

证券研究报告—深度报告

建材

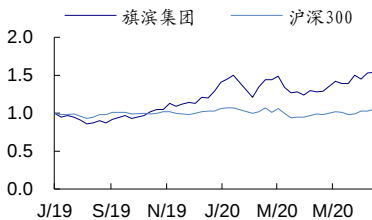
玻璃 II

旗滨集团(601636)
买入

合理估值: 元 昨收盘 6.08 元 (维持评级)

2020 年 07 月 03 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,687/2,683
总市值/流通(百万元)	16,338/16,314
上证综指/深圳成指	3,026/12,113
12 个月最高/最低(元)	6.13/3.26

相关研究报告:

《旗滨集团-601636-2019 年财报点评: 业绩全年持续改善, 看好公司中长期发展》——2020-04-12
 《旗滨集团-601636-2019 年三季报点评: 单季度盈利快速回升, 业绩改善明显》——2019-10-21
 《旗滨集团-601636-重大事件快评: 战略规划+最强激励, 开创企业变革之典范》——2019-09-20
 《旗滨集团-601636-2019 年中报点评: 盈利有所承压, 加速产业链升级》——2019-08-20
 《旗滨集团-601636-2018 年年报点评: 业绩小幅承压, 加快转型升级步伐》——2019-03-29

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

不坠青云志, 破浪会有时

● 浮法龙头再出发, 迈入做强做大新阶段

公司 2005 年进军玻璃行业, 十年实现国内浮法玻璃龙头地位, 2016 年以来, 公司加快产业横向布局力度, 陆续进军以节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃为代表的深加工领域。目前, 公司拥有八大浮法玻璃生产基地, 四大节能玻璃生产基地 (不包括在建项目), 醴陵电子玻璃生产基地和在建的郴州资兴药用玻璃生产基地。在经验丰富的管理团队带领下, 员工激励充分, 经营持续向好, 业绩连年创新高。

● 产业多元化时代开启, 产品升级+结构优化助力二次腾飞

浮法玻璃: 自 2015 年供给侧改革持续推进后, 玻璃行业整体运行向好。前期受疫情因素影响有所承压, 近期运行已经出现明显改善。目前环保严控持续, 需求端竣工有支撑, 中长期行业运行整体无忧。公司近年来通过冷修技改等手段, 不断提升产品品质, 未来产能还将增加 30% 以上, 龙头优势有望进一步巩固。

节能玻璃: 我国绿色门窗相比发达国家渗透率明显偏低, 随着政策支持力度逐步加大, 国内 Low-E 玻璃快速发展, 我们测算, 若 2020 年渗透率达到 30%, 在不考虑既有建筑改造下, 对应 Low-E 节能玻璃年需求可达 5.4 亿平, 市场潜力巨大。

电子玻璃: 随着无线充电、5G 通信等技术日趋成熟, 玻璃成为外观件去金属化的最佳选择。我们测算 2020 年全球盖板玻璃原片所需产能大约 9000 万平, 供给仍然处于短缺状态。在技术进步和进口替代趋势下, 国产电子玻璃正逐渐扩大市场份额, 公司高铝电子玻璃生产线已于今年 4 月进入商业化运营, 待生产稳定后将正式切入盖板玻璃原片市场。

● 投资建议: 看好公司长远发展, 维持“买入”评级

公司作为浮法玻璃龙头, 深加工业务稳步推进, 同时上游已配套布局砂矿、物流, 未来还将开拓药用玻璃业务, 全产业链一体化发展雏形已现, 综合实力强劲。此外, 公司注重股东回报, 高分红提供股价安全边际, 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.53/0.66/0.75 元, 对应 PE 为 11.5/9.2/8.1x, 维持“买入”评级。**风险提示:** 供需关系失衡、深加工项目进展低于预期、海外经营风险;

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,378	9,306	9,901	11,064	12,043
(+/-%)	10.5%	11.1%	6.4%	11.7%	8.9%
净利润(百万元)	1208	1346	1424	1768	2010
(+/-%)	5.7%	11.5%	5.8%	24.1%	13.7%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.52	0.53	0.66	0.75
EBIT Margin	20.1%	21.2%	22.7%	24.5%	25.1%
净资产收益率(ROE)	16.0%	16.3%	16.7%	20.0%	21.8%
市盈率(PE)	13.2	11.7	11.5	9.2	8.1
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.6	5.6	5.0
市净率(PB)	2.17	1.98	1.92	1.85	1.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内浮法玻璃龙头企业，目前国内外共拥有 8 个生产基地，合计 26 条生产线，产能达 16200t/d，主要布局于华东、华南、华中和马来西亚，同时配套有砂矿、港口码头，整体规模、区位、成本等方面优势明显。现阶段浮法玻璃价格低位企稳，供给端产能出现一定收缩，同时下游竣工端需求持续恢复，并有望延续去年回暖趋势，行业再均衡可期，中长期行业运行整体无忧。在“做强做大”的战略方针下，公司近年来加大深加工业务的拓展力度，节能玻璃、电子玻璃和药用玻璃业务均有序铺开，产品品质提升和结构化调整有望持续增强公司的竞争优势，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.2/17.7/20.1 亿元，对应 EPS 为 0.53/0.66/0.75 元/股，对应当前股价 PE 为 11.5/9.2/8.1x，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

- (1) 销售量假设：2020/2021/2022 年浮法玻璃销量增速分别为-2%/2%/1%；
- (2) 随着房地产竣工端的持续复苏，对玻璃需求起到一定的拉动作用，玻璃库存压力得到较明显的改善，下半年价格出现较明显的回升，全年均价与去年基本持平；
- (2) 随着公司节能玻璃产能陆续投放，产能利用率逐步释放，节能玻璃板块的业务规模将得到明显增长；

与市场的差异之处

- 1) 市场主要认为目前玻璃行业库存压力仍然较大，价格回升动力不足。我们认为，当前阶段，国内疫情已经得到较好的控制，下游房地产复工情况良好，房地产竣工端需求有望延续去年下半年的回暖趋势。在疫情影响之下，此前价格下行给部分中小企业带来了不同程度的经营压力，加速了行业整体冷修停产的进程，同时新建和复产的生产线点火时间往后推迟，此外，沙河地区的环保停限产已经得到逐步落实，预计全年行业供给端的产能将呈现收缩状态，目前浮法玻璃生产线库存已经呈现高位回落趋势，价格底部企稳回升，预计在下半年需求旺季作用下，价格有望进一步提高。
- 2) 市场普遍认为节能玻璃在经过前期产能扩张后面临产能过剩问题，行业具有下行风险。我们认为，尽管产能快速增长，但由于生产线需要定期检修、产品成品率及排单订单变化、生产技术及配套能力等原因，实际生产过程中远达不到满负荷生产，一般大型企业产能利用率相对更高，而行业平均产能利用率接近 60%，其中单银 Low-E 产能相对过剩，中小企业居多，双银 low-e 进入相对成熟阶段，利润相对较好，大型品牌企业双银 Low-E 订单占比可达到 30%左右，三银 Low-E 生产难度最高，价格相对高位。

股价变化的催化因素

- (1) 房地产竣工明显回升拉动板块行情；
- (2) 玻璃价格超预期表现，公司业绩增速提升；
- (3) 深加工市场开拓进度超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- (1) 供需关系失衡;
- (2) 深加工项目进展低于预期;
- (3) 海外经营风险;

内容目录

投资摘要	2
浮法龙头再出发，迈入做强做大新阶段	8
十年成就浮法龙头，一体两翼扬帆起航	8
管理团队经验丰富，员工激励动力足	10
业绩持续创新高，深加工初显成效	11
产业多元化时代开启，产品升级+结构优化助力二次腾飞	14
浮法玻璃：行业景气明显复苏，龙头优势持续巩固	14
节能玻璃：建筑节能势在必行，门窗变革打开市场空间	22
电子玻璃：国产化进程逐渐开启，行业空间广阔	29
投资建议：看好公司长远发展，维持“买入”评级	35
高瞻远瞩，不断完善资源配套布局	35
布局药用玻璃，信心足，前景广	36
重视股东回报，高分红高股息，维持公司“买入”评级	37
估值与投资建议	38
绝对估值：9.87-11.06 元	38
绝对估值的敏感性分析	39
相对法估值：11.35-11.57 元	39
投资建议	40
风险提示	41
附表：财务预测与估值	42
国信证券投资评级	43
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	43

图表目录

图 1: 旗滨集团玻璃产业发展历程	8
图 2: 《中长期战略规划纲要 (2019-2024 年)》	9
图 3: 旗滨集团生产基地布局	9
图 4: 旗滨集团在玻璃产业中的布局	10
图 5: 2019 年末公司股权结构示意图	10
图 6: 公司营业收入和同比增速	11
图 7: 公司归母净利润和同比增速	11
图 8: 公司单季度营业收入和同比增速	12
图 9: 公司单季度归母净利润和同比增速	12
图 10: 公司收入分产品占比	12
图 11: 公司收入分区域占比	12
图 12: 公司历史毛利率和净利率 (%)	13
图 13: 公司历史费用率 (%)	13
图 14: 公司历史总资产周转率情况 (次)	13
图 15: 公司历史资产负债率情况 (%)	13
图 16: 公司历史经营性净现金流及增速	13
图 17: 公司历史 ROE 情况 (%)	13
图 18: 浮法玻璃全国现货平均价 (元/重箱)	14
图 19: 历史浮法玻璃全国均价 (元/重箱)	14
图 20: 浮法玻璃生产线库存 (万重箱)	15
图 21: 浮法玻璃生产线开工率 (%)	15
图 22: 2019 年下半年房屋竣工面积逐步回升	17
图 23: 房屋竣工面积与推后 2 年新开工面积拟合 (亿平)	17
图 24: 房屋竣工面积与推后 3 年新开工面积拟合 (亿平)	17
图 25: 房屋竣工面积增速与推后 2 年新开工面积增速拟合 (%)	18
图 26: 竣工面积增速与推后 3 年新开工面积增速拟合 (%)	18
图 27: 首套平均房贷利率与商品房销售面积增速	18
图 28: 全国首套房贷平均利率同比	18
图 29: 5 年期 LPR 利率逐步下行	19
图 30: 浮法玻璃冷修产能统计 (万重箱)	20
图 31: 浮法玻璃净增加产能统计 (万重箱)	20
图 32: 玻璃行业供给需求增速 (%)	20
图 33: 玻璃行业供需轧差 (%)	20
图 34: 公司国内浮法玻璃产能布局	21
图 35: 公司历史产能变化	21
图 36: 2019 年国内浮法玻璃产能排名	21
图 37: 公司华东、华南、华中市占率 (%)	22
图 38: 公司综合市占率 (%)	22
图 39: 公司箱毛利和箱净利情况	22

图 40: 公司浮法玻璃分部毛利率与行业可比公司比较 (%)	22
图 41: 近年来建筑能耗占比逐年提升	23
图 42: 我国社会能耗构成	23
图 43: 近年来建筑能耗占比逐年提升	23
图 44: 我国社会能耗构成	23
图 45: 建筑不同部位能耗损失	24
图 46: 玻璃门窗是建筑热散失的主要通道	24
图 47: 既有建筑门窗改造市场占比提升空间大	25
图 48: 近十年我国建筑门窗产量	25
图 49: 部分国家 Low-E 普及率 (%)	26
图 50: 德国 Low-E 玻璃普及情况 (%)	26
图 51: 节能玻璃演进 (传热系数 U 值单位: $W/(m^2 \cdot K)$)	26
图 52: 国内 Low-E 玻璃产能分布	27
图 53: 2020 年 Low-E 玻璃新增产能分布	27
图 54: 大陆地区节能玻璃龙头企业产能情况	28
图 55: 信义玻璃建筑玻璃和浮法玻璃毛利率 (%)	28
图 56: 国内 Low-E 玻璃分地区产能利用率	28
图 57: 近年我国房屋建筑竣工面积	29
图 58: 玻璃销量/房屋建筑竣工面积比值相对稳定在 0.15	29
图 59: 触摸液晶显示器结构示意图	30
图 60: 电子玻璃产品加工方向和应用	30
图 61: 盖板玻璃主要技术路线	30
图 62: 溢流法工艺示意图	31
图 63: 浮法工艺示意图	31
图 64: 全球盖板玻璃产能情况	33
图 65: 康宁大猩猩玻璃在智能手机和平板电脑中渗透率	33
图 66: 使用玻璃背板的智能手机渗透率	34
图 67: 全球手机屏幕尺寸结构 (%)	34
图 68: 全球盖板玻璃销量及增速	34
图 69: 中国盖板玻璃销量及增速	34
图 70: 中国盖板玻璃消费量占全球比重	34
图 71: 全球盖板玻璃和中国盖板玻璃产销率	34
图 72: 全球智能手机出货量及增速	35
图 73: 公司国内砂矿和物流运输布局	36
图 74: 漳州旗滨物流码头	36
图 75: 药用玻璃跟投项目具体架构	37
图 76: 公司上市以来归母净利润和分红率	38
图 77: 公司股息率保持高位水平	38
表 1: 旗滨集团上市以来进行的股权激励计划和员工持股计划	11
表 2: 平板玻璃大气污染排放标准相关规定 (单位: mg/m^3)	15
表 3: 2017 年 11 月沙河 9 条未取得排污许可证的玻璃生产线陆续停产冷修	16
表 4: 2019 年 6 月河北邢台要求沙河地区 6 条以煤为燃料的生产线停产	16

表 5: 2020 年 3 月以来沙河地区环保管控下已停产生产线.....	16
表 6: 2019 年下半年以来央行多次定调房地产市场.....	19
表 7: 我国建筑节能工作阶段目标	24
表 8: 我国现行居住建筑和公用建筑外窗传热系数限值 (单位: $W/(m^2 \cdot K)$)	26
表 9: 旗滨集团节能玻璃生产线基地布局.....	27
表 10: 不同渗透率下 Low-E 玻璃需求测算.....	29
表 11: 浮法和溢流法工艺对比.....	31
表 12: 全球主要电子盖板玻璃性能对比	31
表 13: 国内盖板玻璃原片企业发展历史	32
表 14: 全球盖板玻璃生产企业情况	33
表 15: 公司拥有的硅砂资源	35
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	38
表 17: 资本成本假设.....	38
表 18: 绝对估值 FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	39
表 19: 绝对估值 FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	39
表 20: 同类公司估值比较.....	39

引言:

自小刺头深草里，而今渐觉出蓬蒿。

时人不识凌云木，直待凌云始道高。

——唐·杜荀鹤《小松》

浮法龙头再出发，迈入做强做大新阶段

十年成就浮法龙头，一体两翼扬帆起航

自旗滨集团 2005 年通过收购株洲光明玻璃厂进军玻璃行业以来，公司实现从无到有、从小到大的快速发展，2007 年成立漳州旗滨玻璃有限公司，2010 年完成整体变更后于 2011 年在上交所成功上市，2013 年收购浙玻，浮法玻璃产能规模一举跃升至全国前列，2015 年收购三星康宁（马来西亚），完成第一个海外玻璃生产基地布局。经过十余年的发展，实现了玻璃产业的跨越式发展。

2016 年以来，公司加快产业横向布局力度，助力产业转型升级，正式进军以节能玻璃和光伏光电为代表的玻璃深加工领域；2018 年，公司开启高铝电子玻璃时代，宣布在湖南醴陵建设高性能电子玻璃生产线；2019 年，公司宣布投资中性硼硅药用玻璃项目，切入药玻领域，加快推进产品高端化战略落地。目前，公司深加工领域的布局仍在持续推进，各项目有序铺开中。

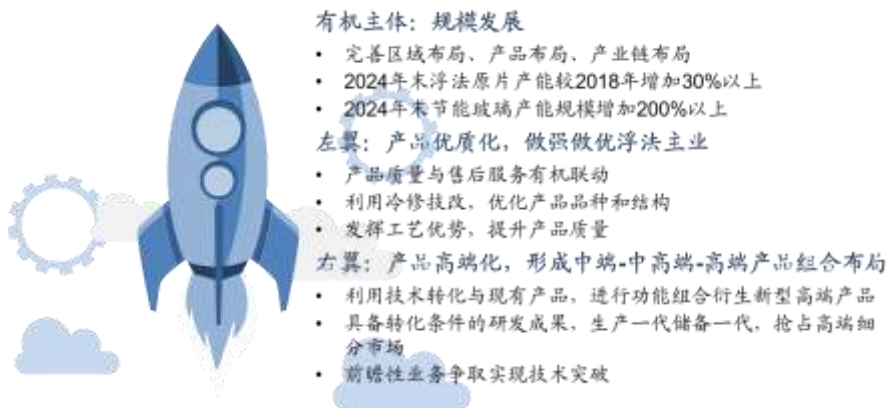
图 1：旗滨集团玻璃产业发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

为不断夯实和巩固行业领先地位，公司于去年 9 月发布《株洲旗滨集团股份有限公司中长期战略规划纲要（2019-2024 年）》（以下简称《中长期战略规划纲要》），确定了“做强做大”的战略规划，争取在 2021 年实现营收超过 100 亿（相对于 2018 年公司 83.78 亿元的营收规模，年复合增速约 6.08%，相对于 2016-2018 年三年平均 76.4 亿的营收规模，年复合增速约为 9.38%），2024 年争取实现营收超过 135 亿（相对于 2021 年计划达到的 100 亿营收规模，年复合增速约为 10.52%）。通过规模发展、产品优质化、产品高端化三个主要方面推动战略实施，确保“一体两翼”（以规模发展多元化玻璃产业链发展为一体；以产品优质化、产品高端化发展为两翼）战略变革平稳实现，为公司将现有产业带入国内同行业一流企业水平提供发展方向。

图 2: 《中长期战略规划纲要（2019-2024 年）》



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

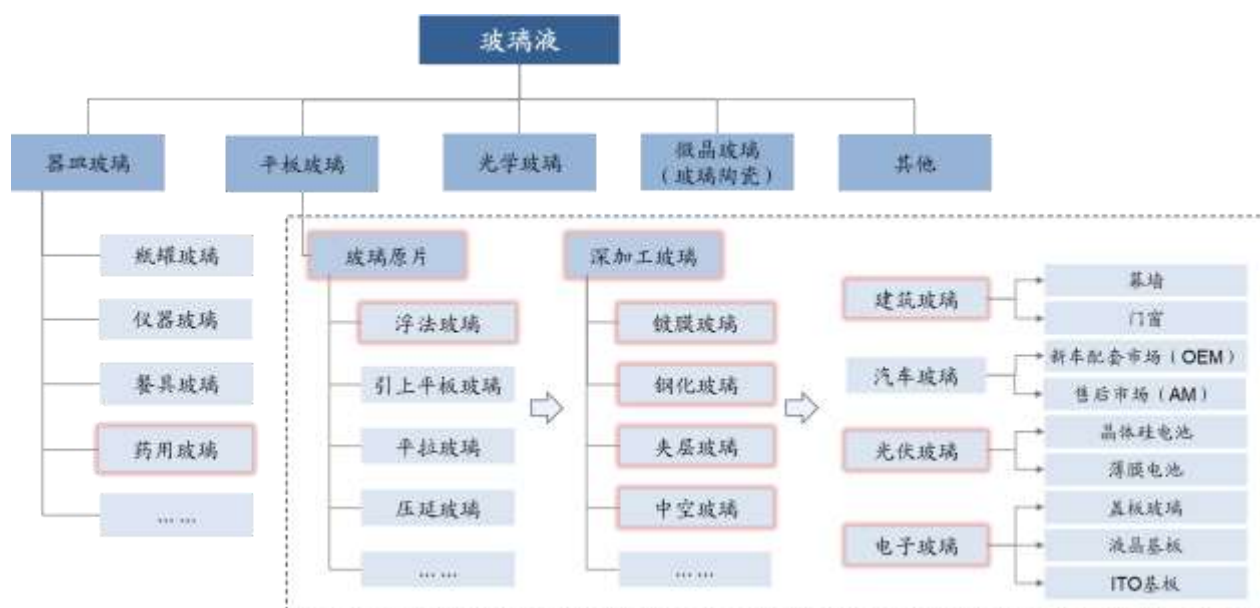
目前，公司拥有八大浮法玻璃生产基地，分别位于国内的福建漳州、湖南醴陵、郴州、广东河源、浙江绍兴、长兴和平湖，以及海外马来西亚森美兰州，合计产能 17600 吨/天；已经投产的节能玻璃生产基地四个，分别为广东河源、浙江绍兴、湖南醴陵和马来西亚森美兰州，目前在建项目包括湖南二期、浙江长兴和天津节能项目，建成后产能合计 4735 万平/年；此外，公司在湖南醴陵拥有一个电子玻璃生产基地（65t/d），郴州资兴药用玻璃生产基地（100t/d）正在建设中。目前，公司产品已经覆盖浮法玻璃、节能工程玻璃、低铁超白玻璃、光伏光电玻璃、电子玻璃等，是国内玻璃行业极具竞争力和影响力的大型现代化企业集团。

图 3: 旗滨集团生产基地布局



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：旗滨集团在玻璃产业中的布局

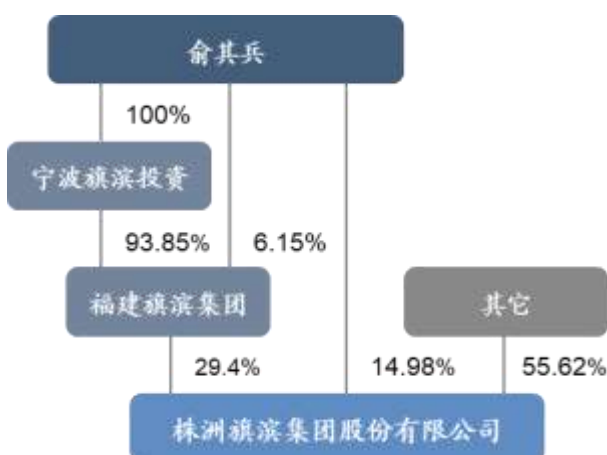


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理团队经验丰富，员工激励动力足

2016 年 4 月，公司创始人俞其兵先生卸任董事长一职，将管理任务全权交给职业经理人管理团队。经过整合，公司快速组成了新的核心管理团队，团队成员在浮法玻璃、深加工等领域均具备丰富的经验，为公司未来长期发展提供良好的保证。

图 5：2019 年末公司股权结构示意图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

为鼓励公司管理团队责任担当和价值追求，提高和调动员工积极性和创造性，公司上市以来始终坚持“以人为本、人才制胜”的人才战略，多次实行员工持股计划和限制性股票计划，去年在发布《中长期战略规划纲要》的同时，公司还发

布了最强、最全面的激励计划，其中包括：1) 事业合伙人计划：实控人俞其兵先生主动提议设立事业合伙人持股计划，并承诺将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与给事业合伙人持股计划作为股票来源，总体规模不超过 10,000 万股，占当时公司总股本的 3.72%。持股计划总人数预计不超过 50 人，首批为 23 人，主要对象包括公司部分董事、高管、助理总裁及人员、独立经营的下属企业总经理等。2) 中长期发展计划之第一期员工持股计划：2019 年至 2024 年公司计划滚动实施 6 期员工持股计划，总规模预计 12,500 万股。第一期员工持股计划总人数将不超过 416 人，规模不超过 721.8 万股，拟筹资金额上限为 1371.42 万元。此次激励计划配合《中长期战略规划纲要》一起发布，彰显公司在人才方面的重视和对未来战略执行的信心及决心。

表 1：旗滨集团上市以来进行的股权激励计划和员工持股计划

时间	项目	数量(上限) (万股)	占股本比例 (上限)(%)	首次授予人数 (上限)
2012 年	第一期限制性股票激励计划	3200	4.79%	158
2015 年	员工持股计划	N/A	10%	19
2016 年	第二期限制性股票激励计划	11000	4.39%	308
2017 年	第三期限制性股票激励计划	9260	3.55%	93
2019 年	事业合伙人计划	10000	3.72%	50
2019 年	中长期发展计划之第一期员工持股计划	721.8	0.27%	416

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

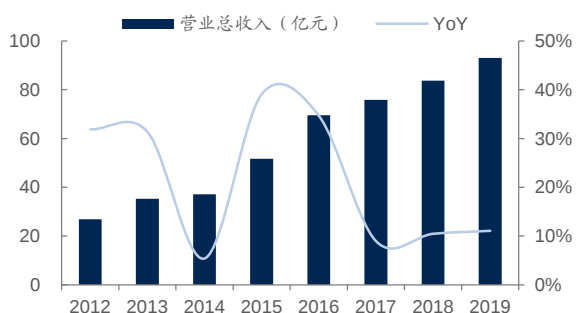
业绩持续创新高，深加工初显成效

自 2016 年进入玻璃行业深加工领域以来，公司整体经营保持稳健向上，业绩持续创新高。截至 2019 年末，公司实现收入 93.06 亿，同比增长 11.1%，归母净利润 13.46 亿，同比增长 11.5%。2020 年一季度受疫情影响，玻璃需求下降，公司收入和归母净利润分别为 12.99 亿和 1.61 亿，分别同比下降 29.2%和 23.4%。

收入结构中，节能玻璃在广东、浙江和马来三大基地陆续投产后，2019 年实现收入 6.69 亿，同比增长 285.17%，占比为 7.19%，从无到有的势头正逐步递增；目前，浮法玻璃仍然为第一大业务构成，2019 年收入占比为 91.64%。

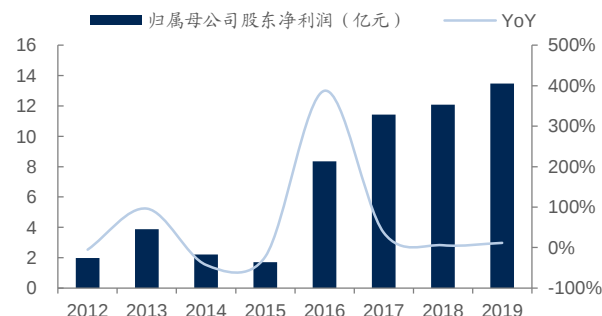
从收入地区分布来看，由于公司国内产能集中布局于华东、华南和华中地区，三大区域收入占比分别为 50.05%、30%和 8.89%，合计超过 80%，覆盖我国长三角和珠三角两大经济圈，以及长江中游城市群。随着公司未来全国其他大区布局的完善，未来其他区域收入有望实现突破。此外，公司海外马来西亚的浮法玻璃和节能玻璃项目投产后，收入占比已达 8.93%。

图 6：公司营业收入和同比增速



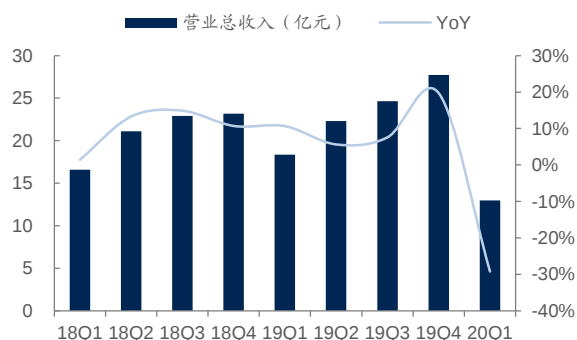
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司归母净利润和同比增速



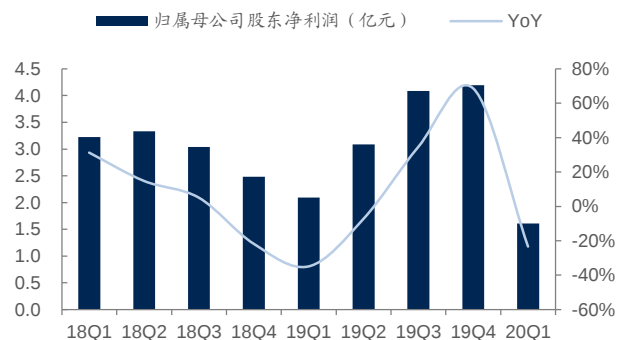
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季度营业收入和同比增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

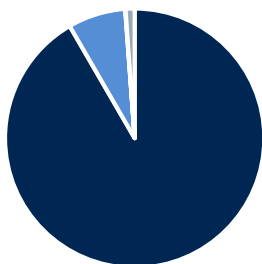
图 9: 公司单季度归母净利润和同比增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司收入分产品占比

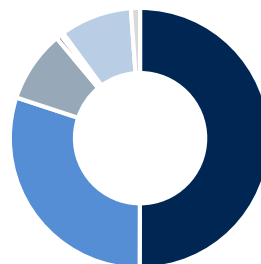
■ 浮法玻璃 ■ 节能玻璃 ■ 其他



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司收入分区域占比

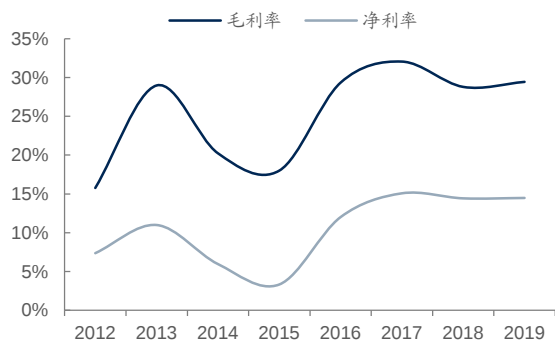
■ 华东 ■ 华南 ■ 华中 ■ 西南 ■ 华北 ■ 国外 ■ 其他



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

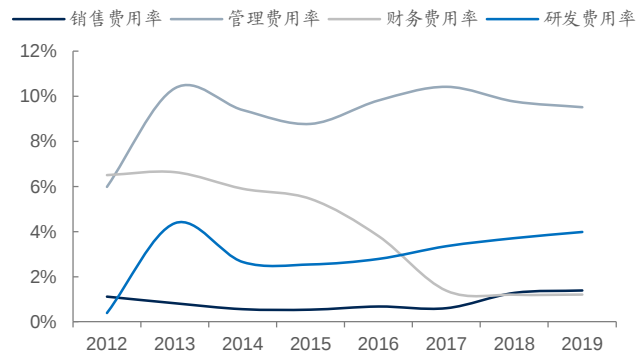
近年来，公司在保持业务扩张的同时，经营持续向好。2019 年公司毛利率和净利率分别为 29.4%和 14.5%，保持历史高位水平，随着未来深加工业务的逐步释放和产品优质化、高端化的推进，有望进一步缓和原片玻璃带来的周期波动属性，盈利能力仍有提升空间。费用端方面，受益于公司资产负债率的持续下行和现金流的健康充裕状态，财务费用率呈现明显下行趋势，2019 年末为 1.2%，较前期高点降低 5.43 个百分点；同时，进入全新的深加工领域后，公司对技术研发方面保持高度重视，对技术研发水平提出了更高要求，研发费用的投入持续增长，2019 年末研发费用率实现 3.99%。在盈利能力和总体周转情况不断提高、资债结构改善下，公司 ROE 目前处于历史高位水平，2019 年末实现 17%。

图 12: 公司历史毛利率和净利率 (%)



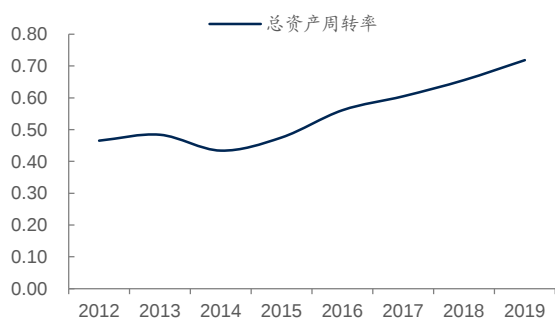
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司历史费用率 (%)



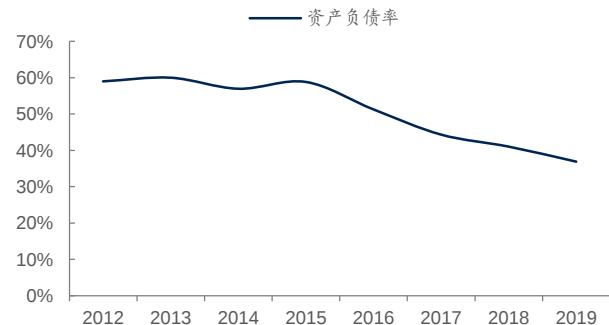
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司历史总资产周转率情况 (次)



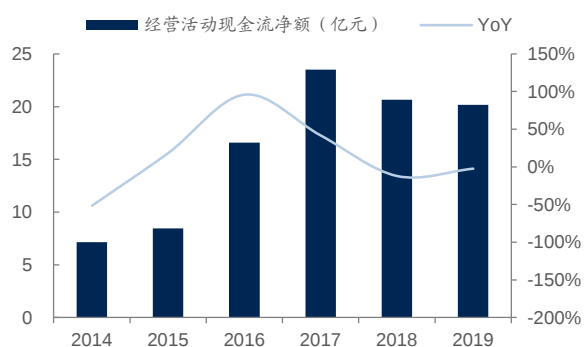
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司历史资产负债率情况 (%)



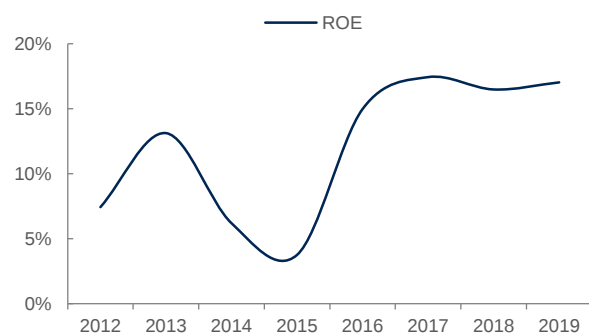
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司历史经营性净现金流及增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 公司历史 ROE 情况 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

产业多元化时代开启，产品升级+结构优化助力二次腾飞

根据公司“做强做大”的战略方针和“一体两翼”的战略实施方案，此部分我们将从公司目前主业浮法玻璃、正在大力推广的节能玻璃以及正在起步阶段的电子玻璃三大板块进行分析，探讨公司未来产品升级和产业结构优化的发展之路。

浮法玻璃：行业景气明显复苏，龙头优势持续巩固

行业走出阴霾期，短期运行改善显著

自 2015 年供给侧改革持续推进后，玻璃行业整体运行向好，近期受疫情因素影响有所承压，短期运行已经出现明显改善。玻璃价格从 2015 年下半年的底部水平持续上行至 2018 年，随后受需求增量有限、供给端复产和新建投产超预期导致阶段性估计压力凸显等因素影响下，行业库存不断增加，价格持续下行。2019 年中期，行业出现生产线冷修加速，以及部分区域推出限产政策，产能供给出现回落，同时受益于房地产竣工回暖带来需求支撑，库存水平快速回落，玻璃价格持续回升至今年年初，触及历史高位。

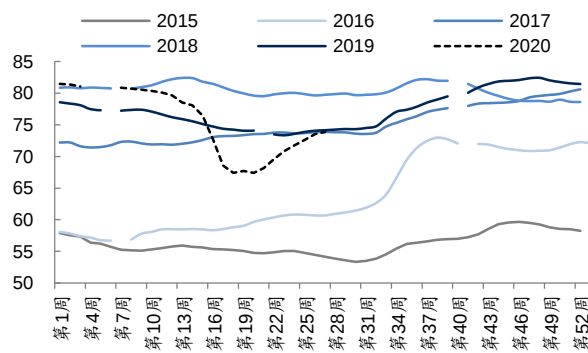
今年 2 月份以来，受国内新冠疫情影响，玻璃行业呈现较明显的压力，在产能刚性的影响下，生产线库存持续增加并达到历史高位，玻璃价格在 4 月份出现快速下行以去化库存。近期，在需求持续恢复、供给端加速冷修和沙河地区停限产的作用下，市场情绪出现明显好转，库存稳步下行，价格企稳回升。截至 6 月底，生产线库存 4899 万重箱，较前期高点已经降低 7.5%，同比增加 19.34%，增长趋势已经得到明显放缓，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为 73.91 元/重箱，同比基本持平，较前期价格底部已经回升 9.7%。

图 18：浮法玻璃全国现货均价（元/重箱）



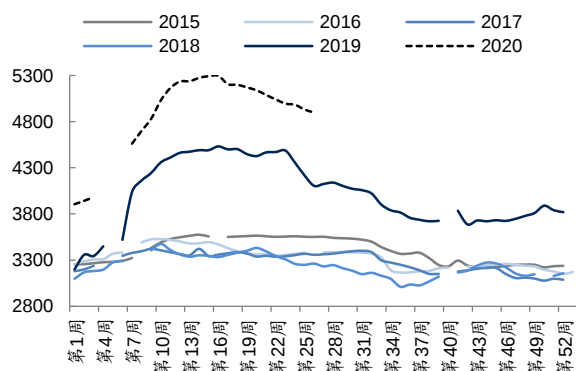
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 19：历史浮法玻璃全国均价（元/重箱）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 浮法玻璃生产线库存 (万重箱)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 浮法玻璃生产线开工率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

环保限产力度不减, 供给端严控持续

自 2015 年执行供给侧改革以来, 环保限产一直是掣肘玻璃行业产能扩张的关键因素。针对玻璃行业, 政府和协会发布了一系列指导文件, 督促行业内企业淘汰落后产能, 深化供给侧改革。环保标准趋严作为长期趋势, 相关部门的政策制定和执行的要求和力度明显提升。今年 4 月 29 日, 生态环境部发布《玻璃工业大气污染物排放标准》征求意见稿, 针对 2011 年发布的版本进行首次修改, 加严了大气污染排放限值, 颗粒物、二氧化硫和氮氧化物排放限值分别为 30mg/m³、200mg/m³和 400mg/m³, 及增加了适用于重点地区的大气污染特别排放限值, 新建企业自 2021 年 7 月 1 日起执行, 现有企业自 2022 年 7 月 1 日起执行。

在此之前, 部分省份地区已经陆续提高区域性的玻璃行业排放标准。2018 年 6 月 1 日, “2+26”城市平板玻璃行业开始执行新的大气污染物特别排放限值要求; 2019 年 7 月, 广东省印发《玻璃工业大气污染物排放标准》(DB 44/2159-2019), 并于 2019 年 8 月 1 日起实施, 新标准对颗粒物、二氧化硫和氮氧化物污染值排放限值进行了适当收严, 三项污染物排放限值分别为 30mg/m³、280mg/m³和 550mg/m³; 今年 3 月, 河北省公布了《平板玻璃工业大气污染物超低排放标准》(DB13/2168-2020), 新建企业自今年 5 月 1 日起执行, 现有企业自 2021 年 10 月 1 日起执行, 颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放限值, 分别为 10mg/m³、50mg/m³和 200mg/m³, 此外还增加了氨逃逸控制指标和无组织排放氨逃逸控制指标。

表 2: 平板玻璃大气污染排放标准相关规定 (单位: mg/m³)

项目	《平板玻璃工业大气污染物排放标准》(GB26453-2011)		新标准征求意见稿		“2+26”	广东	河北
	现有企业	新建企业	普通地区	重点地区			
颗粒物	100	50	30	20	20	30	10
二氧化硫	600	400	200	100	100	280	50
氮氧化物	-	700	400	300	400	550	200
执行日期	2011/10/1		新建企业: 2021/7/1 现有企业: 2022/7/1		2018/6/1	新建企业: 2019/8/1 现有企业: 2020/1/1	新建企业: 2020/5/1 现有企业: 2021/10/1

资料来源:生态环境部、国信证券经济研究所整理

作为国内浮法玻璃产能集中地之一的沙河地区, 因环保问题多次出现生产线集中停限产, 对行业供给端起到缩减起到明显促进作用。2017 年 11 月, 沙河地区因排污许可证问题使得 9 条生产线陆续放水停产; 2019 年 6 月, 邢台市自 6 月 10 日-7 月 10 日开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚行动, 要求 6 条以煤为燃料的生产线立即停炉改造; 19 日开始沙河地区开始限产 16%, 以回应前

期集中停产 6 条线的政策。今年 3 月，沙河市发布进一步环保管控文件，要求包括玻璃在内的高耗能高污染企业进行停限产措施，要求 6-8 条燃煤生产线冷炉停产到位，并在 11 月 15 日前，在产玻璃生产线全部完成有色烟羽治理，截至目前，已经有连续 3 条生产进行冷修，后续可能还将有生产线停产，进一步缓解区域供需矛盾，对周边乃至全国供需都有积极影响。

随着环保要求趋严，一方面，对生产企业提出了更高的要求，不仅需要购置环保设备，同时后期环保成本支出也呈现增加趋势，对于中小企业而言，经营压力或将在行业运行偏弱时进一步凸显，另一方面，落后产能的改造和淘汰有助于促进行业集中度提升。整体来看，在行业新增产能受到严控的背景下，环保要求的提升对行业供给端起到持续抑制的作用，行业竞争格局有望得到改善。

表 3: 2017 年 11 月沙河 9 条未取得排污许可证的玻璃生产线陆续停产冷修

冷修放水时间	企业	生产线	产能 (吨/日)
2017 年 11 月 4 日	河北安全玻璃有限公司	安全六线	700
2017 年 11 月 5 日	沙河市德金玻璃有限公司	德金三线	800
2017 年 11 月 5 日	沙河市长城玻璃有限公司	长城五线	700
2017 年 11 月 14 日	沙河市长城玻璃有限公司	长城六线	700
2017 年 11 月 14 日	河北吉恒源玻璃有限公司	吉恒源一线	600
2017 年 11 月 14 日	沙河市德金玻璃有限公司	德金四线	800
2017 年 11 月 14 日	河北安全玻璃有限公司	安全五线	700
2017 年 11 月 15 日	河北长红玻璃有限公司	长红一线	600
2017 年 11 月 15 日	河北长红玻璃有限公司	长红二线	600
合计			6200

资料来源:卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表 4: 2019 年 6 月河北邢台要求沙河地区 6 条以煤为燃料的生产线停产

序号	企业	生产线	产能 (t/d)
1	河北德金玻璃有限公司	德金四线	400
2	河北鑫利玻璃有限公司	鑫利一线	500
3	沙河市长城玻璃有限公司	长城六线	700
4	沙河市安全实业有限公司	安全二线	550
5	河北海生玻璃有限公司	海生一线	700
6	河北正大玻璃有限公司	正大三线	800
合计			3650

资料来源:沙河玻璃网、国信证券经济研究所整理

表 5: 2020 年 3 月以来沙河地区环保管控下已停产生产线

序号	企业	生产线	产能 (t/d)
1	河北金仓玻璃有限公司	浮法一线	600
2	河北鑫磊玻璃有限公司	鑫磊一线	600
3	河北长城玻璃有限公司	长城八线	1200
4	河北海生玻璃有限公司	海生一线	700
5	河北海生玻璃有限公司	海生二线	600
合计			3700

资料来源:卓创资讯、国信证券经济研究所整理

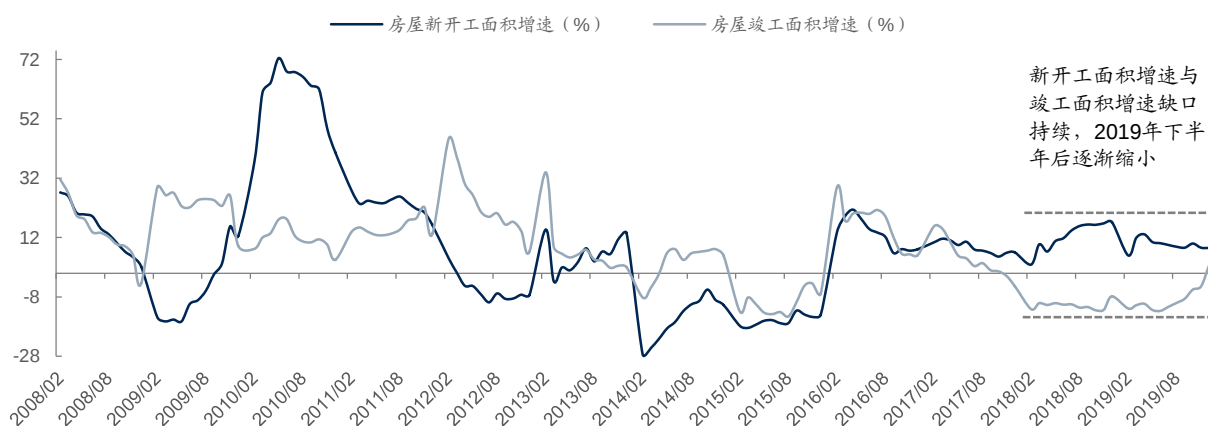
地产需求保持韧性，竣工回暖趋势不改

玻璃需求主要来自地产、汽车和出口等三大领域，其中地产占比最大，约占 70%-80%，是影响玻璃需求的主要因素。2016 年上半年，房地产开启新一轮的宏观调控，年底中央经济工作会议首次定调“房住不炒”，随后调控政策不断加

码、升级，地产趋势性转弱，房地产行业各指标增长中枢下行明显。受二三线城市棚改、以及开发商在 2017-2018 年大量拿地的影响，房屋新开工面积增速相对表现较好。

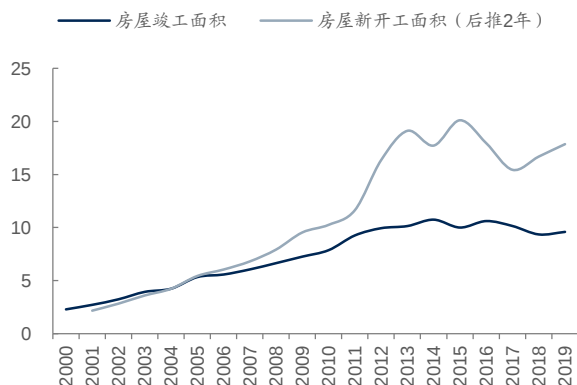
一般而言，房屋新开工面积领先于房屋竣工面积约 2-3 年，自 2016 年以来，房屋竣工面积增速持续下行，并在 2018 年后持续处于底部低位，新开工面积和竣工面积增速缺口持续。2019 年下半年，房屋竣工面积增速底部企稳回升，并持续至年末，全年增速实现转正并达到 2.6%。

图 22：2019 年下半年房屋竣工面积逐步回升



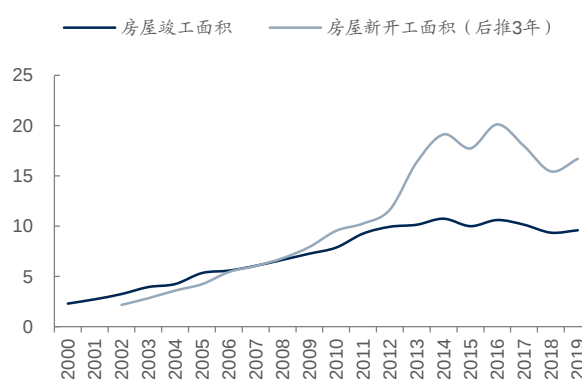
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 23：房屋竣工面积与推后 2 年新开工面积拟合（亿平）



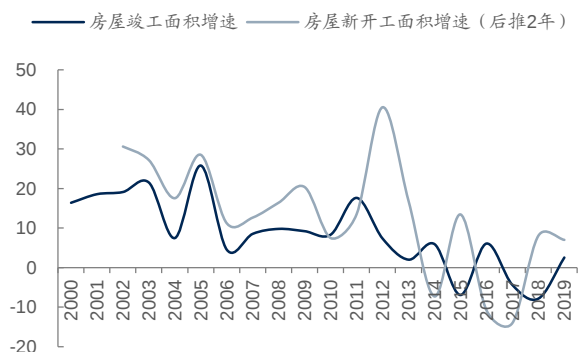
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 24：房屋竣工面积与推后 3 年新开工面积拟合（亿平）



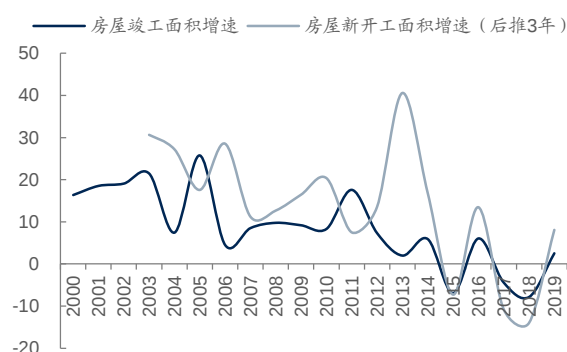
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 房屋竣工面积增速与推后 2 年新开工面积增速拟合 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

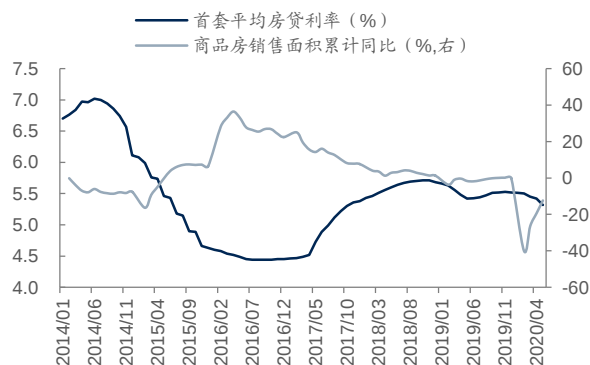
图 26: 竣工面积增速与推后 3 年新开工面积增速拟合 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

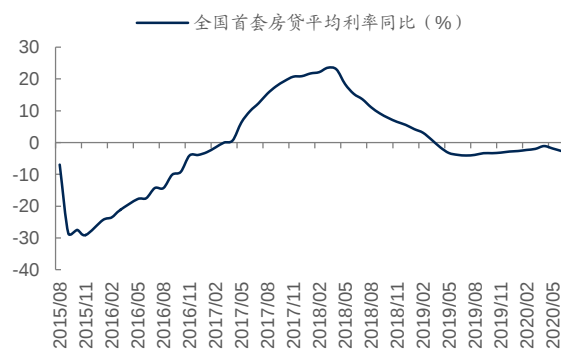
自 2018 年四季度后，房地产政策整体呈现平稳态势，地方政府出台调控政策频率有所放缓，约束限制性政策明显减少，北京、深圳、广州、杭州、武汉、南京等多个城市部分银行房贷利率出现不同程度松动，首套房平均房贷利率结束上升趋势震荡回落，放款速度出现加快迹象。2019 年，政策表态在强调“房住不炒”的宏观政策整体大方向不变的主基调下，新增“因城施策”的预调微调，完善和推广差别化政策，整体调控呈现边际调整迹象。同时，2019 年 8 月，央行启用个人住房贷款定价基准与 LPR 挂钩后，目前 5 年期 LPR 利率已经从去年首次报价的 4.85% 下调至 4.65%，引导房贷利率下行。我们认为未来房地产市场整体仍将有望保持较强韧性，短期疫情冲击后，房屋竣工面积将延续去年下半年的回升趋势，玻璃行业需求仍将具有一定保障。

图 27: 首套平均房贷利率与商品房销售面积增速

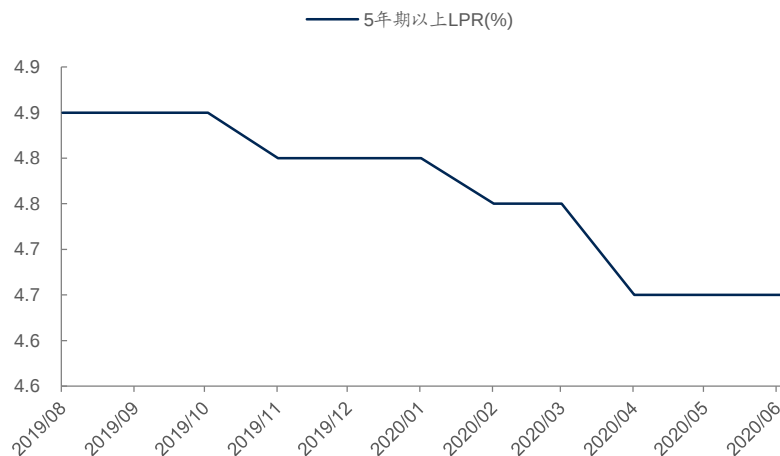


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 28: 全国首套房贷平均利率同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29：5 年期 LPR 利率逐步下行


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

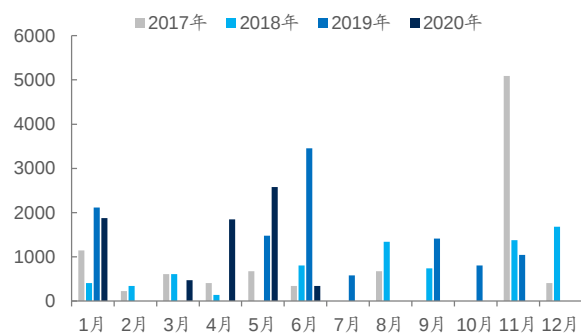
表 6：2019 年下半年以来央行多次定调房地产市场

时间	会议/发行物	房地产相关主要内容
2019 年 7 月 29 日	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	房地产行业占用信贷资源较多，合理控制房地产贷款投放
2019 年 8 月 2 日	央行 2019 年下半年工作电视会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制， 按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控
2019 年 8 月 9 日	《2019 年第二季度中国货币政策执行报告》	按照“因城施策”的基本原则 ，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 8 月 20 日	降低实际利率水平有关政策吹风会	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段，确保差别化住房信贷政策有效实施， 保持个人住房贷款利率基本稳定
2019 年 11 月 16 日	《2019 年第三季度中国货币政策执行报告》	按照“因城施策”的基本原则 ，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 11 月 25 日	《中国金融稳定报告（2019）》	继续严格遵循“房子是用来住的，不是用来炒的”政策定位， 完善“因城施策”差别化住房信贷政策，抑制投机性购房
2019 年 12 月 1 日	《求是》	中国人民银行行长易纲撰文，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位， 按照因城施策原则，加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节
2020 年 5 月 22 日	《政府工作报告》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中国人民银行、证券日报、国信证券经济研究所整理

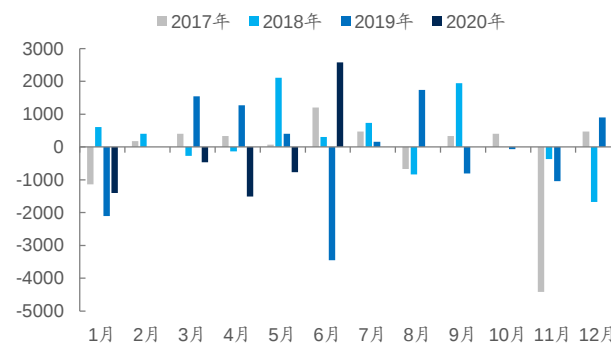
综上，短期来看，行业库存仍然存在一定压力，但在供给调节和下游良好的需求下，玻璃价格已经企稳回升至去年同期水平。在价格和环保等因素影响下，4月份以来已经放水冷修/停产 10 条生产线，年初以来行业合计净减少产能约 4800 万重箱。4 月底以来，多个区域价格开始止跌回升，下游贸易商和深加工企业的采购积极性逐步提升，需求端保持稳定回升。此前疫情对行业的冲击下，部分中小企业出现经营压力，而以旗滨集团为代表的龙头企业的产能规模化推进并未停止，行业整合进度有望一定程度上提速。**中长期来看，行业运行整体无忧。**近年来，玻璃行业在供给侧改革大背景下，产能增速整体呈现下行趋势，需求端方面房地产增速有限，但整体保持较强韧性，玻璃行业供需轧差和波动趋势均呈现不断收敛的态势，未来供给端严控仍将持续，需求端地产竣工面积回暖趋势有望延续，行业运行仍将有望保持健康。

图 30: 浮法玻璃冷修产能统计 (万重箱)



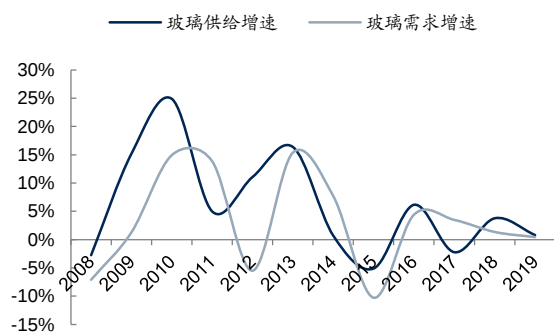
资料来源: 中国玻璃期货网、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 31: 浮法玻璃净增加产能统计 (万重箱)



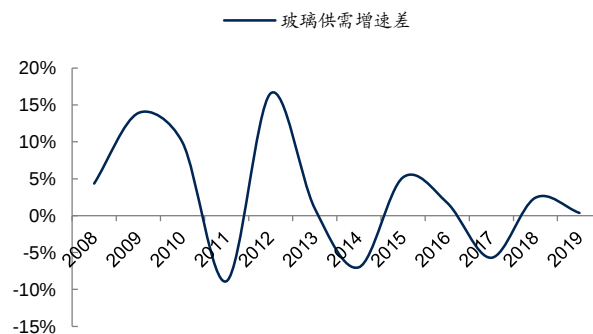
资料来源: 中国玻璃期货网、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 32: 玻璃行业供给需求增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 玻璃行业供需轧差 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

规模优势持续巩固，盈利能力保持行业前列

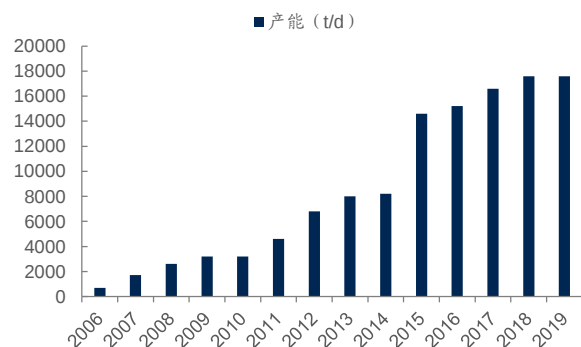
公司浮法玻璃八大生产基地主要集中于华东、华中、华南、及海外的马来西亚，合计产能 17600t/d，其中国内产能 16200t/d，总产能为全国排名第二，仅小幅低于信义玻璃。根据公司《中长期战略规划纲要》，提出争取 2024 年末浮法玻璃原片产能规模较 2018 年增加 30%以上，未来浮法玻璃产能仍有望进一步提高，巩固目前的规模优势。

图 34：公司国内浮法玻璃产能布局



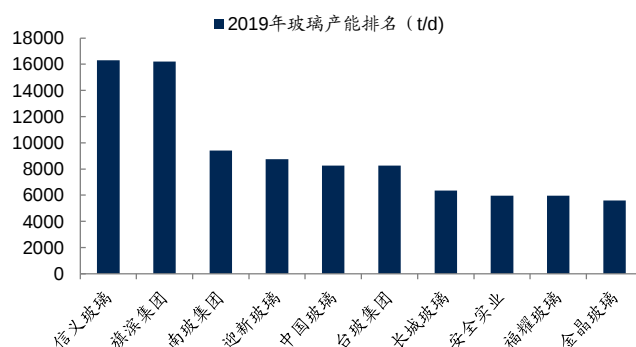
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35：公司历史产能变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

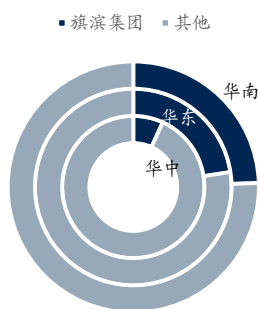
图 36：2019 年国内浮法玻璃产能排名



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

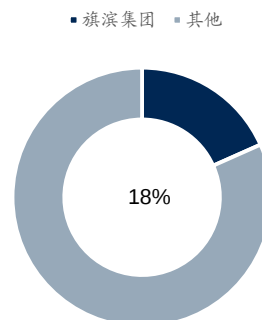
公司国内主要聚焦南部市场，布局核心区域，重点覆盖华中、华南、华东地区；生产基地兼顾玻璃产品消费能力较强的长三角和珠三角两大经济圈，截至 2019 年末，公司在华南、华东和华中区域的额市占率分别实现约 24.5%、22.6%和 6.8%，综合市占率达 18.4%，区位优势明显。

图 37: 公司华东、华南、华中市占率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 公司综合市占率 (%)

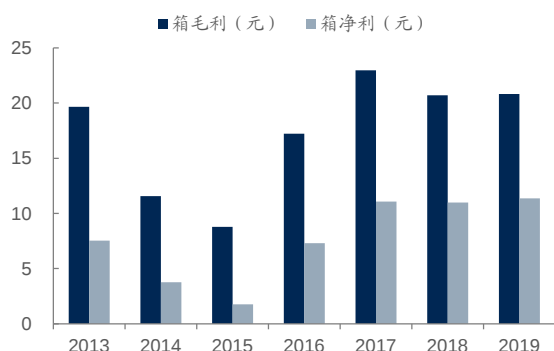


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

在规模、布局、成本等竞争优势下，公司盈利能力始终居于行业前列，即使在 2015 年行业大多数企业处于亏损的状态下，公司箱净利仍然实现 1.75 元/重箱。截至 2019 年末，公司箱毛利和箱净利分别实现 20.81 元和 11.37 元。

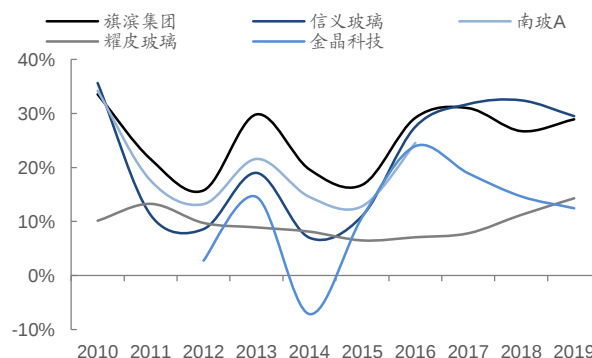
公司作为浮法玻璃龙头企业，近年来借助冷修陆续对生产线进行了技改升级，不断优化产品品种和结构，持续提升产品质量，降低产品盈利能力的波动性，随着未来产能扩张计划的推进，龙头优势有望进一步巩固。

图 39: 公司箱毛利和箱净利情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 公司浮法玻璃分部毛利率与行业可比公司比较 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

节能玻璃：建筑节能势在必行，门窗变革打开市场空间

建筑能耗持续增长，绿色门窗大势所趋

近年来，建筑能耗（仅包括建筑运行和使用阶段）在社会总能耗中所占的比重越来越高，建筑节能已成为全社会关注的焦点，绿色建筑已成为城市发展的必然趋势。目前，我国建筑能耗已成为与工业能耗、交通能耗并列的三大能耗大户之一。

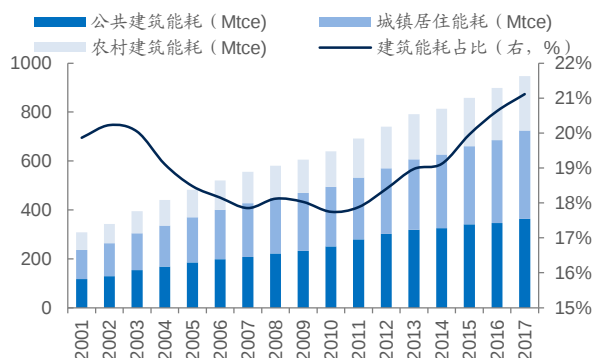
从历史数据来看，建筑能耗比重的波动与经济波动总体呈现反向关系，主要由于建筑能耗属于消费性能耗，与人们生活需求关系密切，随着我国经济中第三产业比重的增加，以及 GDP 增速总体呈现放缓平稳运行，建筑能耗在社会总能耗中的比重预计仍将保持目前的较高水平。

据住建部统计显示，我国建筑能耗约占全国总能耗 30% 左右（含建设过程和使

用过程中能耗),随着城市化进程加快,预计2020年占比将达35%左右(城镇化率每提高1%,新增城市用水17亿立方米,新增建筑用地1000多平方千米,新增建材总重量6亿吨,新增能耗6000万吨标准煤),其中门窗能耗占建筑能耗比重超50%,幕墙建筑中更高达90%以上,已成为建筑节能最薄弱的环节。

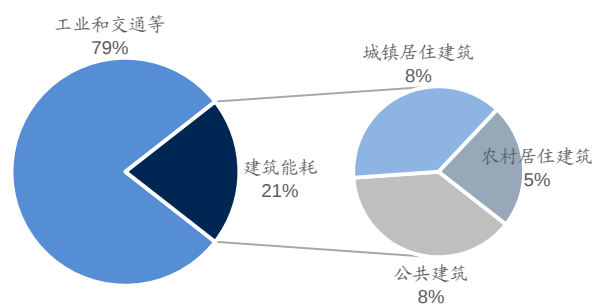
国内外实践证明,提高建筑围护结构(墙体、门、窗等)的保温性能,特别是提高窗户的保温性能使防止建筑物热量散失的最经济、最有效的方法。因此门窗绿色变革至关重要,节能门窗技术开发和应用也越来越受重视。

图 41: 近年来建筑能耗占比逐年提升



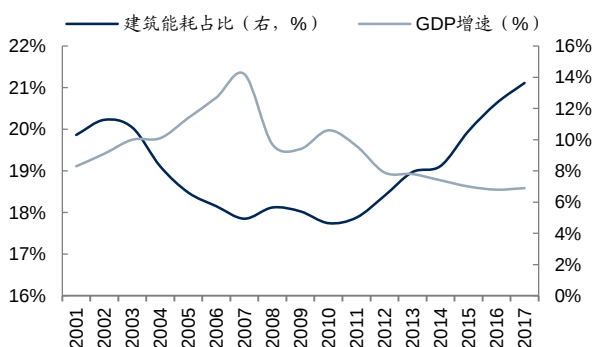
资料来源: 中国建筑节能协会、国信证券经济研究所整理 (*仅含建筑运行使用阶段)

图 42: 我国社会能耗构成



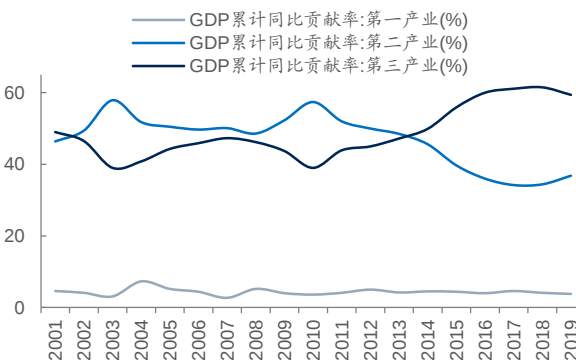
资料来源: 中国建筑节能协会、国信证券经济研究所整理

图 43: 近年来建筑能耗占比逐年提升



资料来源: 中国建筑节能协会、国信证券经济研究所整理 (*仅含建筑运行使用阶段)

图 44: 我国社会能耗构成



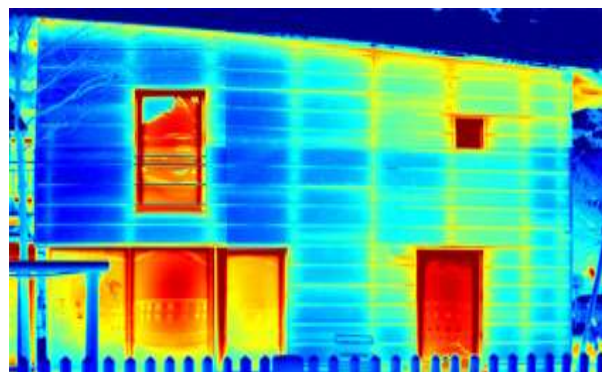
资料来源: 中国建筑节能协会、国信证券经济研究所整理

图 45: 建筑不同部位能耗损失



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 46: 玻璃门窗是建筑热散失的主要通道



资料来源: Vacuum glass、国信证券经济研究所整理

我国建筑节能门窗市场潜力巨大

《民用建筑节能设计标准(采暖居住建设部分)》将我国建筑节能工作分为三个阶段,目前我国住宅和公共建筑普遍执行节能 50%标准,北京、天津等局部地区执行节能 65%标准,并有部分地区已开始研究和执行第四阶段 75%节能标准。2013 年 1 月 1 日,国务院办公厅发布《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》,在全国实行《绿色建筑行动方案》,将“推动建筑工业化、切实抓好新建建筑节能工作和大力推进既有建筑节能改造”作为其中的三大重点任务,提出到 2015 年末 20%城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求,2020 年末基本完成北方采暖地区有改造价值的城镇居住建筑节能改造;2017 年初,国务院印发《“十三五”节能减排综合工作方案》,将 2020 年城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重再次提升至 50%。

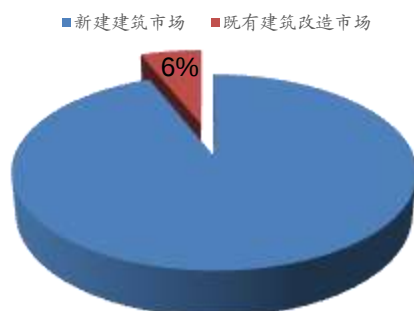
表 7: 我国建筑节能工作阶段目标

阶段	目标	说明
第一阶段	1980-1981 基础上节约 30%	
第二阶段 (2000 年)	上阶段基础上再节能 30%, 即达到 50%标准	目前普遍执行节能 50%标准
第三阶段 (2005 年)	上阶段基础上再节能 30%, 即达到 65%标准 (2020 年通过进一步推广绿色建筑和节能建筑, 使全社会建筑总能耗达到 65%总目标)	北京、天津等地区已开始执行节能 65%标准
第四阶段 (2015 年)	上阶段基础上再节能 30%, 即达到 75%标准	部分地区开始研究和执行第四阶段节能标准

资料来源:新浪地产、国信证券研究所整理

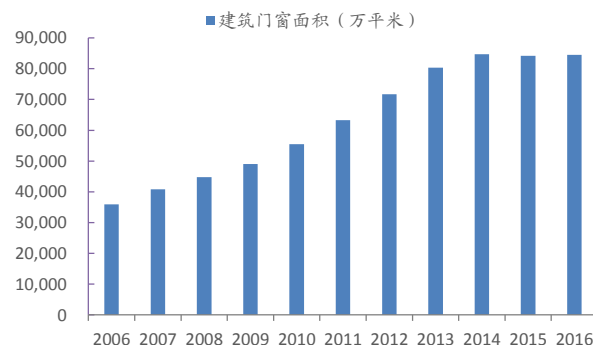
目前我国既有建筑面积超过 600 亿平方米,其中 95%以上为高耗能建筑,每年城乡新建房屋建筑面积约 40 亿平方米,80%以上为高耗能建筑;聚焦到既有建筑上,据不完全估计,目前我国既有建筑门窗保有量约为 130 亿-150 亿平,建筑幕墙保有量逐渐增多,总量约为 15-18 亿平,目前既有建筑门窗改造量约占总市场的 6%,且有逐年增加趋势,未来建筑节能门窗市场潜力巨大。

图 47: 既有建筑门窗改造市场占比提升空间大



资料来源: 新浪地产、国信证券经济研究所整理

图 48: 近十年我国建筑门窗产量



资料来源: 新浪地产、国信证券经济研究所整理

政策支持力度不断加大，期待进一步政策东风

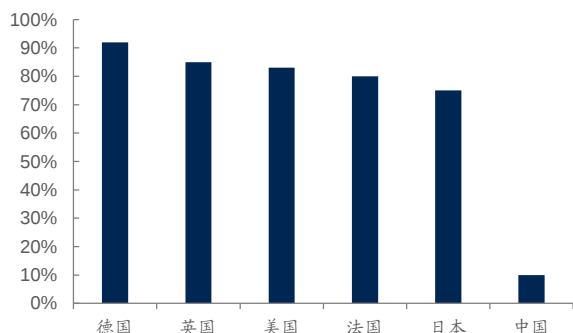
近年来建筑节能被提升到全新高度，作为建筑节能的重要载体，节能玻璃随之受益；同时在过剩产业结构调整背景下，国家积极鼓励玻璃企业转型升级，提高以 Low-E 玻璃为代表的节能玻璃、光电玻璃等深加工产品比例，将进一步推进节能玻璃普及应用。2012 年 12 月山东省经信委、财政厅、住建厅、质监局联合下发《关于加快低辐射镀膜玻璃推广应用的意见》，是地方政府出台的第一个扶持低辐射镀膜玻璃发展的正式文件；2015 年 8 月，中国建筑材料联合会、中国建筑玻璃与工业玻璃协会印发《关于成立推进 Low-E 节能玻璃普及应用工作领导小组的通知》，其中明确提出：“大力推广节能门窗。实施建筑能效提升功能，建设高星级绿色建筑，发展超低能耗、近零能耗建筑。新建公共建筑、绿色建筑和既有建筑节能改造应使用低辐射镀膜玻璃、真（中）空玻璃、断桥铝合金等节能门窗”，标志着推进 Low-E 节能玻璃普及应用工作得到进一步重视。

Low-E 玻璃在建筑节能领域的应用与发达国家仍存在较大差距

20 世纪 80 年代开始 Low-E 玻璃以其优良的节能性能在欧美等发达国家得到迅速推广和普及，目前欧美发达国家普及率已基本超过 80%。1991 年欧洲各国宣布于 1995 年强制采用 Low-E 中空玻璃后，Low-E 中空玻璃市场占有率支线上升，作为执行最为良好的德国，在政策推动和标准引导下，Low-E 玻璃普及应用取得良好效果，在 2000 年后双层 Low-E 玻璃已经基本普及，目前三层 Low-E 玻璃正逐渐普及度，渗透率已经超过双层 Low-E 玻璃，整体 Low-E 玻璃使用率已经接近 100%。

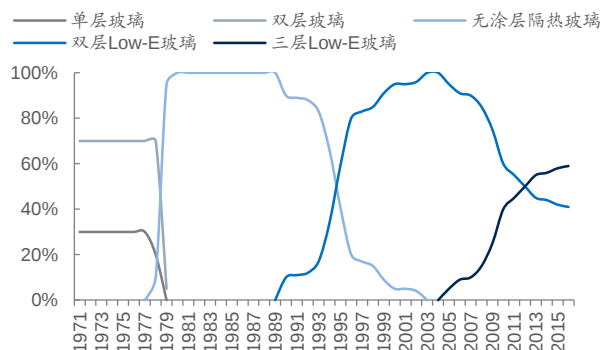
目前，我国 Low-E 节能玻璃主要用于公共建筑市场，一些经济发达地区近年来的新建建筑已基本全部采用 Low-E 节能玻璃，一二线城市住宅 Low-E 玻璃使用率较高，可达 70% 左右，但总体普及率还很低，仅约 20%，远低于发达国家水平。若后续政策对民用住宅进行进一步要求，节能玻璃的渗透率具有较大提升空间。

图 49: 部分国家 Low-E 普及率 (%)



资料来源:《中国材料进展》、国信证券经济研究所整理

图 50: 德国 Low-E 玻璃普及情况 (%)



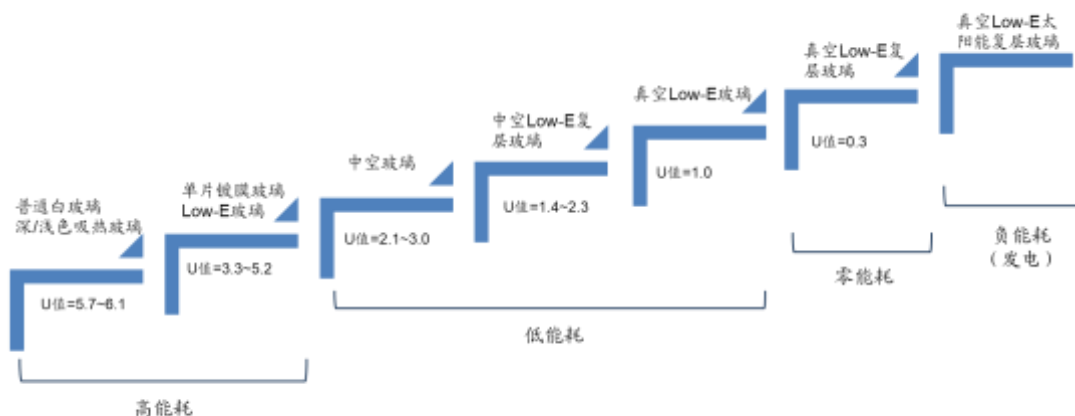
资料来源: 联邦玻璃协会、国信证券经济研究所整理

表 8: 我国现行居住建筑和公用建筑外窗传热系数限值 (单位: $W/(m^2 \cdot K)$)

地区	细分区域	居住建筑	公共建筑	
			甲类	乙类
严寒地区	A、B 区	1.4~1.8	$\leq 1.2 \sim 2.7$	≤ 2.0
	C 区	1.4~2.0	$\leq 1.3 \sim 2.9$	≤ 2.2
寒冷地区	A、B 区	1.5~2.2	$\leq 1.4 \sim 3.0$	≤ 2.5
夏热冬冷地区		2.3~4.7	$\leq 1.8 \sim 3.5$	≤ 3.0
夏热冬暖地区		2.5~6.0	$\leq 2.0 \sim 5.2$	≤ 4.0
温和地区		2.3~3.8	$\leq 2.0 \sim 5.2$	N/A

资料来源: 住建部、国信证券经济研究所整理

图 51: 节能玻璃演进 (传热系数 U 值单位: $W/(m^2 \cdot K)$)



资料来源: 台玻、国信证券经济研究所整理

市场空间持续打开, 龙头企业引领规模扩张

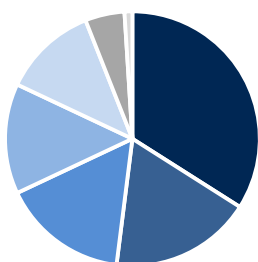
受益于“政策化”和“市场化”双管齐下, 近年来我国 Low-E 玻璃快速发展, 产能规模不断扩大, 尤其以浮法玻璃企业配套建设生产线的趋势更加明显。浮法玻璃企业通过加大对节能玻璃的投入, 有助于向高质量发展迈进。一方面, 发展节能玻璃, 响应政策号召, 顺应市场趋势, 推动建筑节能发展, 另一方面, 通过配套节能玻璃生产线, 开拓深加工产业, 连接产业链下游, 优化产品结构,

拓宽原片业务的护城河，此外，节能玻璃相对浮法玻璃具有更高的盈利水平和更优的抗周期波动风险，进一步向产品优质化和高端化发展。

根据隆众资讯数据，截至 2019 年，全国离线 Low-E 生产线有 117 条，共计产能 5.3 亿平/年，从区域分布来看，目前产能主要集中于经济发达区域，如华东、华北、华南、华中地区等，预计 2020 年 Low-E 玻璃新增产能 8740 万平/年（受疫情因素影响，投产进度或会延后）。

图 52: 国内 Low-E 玻璃产能分布

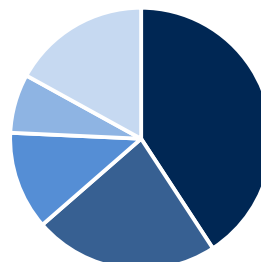
■ 华东 ■ 华北 ■ 华中 ■ 华南 ■ 西南 ■ 西北 ■ 东北



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

图 53: 2020 年 Low-E 玻璃新增产能分布

■ 华东 ■ 华北 ■ 华中 ■ 华南 ■ 西北 ■ 东北



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

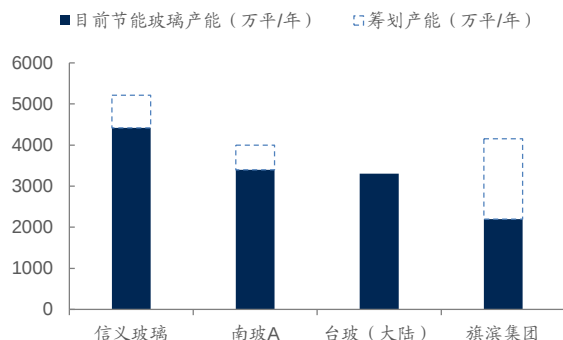
作为玻璃行业的后起之秀，旗滨从 2016 年开始布局建筑节能玻璃领域，目前已投产浙江绍兴、广东河源、湖南醴陵和马来西亚森美兰州基地，根据近期公司发布生产线建设规划，公司还将建设浙江长兴、天津、广东河源二期和湖南醴陵二期的节能玻璃生产线。截至今年一季度，公司节能玻璃产能约 2200 万平/年，规模处于行业前四，待所有生产线投产后，预计公司节能玻璃产能将达到 4735 万平米，其中中空玻璃及其他公建产品产能约 1120 万平，镀膜玻璃 3615 万平，竞争优势有望进一步提升。

表 9: 旗滨集团节能玻璃生产线基地布局

生产基地	项目	状态	年产能 (万平)		
			中空玻璃 (部分含其他公建产品)	镀膜玻璃	合计
1	浙江绍兴	已投产 (2018)	100	120	220
	浙江绍兴二期	已投产 (2019)	0	580	580
2	浙江长兴	在建	275	960	1235
3	广东河源	已投产 (2018)	100	120	220
	广东河源二期	在建	125	135	260
4	湖南醴陵	已投产 (2020)	95	600	695
	湖南醴陵二期	在建	50	500	550
5	天津	在建	275	480	755
6	马来西亚森美兰州	已投产 (2019 年)	100	120	220
合计			1120	3615	4735

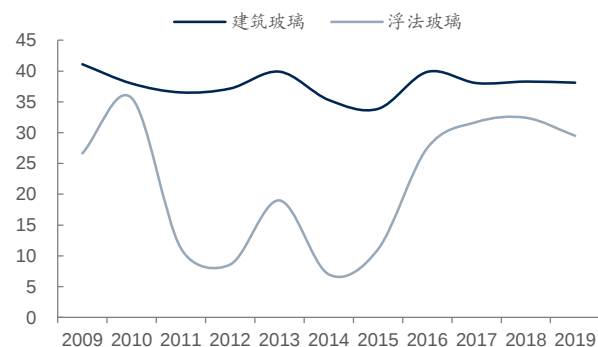
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54: 大陆地区节能玻璃龙头企业产能情况



资料来源: 各企业年报及官网、国信证券经济研究所整理

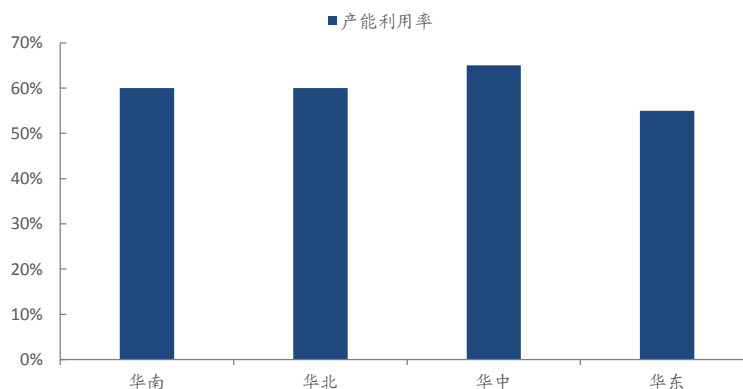
图 55: 信义玻璃建筑玻璃和浮法玻璃毛利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

尽管产能快速增长,但由于生产线需要定期检修、产品成品率及排单订单变化、生产技术及配套能力等原因,实际生产过程中远达不到满负荷生产,行业产能利用率接近 60%,其中单银 Low-E 产能相对过剩,双银 low-e 进入相对成熟阶段,利润相对较好,大型品牌企业双银 Low-E 订单占比可达到 30%左右,三银 Low-E 生产难度最高,价格相对高位。

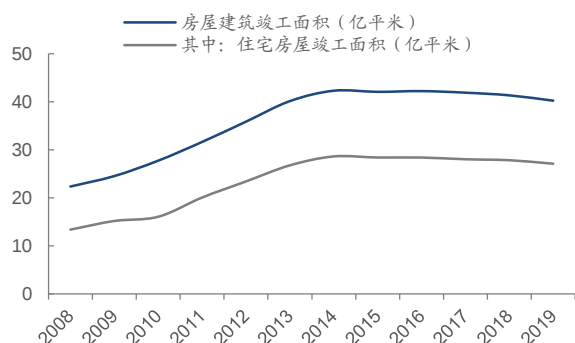
图 56: 国内 Low-E 玻璃分地区产能利用率



资料来源: 中国建筑材料工业规划研究院、国信证券经济研究所整理

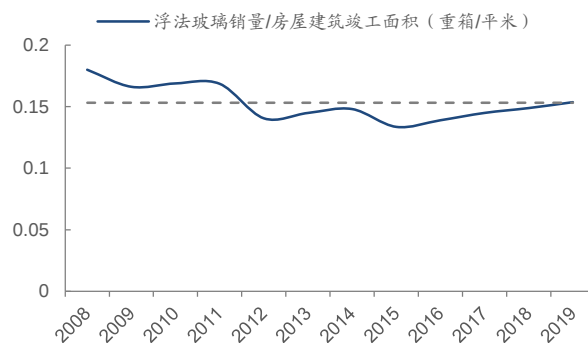
预计未来几年受益环保节能意识提升及支持性政策持续出台,建筑节能市场有望继续保持增长趋势,Low-E 玻璃仍有巨大发展空间。目前国内房屋建筑每年竣工面积约 40 亿平米,Low-E 玻璃渗透率约 20%,若渗透率达到 30%,对应 Low-E 节能玻璃年需求可达 5.4 亿平米,若考虑既有建筑绿色改造需求,预计需求量将更大,同时若政策支持力度加大,将有望进一步打开空间。

图 57：近年我国房屋建筑竣工面积



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 58：玻璃销量/房屋建筑竣工面积比值相对稳定在 0.15



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 10：不同渗透率下 Low-E 玻璃需求测算

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6
竣工房屋建筑面积 (亿平方米)	40	40	40	40	40	40
Low-E 渗透率 (%)	10%	20%	30%	40%	50%	60%
Low-E 玻璃需求 (亿平方米)	1.79	3.58	5.38	7.17	8.96	10.75

资料来源：WIND、国信证券经济研究所测算

电子玻璃：国产化进程逐渐开启，行业空间广阔

超薄电子玻璃一般是指厚度小于 1.5mm 的电子玻璃，其广泛用于平板显示、触控屏、柔性显示、家电产品、办公产品等领域，已成为现代信息产业的关键基础材料，因其应用在电子、微电子、光电子等高新技术领域，具有光电、热电、声光、磁光等功能，故称之为电子玻璃。

根据使用用途，电子玻璃主要包括以下三类：

(1) 盖板玻璃：又称为视窗防护玻璃，主要用于显示器表面保护，需要具备耐磨、耐刮划、长寿命、轻薄等特点，要求材料具备高硬度、高强度、良好的韧性、化学稳定性指标。

(2) ITO 导电玻璃：一种既透明又导电的玻璃，是制作显示终端的主要材料之一。ITO 导电玻璃通常在钠钙基或硅硼基片玻璃的基础上，利用磁控溅射的方法镀上一层氧化铟锡（俗称 ITO）膜加工制作成。

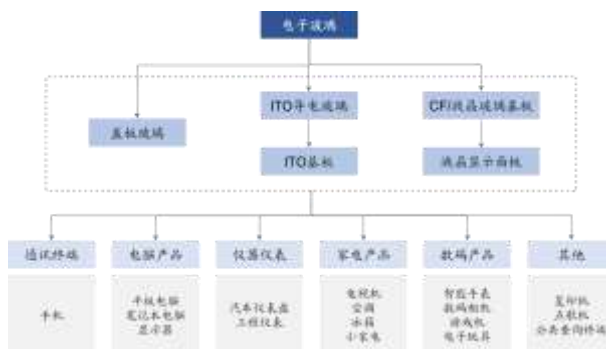
(3) 液晶玻璃基板：是一种表面极其平整的浮法生产薄玻璃片，主要应用于液晶显示组件中，是平板显示产业的关键基础材料之一。在液晶显示组件中主要包括两块玻璃基板，分别为 TFT（薄膜晶体管）玻璃基板和 CF（彩色滤光）玻璃基板。液晶玻璃基板采用的是硼硅酸盐玻璃。

图 59：触摸液晶显示器结构示意图



资料来源：蓝思科技招股说明书、国信证券经济研究所

图 60：电子玻璃产品加工方向和应用



资料来源：国信证券经济研究所整理

高铝硅/锂铝硅为盖板玻璃高端主流，溢流法提供最优工艺

盖板玻璃原片按玻璃体系和成分差异，可分为锂铝硅玻璃、高铝硅酸盐玻璃（简称高铝玻璃）、中铝硅酸盐玻璃（简称中铝玻璃）、低铝硅酸盐玻璃（简称低铝玻璃）和钠钙玻璃。其中，锂铝硅玻璃和高铝玻璃产品主要应用于高端产品市场；中铝玻璃、低铝玻璃和钠钙玻璃主要应用于中低端产品市场和返修市场。根据化学强化工艺的不同，屏幕保护玻璃品种又可分为一步法和多步法化学强化玻璃，其中锂铝硅玻璃属于多步法化学强化玻璃（离子交换深度大于 75 μm ），目前主要生产企业为康宁、肖特和彩虹，主要应用于高端产品，其余玻璃品种常采用一步法化学强化工艺（离子交换深度约 50 μm ）。

超薄电子玻璃的主要成形方法有浮法、溢流法、二次下拉法、窄缝下拉法等，其中浮法与溢流法为目前市场主流生产盖板玻璃的两种方法。

图 61：盖板玻璃主要技术路线



资料来源：《高铝硅触摸屏玻璃的应用》、国信证券经济研究所整理

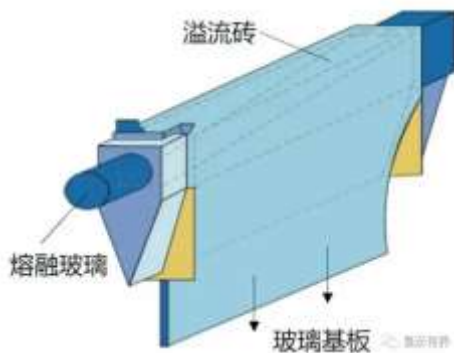
溢流法制备的玻璃表面不通过任何装备，无需成形介质、无需二次加工，具有优良的平整度，是浮法、窄缝引下法等玻璃生产技术无法达到的，但是制备大板受成形方法限制，同时存在较高的技术壁垒（工艺、配方、装备）、难度较大、投资高等问题。相比而言，浮法成型产能大、成本低且可生产大尺寸的玻璃，但由于玻璃表面沾锡问题需要进行二次研磨、抛光处理，在玻璃质量和成品率上较溢流法尚有一定差距。从工艺原理来看，目前获得产品表面质量最佳的方法仍然为溢流法。

表 11: 浮法和溢流法工艺对比

指标	浮法	溢流法
产量 t/d	50-100	5-20
生产线建造空间	占地面积大	占地面积小, 但需挑高
投资金额	大 (工艺要求配套投资大) 3-6 亿元	大 (主要是铂金通道的投资和维修) 9-12 亿元
玻璃控制方向	水平	垂直向下
成型的介质	液态锡	可供流溢的熔融帮浦
成型原理	利用液态锡和玻璃液的密度差	玻璃自身的重力
厚度控制	熔炉的牵引量、拉边机施力的大小和 角度及牵引速率	玻璃液的流溢量和下拉的速率
一般厚度范围/mm	0.15-1.1	0.4-2.5
目前国际生产最薄的玻璃	0.05mm 超薄浮法玻璃	0.1mm 柔性玻璃 Corning
目前国内生产的最薄的玻璃	0.15mm 普通钠钙玻璃 中建材 0.3mm 高铝钠钙玻璃 东旭	0.4mm (东旭、彩虹)
最大板宽	5 米	1.5 米
板面质量	一面沾锡	双原始表面
微观波纹度	$\leq 0.15\mu\text{m}/20\text{mm}$	$\leq 0.04\mu\text{m}/20\text{mm}$
翘曲度		$\leq 0.05\%$
厚薄差		$\pm 0.05\text{mm}$
表面压应力 CS		700-1100MPa
离子交换深度 DOL		$> 40\mu\text{m}$
代表厂家	旭硝子、肖特、旭虹、南玻、中建材	Corning、电气硝子、彩虹
目前成品率	40%-50%	60%-65%

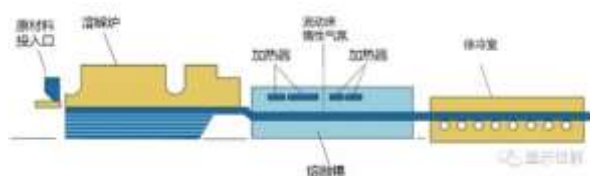
资料来源: 知网、国信证券经济研究所整理

图 62: 溢流法工艺示意图



资料来源: 显示世界、国信证券经济研究所整理

图 63: 浮法工艺示意图



资料来源: 显示世界、国信证券经济研究所整理

超薄电子玻璃用作保护屏玻璃时, 需要有较高的耐冲击强度及耐磨性, 但玻璃为脆性材料, 表面存在格列菲斯裂纹等缺陷, 受到较小外部应力时容易发生断裂, 需要通过强化提升玻璃强度及耐磨性。按照加工机理, 玻璃强化可分为物理强化法和化学强化法。物理强化法仅适用于较厚的玻璃, 对于厚度不大于 1.1mm 的超薄电子玻璃则需要进行化学强化, 其强化工艺经历了“一步法”向“两步法”及多步法发展的历程, 表面压应力 (CS) 和压应力深度 (DOL) 是表征评价玻璃化学强化后效果的两个关键指标, 提高玻璃 CS 与 DOL 可增加玻璃强度, 特别是提高 DOL 能有效地增加玻璃耐划伤与抗冲击力学性能。

表 12: 全球主要电子盖板玻璃性能对比

企业	产品型号	CS(MPa)	DOL(μm)	强化工艺
康宁	GG3	700-900	> 40	一步强化
康宁	GG5	750-850	> 120	二步强化

表 12: 全球主要电子盖板玻璃性能对比

康宁	GG6	750-850	>120	二步强化
旭硝子	DT-Pro	800-1100	>35	一步强化
旭硝子	DT-Star	750-900	>100	二步强化
电气硝子	T2X-1	750-940	>40	一步强化
肖特	Xsensation	700-850	>120	二步强化
南玻	Kirin King3	700-920	>40	一步强化
旭虹	Panda-MN128	700-920	>40	一步强化
旗滨	-	940	>40	一步强化
彩虹	GL KAILLY™6	780-840	> 36	二步强化

资料来源: 知网、国信证券经济研究所整理

国外企业占据高端市场，国产替代力争突破

目前盖板玻璃原片市场主要分为高中低三级市场，以美国康宁大猩猩、日本旭硝子 DT-Star、电气硝子 T2X-1、德国肖特 Xsensation 为代表所垄断的中高端市场，以日本旭硝子 DT-Pro、国内旭虹熊猫和南玻高铝为代表的中低端市场，低端市场主要为旭硝子的 AS2（第二代龙迹）、南玻中铝（河北视窗）等。目前国内电子玻璃产品的整体性能与国外产品相比，还存在一定差距，主要由于一方面国内大多数盖板玻璃工艺来源于传统浮法工艺，电子玻璃厚度较薄，且翘曲、气泡、厚薄差要求远高于普通浮法玻璃；另一方面，国外电子玻璃企业拥有悠久的历史和技术积累，康宁大猩猩玻璃技术前身实际在 20 世纪六十年代已经开发成功，直到苹果 2007 年发布 iPhone 才真正实现商业应用，国内电子玻璃工艺技术沉淀不足，实验室研发在 2007 年才开始加速推进，2014 年第一条高铝盖板玻璃生产线投产，短时间难以达到国外先进技术水平。

表 13: 国内盖板玻璃原片企业发展历史

时间	事件
2007 年 10 月	北京工业大学与苏州新吴公司组建联合研发体，加速推进实验室和中试试验工作，并随后陆续申报国内专利
2010 年	苏州新吴建设并投产 10t/d 的浮法生产线，但未能生产 1mm 一下合格产品，试产半年后停产
2010 年	成都光明光电公司开展高铝玻璃实验室研究工作
2012 年	成都光明建成一条 30t/d 浮法高铝玻璃生产线，可产出合格产品，但因良率低及市场价格下降影响，于 2015 年初关停
2013 年	福州科立视建成一条 G4.5 代 5t/d 高铝盖板玻璃生产线，采用溢流法生产工艺，并于 2014 年产出合格品，性能处于 GG1 水平之上
2014 年	旭虹光电在原有 150t/d 浮法 PDP 加班生产线上升级改造，玻璃拉引量为 70t/d，属中铝玻璃，商标为 Panda King
2015 年 2 月	清远南玻高性能建铝硅酸盐玻璃生产线点火，采用浮法生产工艺，拉引量为 80t/d
2015 年 Q4	咸阳彩虹将原有两条 TFT-LCD 基板玻璃生产线改造造成盖板玻璃生产线，年产 G6 代 0.66mm 玻璃约 270 万平米
2016 年	福州科立视建成第二条 G5.5 代 10t/d 溢流生产线
2017 年	旭虹光电两年前投产的生产线达到高铝玻璃要求，良品率达 76%，年产能 780 万平，成为全球大三大生产商，性能与 AGC 相当
2017 年	中建材（蚌埠）光电材料有限公司（凯盛科技）浮法工艺高铝玻璃生产线点火，并于 2018 年 4 月下线，可稳定生产厚度为 0.2-2.0 毫米的超薄高铝盖板玻璃，年产量 500 万平方米
2018 年 10 月	彩虹集团 G7.5 盖板玻璃项目池炉在湖南邵阳点火，年产高铝硅盖板玻璃 1500 万平方米
2018 年 10 月	重庆鑫景特玻高铝硅触摸屏电子基板和高铝硅特种功能材料研发生产基地生产线点火投产，量产产能将达 500-600 万平米/年
2019 年 7 月	醴陵旗滨电子玻璃有限公司 65 吨高性能电子玻璃生产线点火进入试生产，并于 2020 年 2 月成功生产出 0.33 毫米的高铝超薄电子玻璃
2019 年 9 月	旭虹光电新一代铝硅盖板玻璃 Panda-1681 发布

资料来源: 知网、新闻公开资料、国信证券经济研究所整理

目前全球盖板玻璃原片市场参与者仅有海外的康宁、旭硝子、电气硝子、肖特，以及国内的科立视、旭虹、彩虹、南玻、中建材等公司。根据产能情况来看，康宁、旭硝子、电气硝子和肖特四家的产能占全球产能约 50%，四家公司在国内均无盖板玻璃生产线布局；根据市场销售情况来看，2019 年，大猩猩玻璃在智能手机和平板电脑中的合计渗透率超过 50%。随着近两年国内企业的技术研发进步以及进口替代，国产高性能电子玻璃正逐渐扩大触摸屏玻璃的市场份额，打破国外垄断。

旗滨集团于 2018 年 1 月公告投资新建一条高性能电子玻璃生产线，项目计划

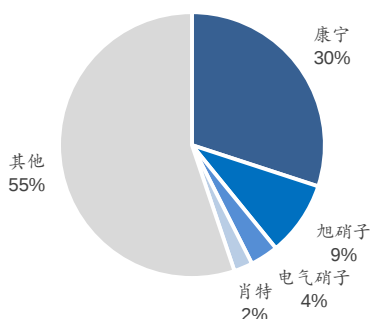
总投资 3.72 亿元。2019 年 7 月,该生产线点火,并于今年 2 月成功生产出 0.33 毫米的高铝超薄电子玻璃,实现 0.33-2mm 厚度产品的生产开发,4 月份已正式投入商业化运营。超薄电子玻璃采用浮法生产工艺,产能规模为 65t/d,产品 DOL 可达到 40-42 μ m,CS 可达到 930MPa,可对标第三代康宁大猩猩玻璃。按照公司规划,进入商业化运营后的前期将以生产贴片产品为主,待达到稳定生产和成品率后将切入盖板玻璃原片市场,并准备进行 0.55-0.8mm 厚度的产品研制和生产。

表 14: 全球盖板玻璃生产企业情况

企业	国家	产品商标	生产工艺	种类	投产时间
康宁	美国	Gorilla Glass	溢流法	高铝硅/锂铝硅	2007
旭硝子	日本	Dragontrail	浮法	高铝硅	2011
电气硝子	日本	Dinorex	溢流法	高铝硅	2011
肖特	德国	Xenstion	浮法	高铝硅/锂铝硅	2011
科立视	中国	Techstone-C	溢流法	高铝硅	2013
旭虹	中国	Panda king	浮法	高铝硅/锂铝硅	2014
彩虹集团	中国	GL KAILLY	溢流法	高铝硅/锂铝硅	2015
南玻	中国	Kirin King	浮法	高铝硅/中铝硅	2015
中建材	中国	-	浮法	高铝硅	2017
鑫景特玻	中国	-	浮法	高铝硅	2018
旗滨集团	中国	-	浮法	高铝硅	2019

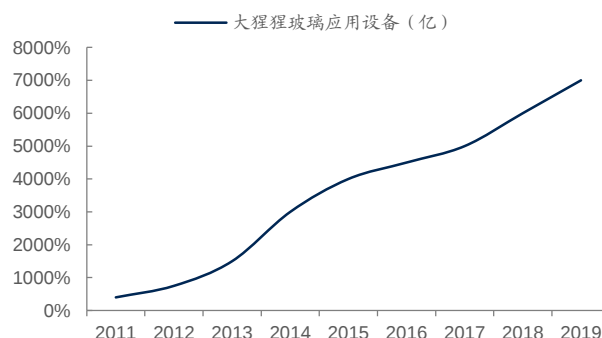
资料来源:《玻璃杂志》、国信证券经济研究所整理

图 64: 全球盖板玻璃产能情况



资料来源: 知网、国信证券经济研究所整理

图 65: 康宁大猩猩玻璃在智能手机和平板电脑中渗透率

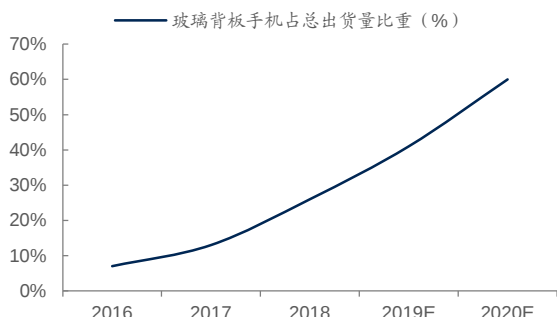


资料来源: IDC、康宁、国信证券经济研究所整理

背板玻璃设计和大尺寸屏幕渗透提升市场空间

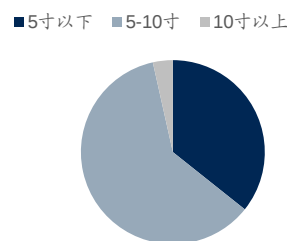
随着无线充电、5G 通信等技术的日趋成熟,智能手机外观去金属化趋势已经确立,玻璃凭借性能、成本和产能等综合优势成为外观件去金属化的最佳选择。自 2017 年苹果发布 iPhone 8 和 iPhone X 采用正背面玻璃设计以来,背板玻璃设计正日益普及,根据 Counterpoint 的数据,2018 年底玻璃背板智能手机占总出货量的 26%,其中高端市场已经达 80%,预计到 2020 年底玻璃背板智能手机渗透率可能达到 60%。同时,随着日趋大尺寸化对盖板玻璃的用量提出了更高的要求,2018 年出货手机屏幕平均尺寸达 5.6 英寸,根据 IDC 预测,预计 2019 年 6 寸及以上屏幕智能手机占比达到 70%以上。

图 66: 使用玻璃背板的智能手机渗透率



资料来源: Counterpoint、国信证券经济研究所整理

图 67: 全球手机屏幕尺寸结构 (%)

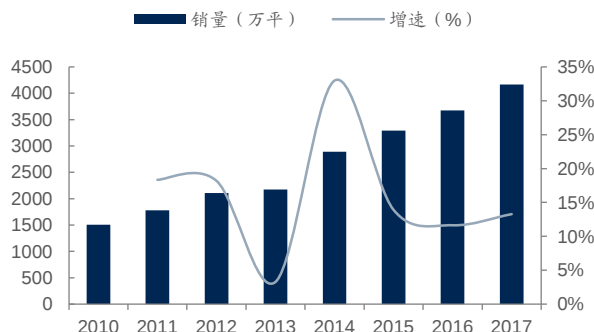


资料来源: 前瞻产业院、国信证券经济研究所整理

在下游行业需求的拉动下, 全球盖板玻璃需求保持稳健增长, 国内需求保持旺盛。截至 2017 年, 全球盖板玻璃销量为 4164 万平, 同比增长 13.28%, 国内盖板玻璃消费量为 2285 万平米, 占全球比重约 55%, 比重呈现逐年上升趋势。

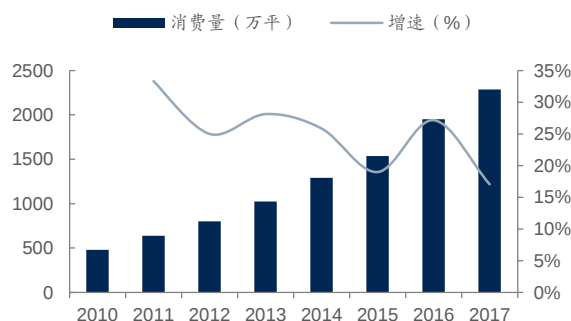
根据 IDC 最新预测的 2020 年全球手机出货量 (13.4 亿部), 以及全球主流手机屏幕尺寸 (5-6 英寸), 我们假设目前玻璃背板手机渗透率已经达到 40%, 主流盖板玻璃原片出货平均厚度为 0.7mm, 可测算得 2020 年全球盖板玻璃原片需求约 4500 万平, 按企业平均 50%良品率进行测算, 可知全球所需产能约 9000 万平, 供给仍然处于短缺状态。

图 68: 全球盖板玻璃销量及增速



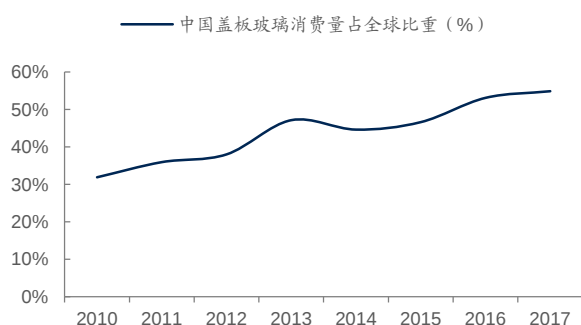
资料来源: 前瞻产业院、国信证券经济研究所整理

图 69: 中国盖板玻璃销量及增速



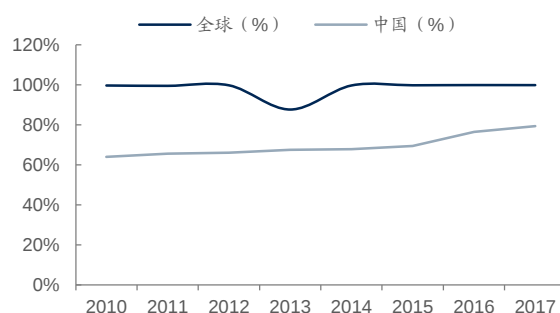
资料来源: 前瞻产业院、国信证券经济研究所整理

图 70: 中国盖板玻璃消费量占全球比重



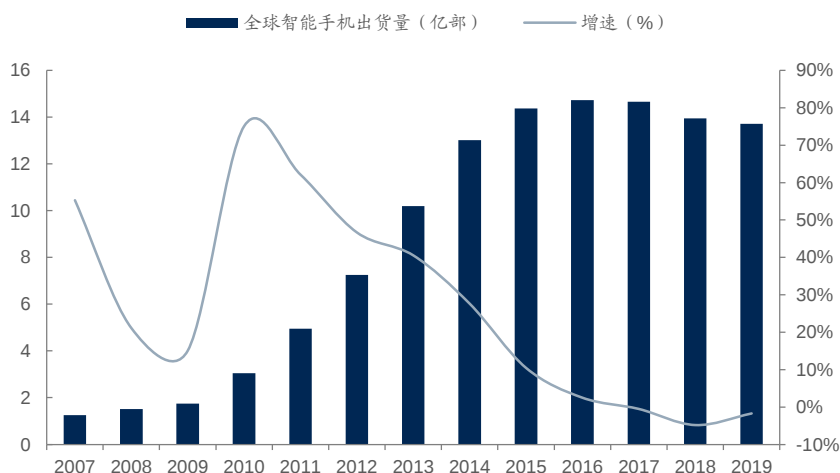
资料来源: 前瞻产业院、国信证券经济研究所整理

图 71: 全球盖板玻璃和中国盖板玻璃产销率



资料来源: 前瞻产业院、国信证券经济研究所整理

图 72: 全球智能手机出货量及增速



资料来源:IDC、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司长远发展，维持“买入”评级

高瞻远瞩，不断完善资源配套布局

玻璃的原材料构成中，每生产 1 吨浮法玻璃需要石英砂约 690kg 左右，在原材料中占比约 60%。此前硅砂现货价格低，2014 年后，受矿产开采限制，出现一批砂矿关闭，硅砂价格出现大幅上涨，对玻璃企业成本端形成一定压力。

公司成立以来对上游原材料布局保持高度重视，发展初期便开始配套上游硅砂资源，2010 已经布局完成漳州石英砂矿，其所处的福建东山是全国最大的石英砂生产基地，储量、规格和品质均居亚洲前列，被秦皇岛玻璃工业设计研究院列为中国浮法玻璃生产一级标准砂；2011 年成立河源硅业，所处的河源东源是国内仅有的两个低铁超白石英砂规模化生产基地（另一处为安徽凤阳）之一，拥有国内储量最大的超白石英砂矿，是生产太阳能电池用超白基片的重要原料，已建成一条年产 20 万吨的超白砂加工线和两条年产 30 万吨的高白砂生产线；2016 年，新增郴州资兴地区砂矿采矿权，并完成布局年产 30 万吨高品质超白石英砂加工生产线；2019 年 4 月，公司收购醴陵金盛硅业 80% 的股权，并计划投资 1.7 亿元开发建设一条年产 60 万吨石英砂生产线，以满足醴陵 5 条生产线的石英砂需求，今年 1 月，公司公告拟在马来西亚建设石英砂生产基地。

目前公司石英砂自供率约 55%，待醴陵和马来的砂矿投产后，公司石英砂自供率预计达到 90%。通过不断完善上游原材料砂矿的布局，公司不仅保证了砂的质量控制需求和稳定供应，并且降低了对外购硅砂的依赖，大幅提高了上游采购议价能力，有效控制和降低生产成本，进一步提高公司的竞争力。

表 15: 公司拥有的硅砂资源

生产基地	规模 (万吨/年)	供应生产线	获取时间	状态
漳州石英砂矿	150	漳州 8 条浮法线、浙江 2-3 条浮法线	2010 年	运营中
河源矿业	100	河源 2 条浮法生产线	2011 年	运营中
资兴佳泰	30	郴州 1 条光伏光电生产线	2016 年	运营中

表 15: 公司拥有的硅砂资源

		醴陵 1-1.5 条浮法线		
醴陵金盛矿业	60	醴陵 5 条浮法玻璃生产线	2019 年	建设中
马来西亚森美兰州	24	马来西亚 2 条浮法玻璃生产线	2020 年	建设中

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

除上游原材料外, 公司重视物流运输建设, 保证竞争成本最小化。本部和醴陵旗滨所处的湖南株洲是我国南方最大的铁路货运枢纽, 公司拥有铁路专用线可直接进入工厂原料仓库和产品成品库, 另外公司紧靠湘江, 建有 1000 吨级的专用码头; 漳州东山, 作为国家一类开放口岸和福建最大的对台小额贸易港口之一, 公司拥有三个共计 38000 吨级海港码头, 充分享有便捷的海运条件, 大宗原材料和燃料均可通过海运购进, 同时玻璃产品可通过海运到达长三角、珠三角以及海外, 为公司开拓海内外市场提供有力保障。

基于丰富的河流资源和发达的公路、铁路枢纽, 公司构建了集铁路、公路、水路于一体的便利交通网络, 降低公司物流成本, 增强产品在目标市场的竞争优势, 同时扩大了销售半径, 为抢占市场创造了良好的先决条件。

图 73: 公司国内砂矿和物流运输布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 74: 漳州旗滨物流码头



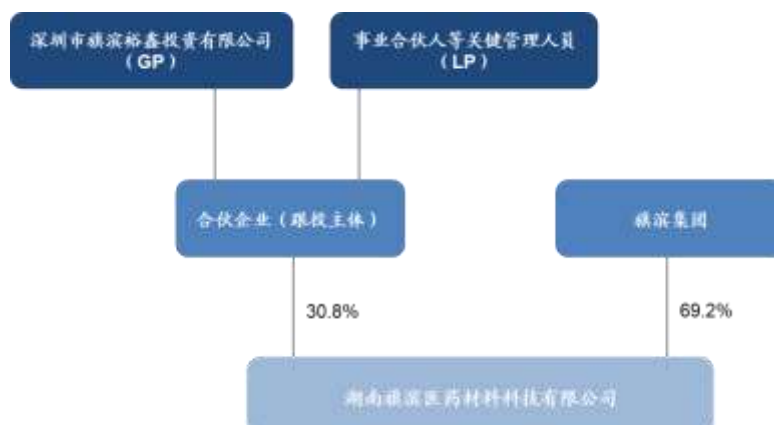
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

布局药用玻璃, 信心足, 前景广

2019 年 12 月, 公司发布公告, 拟在湖南资兴投资建设中性硼硅药用玻璃项目, 总投资约 6 亿元, 规模为 3 窑 8 线 100t/d 红硼硅药用玻璃素管及产品深加工, 其中第一期项目投资 1.55 亿。此次一期项目采用跟投机制, 公司自筹资金为 1 亿元, 其中公司筹资投入 6920 万元, 事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台跟投认缴 3080 万元。此次跟投人员共计 101 人, 其中副总经理级以上的强投人员 42 人, 自愿跟投 (不含副总经理) 人员 48 人, 项目跟投人员 2 人, 其他符合条件的项目跟投对象 8 人, 外籍 (马来西亚) 跟投对象 1 人。

药玻项目是公司践行“一体两翼”战略实施, 拓展玻璃产业新领域, 打造产品高端化重点发展的产业之一, 此次跟投机制的采用有助于进一步提升项目管理团队的责任心和积极性, 有利于激活和调动管理人员和项目团队的创造力与凝聚力, 加快推动公司战略规划的落实, 确保公司持续稳定发展。目前, 该项目土建施工准备工作已基本完成, 主要设备合同已经签订, 预计明年下半年投入商业化运营。

图 75：药用玻璃跟投项目具体架构



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

随着我国经济的不断发展，医疗卫生事业持续壮大，居民对医疗卫生的要求也跟随生活质量的提高而不断提升，社会对医疗卫生领域投入的重视程度逐渐增强。在药品及包装材料方面，中硼硅药用玻璃以优异的化学稳定性和热稳定性，在药品包装领域得到大量应用，并已经得到国际医药包装市场的广泛认可，但我国市场上的药用玻璃主要是低硼硅玻璃和钠钙玻璃，中硼硅玻璃大部分需要从国外进口。

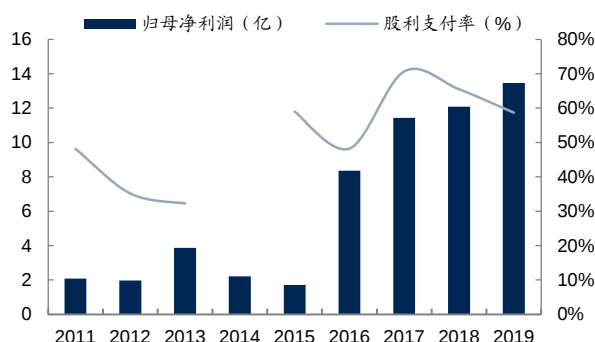
在近期政策和突发事件的影响下，医药包装材料的升级和扩大势在必行。一方面，从政策实施上来看，注射剂一致性评价、关联评审等重要行业政策实施落地，将有力推动医药包装材料跟随仿制药实现产品升级，另一方面，今年春节以来的新冠疫情下，部分医药产品需求增长明显，药玻需求跟随增长，当前全球疫情形势下，若疫苗成功研制，预计药玻需求还有进一步提升空间。

公司此次进入药玻领域，积极引进相关人才，响应国家产业政策号召，拓展玻璃产业新领域，落实公司“做强做大”战略，发挥公司技术优势、资金优势、管理优势和经营机制优势，有助于进一步增强公司的综合竞争力，扩大高端玻璃产业版图。

重视股东回报，高分红高股息，维持公司“买入”评级

公司历来注重股东回报，自上市以来，除 2014 年因收购浙玻等因素需现金支撑外，公司始终保持每年现金分红，2019 年股利支付率约 59%，过去三年平均分红率达 65%。我们采用公司 2020 年 wind 一致预测归母净利润，以及过去三年平均分红率进行测算，目前公司股息率已经达 6.4%，为股价提供良好的安全边际。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 14.2/17.7/20.1 亿，对应 EPS 为 0.53/0.66/0.75 元，对应当前股价 PE 为 11.2/9.0/7.9x，维持“买入”评级。

图 76：公司上市以来归母净利润和分红率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 77：公司股息率保持高位水平



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.87-11.06 元

公司作为国内浮法玻璃龙头企业，海内外共拥有八大生产基地，合计 26 条浮法玻璃生产线，产能 16200t/d。短期来看，玻璃原片市场正在逐步从疫情后的压力中恢复，下游需求持续复工情况良好，近期的产能缩减和环保限产为供给端提供收缩条件，贸易商和加工商情绪好转，生产线库存持续回落，价格企稳回升，拐点基本确立，行业再均衡可期；中长期来看，在供给侧改革大背景下，产能扩张受到限制，环保问题进一步掣肘供给端，房地产竣工需求在疫情稳定后有望延续，整体行业运行无需过分担忧。

在确立“做强做大”的战略方针后，公司加大深加工业务开展力度，节能玻璃项目建设稳步推进，目前已经投产四大生产基地，合计产能约 2200 万平/年，待目前规划的浙江长兴、天津和湖南醴陵二期项目建成后将达到 4155 万平/年。随着公司加大品牌推广力度，提升产能利用率提升和产品结构优化，深加工板块的收入规模和盈利能力都有望得到进一步提升。

表 16：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	8.96%	10.46%	11.07%	6.40%	11.74%	8.85%	5.00%	5.00%	5.00%	2.00%
营业成本/营业收入	67.94%	71.21%	70.56%	68.80%	67.50%	67.20%	67.20%	67.20%	67.20%	67.20%
管理费用/营业收入	10.13%	5.78%	5.24%	5.40%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	0.61%	1.28%	1.39%	1.40%	1.20%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
营业税及附加/营业收入	1.90%	1.40%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税税率	15.54%	10.35%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%	14.15%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 17：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	14.15%
无风险利率	3.20%	Ka	10.06%

表 17：资本成本假设

股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.14
公司股价（元）	5.84	Ke	11.21%
发行在外股数（百万）	2687	E/(D+E)	83.68%
股票市值(E, 百万元)	15693	D/(D+E)	16.32%
债务总额(D, 百万元)	3061	WACC	10.12%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用权益 FCFF 和 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 9.87-11.06 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 18 和表 19 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 18：绝对估值 FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.6%	10.12%	10.6%	11.1%
永续 增长 率 变 化	3.5%	15.18	13.78	12.60	11.58	10.70
	3.0%	14.30	13.07	12.01	11.09	10.29
	2.5%	13.56	12.46	11.50	10.66	9.92
	2.0%	12.93	11.93	11.06	10.29	9.60
	1.5%	12.38	11.46	10.66	9.95	9.31
	1.0%	11.89	11.05	10.31	9.65	9.05
	0.5%	11.46	10.69	10.00	9.37	8.81

资料来源：国信证券经济研究所分析

表 19：绝对估值 FCFE 相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.2%	10.7%	11.21%	11.7%	12.2%
永续 增长 率 变 化	3.5%	12.72	11.76	10.93	10.20	9.55
	3.0%	12.16	11.29	10.53	9.86	9.27
	2.5%	11.68	10.88	10.18	9.56	9.01
	2.0%	11.25	10.52	9.87	9.30	8.78
	1.5%	10.87	10.20	9.60	9.06	8.57
	1.0%	10.54	9.91	9.35	8.84	8.38
	0.5%	10.23	9.65	9.12	8.64	8.20

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：11.35-11.57 元

我们选取玻璃行业龙头公司做比较，采用 PB 法和 PE 法估值。综合比较各公司的当前 PB 值、PE 值以及业绩增速，我们认为给予公司 4.1 倍 PB 和 21.4 倍 PE 是合理的，对应 2020 年的合理价格区间为 11.35-11.57 元。

表 20：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (7月1日)	市值(亿)	EPS (元)			PE			PB (LF)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601636.SH	旗滨集团	6.08	163.38	0.52	0.53	0.66	11.79	11.47	9.21	2.15
非金属建材行业同类公司：										

601865.SH	福莱特	19.12	321.16	0.37	0.53	0.72	51.68	36.10	26.57	7.89
0868.HK	信义玻璃	9.50	381.81	1.12	1.11	1.28	8.50	8.56	7.45	2.04
600660.SH	福耀玻璃	20.97	505.29	2.12	1.07	1.33	9.90	19.60	15.78	2.41
均值							23.36	21.42	16.60	4.11

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述两种估值方法，我们认为公司股票价值在 9.87-11.57 元之间，相对于公司目前股价有 62.34%-90.30%的溢价空间。

公司是国内浮法玻璃龙头企业，近年来加大对深加工业务的支持和投入力度，在“做强做大”的战略方针下，公司未来还将进一步扩大浮法原片规模，拓展节能玻璃、电子玻璃和药用玻璃业务，产品结构调整和产品品质的提升有望持续增强公司的竞争优势，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 14.2/17.7/20.1 亿，对应 EPS 为 0.53/0.66/0.75 元，对应当前股价 PE 为 11.5/9.2/8.1x，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 9.87-11.57 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.2%、股票风险溢价 10.12%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了行业龙头公司的估值作为参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高或行业龙头公司估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、公司主营业务目前仍然以浮法玻璃原片销售为主，我们假设今年全年浮法玻璃原片价格与去年保持基本持平，但受今年年初疫情影响，产品价格 4 月份出现明显下跌，近期有所企稳回升，若下半年价格回升低于预期，可能导致收入增长不及预期。
- 2、我们假设公司目前节能玻璃深加工业务 2020/2021/2022 年收入增速分别为 75%/50%/30%，但在今年疫情影响下，若下游需求恢复力度不及预期，或产能利用率不及预期，可能存在业绩增长不及预期的风险。
- 3、公司电子玻璃业务今年 4 月份已经投入商业化运营，将通过贴片产品逐步切入盖板玻璃市场，但若成品率或生产稳定性达不到要求，无法顺利完成进行产品认证，可能存在延后进入盖板玻璃市场的风险。

其他不可控风险

宏观政策、宏观需求、环保政策等不可控风险

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	488	450	469	460
应收款项	178	193	214	233
存货净额	673	771	837	914
其他流动资产	915	946	1073	1159
流动资产合计	2505	2610	2843	3016
固定资产	9044	9230	9235	9175
无形资产及其他	871	836	801	766
投资性房地产	607	607	607	607
长期股权投资	39	38	39	39
资产总计	13065	13321	13524	13603
短期借款及交易性金融负债	1792	1948	2402	2425
应付款项	628	917	863	1016
其他流动负债	673	772	807	892
流动负债合计	3093	3637	4073	4333
长期借款及应付债券	1113	1113	1113	1113
其他长期负债	615	56	(511)	(1074)
长期负债合计	1728	1169	602	39
负债合计	4821	4806	4675	4373
少数股东权益	8	7	7	7
股东权益	8237	8507	8842	9223
负债和股东权益总计	13065	13321	13524	13603

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.52	0.53	0.66	0.75
每股红利	0.35	0.43	0.53	0.61
每股净资产	3.06	3.17	3.29	3.43
ROIC	16%	18%	20%	21%
ROE	16%	17%	20%	22%
毛利率	29%	31%	33%	33%
EBIT Margin	21%	23%	24%	25%
EBITDA Margin	31%	32%	34%	34%
收入增长	11%	6%	12%	9%
净利润增长率	11%	6%	24%	14%
资产负债率	37%	36%	35%	32%
息率	6.0%	7.4%	9.1%	10.4%
P/E	11.7	11.5	9.2	8.1
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	7.3	6.6	5.6	5.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9306	9901	11064	12043
营业成本	6566	6812	7468	8093
营业税金及附加	121	129	144	157
销售费用	129	139	133	132
管理费用	514	570	610	637
财务费用	112	170	186	200
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(14)	(17)	(17)	(17)
其他收入	(269)	(400)	(440)	(460)
营业利润	1581	1666	2066	2348
营业外净收支	(13)	(8)	(8)	(8)
利润总额	1568	1658	2058	2340
所得税费用	222	235	291	331
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1346	1424	1768	2010

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1346	1424	1768	2010
资产减值准备	(42)	1	(0)	(0)
折旧摊销	927	930	1013	1078
公允价值变动损失	(14)	17	17	17
财务费用	112	170	186	200
营运资本变动	(996)	(312)	(799)	(509)
其它	42	(1)	(0)	(0)
经营活动现金流	1263	2059	1998	2596
资本开支	(712)	(1100)	(1000)	(1000)
其它投资现金流	(250)	0	0	0
投资活动现金流	(964)	(1100)	(1001)	(1000)
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	(370)	0	0	0
支付股利、利息	(935)	(1154)	(1433)	(1629)
其它融资现金流	2352	156	454	23
融资活动现金流	(246)	(998)	(979)	(1606)
现金净变动	54	(38)	19	(10)
货币资金的期初余额	435	488	450	469
货币资金的期末余额	488	450	469	460
企业自由现金流	914	1451	1539	2165
权益自由现金流	2896	1462	1833	2017

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032