特集团        | 德国   | Xensation     | 浮法   | 2011 |
| 科立视材料科技有限公司   | 中国   | Techstone-C   | 溢流法  | 2013 |
| 旭虹光电科技有限公司    | 中国   | Panda king    | 浮法   | 2014 |
| 中国南玻集团股份有限公司  | 中国   | Kirin king    | 浮法   | 2015 |
| 彩虹集团新能源股份有限公司 | 中国   | Kylin         | 溢流法  | 2016 |
| 中国建材集团有限公司    | 中国   |               | 浮法   | 2005 |

资料来源：《玻璃》期刊，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

国产盖板玻璃的性能与国外产品仍存在一定差距。目前市场上国内与国外盖板玻璃性能特别是离子交换深度还存在不小的差距。从国内外电子盖板玻璃发展趋势可以看出，在保持原有的表面压应力大于 700 MPa 的基础上，为提高盖板玻璃的抗摔抗跌落的性能，焦点主要集中在通过玻璃成分优化改善提高化学强化后离子交换深度，美国康宁公司 GG6 对比 GG3，离子交换深度从 40 mm 提高到 120 mm，高铝盖板玻璃抗摔性抗跌落性得到极大的提高。

国内产商无法大规模量产的主要原因在于研发基础薄弱、工艺更新较慢：①电子盖板玻璃随着智能手机的问世得到不断发展，作为一个新兴电子玻璃应用市场，国内电子盖板玻璃研发基础薄弱，特别是国外企业通过专利知识产权对电子盖板玻璃技术封锁，短时间内国内企业很难突破。②国内大多数企业电子盖板玻璃生产工艺脱胎于传统的浮法玻璃工艺技术，电子玻璃厚度较薄且其翘曲、气泡、厚薄差等要求远远高于普通浮法玻璃产品，面对市场更高要求的电子盖板玻璃要求电子玻璃工艺技术沉淀显得尤为不足，短时间内很难达到国外先进电子玻璃工艺技术水平。

表 10：全球主要电子盖板玻璃性能对比

| 企业名称         | 产品型号       | 表面应力 CS/MPa | 离子交换深度 DOL/μm | 翘曲 0.7 mm 6 寸 2.5D |
|--------------|------------|-------------|---------------|--------------------|
| 美国康宁公司       | GG3        | 700~900     | >40           | <0.2 mm            |
|              | GG5        | 750~850     | >120          | <0.2 mm            |
|              | GG6        | 750~850     | >120          | <0.2 mm            |
| 日本旭硝子        | DT-Pro     | 800~1100    | >35           | <0.2 mm            |
|              | DT-Star    | 750~900     | >100          | <0.2 mm            |
| 日本电气硝子       | T2X-1      | 750~940     | >40           | <0.2 mm            |
| 德国肖特集团       | Xsensation | 700~850     | >120          | <0.2 mm            |
| 中国南玻集团股份有限公司 | KK3        | 700~920     | >40           | <0.25 mm           |
| 旭虹光电科技有限公司   | MN128      | 700~920     | >40           | <0.25 mm           |

资料来源：《玻璃》期刊，东方证券研究所

预计盖板玻璃国产替代空间或超 150 亿。当前国内厂商所占的市场份额仍很少，未来提升空间较大。2019 年南玻电子玻璃销量/收入为 50497 吨/10.44 亿元，如果以平均厚度 0.25mm、原片尺寸 1250mm\*900mm、密度 2.5 吨/m<sup>3</sup> 计算（厚度参考南玻 KK3 型号，原片尺寸未找到南玻数据故采用康宁主流出厂尺寸代替，密度数据来自中玻网），南玻产品均价约 15 元/片，在保持出货量不低于 10 亿片的情况下，目前的国产替代的市场空间估计可超过 150 亿规模。

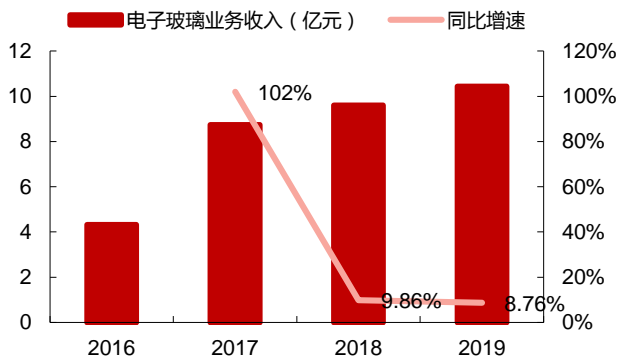
南玻是国产超薄电子玻璃领域的开拓者，获得国产替代的先发优势。南玻是玻璃行业最早的上市公司之一，目前拥有全国排名前三的浮法玻璃原片产能。凭借自身 20 多年的浮法玻璃生产经验以及强大的技术研发团队，南玻于 2010 年正式进军超薄电子玻璃市场，成为国产电子玻璃的先行者之一，其中 2014 年成功量产 0.2 毫米超薄玻璃，打破了欧美和日本的技术垄断。目前公司已拥有河北视窗、宜昌光电、清远南玻、咸宁光电四大电子玻璃生产基地，总产能达到 780t/d。南玻电子玻璃产业分为高铝、中铝两大类，高铝玻璃系列产品涵盖 0.20-8.0mm，中铝玻璃系列产品涵盖 0.20-1.1mm，产品广泛应用于移动智能终端视窗和机身防护、ITO 导电组件，并延伸至军工安防、新型车载显示、特种交通车辆、智能家居家电等领域。

**表 11：南玻电子玻璃产能布局情况**

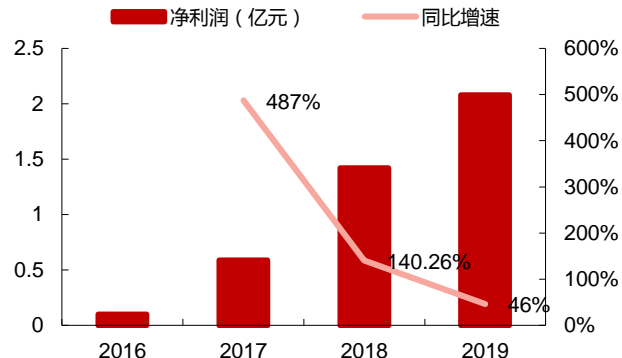
| 地点   | 生产企业          | 生产线名称 | 品种            | 日熔量 (t) |
|------|---------------|-------|---------------|---------|
| 河北廊坊 | 河北视窗玻璃有限公司    | 超薄线   | 超薄电子玻璃        | 150     |
| 广东清远 | 清远南玻节能新材料有限公司 | 电子线   | 超白特种玻璃、超薄电子玻璃 | 350     |
| 湖北宜昌 | 宜昌南玻光电玻璃有限公司  | 宜昌超薄线 | 超薄电子玻璃        | 200     |
| 湖北咸宁 | 咸宁南玻光电玻璃有限公司  | 咸宁电子线 | AG 玻璃         | 80      |
| 合计   |               |       |               | 780     |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

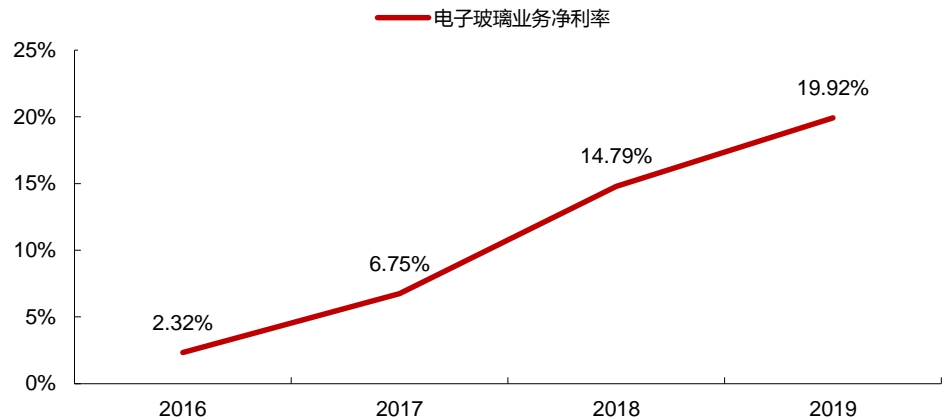
电子玻璃业务成长迅速，净利润三年增长 20 倍，盈利能力稳步提升。2015 年南玻电子玻璃量产并开始供货后，电子玻璃业务规模实现快速增长，截至 2019 年，公司电子玻璃业务实现营业收入 10.44 亿元，YOY+8.76%；实现净利润 2.08 亿元，YOY+46%，相比 2016 年仅 0.1 亿的净利润翻了 20 倍。与传统制造业类似，投产初期由于产能利用不饱和、机器及人员磨合不熟练、产品认可度不高等因素，南玻电子玻璃的盈利能力处于较低水平。随着产能的充分释放、品牌认可度的提高，从 2016 年至 2019 年，净利率从 2.32% 大幅提升至 19.92%，比传统的浮法平板玻璃业务净利率高近 8pct，成为集团公司重要的利润增长点。

**图 19：南玻电子玻璃业务营收超 10 亿**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 20：南玻电子玻璃业务净利润保持高速增长**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 21：南玻电子玻璃业务净利率逐年提升**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**南玻电子玻璃业务成功的关键：先发优势和技术领先。**南玻的核心竞争力在于率先进行全国产业布局以及国内领先的技术水平，特别是在超薄电子玻璃领域已逐步在向世界先进水平靠拢。根据南玻 2019 年年报数据显示，公司在超薄电子玻璃细分领域的产能位居国内第一，产品在国内厂商中的占有率已超过 50%。

**未来其他玻璃企业仍可借鉴南玻的发展经验。**目前国内电子玻璃市场的国产份额整体占比依然很低，南玻只是在其中一小部分的细分市场占据了先发优势。对于其他玻璃企业，未来可在其他细分领域重点进行技术突破，只要产品逐渐向国外厂商考虑，逐渐积累起品牌认可度，就有很大概率抢占国产替代的先机。

## 公司电子玻璃产品已取得突破，下半年有望量产

**19 年电子玻璃项目建成投产，预计未来年净利润 1.6 亿。**2018 年初，公司在湖南醴陵开始投资新建高性能电子玻璃生产线项目，主要产品为高强度触摸的盖板玻璃。项目总投资约 3.72 亿元，建成后产能可达到 65 吨/天，预计年净利润约 1.6 亿元。2019 年 7 月，项目建成点火，并于 8 月 30 日成功引头子，逐步推进和完成厚度在 0.33-2mm 之间不同各类产品的试制和技术积累。

**表 12：公司醴陵电子玻璃项目投资基本情况**

| 项目       | 内容                                 |
|----------|------------------------------------|
| 项目规模     | 65 吨/天，天然气全氧燃烧浮法成型；年均拉引量约 22,145 吨 |
| 计划总投资    | 3.72 亿元（其中固定资产投资 3.62 亿元）          |
| 预计项目建设周期 | 12 个月                              |
| 预计营业收入   | 平均 4.1 亿元/年                        |
| 预计净利润    | 平均 1.6 亿元/年                        |

预计动态投资回收期 2.47 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

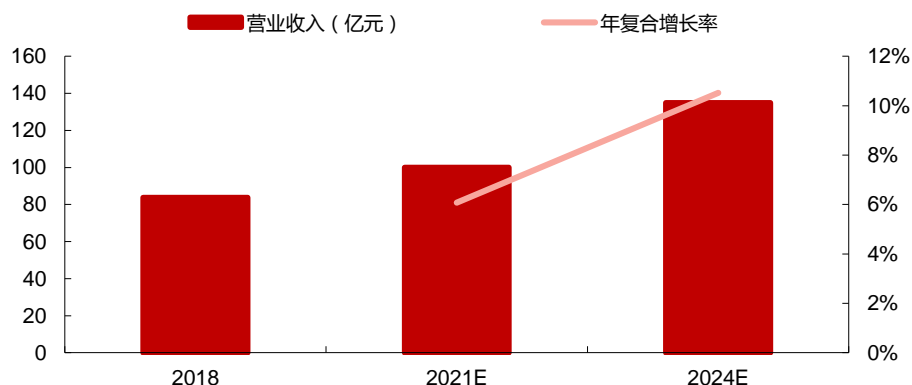
**获得专利授权，技术储备充足。**公司十分重视产品的技术储备，在电子玻璃领域不断增加研发投入。根据新玻网，截至目前醴陵旗滨电子玻璃公司一共申请了超过 30 项专利，并成功取得玻璃用组合物、玻璃板及玻璃板的制备方法以及玻璃用组合物、硅铝酸盐玻璃及硅铝酸盐玻璃的制备方法两项发明专利授权。公司自主研发和生产的电子玻璃不仅可以做到超薄，更有透过率高、韧性好等特点，即使弯曲成环状也不会折断。

**成功突破 0.33mm 厚度，成品率提升后有望逐步打开市场。**根据公司公告，今年 2 月份公司已成功生产出 0.33 毫米的高铝超薄电子玻璃，从第三方及客户的样品送检反馈来看，产品质量也符合目标市场需求标准。通常一条电子玻璃产线要想成功商业化，必须经历从厚到薄的测试过程，高铝盖板市场需求从 3.0 一直到 0.33mm，每个厚度都有不同的细分市场，只有满足所有市场的苛刻要求，才可能让一条产线成功运行，公司成功突破 0.33mm 说明产线已经完成所有厚度的技术测试和量产准备。目前公司正积极提高产品的成品率，从而进一步稳定地提升产量，参照南玻的发展经验，我们认为公司电子玻璃业务虽然仍处于起步阶段，但由于相关市场空间广阔、成长性好，未来有望成为公司新的业绩增长点，且公司具备自主研发的技术优势，未来随着产品逐步获得客户认可后净利率有望持续回升，公司盈利能力提升的空间将逐步打开。

## 一体两翼协同发展，中长期发展空间清晰

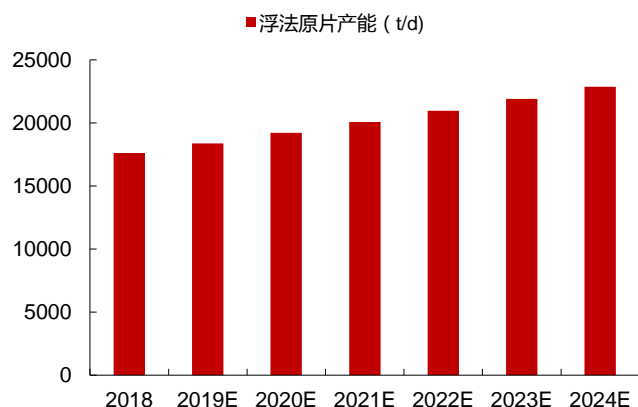
2019 年下半年，公司发布中长期发展战略规划纲要（2019-2024 年），确定了“做大做强”、“两翼一体”的发展战略，公司未来的成长空间日渐清晰。战略规划的首要任务是“做大做强”，其中收入方面分两步走，争取到 2021 年营业收入超过 100 亿元（三年复合增长率达到 6.08%），2024 年营业收入超过 135 亿元（三年复合增长率达到 10.52%），且 2021 年、2024 年净资产收益率均不低于同行业对标企业 80 分位值水平。我们认为公司设定的业绩目标相对稳健，符合公司的实际业务发展水平，在目前的经济大环境下也具备较强的确定性。

图 22：公司中长期发展规划中设定的业绩目标

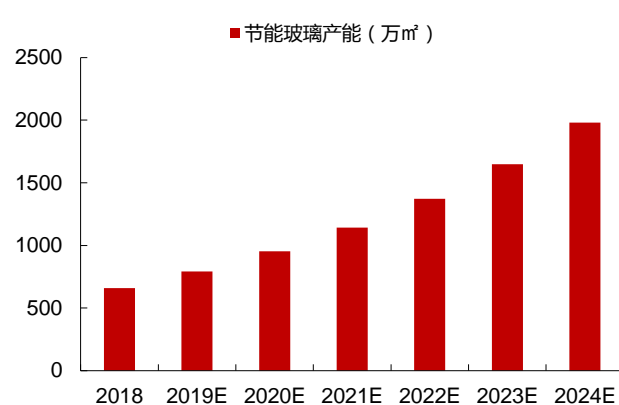


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**主营业务有望实现规模发展。**公司未来将稳步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，争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30% 以上，预计日熔量达到 22880t，对应年复合增速约 4.5%；节能玻璃产能规模增加 200% 以上，预计达到 1980 万 m<sup>2</sup>，对应年复合增速约 20%。

**图 23：预计到 2024 年公司浮法原片产能达到 22880t/d**


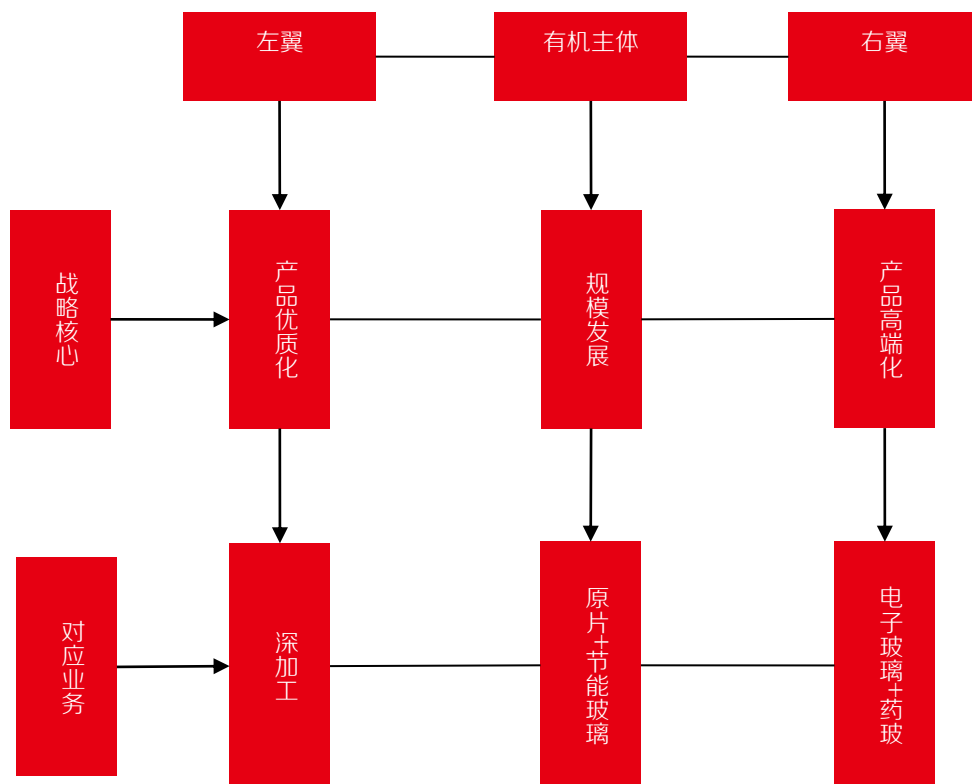
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 24：预计到 2024 年公司节能玻璃产能达到 1980 万 m<sup>2</sup>**


资料来源：公司官网，东方证券研究所

**两翼助力产品提质转型，平抑地产需求的萎缩。**围绕浮法玻璃和节能玻璃等主业构成的有机主体，公司分别设置了以产品优质化和高端化为主要任务的左右两翼。其中左翼旨在提升现有产品质量，提高产品竞争力和市场控制力。右翼则致力于转型升级，通过聚焦行业内具备革命性的技术与产品，力争实现技术突破，最终目标是形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局，目前公司投资新建的电子玻璃和药用玻璃项目，即是产品高端化战略指导下向前迈进的一大步。此外，公司现有产品的需求大部分依赖于下游的地产等周期性较强行业，通过产品线的延伸拓展，可以改善产品结构，减弱相关行业周期波动对公司业务的影响。

图 25：公司“一体两翼”的战略规划矩阵



资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

玻璃原片收入方面，根据公司的中长期发展规划到 24 年玻璃原片产能 CAGR+4.5%，其中 20 年收购产能速度可能相对较慢，落地 1-2 条线，平均 1.5 条，相比较当前 26 条在产线，增速 5.8%，而 21/22 年的收购速度会相对加快，假设分别落地 2/2 生产线，增速分别为 7.3%/6.8%，则 20-22 年产能分别为 1.17/1.26/1.34 亿重量箱，产能利用率 105%/103%/102%，对应产量 1.22/1.26/1.31 亿重量箱；产销率 98%/100%/101%，对应销量 1.20/1.26/1.32 亿重量箱，20 年产销率较低主要是受到疫情影响上半年库存积压较多；单箱售价 71/73/72 元，YOY-1.4%/+2.8%/-1.4%，20 年上半年去库存影响价格但下半年有望逐渐回升，因此 20 年均价预计比 19 年小幅下滑，由于疫情影响部分竣工需求将顺延至 21 年因此预计 21 年价格有望继续回升，22 年竣工放缓后价格预计将回落。最后得到 20-22 年玻璃原片收入为 85.71/94.64/99.72 亿元，YOY+0.5%/10.4%/5.4%。

**表 13：玻璃原片收入预测**

|           | 2018    | 2019    | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 产能（万重箱）   | 10560   | 11088   | 11731 | 12587 | 13443 |
| 产能利用率     | 104.08% | 107.19% | 105%  | 103%  | 102%  |
| 产量（万重箱）   | 10991   | 11885   | 12318 | 12965 | 13712 |
| 产销率       | 100.11% | 103%    | 98%   | 100%  | 101%  |
| 销量（万重箱）   | 11003   | 11845   | 12071 | 12965 | 13849 |
| 单箱售价（元）   | 76.15   | 72.00   | 71    | 73    | 72    |
| 销售收入（百万元） | 8378    | 8528    | 8571  | 9464  | 9972  |
| YOY       | 10.5%   | 1.8%    | 0.5%  | 10.4% | 5.4%  |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

玻璃原片成本方面，20-22 年直接材料单箱成本 41.57/42.40/42.83 元，YOY-3%/+2%/+1%，20 年下降主要由于纯碱及燃料价格下滑较多，21-22 年提升主要由于原燃料价格反弹以及电子玻璃量产后天然气使用比例增加；假设随着人口老龄化加深后人工成本将逐年增长，直接人工单箱成本 1.02/1.03/1.04 元，CAGR+1%；随着新增产能释放后形成规模效应，单位制造费用逐年下降，20-22 年为 7.31/7.18/7.11 元，CAGR-0.1%/-1.8%/-0.9%。综合后得到 20-22 年单箱总成本为 49.90/50.61/50.98 元，YOY-2.5%/+1.4%/+0.7%。

**表 14：玻璃原片成本预测**

|             | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>直接材料</b> |         |         |         |         |         |
| 成本          | 4977.33 | 5076.24 | 5018.03 | 5497.37 | 5931.05 |
| 单箱成本（元）     | 45.24   | 42.86   | 41.57   | 42.40   | 42.83   |
| YOY         | 15.29%  | -5.26%  | -3%     | 2%      | 1%      |
| <b>直接人工</b> |         |         |         |         |         |
| 成本          | 123.05  | 119.67  | 122.36  | 129.77  | 137.65  |
| 单箱成本（元）     | 1.12    | 1.01    | 1.02    | 1.03    | 1.04    |
| YOY         | -2.43%  | -9.66%  | 1%      | 1%      | 1%      |
| <b>制造费用</b> |         |         |         |         |         |
| 成本          | 1097.85 | 866.86  | 882.54  | 930.83  | 985.37  |
| 单箱成本（元）     | 9.98    | 7.32    | 7.31    | 7.18    | 7.11    |
| YOY         | -7.19%  | -26.65% | -0.1%   | -1.8%   | -0.9%   |
| <b>总成本</b>  |         |         |         |         |         |
| 成本          | 6198.23 | 6062.77 | 6023.75 | 6561.81 | 7060.58 |
| 单箱成本（元）     | 56.33   | 51.18   | 49.90   | 50.61   | 50.98   |
| YOY         | 10.17%  | -9.14%  | -2.51%  | 1.42%   | 0.73%   |

资料来源：公司公告，东方证券研究所



其他业务方面，根据公司规划 20-22 年玻璃深加工业务收入分别为 10/15/18.9 亿元，YOY+49.5%/50.0%/26.0%，毛利率随着中空线订单利用率提升后将稳步提高，参考信义玻璃最近三年建筑节能玻璃业务平均 38% 的毛利率，我们假设公司未来三年也将逐步提升至 38% 的毛利率水平，分别为 33%/35%/38%；物流及其他业务是原片的配套业务，假设与原片的增速基本相同，YOY+0%/10%/5%，毛利率保持稳定。综合所有业务，详细盈利预测如下表所示。

**盈利预测核心假设**

|              | 2018A          | 2019A          | 2020E          | 2021E           | 2022E           |
|--------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>玻璃原片</b>  |                |                |                |                 |                 |
| 销售收入（百万元）    | 8,378.3        | 8,528.3        | 8,570.6        | 9,464.5         | 9,971.5         |
| 增长率          | 10.5%          | 1.8%           | 0.5%           | 10.4%           | 5.4%            |
| 毛利率          | 26.2%          | 28.9%          | 29.7%          | 30.7%           | 29.2%           |
| <b>贸易</b>    |                |                |                |                 |                 |
| 销售收入（百万元）    | 992.9          |                |                |                 |                 |
| 增长率          | 163.2%         |                |                |                 |                 |
| 毛利率          | 4.5%           |                |                |                 |                 |
| <b>玻璃加工</b>  |                |                |                |                 |                 |
| 销售收入（百万元）    | 177.1          | 668.9          | 1,000.0        | 1,500.0         | 1,890.0         |
| 增长率          |                | 277.7%         | 49.5%          | 50.0%           | 26.0%           |
| 毛利率          | 16.8%          | 30.2%          | 33.0%          | 35.0%           | 38.0%           |
| <b>物流及其他</b> |                |                |                |                 |                 |
| 销售收入（百万元）    | 143.6          | 108.5          | 108.5          | 119.3           | 125.3           |
| 增长率          | -3.8%          | -24.5%         | 0.0%           | 10.0%           | 5.0%            |
| 毛利率          | 58.6%          | 66.6%          | 50.0%          | 50.0%           | 50.0%           |
| <b>内部抵消</b>  |                |                |                |                 |                 |
| 销售收入（百万元）    | -1,313.7       |                |                |                 |                 |
| 增长率          | 149.5%         |                |                |                 |                 |
| 毛利率          | -4.3%          |                |                |                 |                 |
| <b>合计</b>    | <b>8,378.3</b> | <b>9,305.8</b> | <b>9,679.1</b> | <b>11,083.8</b> | <b>11,986.8</b> |
| 增长率          | 10.5%          | 11.1%          | 4.0%           | 14.5%           | 8.1%            |
| 综合毛利率        | 28.8%          | 29.4%          | 30.3%          | 31.5%           | 30.8%           |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司深耕浮法玻璃业务，是国内产能最大的玻璃原片生产企业之一，具备明显的先发规模优势和成本领先优势。短期来看，纯碱、石油焦等原料降价将增厚公司利润；长期来看，公司中长期发展规划明确发展空间，产能稳步扩张，业务结构逐步优化，公司将拥有更大的议价权，盈利能力有望不断提升。由于公司未来仍将持续扩产，资本开支较大，因此报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值 15X PE 给与公司 20 年 13X PE，折价 15%，对应目标价 6.89 元。我们选择其他主营玻璃生产的 A 股公司作为可比公司，2020 年可比公司调整后平均 PE 估值为 15X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53/0.67/0.74 元/股，目前股价对应 PE 分别为 10.3/8.1/7.4X。我们给予公司 2020 年 13X PE，对应目标价为 6.89 元，相较可比公司平均估值折价 15% 的原因在于公司目前业务结构一方面是原片占据主导、受浮法玻璃价格的波动影响较大，另一方面电子玻璃及光伏玻璃等业务占比低、暂时不具备可比公司对应的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：A 股可比公司估值

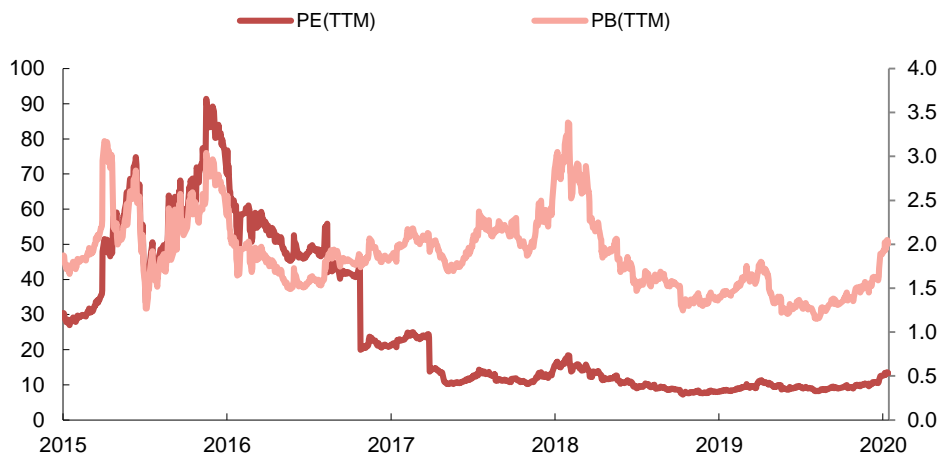
| 公司名称  | 代码        | 最新价格<br>(元) | 每股收益 (元) |       |       | 市盈率   |       |       |
|-------|-----------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |           |             | 2019A    | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 南玻 A  | 000012.SZ | 4.71        | 0.17     | 0.26  | 0.30  | 27.29 | 18.12 | 15.97 |
| 福耀玻璃  | 600660.SH | 20.75       | 1.16     | 1.05  | 1.28  | 17.96 | 19.74 | 16.26 |
| 福莱特   | 601865.SH | 12.84       | 0.37     | 0.55  | 0.76  | 34.91 | 23.56 | 16.83 |
| 金晶科技  | 600586.SH | 2.74        | 0.07     | 0.47  | 0.47  | 39.77 | 5.84  | 5.84  |
| 信义玻璃  | 0868.HK   | 8.88        | 1.11     | 1.18  | 1.32  | 8.00  | 7.53  | 6.73  |
| 调整后平均 |           |             |          |       |       | 26.72 | 15.13 | 12.98 |

资料来源：WIND，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 5 月 12 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

当前估值水平低于历史估值中枢。截至 2020 年 4 月底，公司的 PE/PB 为 10.9/1.7X，而 2015 年至今公司的中位估值水平分别为 13.3/1.8X。

图 26：目前公司估值处于历史低位



资料来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**地产投资大幅下滑。**地产产业链占据了超过 75%的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地已经放缓的情况下，如果施工数据下滑会明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。

**原料价格快速提升。**纯碱目前的总产能虽然处于过剩的状态，但随着玻璃产量的提高需求端在好转，且行业协会协议减产供给有望继续收缩，未来纯碱价格依然具备向上的弹性。石油焦是石油工业的副产品，如果未来中东地区冲突再次升级或者欧佩克进入新一轮减产周期，油价或继续上行，从而推高石油焦的价格。

**电子玻璃量产不及预期。**公司预计 2020H2 电子玻璃可实现商业化量产，但目前公司的产品结构仍未完全确定，而且由于疫情影响下游需求复苏的过程可能比较慢，未来产品投放后市场竞争力如何仍有待检验，盈利能力是否能够达到同行的水平也需要继续跟踪。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |                |                |               |               |                | 利润表              |              |              |              |              |              |
|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2018A          | 2019A          | 2020E         | 2021E         | 2022E          | 单位:百万元           | 2018A        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| 货币资金             | 435            | 488            | 2,506         | 3,976         | 5,522          | 营业收入             | 8,378        | 9,306        | 9,679        | 11,084       | 11,987       |
| 应收票据及应收账款        | 137            | 157            | 164           | 187           | 203            | 营业成本             | 5,966        | 6,566        | 6,748        | 7,596        | 8,295        |
| 预付账款             | 38             | 112            | 61            | 70            | 76             | 营业税金及附加          | 117          | 121          | 136          | 152          | 163          |
| 存货               | 705            | 673            | 692           | 779           | 851            | 营业费用             | 108          | 129          | 136          | 151          | 162          |
| 其他               | 768            | 1,074          | 1,075         | 1,088         | 1,100          | 管理费用及研发费用        | 818          | 885          | 910          | 1,020        | 1,043        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,083</b>   | <b>2,505</b>   | <b>4,498</b>  | <b>6,101</b>  | <b>7,751</b>   | 财务费用             | 100          | 112          | 154          | 130          | 119          |
| 长期股权投资           | 37             | 39             | 39            | 38            | 38             | 资产减值损失           | 60           | 17           | 15           | 16           | 16           |
| 固定资产             | 8,339          | 8,422          | 8,207         | 7,955         | 7,708          | 公允价值变动收益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 840            | 600            | 655           | 593           | 81             | 投资净收益            | 33           | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 824            | 871            | 848           | 825           | 802            | 其他               | 106          | 105          | 90           | 95           | 115          |
| 其他               | 715            | 628            | 73            | 29            | 29             | <b>营业利润</b>      | <b>1,349</b> | <b>1,581</b> | <b>1,671</b> | <b>2,114</b> | <b>2,305</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>10,754</b>  | <b>10,560</b>  | <b>9,821</b>  | <b>9,441</b>  | <b>8,658</b>   | 营业外收入            | 9            | 4            | 5            | 6            | 7            |
| <b>资产总计</b>      | <b>12,838</b>  | <b>13,065</b>  | <b>14,319</b> | <b>15,541</b> | <b>16,409</b>  | 营业外支出            | 11           | 17           | 10           | 10           | 10           |
| 短期借款             | 490            | 938            | 714           | 826           | 770            | <b>利润总额</b>      | <b>1,347</b> | <b>1,568</b> | <b>1,666</b> | <b>2,110</b> | <b>2,302</b> |
| 应付票据及应付账款        | 918            | 628            | 646           | 727           | 794            | 所得税              | 139          | 222          | 236          | 299          | 326          |
| 其他               | 1,186          | 1,527          | 1,371         | 1,444         | 1,409          | <b>净利润</b>       | <b>1,208</b> | <b>1,346</b> | <b>1,430</b> | <b>1,812</b> | <b>1,976</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,594</b>   | <b>3,093</b>   | <b>2,731</b>  | <b>2,997</b>  | <b>2,973</b>   | 少数股东损益           | 0            | (1)          | (1)          | (1)          | (1)          |
| 长期借款             | 1,483          | 1,113          | 1,113         | 1,113         | 1,113          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,208</b> | <b>1,346</b> | <b>1,431</b> | <b>1,812</b> | <b>1,977</b> |
| 应付债券             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0              | 每股收益 (元)         | 0.45         | 0.50         | 0.53         | 0.67         | 0.74         |
| 其他               | 1,190          | 615            | 534           | 538           | 541            | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,674</b>   | <b>1,728</b>   | <b>1,647</b>  | <b>1,651</b>  | <b>1,654</b>   |                  | <b>2018A</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,267</b>   | <b>4,821</b>   | <b>4,378</b>  | <b>4,648</b>  | <b>4,627</b>   | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0              | 8              | 7             | 6             | 5              | 营业收入             | 10.5%        | 11.1%        | 4.0%         | 14.5%        | 8.1%         |
| 股本               | 2,688          | 2,688          | 2,688         | 2,688         | 2,688          | 营业利润             | -0.0%        | 17.2%        | 5.7%         | 26.5%        | 9.0%         |
| 资本公积             | 1,589          | 1,681          | 1,948         | 1,948         | 1,948          | 归属于母公司净利润        | 5.7%         | 11.5%        | 6.3%         | 26.7%        | 9.1%         |
| 留存收益             | 3,256          | 3,812          | 5,243         | 6,197         | 7,086          | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | 37             | 57             | 55            | 55            | 55             | 毛利率              | 28.8%        | 29.4%        | 30.3%        | 31.5%        | 30.8%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>7,570</b>   | <b>8,245</b>   | <b>9,940</b>  | <b>10,894</b> | <b>11,782</b>  | 净利率              | 14.4%        | 14.5%        | 14.8%        | 16.4%        | 16.5%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>12,838</b>  | <b>13,065</b>  | <b>14,319</b> | <b>15,541</b> | <b>16,409</b>  | ROE              | 16.5%        | 17.0%        | 15.7%        | 17.4%        | 17.4%        |
| <b>现金流量表</b>     |                |                |               |               |                | ROIC             | 13.5%        | 13.7%        | 13.3%        | 14.8%        | 14.9%        |
| 单位:百万元           | 2018A          | 2019A          | 2020E         | 2021E         | 2022E          | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润              | 1,208          | 1,346          | 1,430         | 1,812         | 1,976          | 资产负债率            | 41.0%        | 36.9%        | 30.6%        | 29.9%        | 28.2%        |
| 折旧摊销             | 807            | 797            | 795           | 835           | 834            | 净负债率             | 26.4%        | 29.3%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 财务费用             | 100            | 112            | 154           | 130           | 119            | 流动比率             | 0.80         | 0.81         | 1.65         | 2.04         | 2.61         |
| 投资损失             | (33)           | (1)            | 0             | 0             | 0              | 速动比率             | 0.53         | 0.59         | 1.39         | 1.77         | 2.32         |
| 营运资金变动           | (262)          | (465)          | 87            | (70)          | (15)           | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它               | 246            | 229            | 384           | 5             | 3              | 应收账款周转率          | 121.4        | 90.9         | 81.9         | 84.9         | 82.7         |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>2,066</b>   | <b>2,017</b>   | <b>2,851</b>  | <b>2,712</b>  | <b>2,917</b>   | 存货周转率            | 9.1          | 9.5          | 9.8          | 10.3         | 10.1         |
| 资本支出             | (937)          | (573)          | (524)         | (453)         | (52)           | 总资产周转率           | 0.7          | 0.7          | 0.7          | 0.7          | 0.8          |
| 长期投资             | 18             | 3              | 0             | 0             | (0)            | <b>每股指标 (元)</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他               | 46             | (332)          | 4             | (12)          | (10)           | 每股收益             | 0.45         | 0.50         | 0.53         | 0.67         | 0.74         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(873)</b>   | <b>(902)</b>   | <b>(520)</b>  | <b>(464)</b>  | <b>(62)</b>    | 每股经营现金流          | 0.77         | 0.75         | 1.06         | 1.01         | 1.09         |
| 债权融资             | (477)          | (500)          | (203)         | 99            | (48)           | 每股净资产            | 2.82         | 3.07         | 3.70         | 4.05         | 4.38         |
| 股权融资             | 79             | 91             | 267           | 0             | 0              | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | (992)          | (642)          | (378)         | (877)         | (1,262)        | 市盈率              | 12.2         | 10.9         | 10.3         | 8.1          | 7.4          |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(1,390)</b> | <b>(1,051)</b> | <b>(314)</b>  | <b>(778)</b>  | <b>(1,310)</b> | 市净率              | 1.9          | 1.8          | 1.5          | 1.4          | 1.3          |
| 汇率变动影响           | 5              | (2)            | -0            | -0            | -0             | EV/EBITDA        | 7.7          | 7.0          | 6.6          | 5.6          | 5.3          |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(192)</b>   | <b>62</b>      | <b>2,018</b>  | <b>1,470</b>  | <b>1,545</b>   | EV/EBIT          | 12.0         | 10.3         | 9.5          | 7.7          | 7.2          |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

