



2016 年 3 月 30 日

证券研究报告

公司研究

建筑材料/玻璃制造

旗滨集团（601636）

——主业回暖，多元开拓

投资要点：

◆**房地产去库存，为行业转型、升级赢得宝贵的缓冲时间。**

2014 年以来，因下游房地产新开工面积和汽车产量增速下滑，行业需求萎缩，浮法玻璃行业产能利用率持续下降，产能过剩问题加剧。今年政策支持房地产去库存，下游需求较去年有所回升，但玻璃行业产能过剩严重，未来几年，劳动年龄人口总数减少和商品房库存高企的制约，房地产市场将进入低速增长状态。玻璃行业投资逻辑，仍主要看供给收缩，短期看需求改善。今年地产行业去库存，仅仅为立足转型、升级的企业赢得宝贵的缓冲时间，行业趋势性景气回升需待到过剩产能出清时。

◆**公司玻璃产能扩张，毛利率上升。**2015 年上半年，受部分新建生产线投产时间战略性推迟以及玻璃行业结构性产能过剩导致价量萎缩的双重影响，公司产销量、实现营业收入均略低于预期。产能方面，公司已分别于去年 6 月、8 月、11 月新投产三条生产线，合计日熔量达 1800t/d，2016 年总产能日熔量达 15300t/d，已居行业龙头地位，影响公司 2015 年业绩的产能问题今年已解决。房地产去库存，带动玻璃价格回升，同时原油价格今年可能低于去年，公司生产成本将有所下降，预计公司今年毛利率将上升。

◆**积极转型，多元开拓。**公司积极把握玻璃行业回暖期，加快转型节奏，今年以来签订多项协议，拟参股万邦德医疗科技、太阳能光伏电站项目公司、励珀保理、鹤裕供应链等公司，在医疗器械、光伏、商业保理及供应链电商平台等产业多元开拓，培育新的业绩增长点。

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

1 / 16

投资评级	增持
评级变动	上调
总股本	25.25 亿股
流通股本	20.55 万股
ROE（加权）	2.26%
每股净资产	2.03 元
当前股价	3.95 元
目标价	6.40 元

注：上述财务数据为 2015 年

3 季度数据

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠
huangwenzhong@gwgsc.com
执业证书编号：
S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



投资建议：

公司今年投资的参股公司暂不会对当年业绩造成显著影响，我们暂不考虑参股业绩贡献的前提下，预计公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.16 元，对应 P/E 分别为 43.33、23.68 倍。以目前玻璃制造行业整体 P/E（TTM）58.02 倍来看，公司目前股价被低估，给与其 6.4 元目标价，对应 2016 年 40 倍 P/E，评级由“中性”上调至“增持”。

风险提示：

玻璃价格下跌，重油等原材料价格上涨，参股公司业务发展不及预期。



目 录

1 公司基本情况.....	4
1.1 公司主营业务结构.....	4
1.2 公司主要财务数据概览.....	4
2 主业产能扩张，房地产去库存、油价下跌，毛利率有望改善.....	5
2.1 房地产去库存，为行业转型、升级赢得宝贵的缓冲时间.....	5
2.2 公司玻璃产能扩张，毛利率上升.....	9
3 积极转型，多元开拓	11
3.1 进军大健康产业，参股企业完成海外并购第一单	11
3.2 集约利用厂房屋面、地面等资源建设光伏电站	12
3.3 借助商业保理及供应链电商平台，开展互联网+的创业新征程.....	13
4 投资建议	14



1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

公司主营业务为玻璃及制品生产、销售，玻璃加工，装卸劳务。公司生产和销售的主要产品包括：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃、LOW-E 镀膜玻璃基片、超白光伏基片、深加工玻璃产品。今年以来公司签订多项协议，拟参股万邦德医疗科技、太阳能光伏电站项目公司、励珀保理、鹤裕供应链等公司，在医疗器械、光伏、商业保理及供应链电商平台等产业进行多元开拓，营业收入将逐步体现公司多元布局的业务结构。

公司主要营业收入来源于玻璃原片业务，2012 年~2015 中期玻璃原片业务营业收入占主营业务收入的比重分别为 98.89%、99.15%、96.48%、102.37%。

图表 1 主营业务营业收入结构（百万元）

产品类别	2012 年报		2013 年报		2014 年报		2015 中报	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
玻璃原片	2,607.46	98.89%	3,385.70	99.15%	3,464.95	96.48%	2,290.46	102.37%
贸易					256.85	7.15%	93.20	4.17%
装卸劳务	0.47	0.02%	3.57	0.10%	61.10	1.70%	37.65	1.68%
玻璃加工	28.67	1.09%	25.29	0.74%	19.80	0.55%	12.85	0.57%
内部抵销				0.00%	-211.28	-5.88%	-196.72	-8.79%
合计	2,636.60		3,414.56		3,591.42		2,237.44	

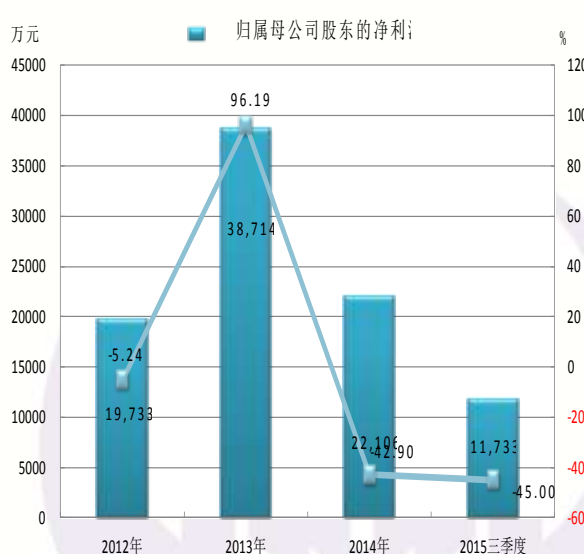
1.2 公司主要财务数据概览

图表 2 近 3 年来公司营业利润及同比增速



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

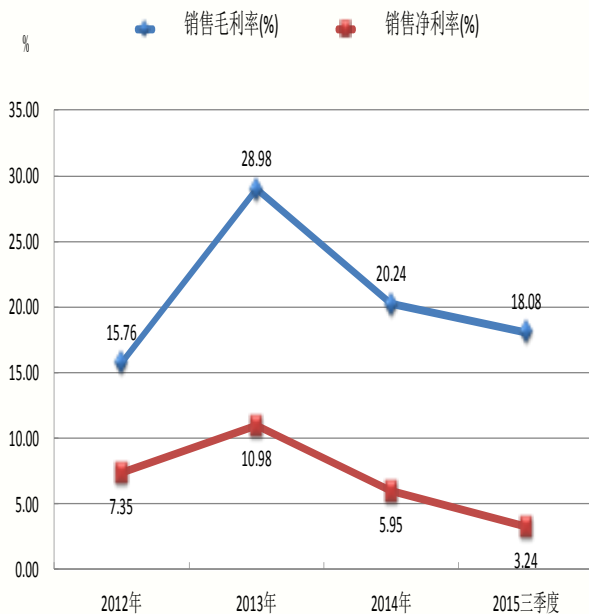
图表 3 近 3 年来归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

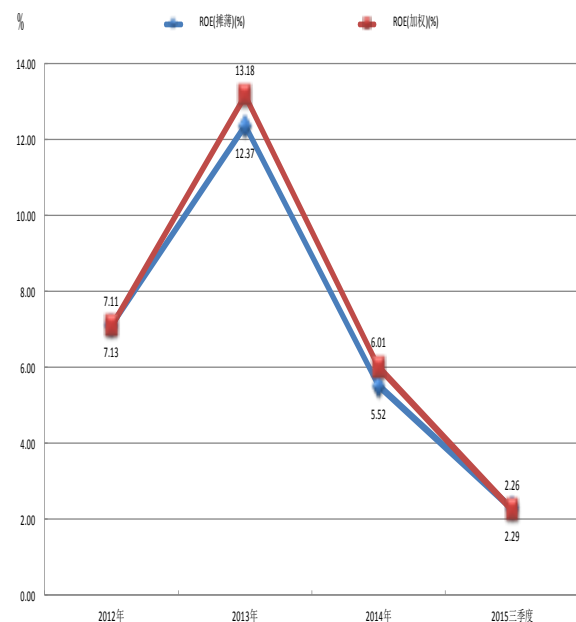


图表 4 近 3 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 3 年来公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2015 年受宏观经济增速放缓、经济产业结构调整等因素影响，国内经济延续下行态势，玻璃行业“去产能”、“去库存”进程艰难，供求矛盾突出、竞争加剧、量价萎缩，行业整体盈利能力持续下降。2015 年前三季度，公司营业利润、净利润同比分别下降 40.10%、45%，毛利率和净利率同比分别下降 2.16、2.71 个百分点。

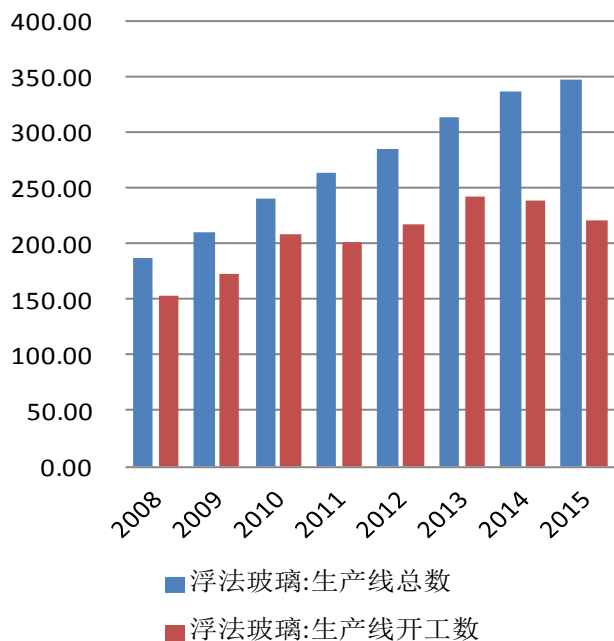
2 主业产能扩张，房地产去库存、油价下跌，毛利率有望改善

2.1 房地产去库存，为行业转型、升级赢得宝贵的缓冲时间

截至 2015 年 12 月 31 日，全国共有 348 条生产线，总产能 12.33 亿重量箱，其中开工 222 条，停产 68 条、冷修 59 条。2015 年 1-12 月浮法玻璃累计销售 56215 万重量箱，产销率为 99.13%，浮法玻璃总体过剩产能高达 6.71 亿重量箱。2014 年以来，因下游房地产新开工面积和汽车产量增速下滑，行业需求萎缩，浮法玻璃行业产能利用率持续下降，产能过剩问题加剧，截止今年 3 月 11 日，产能利用率降至 69.27%，全国主要城市浮法玻璃均价最低降至 2 月 17 日 56.84 元/重量箱，近期受房地产销售和新开工均有所回暖，玻璃价格出现小幅回升。

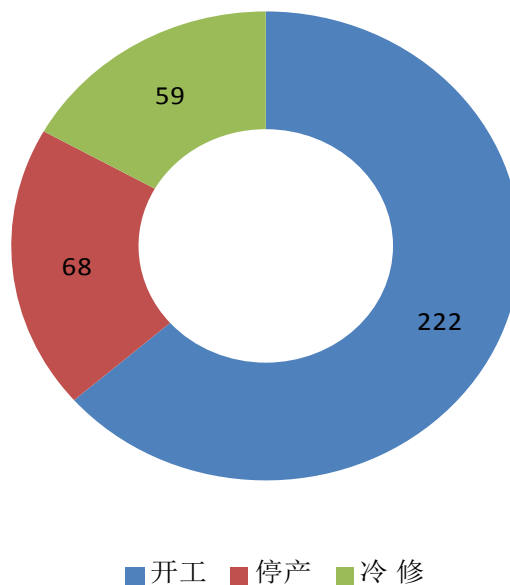


图表6 浮法玻璃产生产线情况(条)



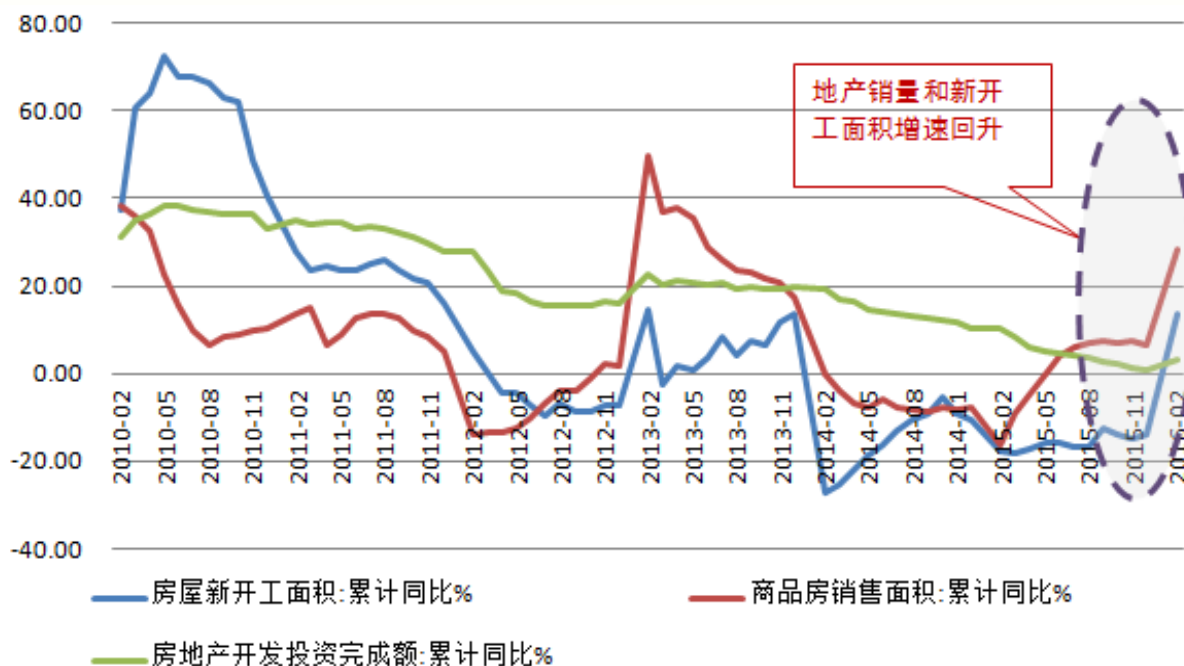
数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表7 截至2015年底浮法玻璃生产线运行情况(条)



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

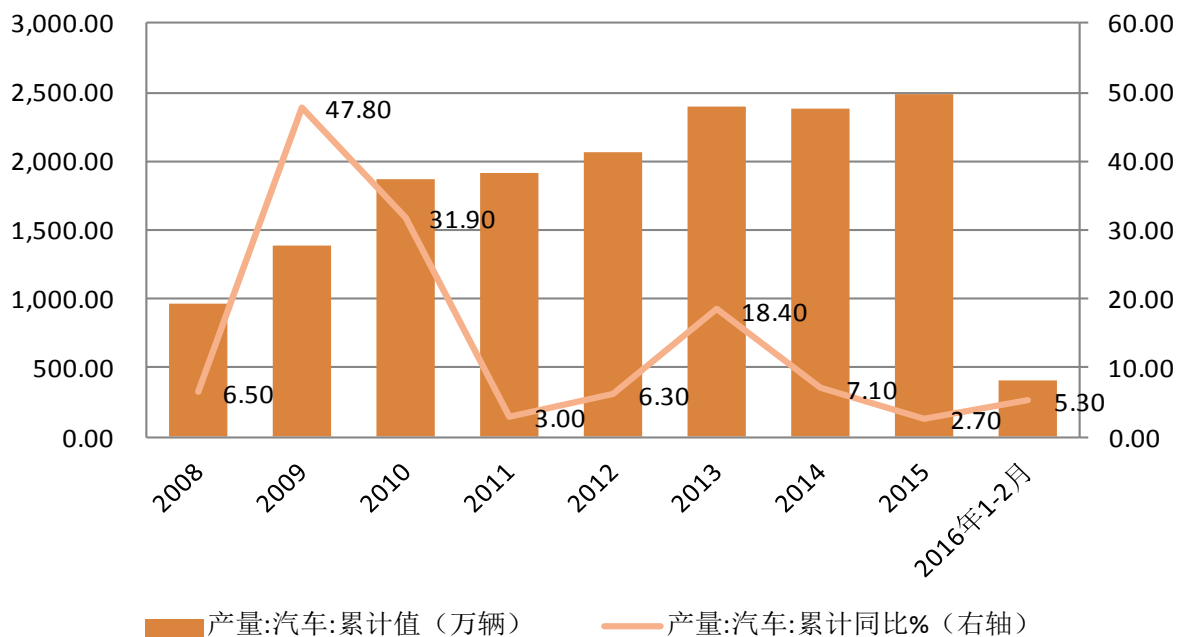
图表8 房地产开发投资和销售增速



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



图表 9 汽车产量及同比增速



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 10 浮法玻璃产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 10 浮法玻璃现货均价 (元/重量箱)



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

去年 12 月中央经济工作会议提出“化解房地产库存”之后, 今年 2 月央行、银监会联合发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》, 提出“在不实施‘限购’措施的城市,

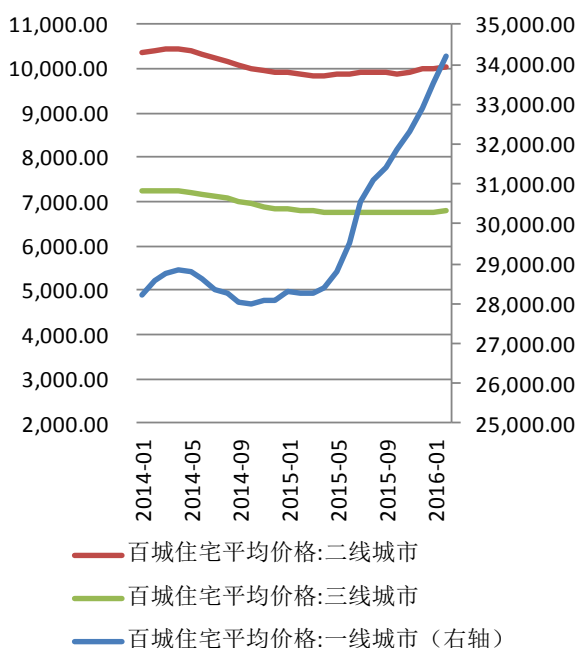


居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点；对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。”而调整之前，首套房购买家庭的首付款比例最低为 25%，购房贷款未结清的二套房购买家庭首付款比例为不低于 40%。

在政策持续放松背景下，房地产市场出现企稳复苏、区域分化的特征。今年前 2 月，商品房销售面积同比增长 28.20%、房地产新开工面积同比增长 13.70%，但呈现分化格局，一线城市住宅均价同比上涨 21.04%、二线城市同比住宅均价同比上涨 1.47%，三线城市住宅均价同比下跌 0.06%。因劳动年龄人口总数减少和商品房库存高企的制约，未来房地产市场将进入低速增长状态。人口结构方面，国家统计局数据显示，2015 年 16-59 岁的劳动年龄人口总数减少 487 万，至 9.1096 亿，在全国总人口中占比由 2014 年末的 67%进一步降至 66.3%；近年商品房库存去化周期（库存包括施工和待售住房）持续盘升，截止去年底高达 54 个月。

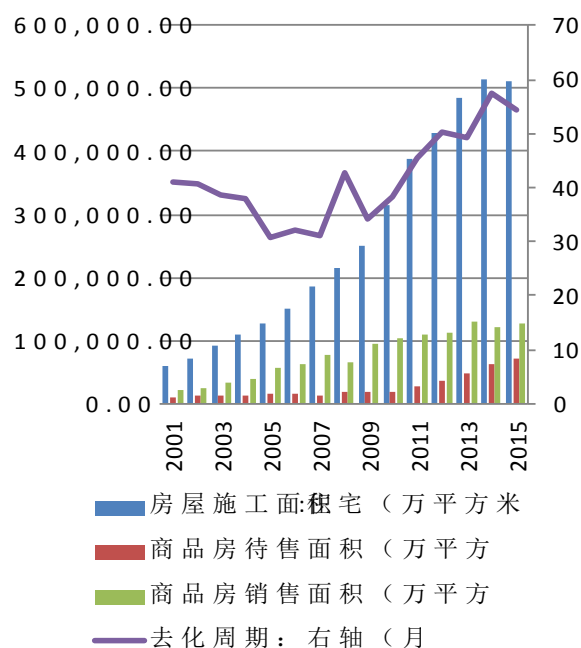
我们对下游需求的整体评估是，因今年政策支持房地产去库存，下游需求较去年有所回升，但因玻璃行业产能过剩严重，未来几年，行业投资逻辑，仍主要看供给收缩，短期看需求改善。今年地产行业去库存，仅仅为立足转型、升级的企业赢得宝贵的缓冲时间，行业趋势性景气回升需待到过剩产能出清时。

图表 11 一线城市与二、三线城市房价走势分化



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 12 商品房库存高企



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



2.2 公司玻璃产能扩张，毛利率上升

2015 年上半年，公司累计生产各种玻璃产品 4,669.74 万重量箱，实现销售收入 23 亿元。受部分新建生产线投产时间战略性推迟以及玻璃行业结构性产能过剩导致价量萎缩的双重影响，公司产销量、实现营业收入均略低于预期。

公司已分别于去年 6 月、8 月、11 月新投产三条生产线，合计日熔量达 1800t/d，2016 年总产能日熔量达 15300t/d，已居行业龙头地位。另外，公司在马来西亚投资的日熔量均为 600t/d 的两条生产线计划于 2016 年底投产，影响公司 2015 年业绩的产能问题今年已解决。

玻璃价格方面，考虑到房地产去库存，玻璃销售有所回暖，今年价格可能高于去年，截至 3 月 9 日，全国主要城市浮法玻璃现货平均价为 56.19 元/重量箱，较去年均价上涨 1.31 元/重量箱。

图表 13 公司产能统计

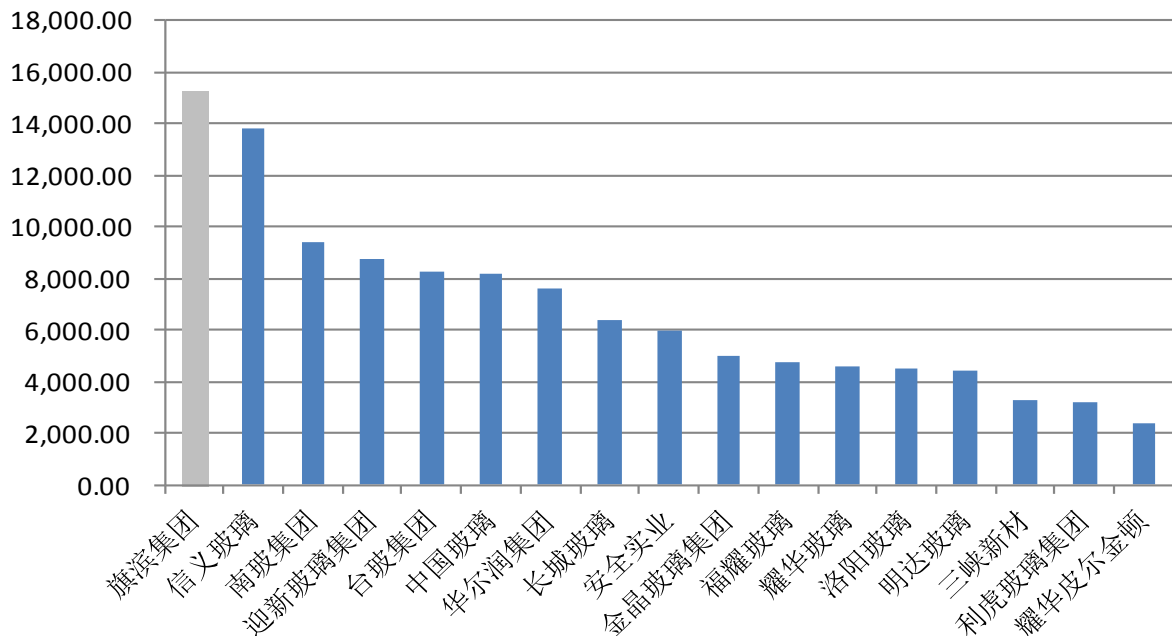
生产基地	生产线	日熔量 (t/d)	投产时间
福建漳州	1# 优质浮法玻璃生产线	900	2008.12
	2# 在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线	600	2009.11
	3# 在线 TCO 生产线	600	2012.6
	4# 超白光伏基片生产线	800	2011.9
	5# 在线 Low-E 镀膜玻璃生产线	600	2012.1
	6# 在线 Low-E 镀膜玻璃生产线	600	2013.8
	7# 超白光伏基片生产线	800	2012.7
	8# 超白光伏基片生产线	800	2014.2
广东河源	1# 在线 TCO 镀膜生产线	800	2012.5
	2# 在线 SUN-E 镀膜生产线	600	2013.1
湖南株洲醴陵	1# 线 LOW-E 玻璃生产线	600	2014.7
	2# 超白玻璃生产线	500	2014.8
	3# 超白玻璃生产线	800	2014.12
	4# 在线 SUN-E 玻璃生产线	600	2015.6
	5# 全氧燃烧阳光膜玻璃生产线	700	在建
马来西亚 森美兰州芙蓉	在线 Low-E 镀膜玻璃生产线	600	计划在 2016 年底完成
	高档多元化玻璃生产线	600	计划在 2016 年底完成
浙江绍兴	陶堰一线：优质浮法玻璃生产线	600	2014.4
	陶堰二线：优质浮法玻璃生产线	600	2014.1
浙江平湖	1# 优质浮法玻璃生产线	600	2008 年 9 月点火，2015 年 5 月 20 日冷修，2015 年 9 月 24 日冷修完成
	2# 在线 Low-E 镀膜玻璃生产线	600	2014.9
浙江长兴	1# 优质浮法玻璃生产线	800	2008.3



2# 优质浮法玻璃生产线	600	2014. 12
3# 在线低辐射镀膜玻璃生产线	600	2015. 8
4# 优质浮法玻璃生产线	600	2015. 11

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 14 主要浮法玻璃企业日熔量排名 (t/d)



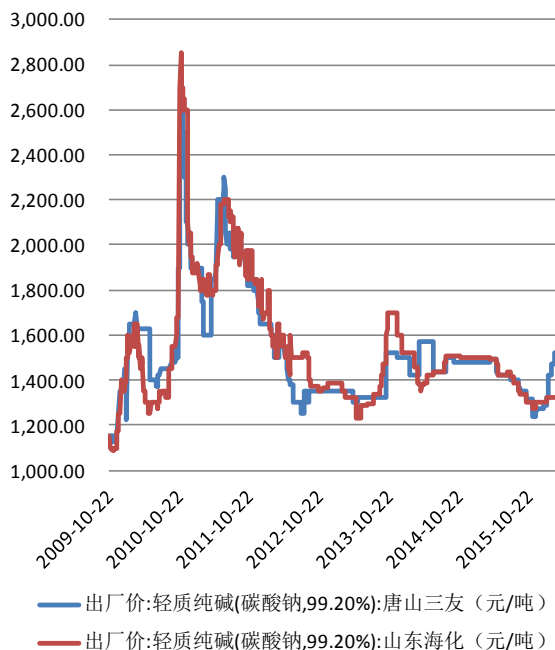
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司玻璃产品的主要原材料和燃料为硅砂、纯碱和重油及其替代品，2008~2010 年，纯碱和重油占生产成本的平均比例分别为 25.37%、29.88%。纯碱的下游主要为玻璃企业，其价格受玻璃行业的景气度影响，2012 年以来纯碱价格相对稳定，波动幅度较小，因玻璃行业难以出现趋势性的需求恢复，我们预计纯碱价格维持稳定。重油和原油都属于国际上常用的交易原油产品，二者价格相差不大，重油交易上统一参考现货原油价格走势。世界银行 2016 年 1 月 20 日发布报告《World Bank Commodities Price Forecast (nominal US dollars)》，下调其 2016 年国际石油价格的预期至 37 美元/桶，低于其在 2015 年 10 月份报告中预期的 51 美元/桶。因原油价格下跌，我们预计今年公司的产品成本较去年有所降低，按 44 元/重量箱进行测算 2016 年业绩。

综合来看，因房地产去库存，带动玻璃两价回升，同时因原油价格今年可能低于去年，公司生产成本将有所下降，预计公司今年毛利率将上升。

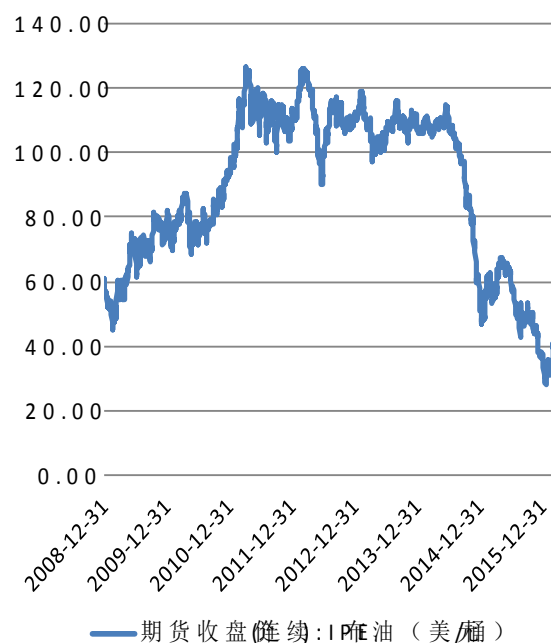


图表 15 上游企业纯碱出厂价



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 16 IPE 原油期货价格



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 17 玻璃原片业务财务数据

	2012	2013	2014	2015H1	2015E	2016E
销量(万重量箱)	4138	5137	5882	4221	8912	9451
单位重箱收入(元)	63	66	59	54	54	55
单位重箱成本(元)	53	46	47	45	45	44
原片销售收入(万元)	260746	338570	346495	229046	481234	519799
原片销售成本(万元)	219689	237593	278477	190315	401028	415839

数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

3 积极转型, 多元开拓

公司积极把握玻璃行业回暖期, 加快转型节奏, 今年以来签订多项协议, 在医疗器械、光伏、商业保理及供应链电商平台等产业进行多元开拓, 培育新的业绩增长点。

3.1 进军大健康产业, 参股企业完成海外并购第一单

基于对医疗器械产业未来前景的认可和对中国医疗器械产业业态和发展趋势的调研, 2016年1月7日, 公司与万邦德集团、宁波建工股份有限公司签订《关于共同对医疗器械产业相关领域进行投资(含并购)和产业培育的战略合作协议》, 拟共同出资设立万邦德医疗科技有限公司, 作为境内外医疗器械企业的运作平台, 主要用于对境内外医疗器械企业的并购、整合, 着力打造成中国医疗器械行业内有影响力的企业。该公司注册资本 5,000 万元(随

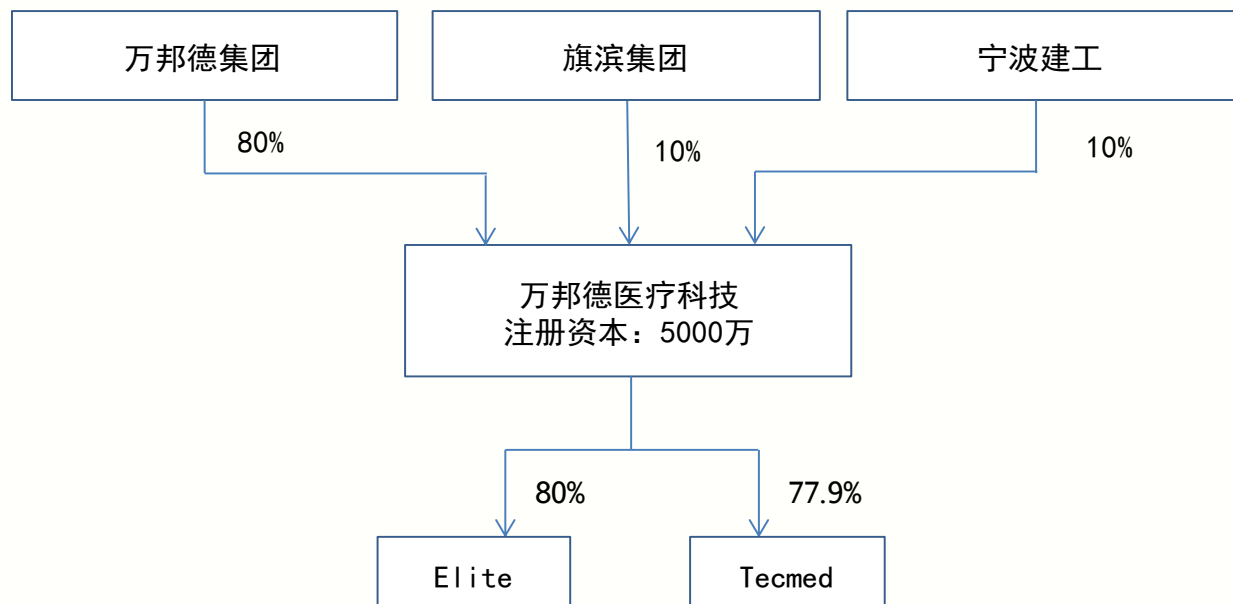


着业务推进，将增加到 20,000 万元），其中万邦德集团持股 80%，旗滨集团持股 10%，宁波建工持股 10%。该协议的签订是公司对大健康产业进行选择性战略布局的开端。

2016 年 1 月 16 日，万邦德医疗科技有限公司在南非约翰内斯堡正式签署《并购协议》，成功收购 Elite80%股份和 Tecmed77.9%股份，交易总金额 2.64 亿兰特（折合一亿多人民币）。

Elite 和 Tecmed 两家医疗器械公司虽注册地在南非但业务范围面向全球，其中 Elite 公司凭借成本控制和产品研发能力，在全球植入型人造骨科产品领域享有知名声誉；Tecme 公司致力于医疗器械销售和医疗工程服务及医院技术外包，系世界上为数不多的具备从医院整体设计到所有设备采购及安装、维护、耗材供应，从医院管理系统开发到医生技术培训等医院建设“交钥匙”工程能力的企业之一。

图表 19 万邦德医疗科技股权结构图



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3.2 集约利用厂房屋面、地面等资源建设光伏电站

2016 年 1 月 21 日，公司与中国南玻集团股份有限公司签订《投资光伏电站整体合作协议》，双方同意在福建省东山县、湖南省醴陵、浙江省绍兴、浙江省长兴、广东省河源等地分别共同出资设立新能源公司，利用旗滨集团厂房屋顶、地面从事光伏电站的建设及运营业务。项目规模合计约为 140 兆瓦，投资总额约为人民币 10 亿元，旗滨集团出资占各项目公司注册资本的 25%，南玻集团出资占各项目公司注册资本的 75%。双方初步确定上述项目的投资计划于 2016 年和 2017 年两年内完成。

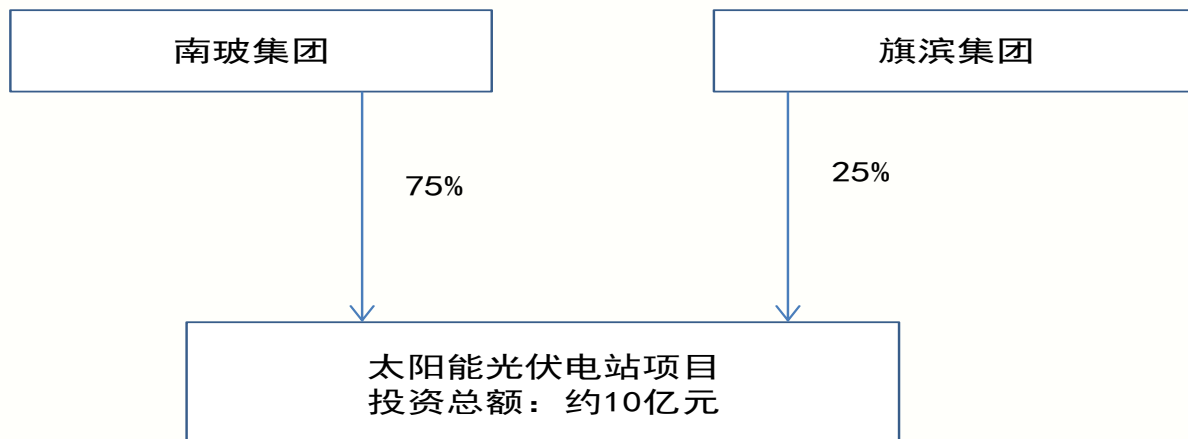
光伏发电产业作为我国调整能源供应结构、建设低碳社会、推动绿色经济结构调整、培



育战略性新兴产业的重要发展方向，近年来一直受到国家大力支持。截至 2015 年底，我国光伏发电累计装机容量 4318 万千瓦，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。其中，光伏电站 3712 万千瓦，分布式 606 万千瓦，年发电量 392 亿千瓦时。国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014—2020 年）》（国办发〔2014〕31 号）指出，国家鼓励大型公共建筑及公用设施、工业园区等建设屋顶分布式光伏发电；到 2020 年，光伏装机达到 1 亿千瓦左右，光伏发电与电网销售电价相当。按能源发展行动计划，未来 4 年每年新增并网装机约为 1500 万千瓦。

公司充分利用闲置厂房屋面、地面等资源合作建设项目公司，每年均可获取一定的租金收入。通过使用项目公司所发电量直接应用到公司玻璃生产中，既保障了公司生产的安全用电需求，又节约用电成本。公司与南玻集团在光伏电站申报、建设、运行维护等方面已掌握一定的经验，有利于项目公司的顺利实施及业务拓展。

图表 20 太阳能光伏电站项目股权结构图



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

3.3 借助商业保理及供应链电商平台，开展互联网+的创业新征程

2016 年 2 月 22 日，公司与深圳前海励珀科技发展有限公司签署《投资合作协议书》，公司拟分期出资 2450 万元，持有励珀保理 49% 股权；拟分期出资 490 万元，受让鹤裕供应链 49% 股权。

旗滨集团与励珀科技同意在鹤裕供应链框架下搭建供应链电商平台，不断促进供应链线上线下业务的协调发展，该平台由鹤裕供应链负责筹建，计划于 2016 年 5 月 30 日前实现电商平台上线试运行。

励珀保理可通过受让的应收账款为旗滨集团及下属公司、贸易合作伙伴等提供销售分户账管理、应收账款催收、保理预付款、信用销售控制和信用风险担保等服务，充分发挥现代金融服务的优势，创造新的利润增长点。



供应链电商平台将促进玻璃行业上下游资源整合及信息共享，可以增加供应渠道，提高采购议价能力，降低生产成本，扩展销售渠道，减少销售中间环节，提高资金使用率。同时，公司通过供应链电商平台实现 B2B 与 O2O 交叉的产融结合，互联网与实体结合，借助金融进行纵向产业整合、借助互联网进行行业横向整合的目标。

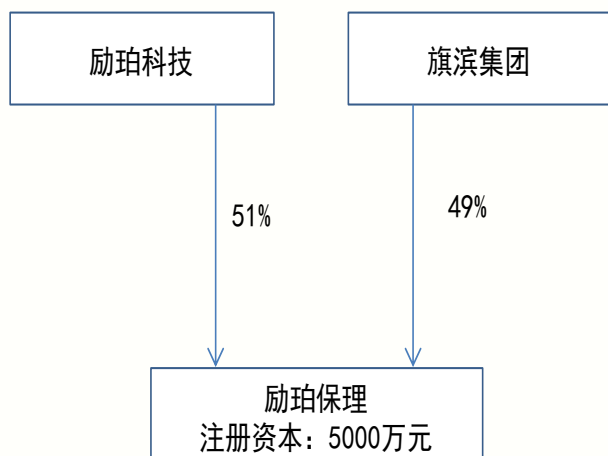
完成励珀保理和鹤裕供应链的投资后，公司将依托自身实体发展稳健的优势，借助商业保理及供应链电商平台，开展互联网+的创业新征程，力求实现玻璃市场低迷背景下的新的业务创新和拓展，为公司做强做大提供支持和保障。

图表 21 励珀保理及鹤裕供应链截止 2015 年 12 月 31 日经营数据（单位：元）

	总资产	净资产	营业收入	净利润
励珀保理	12,722.26	-9,777.74	0.15	-9,777.74
鹤裕供应链	10,559.47	-76,710.53	0.00	-76,733.36

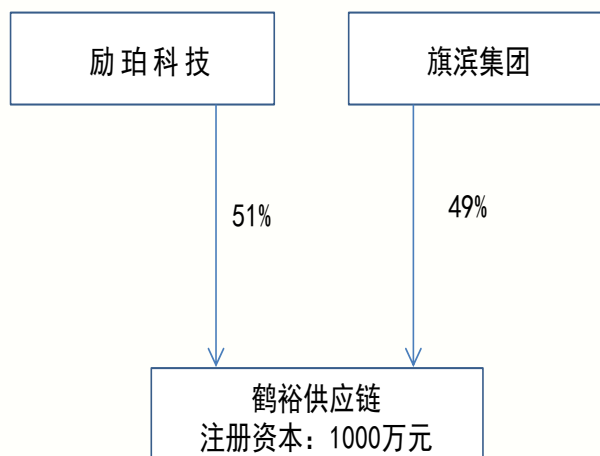
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 22 励珀保理股权结构图



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 23 鹤裕供应链股权结构图



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

4 投资建议

公司今年投资的参股公司暂不会对当年业绩造成显著影响，我们暂不考虑参股业绩贡献的前提下，预计公司 2015-2016 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.16 元，对应 P/E 分别为 43.33、23.68 倍。以目前玻璃制造行业整体 P/E (TTM) 58.02 倍来看，公司目前股价被低估，给与其 6.4 元目标价，对应 2016 年 40 倍 P/E，评级由“中性”上调至“增持”。



图表 24 盈利预测

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2684.54	3525.95	3716.62	5148.77	5649.39
增长率%	31.87%	31.34%	5.41%	38.53%	9.72%
归属母公司股东净利润 （百万元）	197.33	387.14	221.06	222.03	406.21
增长率%	-5.24%	96.19%	-42.90%	0.44%	82.96%
基准股本（百万）	694.66	694.26	839.21	2525.29	2525.29
每股收益（元）	0.28	0.56	0.26	0.09	0.16
净资产收益率%	7.13%	12.37%	5.52%	5.37%	9.29%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。