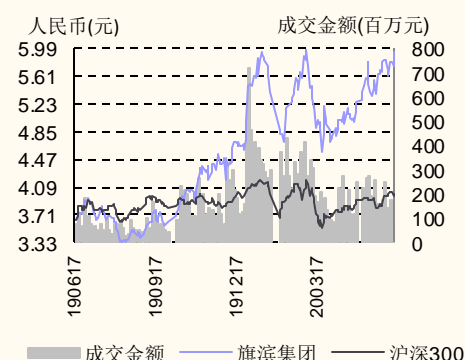


市场价格 (人民币): 5.79 元

目标价格 (人民币): 7.67 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.87
已上市流通 A 股(亿股)	26.60
总市值(亿元)	155.59
年内股价最高最低(元)	5.94/5.35
沪深 300 指数	3955
上证指数	2890



立足浮法主业，布局转型升级

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,378	9,306	9,227	10,753	11,806
营业收入增长率	10.46%	11.07%	-0.85%	16.54%	9.79%
归母净利润(百万元)	1,208	1,346	1,585	1,971	2,034
归母净利润增长率	5.69%	11.49%	17.69%	24.39%	3.19%
摊薄每股收益(元)	0.449	0.501	0.590	0.733	0.757
每股经营性现金流净额	0.77	0.75	1.04	1.23	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.95%	16.35%	17.83%	20.37%	19.37%
P/E	8.46	10.96	9.45	7.59	7.36
P/B	1.35	1.79	1.68	1.55	1.43

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **浮法玻璃和节能玻璃产能持续扩张**：公司是国内最大的玻璃原片生产企业之一，拥有 8 个原片生产基地、26 条在产浮法玻璃生产线，日融化量达到 17600 吨。节能玻璃业务不断拓展，已建成 4 个生产基地。根据公司战略规划，2024 年浮法玻璃和节能玻璃产能较 2018 年增长 30% 和 200% 以上。
- **供需格局改善，短期价格上涨可期**：在产业政策和环保的双重压力下，新增产能增速放缓，供给取决于冷修及复产产能。受疫情影响，市场再现产线集中冷修情形，同时复产产线较少，供给净减少 7700t/d。我们认为，2020 年玻璃价格走势与 2019 年类似。下半年随着地产竣工周期的启动，玻璃价格回升可期，全年玻璃均价 75 元/重箱，较当前的价格上涨 3 元/重箱。2022 年起，随着地产竣工周期结束，玻璃价格可能出现回落。
- **区域优势突出，成本控制能力强**：公司玻璃原片及节能玻璃产线可以直接辐射珠三角和长三角，产品售价高于其他区域。公司硅砂自给率高，燃料结构以价格低的石油焦为主，同时受益于原油和纯碱价格下跌带来的成本下降。假设 2020 年纯碱均价（不含税）1400 元/吨、石油焦均价（不含税）1100 元/吨，生产成本同比下降 4.36 元/重箱，降幅为 8.5%。
- **积极布局深加工，股息支付率高**：为抵御原片价格波动，公司向高端产品领域进军，如超白低铁光伏光电玻璃、高性能电子玻璃领域、中性硼硅药用玻璃等，深加工领域的拓展有利于提升公司估值。公司历来注重股东回报，上市以来已实施 7 次现金分红，占公司累计净利润的 52.44%，2019 年度的现金分红比例为 63.87%。

投资建议与估值

- 我们采用市盈率相对估值法对公司估值。预计公司 20-22 年 EPS 为 0.59 元/0.73 元/0.76 元，对应 PE 为 10X/8X/8X。考虑到公司目前的产品结构以浮法玻璃原片为主，与以深加工业务为主的可比公司存在差异。因此，给予公司 2020 年 13 倍 PE，较行业均值折价 32%，给予未来 6-12 个月 7.67 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 房地产行业下行风险、玻璃价格下跌风险、原材料成本上涨风险、电子玻璃和硼硅玻璃失败风险、股权质押风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 假设 2020 年没有新产线落地，2021 年落地三条 600t/d 生产线，2022 年落地两条 600t/d 生产线。假设公司产销率为 100%，2020-2022 年浮法玻璃销量分别为 1.18 /1.3/1.38 亿重箱，增速-1/10.2/6.2%。
- 2) 2019 年公司镀膜玻璃产能 1140 万平方米，中空玻璃产能 595 万平方米。随着在建项目投产后，镀膜玻璃产能增至 2600 万平方米/年，中空玻璃产能增至 1125 万平方米/年。假设 2020-2022 年节能玻璃销量 1352/1623/1947 万平方米，增速 20/20/20%。
- 3) 假设 2020-2022 年公司浮法玻璃产品售价（不含税）70/72/71 元重箱，同比变动-3/3/1%；假设公司 2020-2022 年节能玻璃产品售价（不含税）71/85/103 元平方米，同比变动 20/20/20%。
- 4) 受到纯碱和石油焦价格下跌影响，预计公司 2020-2022 年浮法玻璃单位直接材料成本 38.49/38.94/39.39 元重箱，单位直接人工和单位制造费用保持不变，预计公司 2020-2022 年浮法玻璃单位生产成本 46.82/47.27/47.72 元重箱，同比变动-9/1/1%。
- 5) 假设 2020-2022 年节能玻璃的毛利率 30/30/30%，与 2019 年毛利率持平。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为公司收入和利润主要来自浮法玻璃，玻璃价格是影响股价的关键。

我们认为，短期看，玻璃价格确实是影响公司股价走势的关键。但是，公司已经开始布局光伏玻璃、节能玻璃、电子玻璃、硼硅玻璃等深加工产品，这些产品在收入和利润占比的提升有助于提升公司的估值水平，带动股价上涨。

■ 股价上涨的催化因素

浮法玻璃价格上涨：浮法玻璃是公司主要收入和利润来源，价格上涨有助于提升公司盈利能力。

电子玻璃和硼硅玻璃研发成功：电子玻璃和硼硅玻璃是公司高端产品转型方向，研发成功有助于提升公司的估值水平。

■ 估值和目标价格

我们选取福耀玻璃、福莱特等玻璃企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对旗滨集团进行估值。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.59 元/0.73 元/0.76 元，对应 PE 为 10X/8X/8X。

考虑到公司目前的产品结构仍然以浮法玻璃原片为主，深加工玻璃对收入和利润的贡献有限，电子玻璃和硼硅玻璃产品存在不确定性，与以深加工业务为主的可比公司的产品结构存在差异。因此，我们给与公司 2020 年 13 倍 PE，较行业均值折价 32%，给予公司未来 6-12 个月 7.67 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

房地产投资大幅下滑风险：玻璃 75% 的应用领域为房地产，如果未来地产投资大幅下滑，必将会影响玻璃需求，对公司的利润产生负面影响。

内容目录

投资要件	2
1. 浮法玻璃行业领军企业	5
1.1 十五载发展历程，铸就行业龙头地位	5
1.2 玻璃原片产能位居全国前列	5
1.3 深加工业务不断拓展，节能玻璃布局已现雏形	6
1.4 玻璃原片业务为主，业绩逐年增长	7
2. 供需格局改善，短期价格上涨可期	8
2.1 供给收缩，奠定行情向上基础	8
2.2 竣工逻辑继续演绎，期待需求全面恢复	11
2.3 库存高位回落，价格止跌反弹	12
2.4 原料价格低位，成本压力减小	13
3. 立足浮法主业，布局转型升级	14
3.1 产品辐射主流市场，区位优势明显	14
3.2 原料成本低于行业，提升利润空间	15
3.3 中长期发展方向确立，股权激励措施跟进	16
3.4 战略转型抵御原片价格波动，成长性将逐渐显现	18
3.5 注重股东回报，稀缺的高分红标的	20
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议与估值	22
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：公司共有 26 条玻璃原片产线	6
图表 2：节能玻璃产能版图不断扩张	7
图表 3：2019 年玻璃原片是公司主要的收入来源	7
图表 4：2019 年玻璃原片是公司主要的利润来源	7
图表 5：2019 年玻璃原片产量历史新高	8
图表 6：节能玻璃产量持续增长	8
图表 7：近五年收入和利润稳步增长	8
图表 8：公司盈利能力相对稳定	8
图表 9：新点火、冷修和复产产能是影响玻璃供给的主要因素	9
图表 10：玻璃生产线数量增速放缓	9
图表 11：玻璃设计产能增速放缓	9
图表 12：2020 年 1-5 月共冷修 15 条生产线	10
图表 13：2020 年 1-5 月共复产 5 条生产线	10
图表 14：浮法玻璃在产产能出现回落	11

图表 15: 浮法玻璃产能利用率下滑.....	11
图表 16: 2020 年 3-4 月浮法玻璃月度产量同比回落.....	11
图表 17: 房地产竣工面积在 2019 年 Q3 出现好转.....	12
图表 18: 房企土地购置面积下滑.....	12
图表 19: 浮法玻璃生产线库存出现下滑.....	13
图表 20: 浮法玻璃价格出现反弹.....	13
图表 21: 纯碱价格跌至近十年来低位.....	14
图表 22: 油价下跌带动石油焦和重油价格下跌.....	14
图表 23: 华东、华南市场是公司主要收入来源市场.....	15
图表 24: 华东、华南地区玻璃价格引领全国.....	15
图表 25: 公司硅砂自给率较高.....	15
图表 26: 公司硅砂综合采购成本低.....	16
图表 27: “一体两翼”战略构想.....	17
图表 28: 事业合伙人持股计划主要考核指标为收入增速和 ROE.....	17
图表 29: 药用玻璃跟投架构.....	18
图表 30: 电子玻璃跟投架构.....	18
图表 31: 2015 年以来公司研发投入持续增长.....	18
图表 32: 公司节能玻璃项目收益远未达到预期水平.....	19
图表 33: 南玻电子玻璃板块收入稳定增长.....	20
图表 34: 南玻电子玻璃板块利润持续增长.....	20
图表 35: 公司分红比例保持在较高水平.....	21
图表 36: 盈利预测基本假设.....	22
图表 37: 可比公司估值情况.....	22

1. 浮法玻璃行业领军企业

1.1 十五载发展历程，铸就行业龙头地位

旗滨集团成立于 1988 年，2005 年进军玻璃行业，并更名为“株洲旗滨玻璃集团有限公司”。2011 年，公司登陆上海证券交易所。公司主营业务包括玻璃原片制造与销售、玻璃新材料研发以及玻璃深加工，是一家以生产、销售平板玻璃及节能工程玻璃为主的企业。

截至 2020 年 3 月 31 日，公司总股本 26.87 亿股、流通 A 股 26.6 亿股，福建旗滨集团有限公司和自然人俞其兵先生分别持股 27.07%和 14.98%。俞其兵先生直接和间接持有福建旗滨集团有限公司 100% 股权，合计持有公司 42.05% 股份，为公司的实际控制人。

1.2 玻璃原片产能位居全国前列

公司是国内最大的玻璃原片生产企业之一，在湖南醴陵、湖南郴州、广东河源、福建漳州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴、马来西亚森美兰州拥有 8 个原片生产基地、26 条在产优质浮法玻璃生产线，日熔化量达到 17600 吨。

公司玻璃原片业务运营主体分别是：(1) 漳州旗滨玻璃有限公司，拥有浮法玻璃生产线 8 条，日熔化量为 5700 吨，年产量约 3395 万重量箱；(2) 河源旗滨硅业有限公司，拥有浮法玻璃生产线 2 条，日熔化量为 1400 吨，年产量约 892 万重量箱；(3) 株洲醴陵旗滨玻璃有限公司，拥有浮法玻璃生产线 5 条，日熔化量为 3100 吨，年产量约 2183 万重量箱；(4) 绍兴旗滨玻璃有限公司，拥有浮法玻璃生产线 2 条，日熔化量为 1200 吨，年产量约 826 万重量箱；(5) 长兴旗滨玻璃有限公司，拥有浮法玻璃生产线 4 条，日熔化量为 2600 吨，年产量约 1822 万重量箱；(6) 平湖旗滨玻璃有限公司，拥有浮法玻璃生产线 2 条，日熔化量为 1200 吨，年产量约 877 万重量箱；(7) 旗滨集团（马来西亚）有限公司，拥有浮法玻璃生产线 2 条，日熔化量为 1400 吨，年产量约 902 万重量箱；(8) 郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司，拥有 1 条 1000t/d 光伏光电材料基板生产线，在 2018 年 9 月末点火生产。

图表 1：公司共有 26 条玻璃原片产线

序号	地区	所属企业	产线名称	产能 (d/t)
1	福建漳州	漳州旗滨	漳州一线	1000
2	福建漳州	漳州旗滨	漳州二线	600
3	福建漳州	漳州旗滨	漳州三线	600
4	福建漳州	漳州旗滨	漳州四线	800
5	福建漳州	漳州旗滨	漳州五线	600
6	福建漳州	漳州旗滨	漳州六线	600
7	福建漳州	漳州旗滨	漳州七线	700
8	福建漳州	漳州旗滨	漳州八线	800
9	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵一线	600
10	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵二线	500
11	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵三线	900
12	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵四线	600
13	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵五线	500
14	湖南郴州	郴州旗滨	郴州超白产线	1000
15	广东河源	河源旗滨	河源一线	800
16	广东河源	河源旗滨	河源二线	600
17	浙江绍兴	绍兴旗滨	陶堰一线	600
18	浙江绍兴	绍兴旗滨	陶堰二线	600
19	浙江长兴	长兴旗滨	长兴一线	800
20	浙江长兴	长兴旗滨	长兴二线	800
21	浙江长兴	长兴旗滨	长兴三线	600
22	浙江长兴	长兴旗滨	长兴四线	600
23	浙江平湖	平湖旗滨	平湖一线	500
24	浙江平湖	平湖旗滨	平湖二线	600
25	马来西亚森美兰州	马来西亚旗滨	马来一线	600
26	马来西亚森美兰州	马来西亚旗滨	马来二线	600
合计				17600

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 深加工业务不断拓展，节能玻璃布局已现雏形

为加快产业结构调整 and 升级，在玻璃原片业务基础上，公司大力发展节能玻璃业务。自 2016 年底以来，公司已在广东河源、浙江绍兴、湖南醴陵和马来西亚森美兰州建成 4 个节能玻璃生产基地。此外，公司正在筹建长兴节能玻璃基地，同时拟在天津滨海新区新建节能玻璃生产基地。

目前公司已建成深加工年产能：镀膜玻璃 1140 万平方米左右，中空玻璃 595 万平方米左右。玻璃深加工业务运营主体分别是：(1) 广东旗滨节能玻璃有限公司，拥有 2 条镀膜线、年产能 270 万平方米，7 条中空线、年产能 250 万平方米；(2) 浙江旗滨节能玻璃有限公司，拥有 1 条镀膜线、年产能 135 万平方米，3 条中空线、年产能 125 万平方米；(3) 南方节能玻璃（马来西亚）有限公司，拥有 1 条镀膜线、年产能 135 万平方米，3 条中空线、年产能 125 万平方米；(4) 湖南旗滨节能玻璃有限公司，拥有 2 条镀膜线、年产能 600 万平方米，3 条中空线、年产能 95 万平方米。

根据公司公告，未来湖南节能二期、长兴节能和天津节能项目投产后，镀膜玻璃年产能增至 2600 万平方米，中空玻璃年产能增至 1125 万平方米。

图表 2：节能玻璃产能版图不断扩张

项目名称	产能	状态
广东节能（一期）	1条镀膜线、3条中空线；单片镀膜玻璃年产能135万平方米、中空玻璃年产能125万平方米	2018年投入商业化运营
广东节能（二期）	1条镀膜线、4条中空线；单片镀膜玻璃年产能135万平方米、中空玻璃年产能125万平方米	2019年投入运营
浙江节能（扩产后）	1条镀膜线、3条中空线；单片镀膜玻璃年产能135万平方米、中空玻璃年产能125万平方米	2018年投入商业化运营
马来西亚节能	1条镀膜线、3条中空线；单片镀膜玻璃年产能135万平方米、中空玻璃年产能125万平方米	2019年5月投入商业化运营
湖南节能（一期）	2条镀膜线、3条中空线；单片镀膜玻璃年产能600万平方米、中空玻璃年产能95万平方米	建设完毕
湖南节能（二期）	1条镀膜线、2条中空线；预计单片镀膜玻璃年产能500万平方米，中空玻璃年产能50万平方米	拟建
浙江长兴节能	2条镀膜线，8条中空线等，预计年产单片镀膜玻璃480万平方米、中空玻璃240万平方米、钢化夹层玻璃15万平米、钢化玻璃20万平米	在建
天津节能	2条镀膜线，8条中空线等，预计年产单片镀膜玻璃480万平方米、中空玻璃240万平方米、其他玻璃35万平米	拟建

来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 玻璃原片业务为主，业绩逐年增长

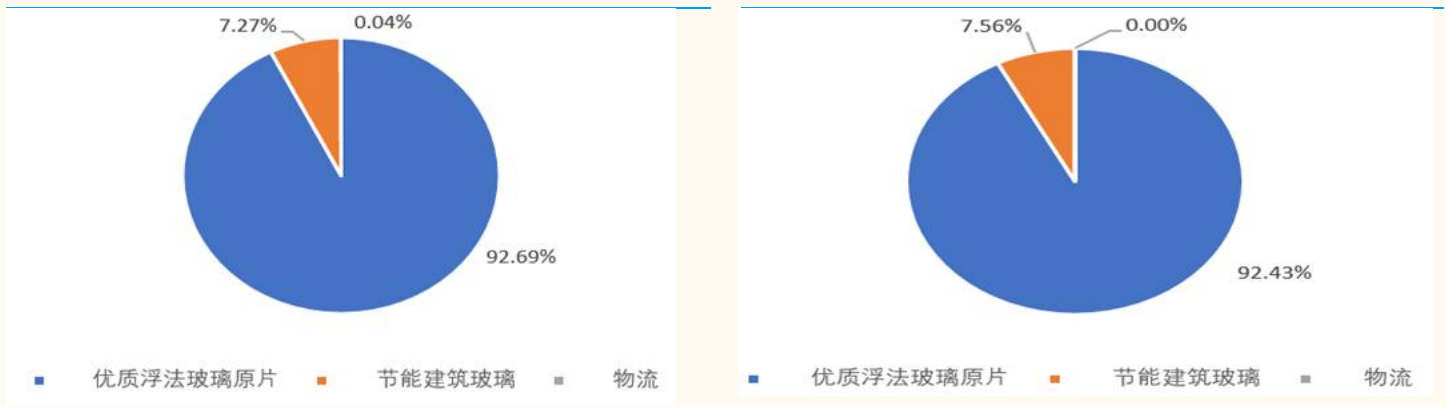
公司主营业务分为浮法玻璃原片、节能建筑玻璃和物流三大板块，玻璃原片业务依然是公司主要的收入和利润来源，但节能建筑玻璃（玻璃深加工）业务占比在迅速提升。2019年公司主营业务收入92.00亿元，毛利26.67亿元。其中，优质浮法玻璃原片业务实现营收85.28亿元，占比92.69%，毛利24.66亿元，占比92.43%；节能建筑玻璃业务实现营收6.69亿元，占比7.27%，毛利2.02亿元，占比7.56%。

图表 3：2019 年玻璃原片是公司主要的收入来源



来源：公司年报，国金证券研究所

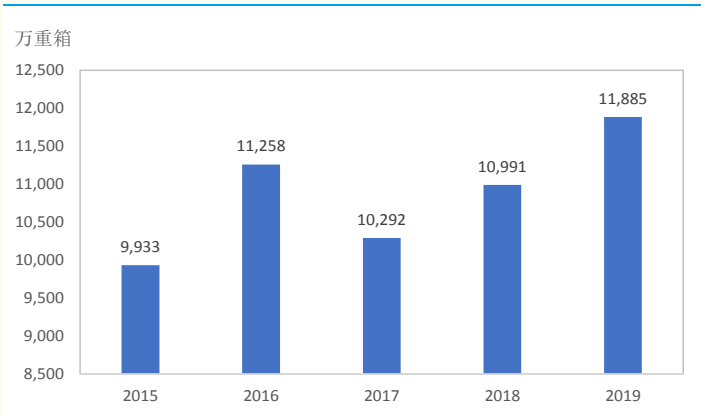
图表 4：2019 年玻璃原片是公司主要的利润来源



来源：公司年报，国金证券研究所

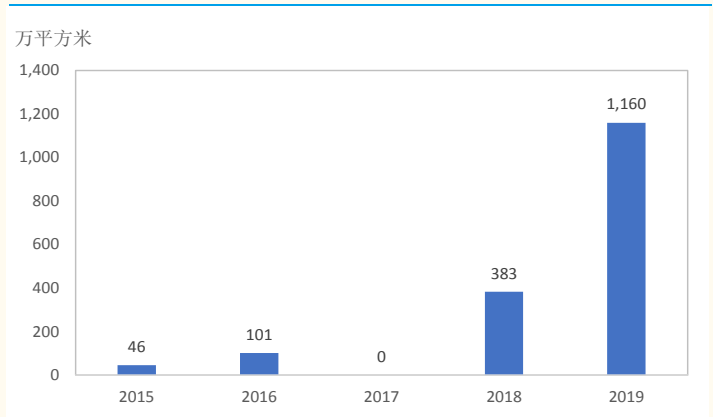
近三年，旗滨集团玻璃原片产量逐年增加，2019年达到11885万重箱，同比增长8.13%，再创历史新高。随着前期建设产能的不断释放，公司节能建筑玻璃产量持续增长，2019年达到1160万平方米，同比增加202.87%。

图表 5：2019 年玻璃原片产量历史新高



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：节能玻璃产量持续增长

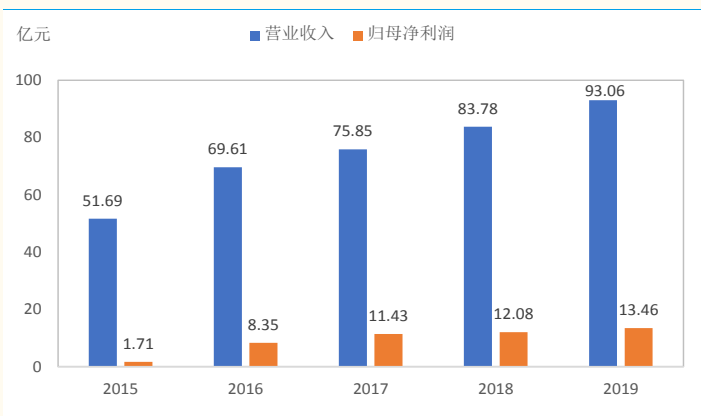


来源：公司年报，国金证券研究所

公司营收和利润稳步增长，2019 年实现营业总收入 93.06 亿元，同比增长 11.07%；实现归母净利润 13.46 亿元，同比增长 11.49%。一方面得益于，2019 年下半年玻璃原片价格的上涨，另一方面则是由于深加工玻璃的放量，推动公司业绩提升。

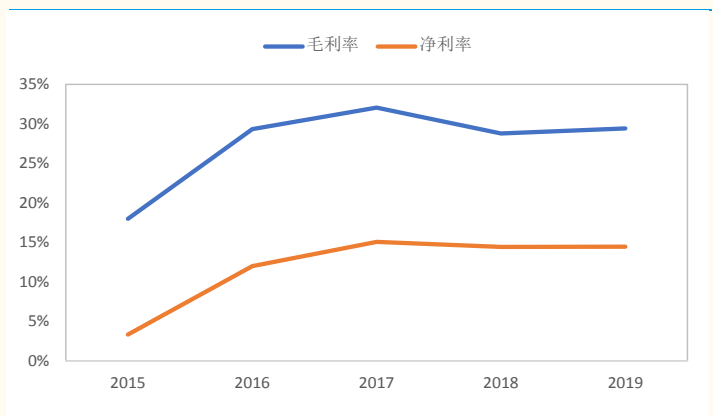
虽然公司盈利受玻璃原片价格波动影响较大，但毛利率及净利率整体保持平稳。2019 年，公司综合毛利率为 29.44%、同比增加 0.65 个百分点，净利率为 14.46%、同比增加 0.05 个百分点。

图表 7：近五年收入和利润稳步增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 8：公司盈利能力相对稳定



来源：公司年报，国金证券研究所

2. 供需格局改善，短期价格上涨可期

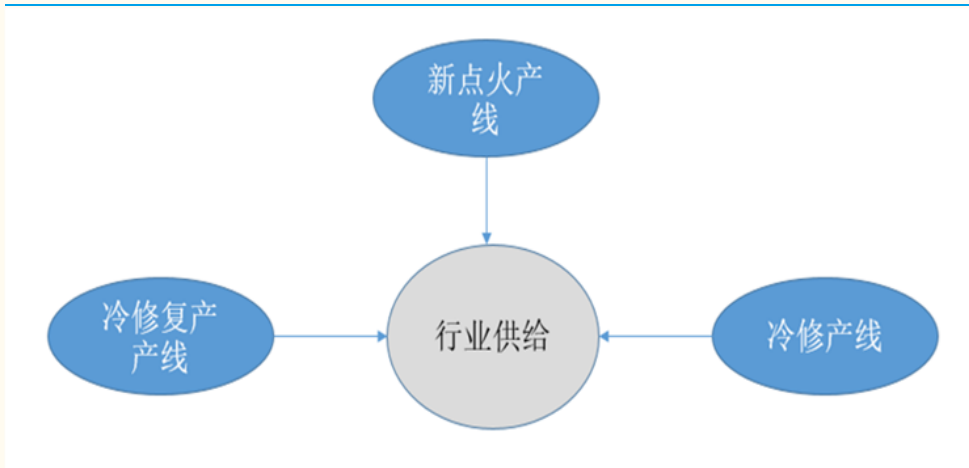
2.1 供给收缩，奠定行情向上基础

■ 供给具有刚性，变化取决于新点火、冷修和复产产能

玻璃生产的主要环节是在熔窑内高温加热配合料，熔窑寿命一般为 8-10 年，超过这一期限，玻璃产线效率将打折扣，需要停窑冷修。由于玻璃熔窑冷修复产成本较高，难以做到类似水泥熟料产线的随时关停，因此玻璃窑一经开窑，必须长期保持生产状态，导致玻璃供给具有刚性。

玻璃产线供给刚性的特征，使得在产产能能够较为真实的反映供给情况。我们认为，影响玻璃行业供给变化的主要因素，分别是：新点火产能、冷修复产产能和冷修产能。

图表 9：新点火、冷修和复产产能是影响玻璃供给的主要因素



来源：国金证券研究所

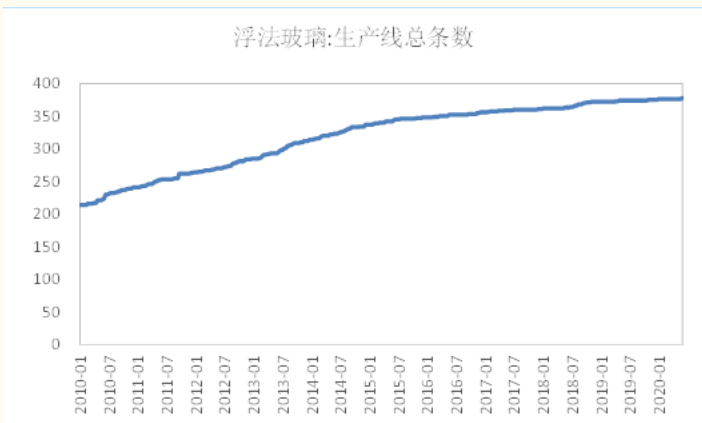
■ 产业政策趋严，新增产能放缓

我国平板玻璃产能结束快速扩张阶段，新增产能受到严格控制。玻璃行业进入门槛相对较低，当行业处于景气周期之时，吸引了大批资本的涌入，致使玻璃产能快速增加。2016年后，在国家去产能政策指引下，同时叠加环保政策逐步趋严，玻璃行业产能扩张速度明显放缓。

2016年5月，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34号文)，在2020年底以前，严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。产能置换政策也更加严格。2018年1月，工信部印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》要求，环境敏感区的平板玻璃建设项目，置换比例不低于1.25，且用于置换的淘汰产能，在建设项目投产前必须关停。2018年8月，工信部、发改委联合印发《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求从严审核产能置换方案，坚决禁止新增产能。2020年1月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》中指出，停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换。

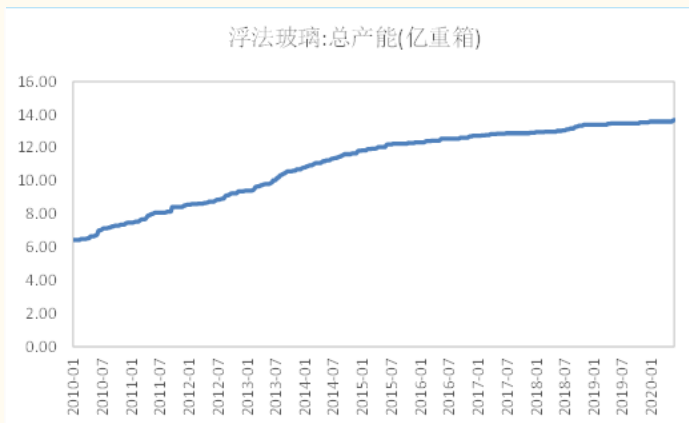
从政策执行情况来看，新增产能的扩张确实得到了一定程度的控制。由于对新增产能控制，玻璃设计产能总量增长缓慢，新点火产能已非供给主导因素。2018年1月末，我国玻璃设计总产能为12.91亿重箱，2020年5月末，我国玻璃设计总产能为13.58亿重箱，产能仅增加0.67亿重箱。

图表 10：玻璃生产线数量增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：玻璃设计产能增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

■ 市场行情偏弱，在产产能明显减少

在市场行情较好时，企业会通过热修等方法适当提高到期窑炉使用寿命，但未及时冷修的产线存在安全质量隐患，因此冷修延迟时间有限。在2009-

2011 年行业上行周期中，有较多生产线投产，理论 2017-2021 年行业将处于冷修高峰期。

产线的集中冷修可在短时间内减少行业供给，在下游需求启动后，可快速拉升玻璃价格。经过 2018 年底以及 2019 年上半年的冷修停产高峰，行业供给得到有效缩减。2019 年三季度，房地产竣工修复开启，需求随之增加，在前期集中冷修的背景下，玻璃价格步入上行通道。2019 年 6 月，国内重点城市浮法玻璃价格为 73 元/重箱，2019 年 12 月，上涨至 82 元/重箱。

2020 年一季度市场下行，再现产线集中冷修场景。2020 年初以来受新冠疫情影响，下游需求大幅下滑，在高库存压力下，同时叠加窑龄到期和沙河地区环保趋严，已有多条产线进行冷修。截至 2020 年 5 月 31 日，已有 15 条产线冷修，合计产能 12000t/d，有望复制 2019 年 6 月份行业集中冷修后玻璃行情触底回升的局面。

图表 12：2020 年 1-5 月共冷修 15 条生产线

序号	生产线	地址	日熔化量 (t)	时间
1	洛波集团龙玻超薄线	河南	250	2020.1
2	河北迎新四线	河北	600	2020.1
3	江门信义三线	广东	900	2020.1
4	天津信义一线	天津	1000	2020.1
5	武汉明达	湖北	700	2020.2
6	江西宏宇一线	江西	700	2020.3
7	成都台玻一线	四川	700	2020.4
8	本溪玉晶三线	辽宁	900	2020.4
9	河北金仓一线	河北	600	2020.4
10	河北鑫磊一线	河北	600	2020.4
11	沙河长城八线	河北	1450	2020.5
12	秦皇岛弘耀二线	河北	600	2020.5
13	唐山蓝欣二线	河北	500	2020.5
14	沙河海生一线	河北	600	2020.5
15	沙河海生二线	河北	600	2020.5
合计			12000	

来源：中国玻璃信息网，国金证券研究所

玻璃生产线冷修时间通常为半年左右，在行情好转后，企业多数会选择积极复产。2019 年全国共有 16 条玻璃产线复产，合计产能 10500t/d，但多集中在 5 月份行情向好之后。因此按照通常半年至一年的冷修周期推算，未来冷修复产增量主要集中在 2019 年及之后的冷修产线，整体有限。

2020 年上半年由于行业盈利状况较差，企业复产积极性不高，目前仅有 5 条产线复产，合计产能 2800t/d。

图表 13：2020 年 1-5 月共复产 5 条生产线

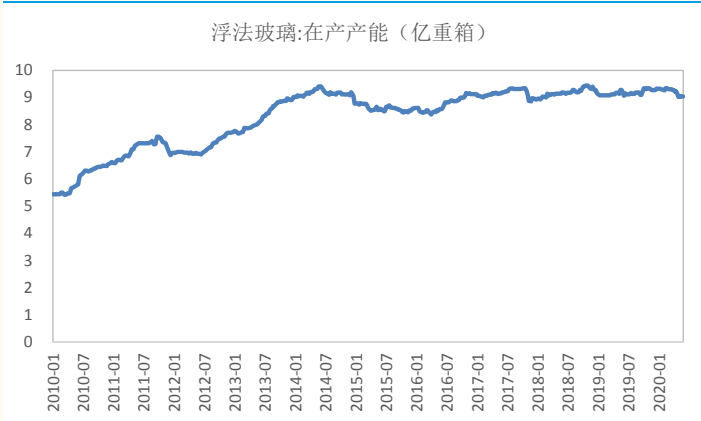
序号	生产线	地址	日熔化量 (t)	时间
1	重庆渝琥二线	重庆	700	2020.1
2	重庆渝荣	重庆	300	2020.1
3	山西利虎交城二线	安徽	600	2020.4
4	漳州旗滨玻璃公司五线	福建	600	2020.5
5	青海耀华一线	青海	600	2020.5
合计			2800	

来源：中国玻璃信息网，国金证券研究所

在新增产能被严格限制的背景下，冷修和复产产能之间的博弈成为影响行业供给的主导因素。2020 年 1-5 月，玻璃行业冷修产线 15 条，复产产线 5 条，新点火产线 2 条，净减少产能 7700t/d。截至 2020 年 6 月 5 日，行业在产产能

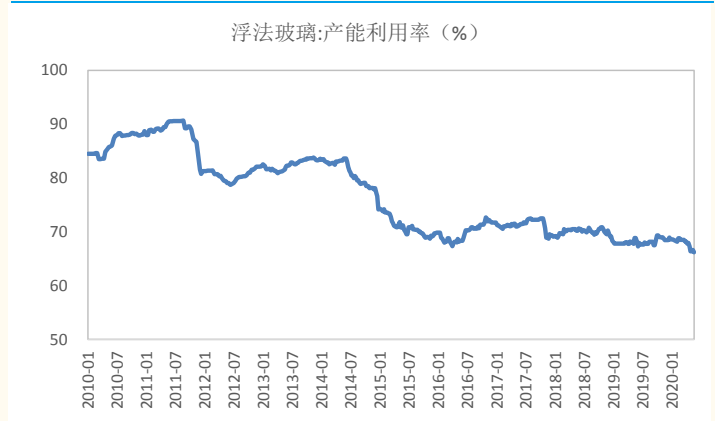
为 9.04 亿重箱，较年初减少 0.27 亿重箱。供给呈现收缩态势，为下半年行情启动奠定了较好的基础。

图表 14：浮法玻璃在产产能出现回落



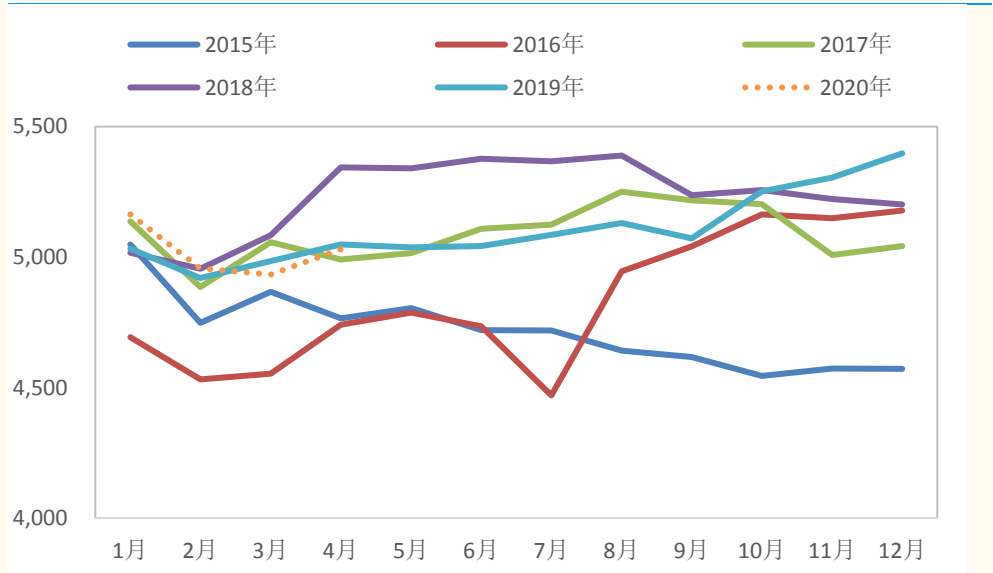
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：浮法玻璃产能利用率下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：2020 年 3-4 月浮法玻璃月度产量同比回落



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 竣工逻辑继续演绎，期待需求全面恢复

■ 房企“高周转”战略致使玻璃需求延后

房屋新开工面积曾是预测玻璃未来一段时间需求量相对较好的指标。根据历史数据分析，房屋竣工面积增速相对于新开工面积增速存在 1 年左右的滞后期，进而推测未来玻璃消费情况。但近年来，由于房企推进“高周转”战略，致使新开工与竣工面积的“剪刀差”不断扩大，新开工面积的预测功能也在逐渐弱化。

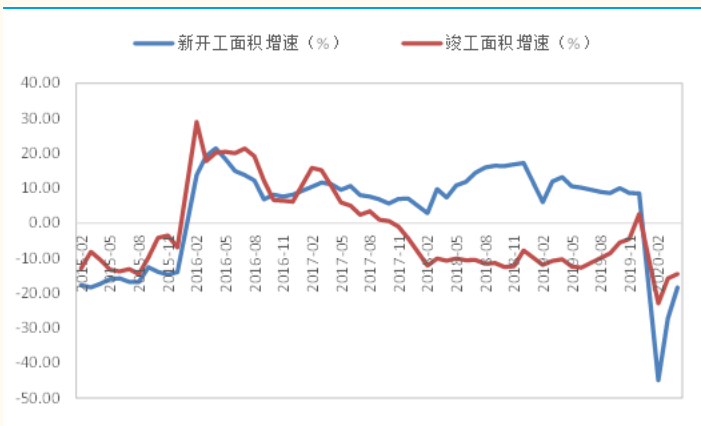
所谓“高周转”战略，即房企为了缓解资金压力以及在房地产下行周期加紧销售，从而加快新开工和推盘节奏，快速回笼资金。在“高周转”模式下，房屋新开工面积持续高企，导致施工节奏放缓，竣工面积表现低迷。2017 年下半年-2019 年下半年，房屋新开工面积增速与竣工面积增速的剪刀差不断拉大，同时遥遥领先于施工面积增速，相关建材需求难以沿产业链有效传导，玻璃需求也受到明显压制。2018 年，房屋新开工面积增速为 17.2%，竣工面积增速为 -7.8%；2019 年，房屋新开工面积增速为 8.5%，竣工面积增速为 2.6%。

■ 房地产竣工开始修复，且仍将延续

在期房交房的刚性约束下（一般交房周期为 2 年），2019 年房企开始加快施工，8 月份之后，房企建安成本增加，房屋竣工面积增速开始转正，表明地产产业链已加速向竣工传递，玻璃需求也随之回暖。2019 年全国房屋竣工面积为 9.59 亿平方米，同比增长 2.6%，而上年同期为下滑 7.8%。

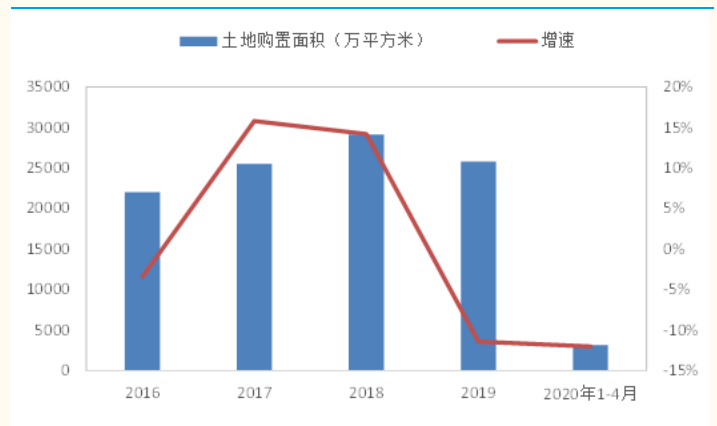
疫情短期对房地产投资、销售以及施工均会产生一定冲击，随着全面的复工复产，耽误的工期完全可以依靠后期的赶工进行弥补，房地产竣工逻辑将继续演绎。从新开工和竣工剪刀差角度分析，近两年产业链主要传导路径为“新开工—预售—施工—竣工”，剪刀差修复的动能也是来源于预售交房的刚性约束，2018 以来持续高位的新开工面积也将在这两年转化为竣工面积。随着房企拿地意愿降低，资金可更多向施工端倾斜。2019 年房企土地购置面积 2.58 亿平方米，同比减少 11.4%；2020 年 1-4 月份为 0.32 亿平方米，同比减少 12%。此外，受益于国家加大逆周期调节力度，流动性渐显宽松，2019 年 4 月社融规模同比增长 12%，房企融资环境也在逐渐改善。以上因素均将推动房地产竣工的修复。

图表 17：房地产竣工面积在 2019 年 Q3 出现好转



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：房企土地购置面积下滑



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 库存高位回落，价格止跌反弹

玻璃价格走势长期看供需，短期看库存。当厂家库存处于低位时，往往具有强烈的抬价冲动，而当库存较高时，又通常会采取“降价去库存”的策略。跟踪玻璃库存变化，对研判玻璃价格具有重要意义。

2019 年上半年，由于下游需求偏弱，供需矛盾突出，行业整体库存不断攀升，于 5 月份达到 4468 万重箱，同比增长 34.09%。随后受益于产线集中冷修以及下半年房地产竣工修复，库存一路下滑，在 11 月降至 3768 万重箱。在此期间，玻璃价格与库存呈反向变动。

2020 年一季度，春节假期较往年提前，玻璃原片厂家出货也随之提早放缓，此后突如其来的新冠疫情导致下游需求迟迟无法启动，同时交通运输也受到限制，尤其华中地区原片厂家基本无法出货，而玻璃供给又相对刚性，造成玻璃行业库存存在 3 月底达到近年高点，为 5256 万重箱。

2020 年 4 月份开始，随着复工复产的推进，下游需求开始恢复、物流运输趋于正常，部分窑龄到期产线也选择在这一阶段集中冷修，供需基本面不断好转。此外，玻璃原片厂家也在频繁向下调整价格，用以消化库存。2020 年 4 月底，玻璃价格跌至 67 元/重箱，玻璃库存降至 5188 万重箱。

目前来看，玻璃高库存情况在逐渐缓解，玻璃价格也开始止跌回升。截至 2020 年 6 月 12 日，全国主要城市浮法玻璃现货价为 72.04 元/重箱，较 4 月 30 日回升 4.8 元/重箱。从绝对体量来看，当前玻璃库存依然较高，后期新点火产线也将带来供给增量，同时伴随农忙与梅雨季节的到来，需求仍然存在一定压力，短期内供需格局难以彻底扭转。

不过，我们坚定看好 2020 年下半年竣工逻辑继续演绎，前期积压的玻璃

需求将集中释放。当前供给已明显收缩，随着行情回暖，新点火以及复产产线后续虽然会有所增加，但在下游需求复苏的背景下，供需格局仍将向好，玻璃价格回升可期。我们预计 2020 年玻璃均价 75 元/重箱，较当年的价格上涨 3 元/重箱。2022 年起，随着竣工周期的结束，玻璃价格可能出现回落。

图表 19：浮法玻璃生产线库存出现下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：浮法玻璃价格出现反弹



来源：Wind，国金证券研究所

2.4 原料价格低位，成本压力减小

原材料和燃料是平板玻璃生产过程中最主要的成本支出。不同玻璃厂家原材料使用情况区别不大，多是纯碱、石英砂等，但燃料结构不尽相同，主流的种类包括天然气、石油焦、重油和煤制气。根据中国产业信息网数据，原材料占到玻璃生产成本的 43% (纯碱占到原材料成本的 54%)，燃料成本占玻璃生产成本的 34%。因此，纯碱和燃料价格变动是影响玻璃企业盈利水平的两个重要因素。

■ 纯碱：产能过剩，价格承压

此前由于纯碱行业整体较为景气，企业盈利能力尚可，产能投放积极性较高，导致近年供给明显增加。2019 年我国纯碱产能达到 3247 万吨，同比增长 5%；纯碱产量达到 2887.7 万吨，同比增长 10.2%。

下游需求增速低于供给，产能过剩情况明显。纯碱下游消费结构主要是平板玻璃、日用玻璃、氧化铝、洗涤剂、化学品等，其中平板玻璃占总需求的 55%。

由于产能严重过剩、需求不足，纯碱行业自 2019 年四季度开始步入下行周期，目前仍未见到改善。当前玻璃行业使用的重质纯碱已经创十年新低，截至 2020 年 6 月 12 日，全国重质纯碱市场价（中间价）为 1271 元/吨，同比下跌 34%。

业内通常认为每重量箱浮法平板玻璃约消耗重质纯碱 10-11 千克，我们取中间值为 10.5 千克，则当前所用纯碱成本为 13.5 元/重箱。

2020 年，新冠疫情导致纯碱行业呈现供需双弱的局面，供给依旧过剩，库存仍在不断增加。2020 年 4 月，中国纯碱工业协会发布纯碱行业减产通知，要求企业减产 30% 以实现产能出清，随后宣布该减产通知无效。我们可以近似认为，纯碱行业的产能过剩比例约为 30%。未来在产能过剩和高库存的压力下，预计纯碱价格或将继续在低位区间震荡徘徊。假设 2020 年纯碱均价（不含税）1400 元/吨，公司浮法玻璃生产成本同比下降 2.6 元/重箱，降幅为 5.1%。

■ 燃料：受益原油价格下跌，燃料价格大幅下滑

根据自身实际情况，不同玻璃企业在生产过程中所采用的燃料也具有差异，因此导致能源成本有明显区别。现在业内主流使用的燃料有两种：石油焦和天然气，同时个别地区和企业也存在使用煤制气和重油作为生产燃料的情况。

石油焦是石油提炼过程中产生的副产品，具有高效、低成本的特点，但含有硫份污染，主要在中低端玻璃生产线中使用。天然气作为清洁能源，具有热

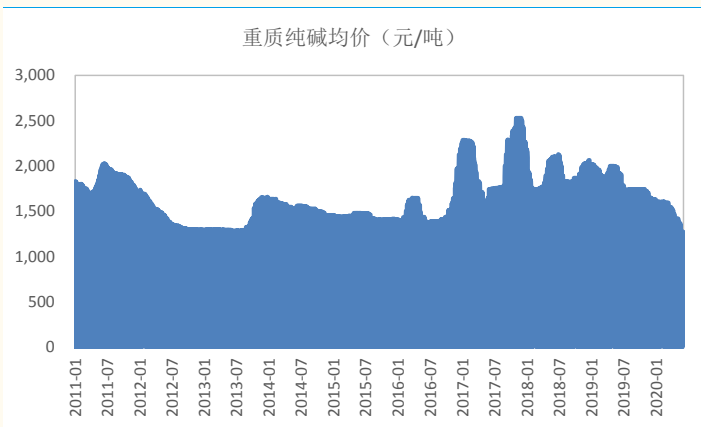
值高、燃烧效率稳定等优点，主要用于中高端玻璃生产线。近年来，随着环保压力的增加，以天然气作为燃料的生产线比例不断提高。

生产 1 重箱平板玻璃平均所需的热量为 90000 大卡，石油焦的热值一般为 8000-9000 大卡/千克，取其平均值为 8500 大卡/千克，则需要 10.55 千克石油焦；重油的热值 10000-11000 大卡/千克，取其平均值为 10500 大卡/千克，则需重油 8.57 千克；天然气的热值为 8000-8500 大卡/立方米，取其平均值为 8250 大卡/立方米，则需天然气 10.91 立方米天然气。

根据隆众资讯数据，当前玻璃生产常用的山东地区重硫（#4）石油焦价格是 760 元/吨，若包含运费，到厂价应在 1000 元/吨左右，则石油焦燃料生产成本为 10.5 元/重箱。根据 Wind 数据，重油价格为 2000 元/吨左右，则重油生产成本为 17.14 元/重箱；目前管道天然气门站价是 1.8 元/立方米左右，则天然气燃料生产成本为 19.6 元/重箱。

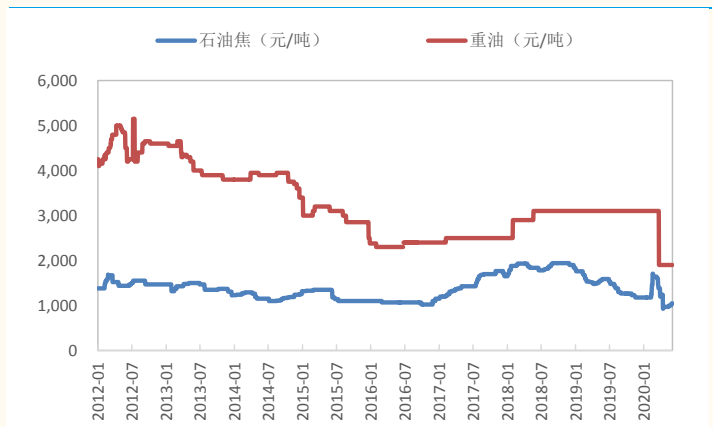
石油焦和重油作为玻璃生产的重要燃料，其价格与原油价格相关性很高。2020 年随着全球疫情的不不断蔓延，世界经济陷入停顿，导致国际原油价格大幅下滑，石油焦与重油价格出现明显回落，玻璃生产企业生产成本压力也随之减轻。截至 2020 年 6 月 12 日，齐鲁石化石油焦（4#）出厂价为 1100 元/吨，同比下跌 34%；镇海炼化重油出厂价为 1900 元/吨，同比下跌 39%。假设 2020 年石油焦均价（不含税）1100 元/吨，公司浮法玻璃生产成本同比下降 1.76 元/重箱，降幅为 3.4%。

图表 21：纯碱价格跌至近十年来低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：油价下跌带动石油焦和重油价格下跌



来源：Wind，国金证券研究所

3. 立足浮法主业，布局转型升级

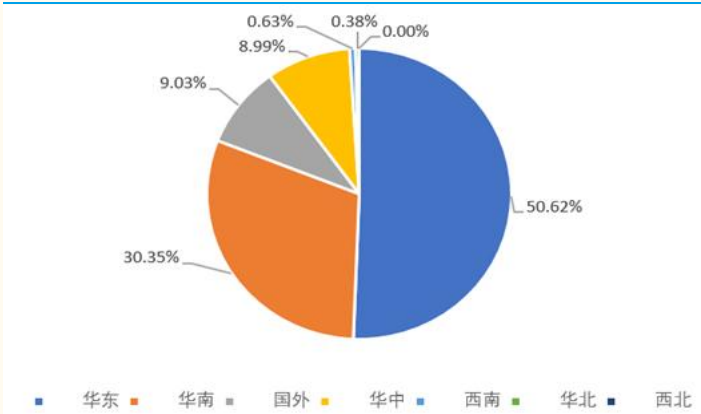
3.1 产品辐射主流市场，区位优势明显

公司玻璃原片产线占据区域优势，国内七大生产基地有效覆盖华中、华南、华东市场以及部分西南市场，并且直接辐射珠三角和长三角这两个玻璃需求最旺盛的市场。此外，公司生产基地所处位置大多交通便利，运输成本较低，有助于提高产品的竞争力，如：漳州旗滨拥有三个海运码头，且紧邻沈海高速公路，产品可直达长三角、珠三角及国外市场；醴陵旗滨毗邻京港澳、沪昆、平汝三条高速公路，链接华中市场；河源旗滨则处于河梅高速公路蓝口出口处，产品可以直接进入华南市场；绍兴旗滨、长兴旗滨、平湖旗滨则拥有丰富的河流资源和发达的公路交通，且均在华东大市场核心范围内。

华东、华南是公司最主要的市场，同时这两个地区玻璃价格也一直引领全国，因此公司产品销量和售价均具备支撑。2019 年，公司在华东地区营收达到 46.58 亿元，占总营收的 50.62%；华南地区营收达到 27.92 亿元，占总营收的 30.35%。截至 2020 年 6 月 12 日，在国内重点城市浮法玻璃价格统计中，全国均价 72.04 元/重箱，华南（广州）浮法玻璃均价 76.3 元/重箱，位居全国首位；华东（上海）浮法玻璃均价 76 元/重箱，位居第二位。

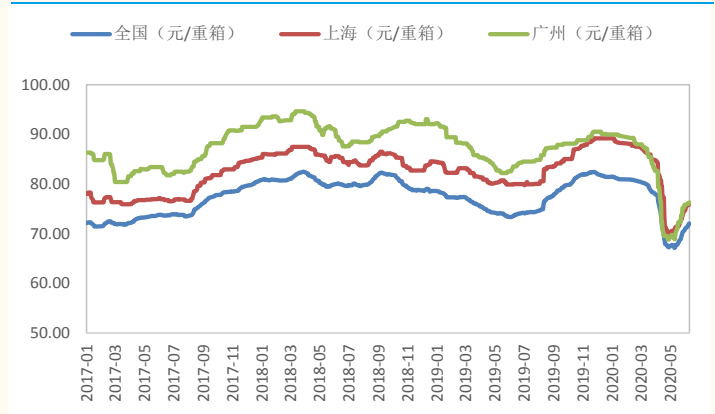
公司在国内的节能玻璃基地（浙江、广东、湖南）也主要布局在华东、华南和华中市场，拟建的天津节能玻璃基地位于京津冀地区，该项目建成后节能玻璃业务将完成对我国经济最为发达区域市场的覆盖。经济发达地区的公共建筑项目容量大、高端项目多、产品配置高，对节能玻璃的需求更旺盛，公司也将从中充分受益。

图表 23：华东、华南市场是公司主要收入来源市场



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 24：华东、华南地区玻璃价格引领全国



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 原料成本低于行业，提升利润空间

■ 硅砂：资源储备丰富，自给率较高

公司前瞻性获取矿山资源，国内已形成四大硅砂开采基地。近年来，由于国家安全、环保执法、打黑除恶力度的加大，部分硅砂矿山被迫关停，导致供应明显收缩，硅砂价格随之上涨。公司历来重视硅砂资源储备，现已拥有四家硅砂矿，分别位于福建漳州东山、广东河源、湖南郴州和湖南醴陵（为 2019 年新购），并拟在马来西亚森美兰州投资建设新的硅砂生产基地，年产量约为 24 万吨。

除位于浙江的长兴、绍兴、平湖基地外，国内玻璃生产基地均已配套硅砂矿，硅砂自给率较高。公司原片产能 17600t/d，全年总产量约为 11563 万重箱（17600*365*20*90%）。根据生产 1 重箱玻璃原片的硅砂单耗约为 35 千克计算，则每年需要硅砂 405 万吨。公司现有硅砂矿设计开采产能约为 268 万吨/年，则自给率达到 66%。后续马来西亚硅砂矿投产和湖南醴陵扩产（60 万吨/年增至 90 万/年）后，自给率将达到 80%。我们认为，硅砂实际开采量一般大于设计产能，且公司硅砂资源也会跨区域支援浙江基地生产，因此自给率将会更高。

图表 25：公司硅砂自给率较高

运营企业	产地	储量 (万吨)	年产能 (万吨)	备注
漳州旗滨玻璃有限公司	福建漳州	2543	150	已与政府签订 5500 万吨硅砂资源的协议
河源旗滨硅业有限公司	广东河源	330	28	已获得政府 2000 万吨超白硅砂资源承诺
资兴市佳泰矿业有限公司	湖南郴州	497.93	30	
醴陵市金盛硅业有限公司	湖南醴陵		60	预计储量不低于 3000 万吨
旗滨集团（马来西亚）有限公司	马来西亚森美兰州		28	拟建

来源：公司公告，国金证券研究所

根据来源不同，硅砂可分为矿砂和海砂。内陆玻璃企业多采用矿砂，而沿海地区和水路交通便利的玻璃企业则主要使用海砂。整体而言，由于运输成本相对较低，海砂的终端价格要更为便宜。

公司自用硅砂成本低于行业平均水平。根据当前硅砂价格行情，我们假设当前海砂到厂价位 150 元/吨，矿砂到场价为 200 元/吨，按照硅砂销售毛利率在 30% 左右计算，则公司海砂自给成本为 105 元/吨，矿砂自给成本为 140 元/吨。公司硅砂自给比例 66%（其中海砂 37%，矿砂 29%），外购比例 34%，且主要集中在浙江基地。我们假设浙江基地外购均为海砂，则公司硅砂综合采购成本为 130 元/吨。综合计算，公司玻璃生产过程中，硅砂成本约为 4.55 元/重

箱，较外购矿砂企业低 2.45 元/重箱，较外购海砂企业低 0.35 元/重箱。

随着硅砂矿山进入门槛的提高，公司拥有充足的硅砂资源，不仅能有效控制生产成本，还可以降低对外购硅砂的依赖，保证战略用砂安全。此外，福建东山、广东河源均是全国知名优质硅砂生产基地，为公司产品向高端产品转型创造了良好条件。

图表 26：公司硅砂综合采购成本低

	成本（元/吨）	使用比例
自给海砂	105	37%
自给矿砂	140	29%
外购海砂	150	34%
外购矿砂	200	0%
综合成本	130	

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 燃料：以石油焦为主，价格大幅下滑

公司燃料结构由石油焦、天然气和重油组成，其中石油焦占比最高，整体燃料成本在行业内仍然较低。由于公司没有披露 2019 年燃料采购数据，我们选取 2018 年数据进行分析。

2018 年，公司燃料采购费用共计 19.05 亿元，石油焦占比 60.08%、天然气占比 23.71%、重油占比 16.21%。生产 1 重箱玻璃，石油焦单耗为 10.55 千克、重油单耗为 8.57 千克、天然气单耗为 10.91 立方米。2018 年，公司采购石油焦单价为 1431 元/吨，重油单价为 2710 元/吨，天然气单价为 2.22 元/立方米，则三者作为燃料的成本分别为 15、23 和 24 元/重箱。

公司玻璃产线主要分布在我国环保压力较小的南方地区，且多数产品质量并非定位高端，这是公司可以大量采用成本较低的石油焦作为燃料的客观条件。公司不断改进燃烧系统则是主观原因，即使使用石油焦作为燃料，仍能克服其燃烧不充分带来的缺陷，令玻璃质量达到所需标准。

3.3 中长期发展方向确立，股权激励措施跟进

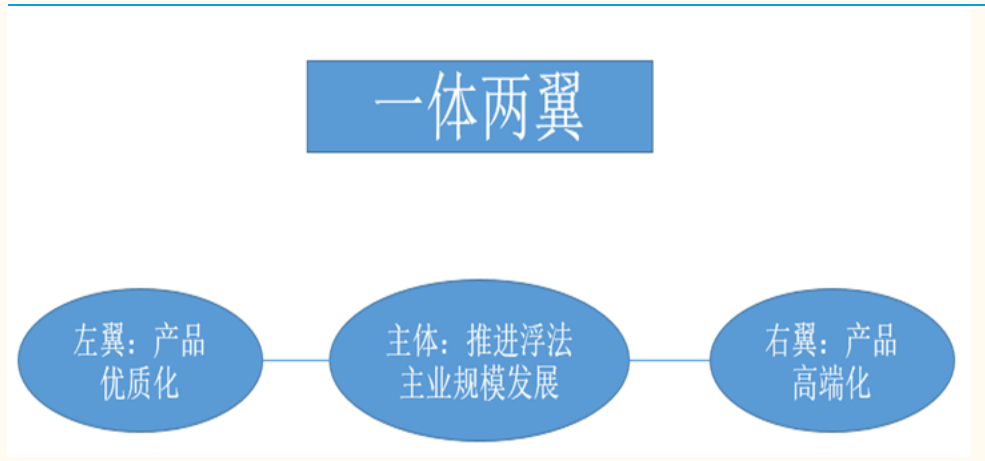
■ 战略规划公布，指引前行方向

2019 年 9 月，公司发布中长期发展战略规划纲要（2019-2024 年），确定了“做强做大”的战略规划：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。

具体战略实施可以概况为“一体两翼”。(1)有机主体-规模发展：推进浮法规模扩张计划，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；(2)左翼-产品优质化：做强做优浮法主业，不断优化产品品种和结构，提高产品竞争力和市场控制力，使得产品质量、工艺技术、节能降耗、环保管理等处于行业领先水平；(3)右翼-产品高端化：以现有业务、产品、资源为基础，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。目前公司自主研发投资的醴陵电子线已投产，并在积极建设中性硼硅药用玻璃项目，标志着向高端产品领域取得重大进展。

在行业产能过剩、房地产市场下行的背景下，单纯扩充产能已并非浮法原片企业发展的良性选择。当前玻璃原片产品同质化较为严重，竞争激烈，因此提升产品附加值、向高端化领域拓展，是企业提升利润空间的有效途径。

图表 27：“一体两翼”战略构想



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 长效激励机制出台，护航中长期发展

中长期发展战略规划配套长效激励机制，两大持股计划保驾护航。公司在发布中长期发展战略规划纲要（2019-2024）的同时，分别公布了事业合伙人持股计划和中长期发展计划之第一期员工持股计划。

事业合伙人持股计划股票来源由公司实际控制人俞其兵先生分两批无偿赠与，总体规模不超过 1 亿股，占公司当前总股本的 3.72%。考核年度分别为 2021 年和 2024 年两个会计年度，对应中长期发展规划纲要（2019-2024 年）设定的中期发展目标和长期发展目标。完成公司中期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第一批股票，完成长期发展目标后，持有人可通过本持股计划获赠第二批股票，累计通过本持股计划获赠合计不超过 1 亿股的股票。事业合伙人持股计划将有效推动与促进公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，将经营管理团队与公司长期价值绑定，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 28：事业合伙人持股计划主要考核指标为收入增速和 ROE

财务考核指标	2021年中期发展目标	2024年长期发展目标
营业收入	以2016-2018年营业收入平均值为基数，2021年营业收入复合增长率不低于10%	以2016-2018年营业收入平均值为基数，2024年营业收入复合增长率不低于10%
净资产收益率	2021年净资产收益率不低于同行业对标企业的80分位值水平	2024年净资产收益率不低于同行业对标企业的80分位值水平

来源：公司公告，国金证券研究所

员工持股计划同样是配合公司中长期发展战略规划，为建立和完善员工、股东的利益共享机制而推出的，可充分调动员工积极性，助力公司可持续发展。根据中长期发展计划，公司于 2019 年至 2024 年滚动实施 6 期员工持股计划，各期员工持股计划互相独立，总规模预计 1.25 亿股。目前，第一期员工持股计划已经落地，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共计 389 人，共持有公司 0.2549% 的股份。

■ 实施项目跟投管理机制，公司凝聚力再度提升

2019 年 12 月，公司发布《项目跟投管理制度》，建立了投资项目风险与收益共担共享机制，用以强化管理层和员工深入参与公司经营管理积极性和提升新兴创业激情。跟投的业务为新兴业务，指需要进行直接或间接的投资探索，以便公司适时进入新领域的业务。现有较为成熟的、拥有较高市场份额和竞争优势的业务，不纳入跟投范围。

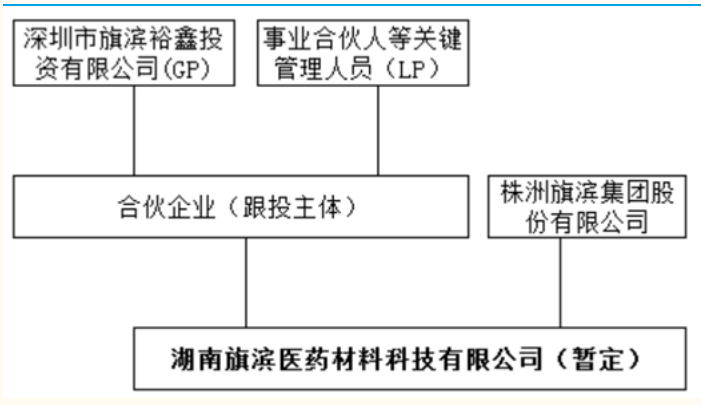
公司在湖南省资兴市建设的中性硼硅药用玻璃素管项目（一期），已经实行跟投管理机制。该项目计划总投资 15,528 万元，公司持股 69.2%，公司事业

合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台持股 30.8%。

公司电子玻璃运营主体—醴陵旗滨电子玻璃也通过增资扩股方式实施项目跟投管理。公司事业合伙人等关键管理人员设立跟投平台筹集资金人民币 3,164 万元对醴陵电子玻璃公司进行增资跟投，获得醴陵旗滨电子玻璃 17.42% 的股权。

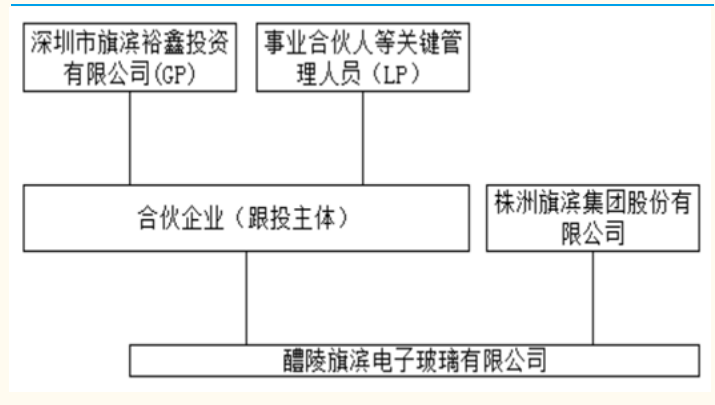
项目跟投管理机制的实施，有利于调动公司管理团队的工作积极性、责任心和创造力，也有利于稳定企业人才队伍，能有效防范投资风险，加快推进公司发展战略规划的落实，也凸显了公司对管理团队的激励力度。

图表 29：药用玻璃跟投架构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：电子玻璃跟投架构

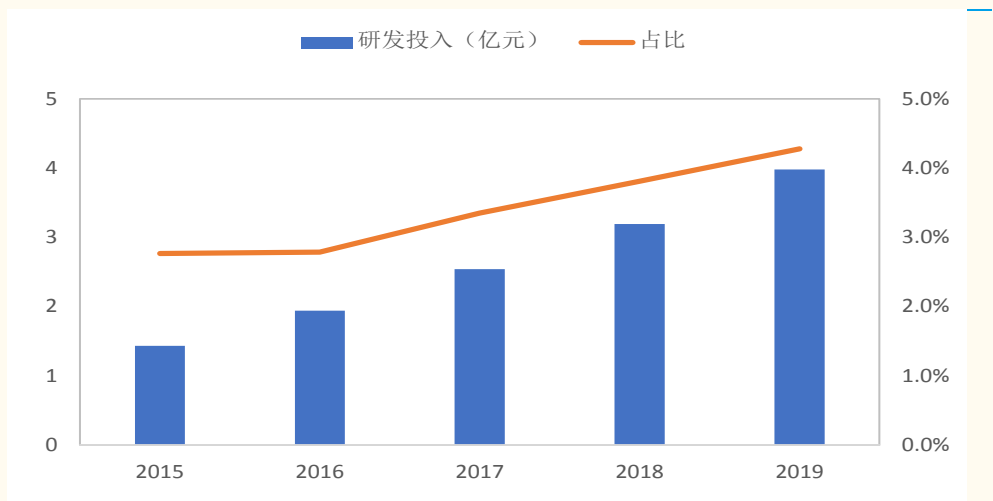


来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 战略转型抵御原片价格波动，成长性将逐渐显现

公司历来以建筑玻璃原片生产销售业务为主，受下游房地产景气影响较大，产品周期性较强。为抵御原片价格的周期性波动，近年来公司积极推进产业链延伸和转型升级，并在中长期发展战略规划纲要（2019-2024）中做了明确指示，研发费用也随之大幅增加。一方面，公司不断提高玻璃原片质量和附加值，增强竞争力，同时布局深加工领域；另一方面，则加速向高端产品领域进军，如超白低铁光伏光电玻璃、高性能电子玻璃领域、中性硼硅药用玻璃等，并不断取得突破。

图表 31：2015 年以来公司研发投入持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

■ 玻璃原片：提质增效，产品品类切换动态抵御价格波动

针对玻璃原片业务，公司要求冷修复产的玻璃产线均进行技改，以降低产品的自爆率、提升合格率，进而达到提质增效的目的。2020 年 5 月，漳州旗滨五线冷修技改后顺利点火投产，此次冷修改造投入资金 1.4 亿元，进行了必要

的工艺、设备技改，有效实现节能降耗、提高品质、增强市场竞争力的目标。

作为行业龙头，公司资金实力雄厚、技术储备丰富，必要时可通过产品品类切换，来抵御产品价格波动。相对于白玻而言，色玻价格变动敏感性较弱，当白玻价格跌幅较大时，厂家可转产价格波动较小的色玻，来对冲损失。不过，转产色玻需要相应的技术支持，同时会造成一段时间的停产损失，因此多为大型厂家选择做此类产品切换。2020年，面对白玻市场价格不断下滑的局面，公司合计有4条白玻产线转产色玻，合计产能2600t/d，占公司总产能的15%。

■ 节能玻璃：产能仍在爬坡，业绩弹性较强

在玻璃原片业务基础上，公司大力布局节能玻璃深加工领域，培育未来成长新动能。与玻璃原片相比，深加工玻璃是订单定制化生产，采用成本加成法定价，毛利率更为稳定。我国玻璃深加工率仅为40%，与发达国家的80%相比，有较大差距。面对巨大市场空间，公司狠抓机遇，以高端产品—双银、三银LOW-E玻璃为突破口，成功切入节能玻璃市场。公司目前已建成4个节能玻璃生产基地，镀膜玻璃产能达到1140万平方米左右，中空玻璃产能为595万平方米左右。未来随着在建和拟建项目投产后，产能还将扩张。

公司节能玻璃产能并未完全释放，整体利润率较低，具有较强的业绩弹性。在节能玻璃领域，公司作为新进者，在品牌竞争中尚未取得优势，业务拓展仍然面临一定困难，因此盈利状况暂时还未达到预期。后续随着公司品牌认可度的提升，盈利情况有望大幅改善。根据公司各节能玻璃项目预期收益来看，预计年均净利润在2000-2500万元之间，净利率则为6.5%-11.5%之间。2019年，投入商业化运营的子公司共有三家，分别是广东旗滨节能、浙江旗滨节能和南方节能玻璃（马来西亚），合计营业收入为6.69亿元，毛利率达到30.16%，已超过浮法原片的28.91%，但净利润仅为1148亿元（主要是马来西亚项目仍处亏损状态所致），净利率为1.67%，远未达到预期水平。

图表 32：公司节能玻璃项目收益远未达到预期水平

项目名称	预计年均营业收入（万元）	预计年均净利润（万元）	净利率
广东节能一期	20,398	2,239	10.98%
浙江节能	20,010	2,117	10.58%
马来西亚节能	22,046	2,466	11.19%
广东节能二期	29,769	2,543	8.54%
湖南节能一期	34,077	2,217	6.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 高端产品：取得阶段性成果，发展潜力巨大

公司目前高端产品布局主要在三个领域，分别是光伏光电玻璃、电子玻璃和中性硼硅药用玻璃，已取得阶段性成果。

公司光伏光电材料基板生产线已于2018年9月点火，2019年1月正式投入商业化运营，产能为1000t/d，主要生产高端电子及光伏超白玻璃，产品可用于电子玻璃（高端电子及家电类产品显示屏及面板）、光电材料基板及光伏组件基板制镜等领域。2019年光伏光电玻璃运营主体——郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司实现营业收入5.13亿元，净利润2,368万元（项目建设前预计为1.2-1.5亿元）。我们认为，由于产线第一年投产，整体产销情况以及运营成本均未完全处于正常状态，待后续业务稳定，盈利提升可期。

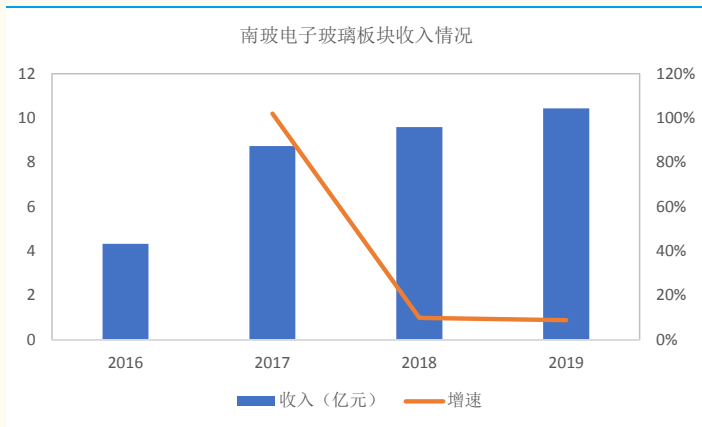
公司高性能电子玻璃生产线已于2019年7月点火、8月30日成功引头子，2020年4月，正式投入商业化运营。该产线日熔量为65吨，定位于市场高端产品，可用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑等各种平板显示触控终端等领域。公司2020年2月成功生产出0.33毫米的高铝超薄电子玻璃，产品质量符合目标市场需求标准，并逐步形成了批量生产，正在持续优化产品品质等级和稳定提升产量，不断提高成品率，此外不同类别产品的研发试制和技术积累也在抓紧进行。

公司引入南玻高管团队参与深加工玻璃研发。随着公司电子玻璃进入商业化运营和良品率的不断提升，电子玻璃板块的盈利有望出现好转，有望提升公

司估值水平。

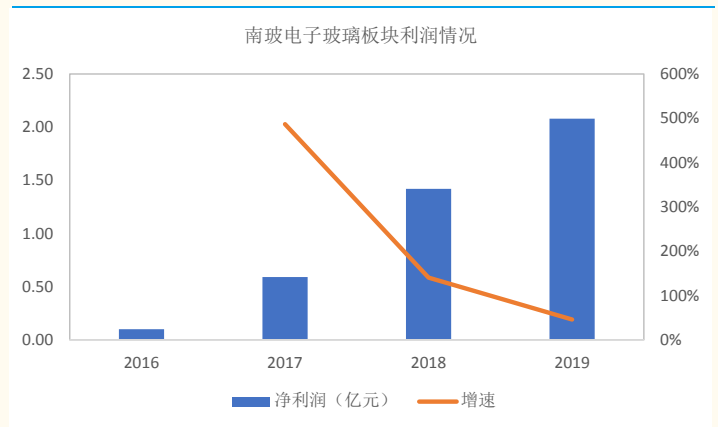
电子玻璃业务成长轨迹可参照南玻，起步阶段盈利能力或许较弱，但随着技术逐渐成熟、产品认可度提升，利润有望不断增长。根据此前预计，正常运营后，公司电子玻璃业务年均营业收入为 4.08 亿元，年均净利润为 1.57 亿元。南玻集团在 2010 年开始进入电子玻璃市场，但经过多年的技术、市场和客户的积累，在 2016 年才实现盈利，随后净利率逐年增加。2019 年，实现营业收入 10.44 亿元，净利润 2.08 亿元，净利率达到 19.92%。而在 2016 年，净利润仅为 0.13 亿元，净利率为 2.77%。

图表 33：南玻电子玻璃板块收入稳定增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 34：南玻电子玻璃板块利润持续增长



来源：公司年报，国金证券研究所

2019 年 12 月，公司发布公告，拟投资中性硼硅药用玻璃项目，项目计划分期建设，建设规模为 3 窑 8 线 100 吨/天（窑炉出料量）中性硼硅药用玻璃素管，以及产品深加工。目前项目一期正在建设当中，产能为 25 吨/天，建设周期为 12 个月，正常运营后预计年均营收 1 亿元，年均净利润为 3300 万元。

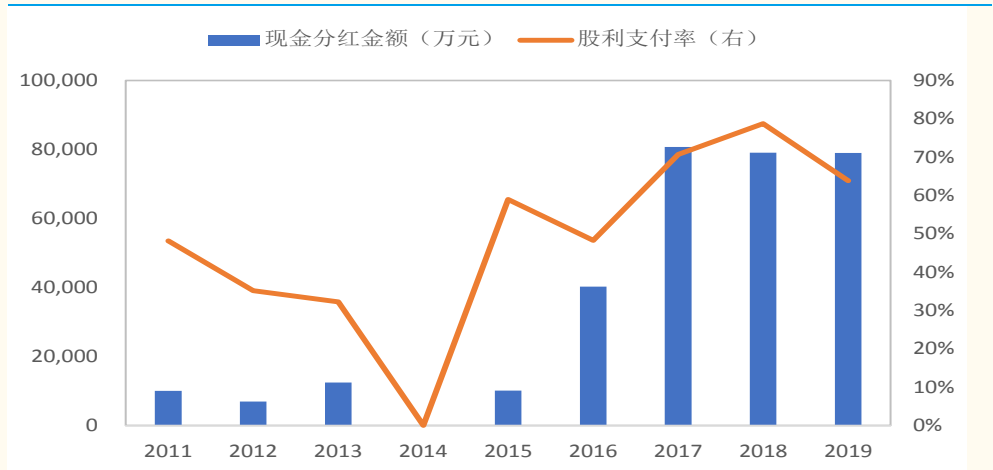
当前中性硼硅药用玻璃素管渗透率较低，需求有望快速释放，市场潜力较大。但考虑到公司项目建设周期以及后续的产品认证、产能释放等问题，短期内或难以贡献利润，但长期来看将成为公司业绩的重要增长点。

3.5 注重股东回报，稀缺的高分红标的

公司十分重视给予投资者稳定、持续、合理的增值及回报。2011 年上市以来，公司已实施 7 次现金分红（仅 2014 年末未分红），占公司累计合并报表归属母公司净利润的 52.44%。2017 年 6 月，公司发布《未来五年（2017 年-2021 年）股东回报规划》，在满足各项规定和现金分红条件下，公司每年会进行一次现金分红，且不低于当年实现的可分配利润的 50%。2018 年 12 月，基于在回馈投资者方面的优异表现，公司先后被上海证券交易所、中证指数有限公司首次纳入“上证红利指数”、“中证红利指数”股名单。

2017 年以来，公司分红力度明显加大。2017 年现金分红比例达到 70.72%，2018 年为 78.75%（考虑股份回购）。根据 2019 年报，公司拟派发现金红利 7.9 亿元（含税），分红比例达到 58.67%。此外 2019 年公司回购股份数量为 18,499,142 股，支付的总金额约为 0.7 亿元（含交易手续费），按照监管部门的规定，该部分回购金额可以视同当年度的现金分红。以上两项合计，公司 2019 年度的现金分红比例为 63.87%。

图表 35：公司分红比例保持在较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 根据公司 2019-2024 年规划，2024 年浮法玻璃原片产能较 2018 年增长 30%，相当于增加 9 条 600t/d 产线。2020 年受到疫情影响，项目落地进度可能会有影响，假设 2020 年没有新产线落地。随着之前储备项目的推进，2021 年落地三条 600t/d 生产线，产能增长 10.2%。2022 年落地两条 600t/d 生产线，产能增长 6.2%。假设公司产销率为 100%，2020-2022 年浮法玻璃销量分别为 1.18/1.3/1.38 亿重箱，增速-1/10.2/6.2%。
- 2) 根据公司 2019-2024 年规划，2024 年节能玻璃产能较 2018 年增长 200% 至 1980 万平方米。2019 年公司镀膜玻璃产能 1140 万平方米，中空玻璃产能 595 万平方米。未来湖南节能二期、长兴节能和天津节能项目投产后，镀膜玻璃产能增至 2600 万平方米/年，中空玻璃产能增至 1125 万平方米/年，可以实现规划中的产能目标。假设 2020-2022 年节能玻璃销量 1352/1623/1947 万平方米，增速 20/20/20%。
- 3) 假设 2020-2022 年公司浮法玻璃产品售价（不含税）70/72/71 元重箱，同比变动-3/3/1%。节能玻璃产品主要包括镀膜玻璃和中空玻璃，单纯生产镀膜玻璃产品价格低。随着公司中空玻璃技术提高，产品售价会出现同步提升。假设公司 2020-2022 年节能玻璃产品售价（不含税）71/85/103 元平方米，变动 20/20/20%。
- 4) 受到纯碱和石油焦价格下跌影响，预计公司 2020-2022 年浮法玻璃单位直接材料成本 38.49/38.94/39.39 元重箱，单位直接人工和单位制造费用保持不变，预计公司 2020-2022 年浮法玻璃单位生产成本 46.82/47.27/47.72 元重箱，变动-9/1/1%。
- 5) 与浮法玻璃不同，节能玻璃的定价方式为成本加成法。假设 2020-2022 年节能玻璃的毛利率 30/30/30%，与 2019 年毛利率持平。

图表 36：盈利预测基本假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
浮法玻璃						
销量 (万重箱)	10329	11003	11845	11800	13004	13810
售价 (元/重箱)	74	77	72	70	72	71
单位成本 (元/重箱)	51	56	51	47	47	48
营业收入 (元)	7,657,072,476	8,433,588,528	8,528,340,286	8,260,000,000	9,362,592,000	9,804,974,472
营业成本 (元)	5,285,538,344	6,180,376,897	6,062,773,223	5,524,570,015	6,146,722,393	6,590,101,484
毛利率	31%	27%	29%	33%	34%	33%
毛利 (元/重箱)	23	20	21	23	25	23
节能玻璃						
销量 (万平米)		361	1127	1352	1623	1947
售价 (元/平米)		49	59	71	85	103
营业收入 (元)		177,095,625	668,939,914	963,273,476	1,387,113,806	1,997,443,880
营业成本 (元)		147,256,401	467,185,986	672,747,819	968,756,860	1,395,009,878
毛利率		17%	30%	30%	30%	30%

来源：Wind，国金证券研究所

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 92 亿元/108 亿元/118 亿元，同比变动-1%/17%/10%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.85 亿元/19.71 亿元/20.34 亿元，同比变动 18%/24%/3%；对应 EPS 分别为 0.59 元/0.73 元/0.76 元。

4.2 投资建议与估值

我们选取福耀玻璃等玻璃企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对旗滨集团进行估值。根据 Wind 一致预期，可比公司 2020 年平均估值为 19 倍、2021 年平均估值为 14 倍、2022 年平均估值为 13 倍。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.59 元/0.73 元/0.76 元，对应 PE 为 10X/8X/8X。考虑到公司目前的产品结构仍然以浮法玻璃原片为主，深加工玻璃对收入和利润的贡献有限，电子玻璃和硼硅玻璃产品存在不确定性，与以深加工业务为主的可比公司的产品结构存在差异。因此，我们给与公司 2020 年 13 倍 PE，较行业均值折价 32%，给予公司未来 6-12 个月 7.67 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 37：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
福耀玻璃	20.95	1.08	1.32	1.53	19	16	14
福莱特	15.10	0.52	0.73	0.88	29	21	17
信义玻璃	9.30	1.16	1.36	1.37	8	7	7
		平均			19	14	13
旗滨集团	5.79	0.59	0.73	0.76	10	8	8

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 房地产行业下行风险：玻璃 75%需求用于房地产行业，如果后期中国房地产投资出现大幅下滑，将对玻璃需求产生负面影响。
- 玻璃价格下跌风险：如果后期玻璃新增产能放开，将导致玻璃价格出现下跌，对公司利润产生不利影响。

- 原材料成本上涨风险：公司主要原材料包括纯碱和石油焦，原材料价格上涨将导致单位成本增加，对毛利率产生负面影响。
- 电子玻璃和硼硅玻璃失败风险：公司首次进入电子玻璃和硼硅玻璃产品，如果后期生产线调试不成功，存在资产减值风险。
- 股权质押风险：福建旗滨集团有限公司质押股份数量为 1.39 亿股，占总股本比例 5.17%，占其持有股份数量 19.09%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	7,585	8,378	9,306	9,227	10,753	11,806	货币资金	681	435	488	729	818	1,665
增长率		10.5%	11.1%	-0.8%	16.5%	9.8%	应收账款	97	166	178	170	199	218
主营业务成本	-5,153	-5,966	-6,566	-6,201	-7,119	-7,989	存货	594	705	673	757	772	823
%销售收入	67.9%	71.2%	70.6%	67.2%	66.2%	67.7%	其他流动资产	727	777	1,165	1,074	1,085	1,094
毛利	2,432	2,412	2,740	3,026	3,634	3,817	流动资产	2,099	2,083	2,505	2,730	2,874	3,800
%销售收入	32.1%	28.8%	29.4%	32.8%	33.8%	32.3%	%总资产	16.5%	16.2%	19.2%	20.1%	20.7%	25.6%
营业税金及附加	-144	-117	-121	-120	-140	-154	长期投资	60	37	39	39	39	39
%销售收入	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	8,999	9,204	9,044	9,091	9,062	8,959
销售费用	-46	-108	-129	-138	-172	-201	%总资产	70.8%	71.7%	69.2%	67.1%	65.4%	60.3%
%销售收入	0.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	无形资产	936	942	973	1,155	1,335	1,513
管理费用	-790	-507	-514	-517	-602	-661	非流动资产	10,617	10,754	10,560	10,825	10,977	11,051
%销售收入	10.4%	6.1%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	%总资产	83.5%	83.8%	80.8%	79.9%	79.3%	74.4%
研发费用	0	-310	-371	-367	-428	-470	资产总计	12,716	12,838	13,065	13,555	13,850	14,851
%销售收入	0.0%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	320	950	1,792	1,497	766	766
息税前利润 (EBIT)	1,451	1,370	1,604	1,883	2,292	2,332	应付账款	1,399	1,373	933	1,096	1,261	1,411
%销售收入	19.1%	16.3%	17.2%	20.4%	21.3%	19.7%	其他流动负债	273	271	368	347	420	446
财务费用	-104	-100	-112	-86	-52	-18	流动负债	1,991	2,594	3,093	2,939	2,447	2,624
%销售收入	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	0.5%	0.2%	长期贷款	1,916	1,483	1,113	1,113	1,113	1,113
资产减值损失	-68	-60	-14	-18	-10	-11	其他长期负债	1,732	1,190	615	606	606	606
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,639	5,267	4,821	4,659	4,166	4,343
投资收益	0	33	1	0	0	0	普通股股东权益	7,078	7,570	8,237	8,889	9,677	10,501
%税前利润	0.0%	2.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,693	2,688	2,688	2,688	2,688	2,688
营业利润	1,349	1,349	1,581	1,859	2,309	2,382	未分配利润	2,585	2,830	3,247	3,891	4,680	5,504
营业利润率	17.8%	16.1%	17.0%	20.1%	21.5%	20.2%	少数股东权益	0	0	8	8	8	8
营业外收支	3	-2	-13	-13	-13	-13	负债股东权益合计	12,716	12,838	13,065	13,555	13,850	14,851
税前利润	1,352	1,347	1,568	1,846	2,296	2,369	比率分析						
利润率	17.8%	16.1%	16.8%	20.0%	21.4%	20.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-210	-139	-222	-261	-325	-335	每股指标						
所得税率	15.5%	10.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	每股收益	0.426	0.449	0.501	0.590	0.733	0.757
净利润	1,142	1,208	1,346	1,585	1,971	2,034	每股净资产	2.641	2.816	3.065	3.308	3.601	3.908
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.878	0.769	0.749	1.038	1.232	1.243
归属于母公司的净利润	1,143	1,208	1,346	1,585	1,971	2,034	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.350	0.440	0.450
净利率	15.1%	14.4%	14.5%	17.2%	18.3%	17.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.14%	15.95%	16.35%	17.83%	20.37%	19.37%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	8.99%	9.41%	10.31%	11.69%	14.23%	13.69%
净利润	1,142	1,208	1,346	1,585	1,971	2,034	投入资本收益率	13.16%	12.25%	12.32%	14.03%	16.98%	16.13%
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	增长率						
非现金支出	904	974	999	998	1,068	1,146	主营业务收入增长率	8.96%	10.46%	11.07%	-0.85%	16.54%	9.79%
非经营收益	99	70	189	112	89	65	EBIT增长率	19.31%	-5.61%	17.09%	17.41%	21.69%	1.74%
营运资金变动	207	-186	-519	94	184	96	净利润增长率	36.83%	5.69%	11.49%	17.69%	24.39%	3.19%
经营活动现金净流	2,352	2,066	2,014	2,789	3,312	3,340	总资产增长率	2.83%	0.95%	1.77%	3.75%	2.18%	7.23%
资本开支	-1,412	-1,057	-714	-1,267	-1,236	-1,236	资产管理能力						
投资	-9	47	9	50	0	0	应收账款周转天数	1.4	2.9	3.9	3.9	3.9	3.9
其他	91	137	-197	0	0	0	存货周转天数	61.2	39.7	38.3	45.0	40.0	38.0
投资活动现金净流	-1,331	-873	-902	-1,217	-1,236	-1,236	应付账款周转天数	49.0	43.2	34.7	34.7	34.7	34.7
股权募资	213	0	13	7	0	0	固定资产周转天数	378.7	363.3	330.4	323.6	266.8	230.9
债权募资	-1,642	173	-48	-295	-731	0	偿债能力						
其他	228	-1,559	-1,018	-1,044	-1,255	-1,258	净负债/股东权益	21.97%	26.40%	26.28%	18.33%	8.37%	-0.34%
筹资活动现金净流	-1,202	-1,386	-1,054	-1,332	-1,986	-1,258	EBIT利息保障倍数	14.0	13.7	14.3	22.0	44.5	130.6
现金净流量	-181	-192	58	240	90	846	资产负债率	44.34%	41.03%	36.90%	34.37%	30.08%	29.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	8
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH