

旗滨集团 (601636)

强烈推荐

行业：玻璃制造

# 浮法巨头：进军深加工领域，打造新的业绩增长极

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：闫广

S0960116040040

0755-82026905

yanguang@china-invs.cn

旗滨集团是国内浮法玻璃最大的生产企业，主要产品包括优质浮法玻璃、着色玻璃及热反射镀膜玻璃、电子超薄玻璃及汽车玻璃原片等 20 多种玻璃。公司在稳固主业的同时，延伸产业链，建立节能玻璃合资公司进入深加工领域，打造新的核心业务。

## 投资要点：

✧ **浮法巨头，原片业务占比超过 90%**。从业务结构上看，公司业务较为单一，为纯浮法玻璃生产企业，玻璃原片的业务占比在 92%以上，其中 2015 年突破 98%。公司产销一体化体系运转高效，近几年产销比维持在 98%以上，持续为公司创造收益。

✧ **实施“走出去”战略，积极布局海外市场**。在巩固国内市场的同时，公司放眼全球，积极布局海外市场，公司投资 11.7 亿在马来西亚建设一条 600T/D LOW-E 在线镀膜玻璃生产线和一条 600T/D 高档多元化玻璃生产线，合计产能 804.2 万箱。预计 2017 年五月份投产，全年将贡献毛利 1 亿元左右。

✧ **设立合资公司，延伸产业链至深加工领域**。公司成立 3 家节能玻璃有限公司和 1 家光伏光电有限公司，可以看出公司延伸产业链的决心。未来五年，我国国家节能面积占比要达到 65%，约 130 亿平方米的建筑物需要进行节能改造，对节能材料需求巨大；同时我国光伏累计装机总量约为 1.5 亿千瓦，光伏产业链将持续向好。预计 2018 年深加工业务将为公司贡献 1.6 亿净利润。

✧ **投资建议**：公司浮法玻璃规模优势显现，业绩具备高弹性，进军深加工领域后产业链得以延伸，打造第二主业。看好其长期发展。预计 16-18 年 EPS 为 0.23/0.24/0.30 元，对应 PB 分别为 15.64、15.1 及 11.96 倍，给予“强烈推荐”评级。目标价 5 元，对应 2017 年估值 20 倍。

**风险提示**：房地产下滑速度加快，新产品投放不达预期，原材料成本上升。

6 - 12 个月目标价： 5

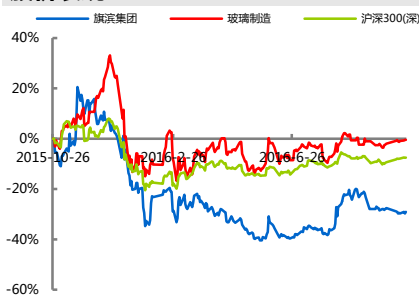
当前股价： 3.65

评级调整： 上调

## 基本资料

总股本(百万股)	2,608
流通股本(百万股)	2,472
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	90
成交量(百万股)	32.12
成交额(百万元)	116.60

## 股价表现



## 相关报告

## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5169	7183	7687	8627
收入同比(%)	4%	39%	7%	12%
归属母公司净利润	171	626	648	818
净利润同比(%)	-45%	265%	4%	26%
毛利率(%)	18.0%	25.2%	25.0%	25.9%
ROE(%)	3.3%	10.5%	9.8%	11.0%
每股收益(元)	0.06	0.23	0.24	0.30
P/E	57.13	15.64	15.10	11.96
P/B	1.91	1.65	1.48	1.32
EV/EBITDA	11	8	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目 录

<b>一、 旗滨集团：浮法玻璃生产巨头，优质产销一体化企业</b> .....	<b>5</b>
1. 业务结构专一，玻璃原片贡献营收超过 92%.....	5
2. 成本把控能力突出，毛利率高于竞争对手.....	7
3. 价格趋于稳定，业绩弹性显现.....	8
<b>二、 实施“走出去”战略，扩张海外新版图</b> .....	<b>10</b>
<b>三、 产业链延伸，进军深加工领域</b> .....	<b>12</b>
1. 设立合资企业，进军节能玻璃市场.....	12
2. 建立光伏光电生产线，拓展光伏产业链.....	15
<b>四、 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>17</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图目录

图 1 旗滨集团各业务结构占比 .....	5
图 2 旗滨集团玻璃产销量及产销比 .....	5
图 3 公司产品销售地区分布 .....	6
图 4 国内主要浮法玻璃生产企业产能及利用率 .....	7
图 5 浮法玻璃毛利率对比 .....	7
图 6 旗滨集团每重量箱成本呈下降趋势 .....	7
图 7 2008-2016 年重油价格 .....	8
图 8 2011-2016 年重质纯碱市场价 .....	8
图 9 房地产竣工面积及增速 .....	8
图 10 房地产累计投资额及增速 .....	9
图 11 房地产新开工及销售增速 .....	9
图 12 汽车累计销量及增速 .....	9
图 13 平板玻璃出口量及增速 .....	9
图 14 全国浮法玻璃价格 .....	10
图 15 公司海外扩张时间表 .....	10
图 16 东盟十国地理位置 .....	11
图 17 马来西亚 GDP 及增速 .....	11
图 18 东盟主要国家 FDI 净流入（单位：百万美元） .....	11
图 19 产业链延伸后业务模块 .....	12
图 20 我国玻璃深加工率比较低 .....	13
图 21 我国玻璃深加工分布 .....	13
图 22 我国城镇化逐步提高 .....	14
图 23 我国房屋新开工及竣工面积 .....	14
图 24 我国 LOW-E 玻璃市场规模 .....	14
图 25 全球节能门窗市场规模 .....	14
图 26 南玻 A 工程玻璃营业收入及增速 .....	15
图 27 南玻 A 平板玻璃及工程玻璃毛利率对比 .....	15
图 28 信义建筑玻璃营业收入及增速 .....	15
图 29 信义浮法玻璃与建筑玻璃毛利率对比 .....	15
图 30 我国光伏新增装机量、增长率及累计装机量 .....	16
图 31 全球光伏新增装机量及增长率 .....	16
图 32 我国多晶硅产量、增长率及全球多晶硅产量 .....	16
图 33 我国光伏电池组件产量、增长率及全球产量 .....	16

## 表目录

表 1 旗滨集团业务结构 .....	5
表 2 公司产能一览表 .....	6
表 3 2012-2016 年玻璃产能变化情况 .....	9
表 4 公司建设节能玻璃项目概况 .....	12
表 5 LOW-E 玻璃与普通浮法玻璃节能效果对比 .....	13
表 6 国家促进光伏产业发展的相关政策 .....	16
表 7 旗滨集团盈利预测 .....	17

## 一、旗滨集团：浮法玻璃生产巨头，优质产销一体化企业

### 1. 业务结构专一，玻璃原片贡献营收超过 92%

公司主要业务为浮法玻璃原片制造与销售、玻璃新材料研发和特种玻璃深加工，主要产品包括优质浮法玻璃、着色玻璃及热反射镀膜玻璃、电子超薄玻璃及汽车玻璃原片等 20 多种玻璃。目前公司已经形成了从玻璃原片生产到深加工及营销服务为一体的玻璃产业群体。

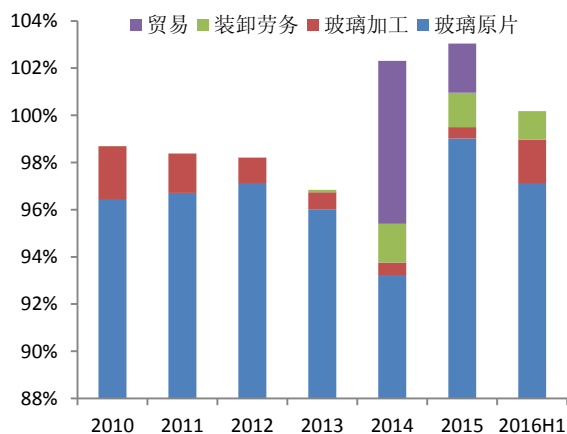
**表 1 旗滨集团业务结构**

产品	内容
优质浮法玻璃	超白优质浮法玻璃、高白优质浮法玻璃
着色玻璃	绿、蓝、灰玻璃
热反射玻璃	在线 LOW-E 节能镀膜玻璃、在线 TCO 光伏太阳能镀膜玻璃、阳光控制镀膜玻璃（旗滨蓝）、阳光控制低辐射镀膜玻璃（Solar-KB）、3~5mm 超白光伏基片及 LOW-E 基片
其他产品	电子超薄玻璃、汽车玻璃原片

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

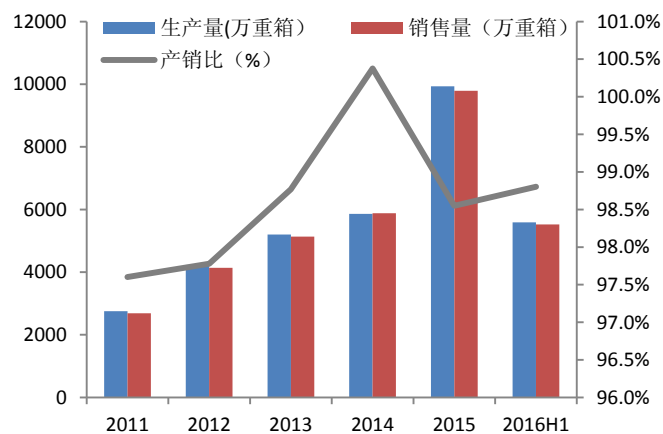
从业务结构上看，公司业务最为单一，为纯浮法玻璃生产企业，玻璃原片的业务占比在 92% 以上，其中 2015 年突破 98%。公司产销一体化体系运转高效，近几年产销比维持在 98% 以上，持续为公司创造收益。

**图 1 旗滨集团各业务结构占比**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 2 旗滨集团玻璃产销量及产销比**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

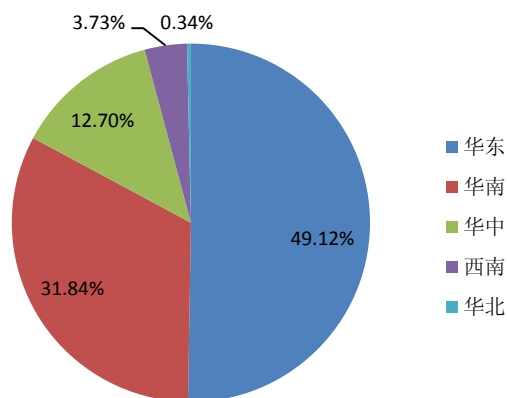
通过首次融资及两次定增募集资金，不断扩大产能，目前公司拥有 23 条生产线，主要分布于福建漳州、广东河源、湖南醴陵及浙江长兴、平湖、绍兴，覆盖华东、华南和华中地区，其中华东地区销售占比约 50%，华南地区约 32%，日熔量可达 15200 吨/天，为国内产能最大的浮法玻璃生产企业，极具规模优势。

**表 2 公司产能一览表**

地点	数量	生产线	日熔量 (T/D)	投产日期
湖南醴陵	一线	800T/D 超白玻璃生产线	800	2014年12月
	二线	600T/D 优质浮法生产线	600	2014年7月
	三线	600T/D 优质浮法生产线	600	2014年8月
	四线	600T/D 在线 SUN-E 玻璃生产线	600	2015年6月
	五线	全氧阳光镀膜	600	2016年3月
福建漳州	一线	900T/D 优质浮法生产线	900	2008年12月
	二线	600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2009年11月
	三线	600T/D 在线 TCO 生产线	600	2011年3月
	四线	800T/D 超白光伏生产线	800	2011年10月
	五线	600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2012年1月
	六线	800T/D 超白光伏生产线	800	2012年7月
	七线	600T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	600	2013年8月
	八线	800T/D 超白光伏生产线	800	2014年2月
广东河源	一线	800T/D 在线 TCO 生产线	800	2012年5月
	二线	600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线	600	2013年10月
浙江平湖	一线	优质浮法玻璃生产线	600	2008年3月
	二线	在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线	600	2014年9月
浙江绍兴	一线	陶堰一线：优质浮法玻璃生产线	600	2014年4月
	二线	陶堰二线：优质浮法玻璃生产线白玻	600	2014年1月
浙江长兴	一线	优质浮法玻璃生产线	800	2008年3月
	二线	优质浮法玻璃生产线	600	2014年12月
	三线	在线低辐射镀膜玻璃生产线	600	2015年7月
	四线	优质复发玻璃生产线	600	2015年10月
马来西亚	一线	700T/D LOW-E 在线镀膜玻璃生产线	700	2017年5月
	二线	700T/D 高档多元化玻璃	700	2017年10月

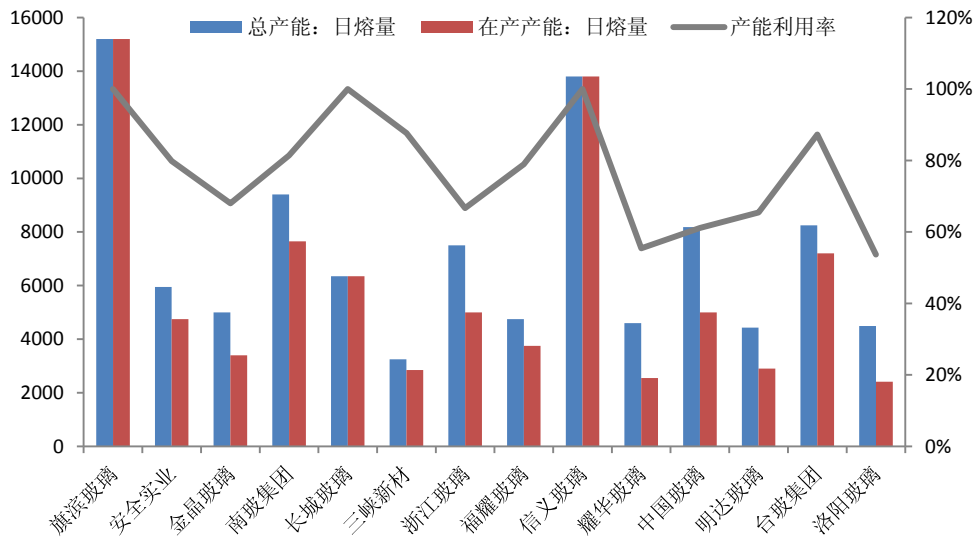
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 3 公司产品销售地区分布**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 4 国内主要浮法玻璃生产企业产能及利用率**



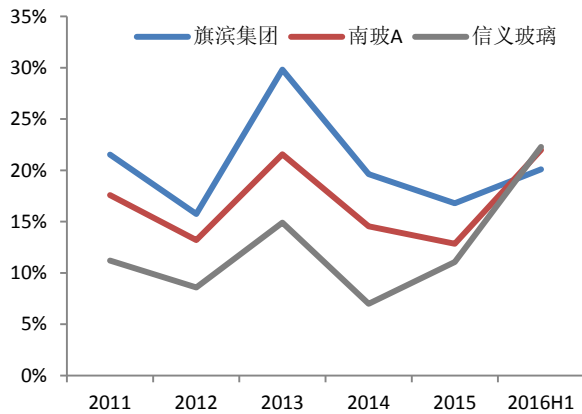
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2. 成本把控能力突出，毛利率高于竞争对手

从毛利率来看，旗滨集团浮法玻璃毛利率高于南玻 A 和信义玻璃，而且其每重量箱成本呈现逐年递减的趋势，主要由于规模优势使得单耗下降，其次近几年重油和纯碱的价格每年都在下降。

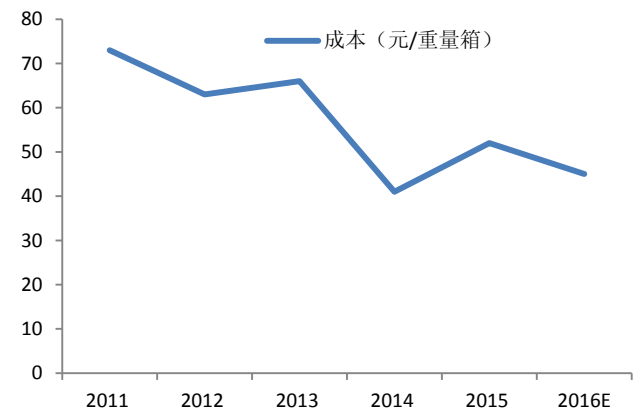
同时，公司所使用的能源是石油胶，石油胶较天然气价格低廉，摊销到每重量箱成本约降低 10 元左右，使得公司在控制成本方面有更大的优势。

**图 5 浮法玻璃毛利率对比**



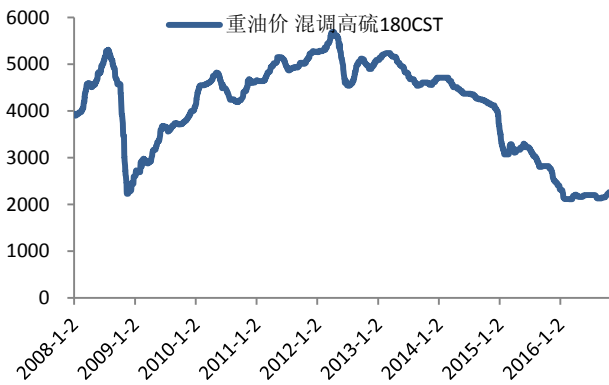
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 6 旗滨集团每重量箱成本呈下降趋势**



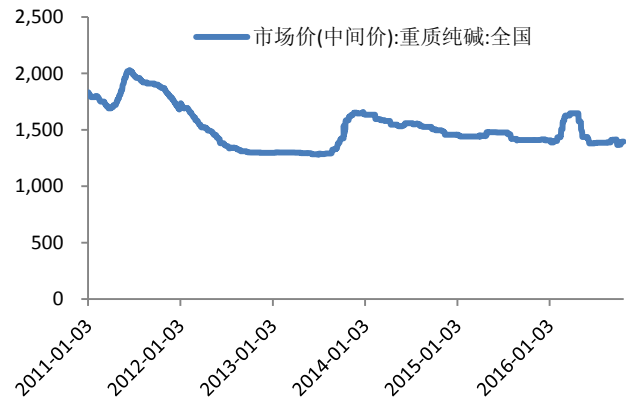
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 2008-2016 年重油价格



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 2011-2016 年重质纯碱市场价

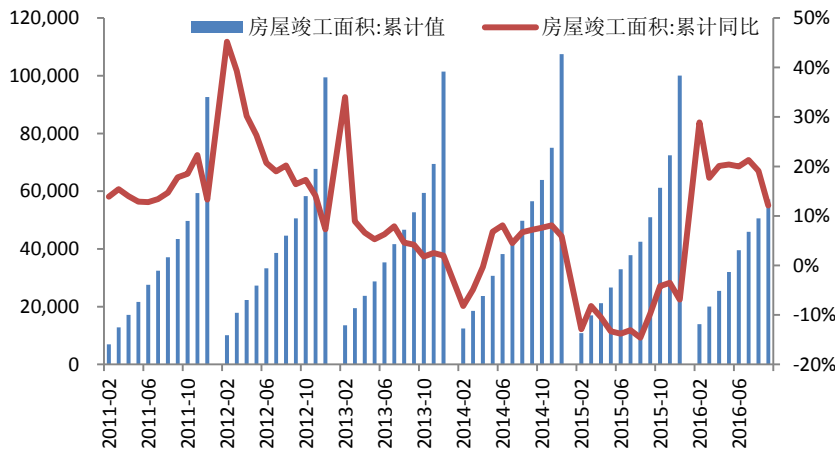


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 3. 价格趋于稳定，业绩弹性显现

**需求回暖，价格上涨。**玻璃下游需求主要是房地产、汽车和出口市场，其中地产需求占比约为 70-75%，上半年房地产投资完成额累计同比增长 6.1%，销售面积同比增长 27.9%，新开工面积同比增长 14.9%，房屋竣工面积增长 20%，三季度小幅回落，同比增长分别为 5.8%、26.9%、6.8%及 12.1%。同时，汽车销量同比增长 13.2%，平板玻璃出口量同比增加 9.4%。下游景气度回升带动了前三季度浮法玻璃价格上涨，从短期来看，房地产投资不会大幅度下滑，汽车销量及出口呈现上升趋势，我们预计，需求端具有一定支撑，玻璃价格将趋于稳定。

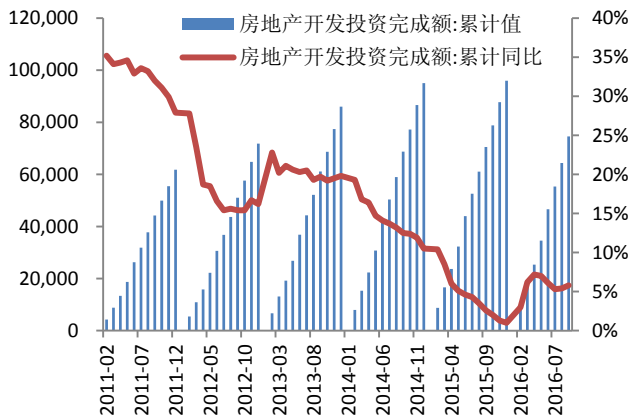
图 9 房地产竣工面积及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

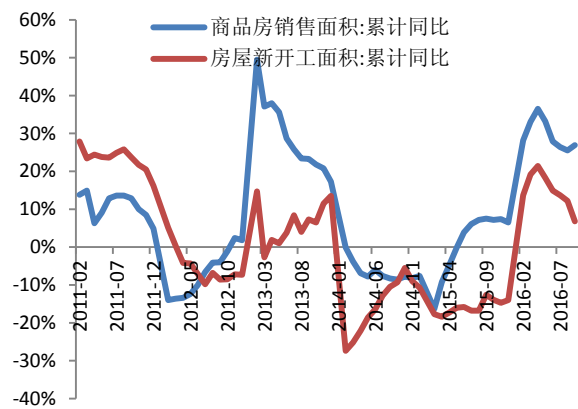


**图 10 房地产累计投资额及增速**



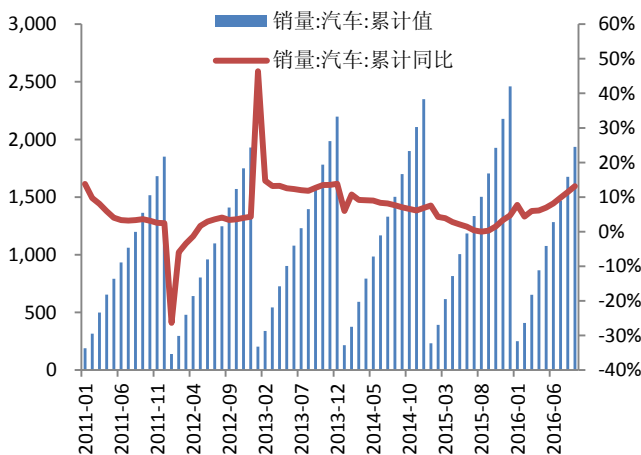
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 11 房地产新开工及销售增速**



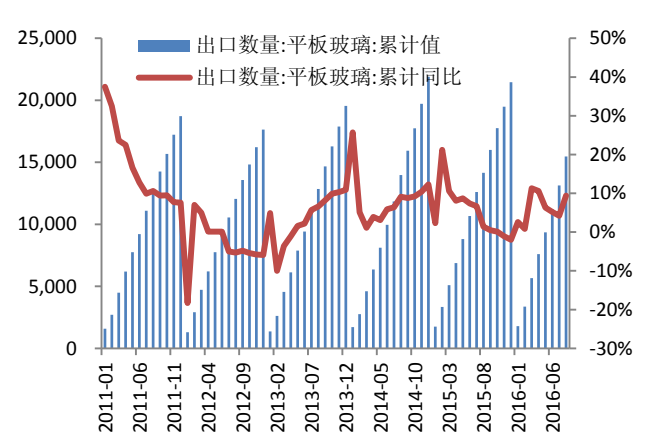
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 12 汽车累计销量及增速**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 13 平板玻璃出口量及增速**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

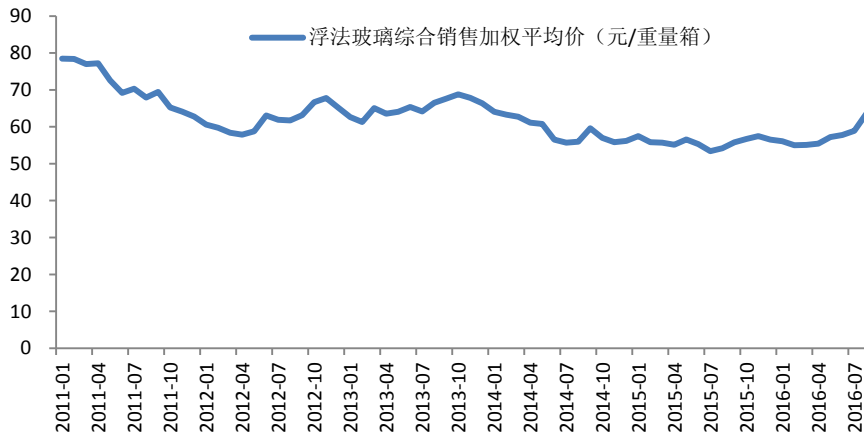
**供给端压力不大，新增产能节奏放缓。**截止 10 月上旬，2016 年新增产能 8700 吨/天，因为需求端的回暖，新增产能并未冲击改变玻璃价格上涨的趋势，随着天气逐渐转冷，进入传统淡季，预计生产线新增及复产的节奏将放缓，供给端压力并不大。

**表 3 2012-2016 年玻璃产能变化情况**

时间	新增产能（吨）	冷修停产	复产	净增加产能
2012	13300	5130	9650	17820
2013	25000	5900	5550	24650
2014	18050	20350	6110	3810
2015	6800	18490	7600	-4090
2016	4400	9350	13650	8700

资料来源：卓创资讯、中国中投证券研究总部

**图 14 全国浮法玻璃价格**



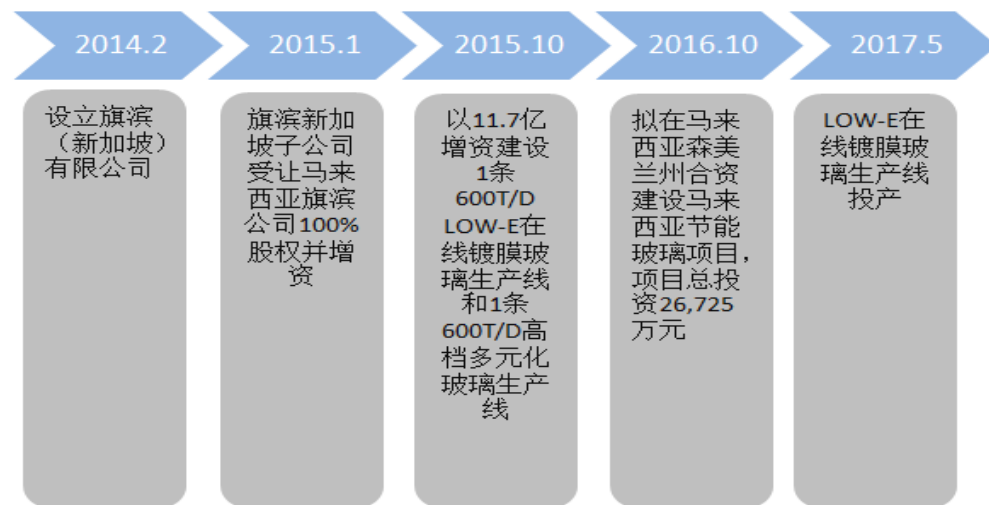
资料来源：卓创资讯、中国中投证券研究总部

据我们了解，目前市场供需成交尚可，下游加工企业运营正常，但对高价货源略显排斥，多随用随购，囤货意识不强。价格或将进入平稳通道，价格高位走稳将对公司业绩带来良好支撑，全年值得期待。

## 二、实施“走出去”战略，扩张海外新版图

在巩固国内市场的同时，公司放眼全球，积极布局海外市场，2014年，旗滨集团设立旗滨（新加坡）有限公司，15年1月受让马来西亚旗滨公司股权，同年10月以11.7亿对马来西亚旗滨公司进行增资，拟建一条600T/D LOW-E在线镀膜玻璃生产线和一条600T/D高档多元化玻璃生产线，合计产能804.2万箱。2016年10月，公司拟在马来西亚森美兰州合资建设马来西亚节能玻璃项目，项目总投资26725万元。

**图 15 公司海外扩张时间表**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

马来西亚是亚太经济合作组织成员经济体之一及东南亚国家联盟及东盟自由贸易

区成员国。在东盟自贸区下，东盟的 10 个成员国，包括文莱、印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南、老挝、缅甸和柬埔寨，对由东盟自贸区成员国生产的近 8000 种产品（包括玻璃产品）实施共同生效的优惠关税计划。马来西亚地处东盟十国中心地带，得天独厚的地理位置利于向其他东盟成员国输出产能。

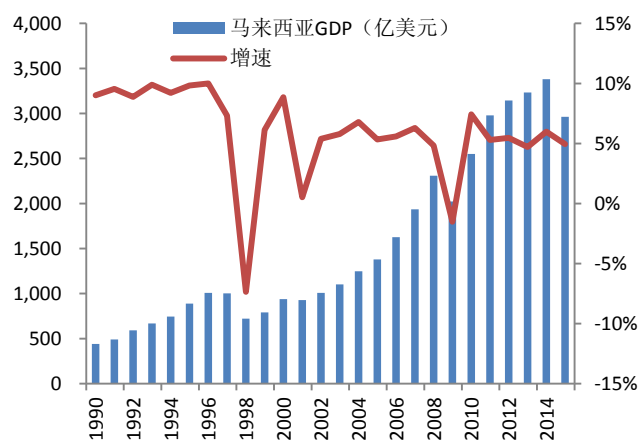
图 16 东盟十国地理位置



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

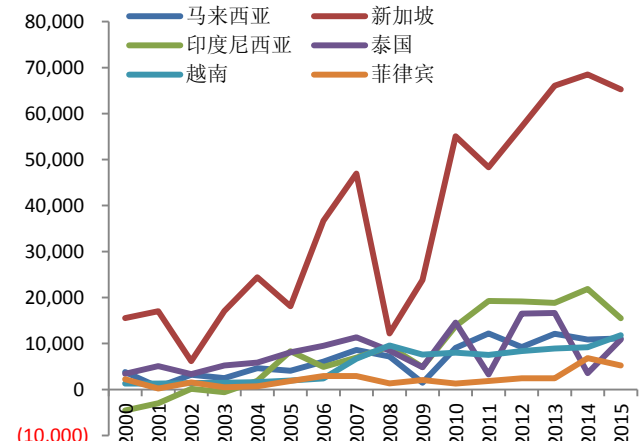
2010 年以来，马来西亚经济发展较为稳定，国内生产总值保持在 5%左右的增速，2015 年 GDP 接近 3000 亿美元，在东盟各国中投资氛围排名前列。旗滨集团在马来西亚进行投资，符合“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想，一方面可以解决当地浮法玻璃依靠进口的局面，带动当地玻璃业发展，另一方面可以将产品出口到东盟，进而扩展到南亚及中东，打开世界新版图。

图 17 马来西亚 GDP 及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 18 东盟主要国家 FDI 净流入(单位:百万美元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

据了解，马来西亚国内浮法玻璃价格较为稳定，大约在 85-90 元左右/重量箱，成本大约在 65 元左右，毛利率约为 23.5%至 27.8%，待明年优质浮法玻璃生产线投产，按半年投产时间计算，约 400 万重量箱，可贡献毛利 1 亿元左右，未来将成为公司业

绩新的增长点。

### 三、产业链延伸，进军深加工领域

#### 1. 设立合资企业，进军节能玻璃市场

10月21日公司发布公告称，公司与富隆国际、裕盛投资拟共同出资设立绍兴旗滨节能玻璃有限公司，郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司，惠州旗滨节能玻璃有限公司及马来西亚合资公司，注册资本分别为1.2亿元、6亿元、1.2亿元和1.2亿元。

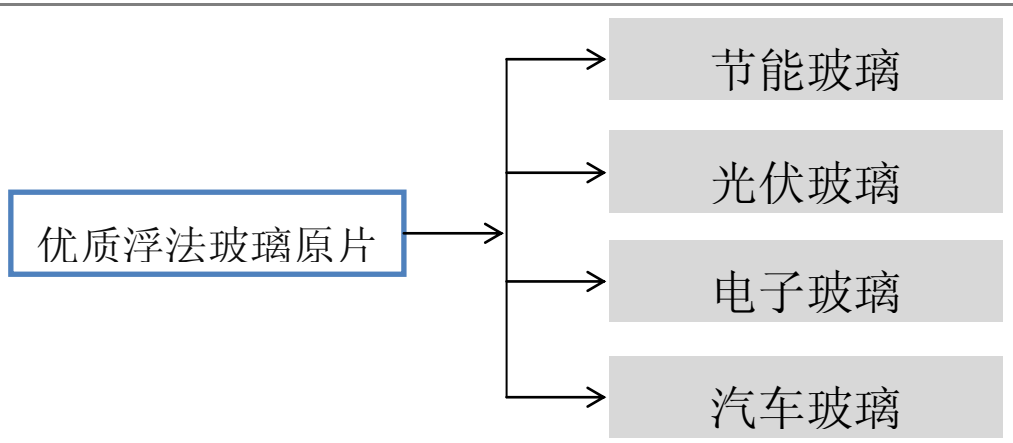
**表 4 公司建设节能玻璃项目概况**

公司	总投资（万元）	投资项目	预计年均收益
绍兴旗滨节能玻璃有限公司	23354	1条镀膜线、3条中空线，预计中空玻璃年产能100万平方米，单片镀膜玻璃120万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入20010万元，年均净利润2117万元。
惠州旗滨节能玻璃有限公司	25645	1条镀膜线、3条中空线，预计中空玻璃年产能100万平方米，单片镀膜玻璃120万平方米	项目建成后，将实现年均销售收入20398万元，年均净利润2239万元。
马来西亚节能项目	26725	1条镀膜线、3条中空线	预计实现年均销售收入22046万元，年均净利润2466万元
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	120764	建设700T/D光电材料和1000T/D光伏封装材料生产线	光电材料生产线投产后年均税后利润为9148万元，年平均内部收益率为22%，光伏封装材料生产线投产后年均税后利润为12221万元，年平均内部收益率为20%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**实现从优质浮法玻璃到深加工领域的产业链延伸。**公司在优质浮法玻璃基片的基础上，进军深加工领域，在多地建立节能玻璃公司和光电材料公司，可以看出公司延伸产业链的决心，意欲将节能玻璃和光伏材料打造成集团新的核心业务，公司业务将形成优质浮法玻璃原片，节能玻璃，光伏玻璃及电子玻璃的产业链。

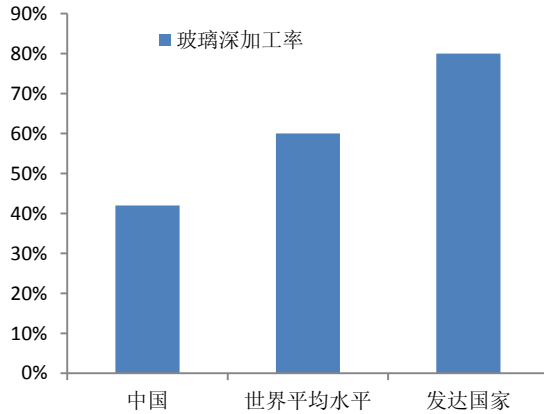
**图 19 产业链延伸后业务模块**



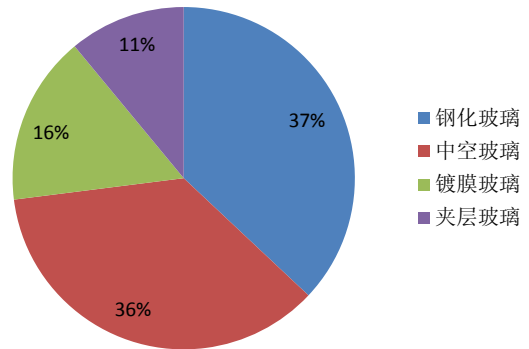
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

目前我国玻璃深加工率在 40%左右，低于世界平均水平的 60%左右，与发达国家的 80%深加工率更是有很大差距，其中 37%和 36%的深加工是钢化玻璃和中空玻璃，镀膜玻璃只有 16%，未来镀膜玻璃还有很大的上升空间。

**图 20 我国玻璃深加工率比较低**



**图 21 我国玻璃深加工分布**



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

我国已经成为全球最大的幕墙门窗市场，建筑幕墙门窗的需求量占全球需求总量的 2/3 以上，其中玻璃幕墙占到全部幕墙的 60%以上。其他高科技含量类幕墙产品，如智能幕墙、生态幕墙、膜结构幕墙等占比较小，尚不足 4%。目前我国建筑能耗占到社会总能耗的 1/3 以上，居民建筑单位能耗是欧美的 3-4 倍。通过门窗传热能源消耗约占建筑能耗的 30%，而 LOW-E 节能玻璃节能效果是普通浮法玻璃的 4 倍之多，虽然 LOW-E 玻璃单价较贵，但长远来看，节能玻璃的经济性凸显。

**表 5 LOW-E 玻璃与普通浮法玻璃节能效果对比**

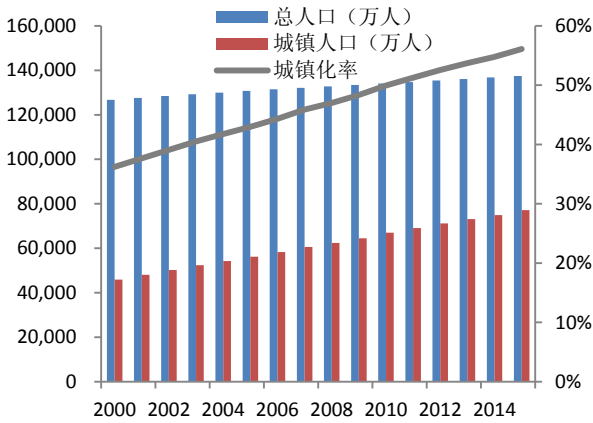
内容	6 毫米 LOW-E 玻璃	6 毫米普通浮法玻璃
冬季传出室内热量 (瓦/平米)	41	154
夏季传入室内热量 (瓦/平米)	215	710
单位面积减少传热 (瓦/平米)	113	495
使用时间 (小时)	600	600
单位面积节能 (千瓦时/平米)	297	67.8

资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部整理

**城镇化逐步提高，节能玻璃市场空间巨大。**2015 年我国城镇人口突破 7.7 亿，城镇化率达到 56.1%，“十二五”期间，全国节能建筑总面积累计将超过 21.6 亿平方米，其中新建建筑面积 16 亿平方米，原有建筑改造 5.6 亿平方米。按照《绿色建筑行动方案》，到 2020 年，全国达到家住节能面积的占比要达到 65%，约 130 亿平方米的建筑物需要进行节能改造，对节能建材需求巨大。

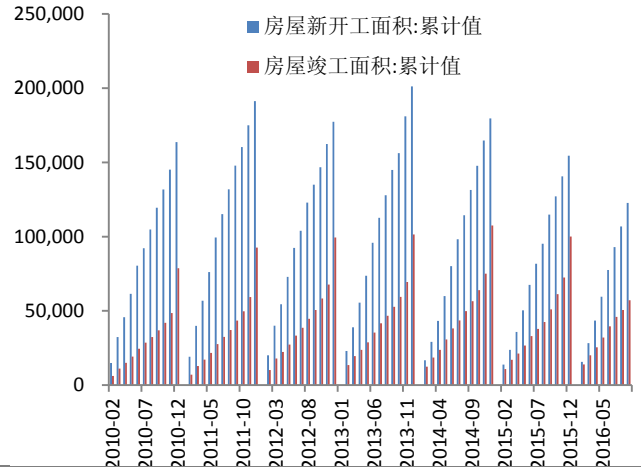
我们估计 2016 年我国 LOW-E 玻璃市场规模将突破 23000 亿平方米，且以 15%-20% 的速度稳定增长，同时全球节能门窗以 10% 的复合增长率增长，预计到 2020 年将达到 3.8 万亿美元，未来新开工建筑及既有建筑改造仍是稳定需求，市场空间值得期待。

图 22 我国城镇化逐步提高



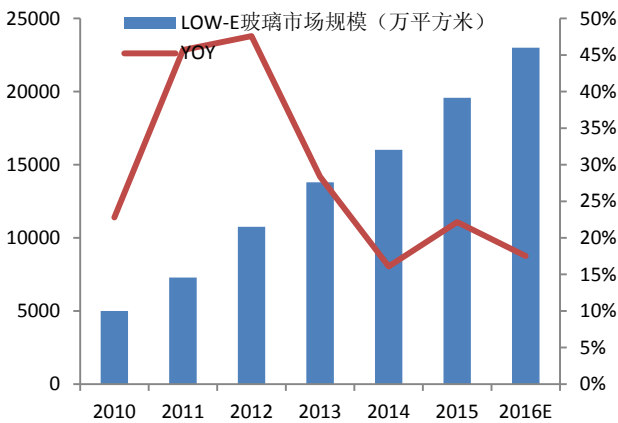
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 23 我国房屋新开工及竣工面积



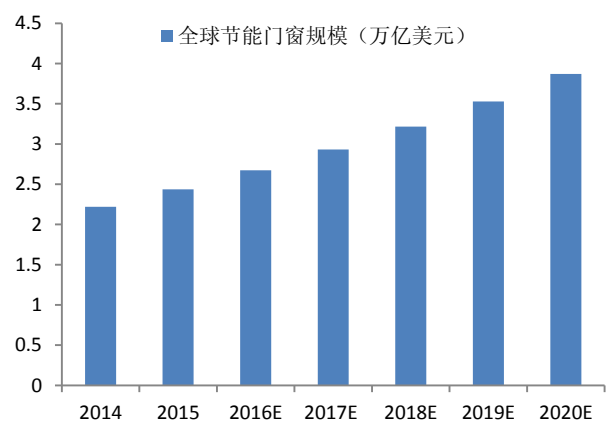
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 24 我国 LOW-E 玻璃市场规模



资料来源：中国建筑材料工业规划研究院、中国中投证券研究总部

图 25 全球节能门窗市场规模

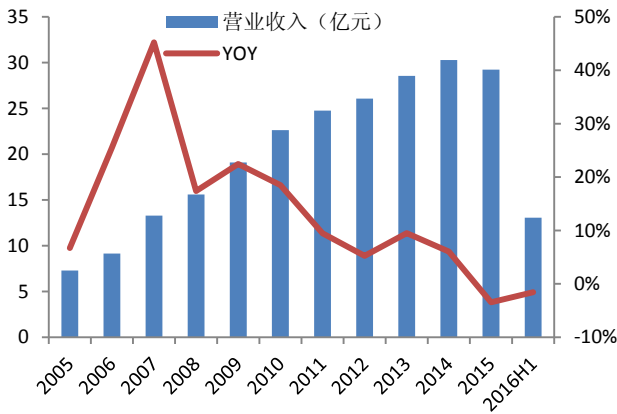


资料来源：中国玻璃网、中国中投证券研究总部

**工程玻璃毛利率高于浮法玻璃。**目前国内建筑节能玻璃的龙头为南玻和信义玻璃，2015 年南玻工程玻璃实现收入 29.24 亿元，毛利率 29.7%，信义建筑玻璃营收为 26.5 亿元，毛利率为 33.86%，而建筑节能玻璃远高于浮法玻璃毛利率，更能增厚公司业绩。两者节能玻璃业务从起步发展到营收 20 多亿大约历经了 10 年时间，现已成为公司核心业务。虽然节能玻璃市场竞争日趋激烈，但随着环保节能意识的逐步增强，节能玻璃是未来的趋势，有望保持稳定增长。我们认为，一旦旗滨优质节能玻璃量产，有望抓住节能玻璃的上升期，打造新的业绩增长点。

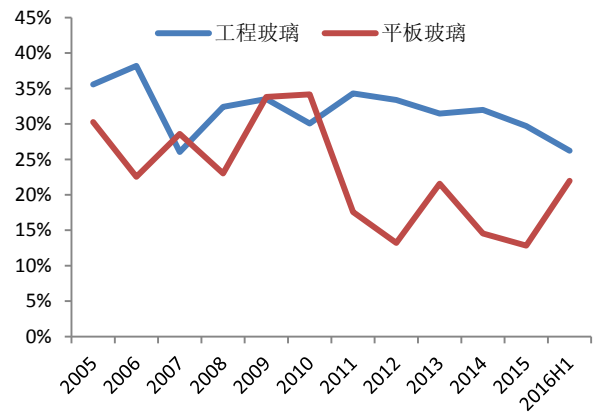


图 26 南玻 A 工程玻璃营业收入及增速



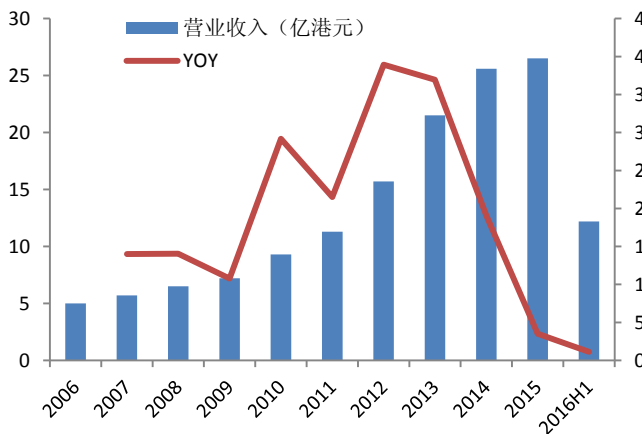
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 27 南玻 A 平板玻璃及工程玻璃毛利率对比



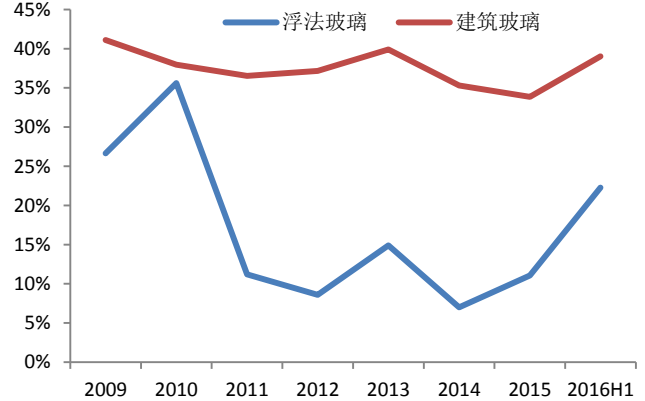
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 28 信义建筑玻璃营业收入及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 29 信义浮法玻璃与建筑玻璃毛利率对比

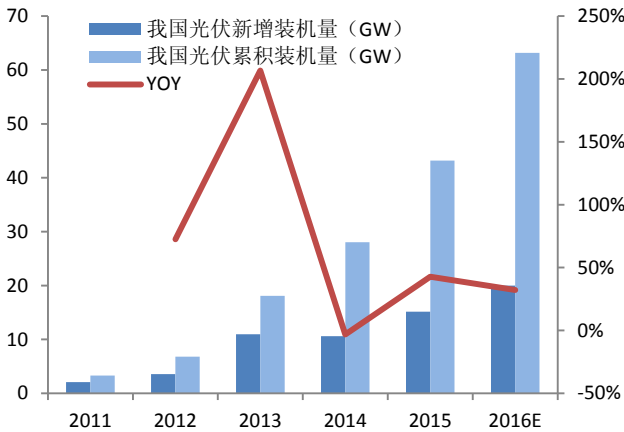


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2. 建立光伏光电生产线，拓展光伏产业链

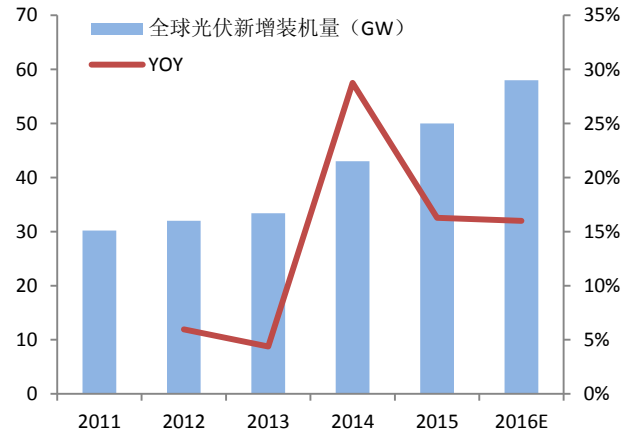
**成立光伏光电玻璃有限公司，意欲进入光伏产业链。**2015 年我国光伏新增装机量达到 15.13GW，同比增长 42.7%，累计装机容量达到 43.18GW。在硅片及组件方面，多晶硅新增产量 16.2 万吨，同比增长 19.1%，电池组件的新增产量达到 43GW，同比增长 20.8%。目前我国的光伏产业在全球占有主导地位，2015 年全球 59GW 的新增装机容量中有超过 70%来自于国内组件厂商，加快国内光伏行业的发展，有助于国内经济结构的升级转型，光伏封装材料市场前景可期。

**图 30 我国光伏新增装机量、增长率及累计装机量**



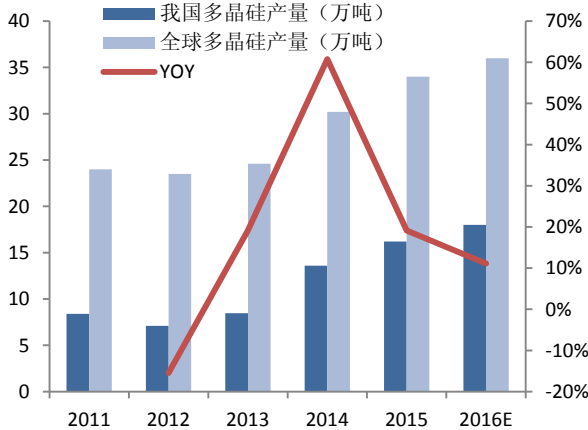
资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

**图 31 全球光伏新增装机量及增长率**



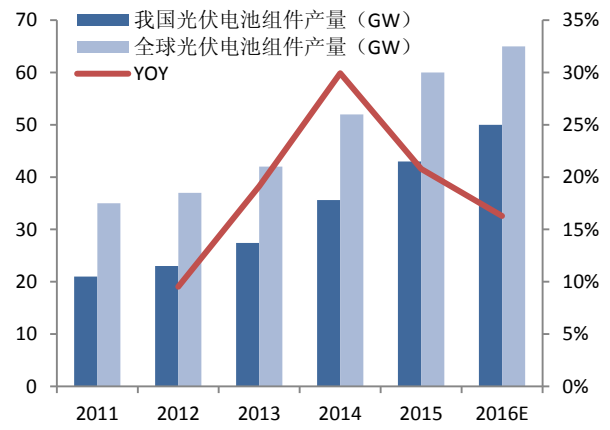
资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

**图 32 我国多晶硅产量、增长率及全球多晶硅产量**



资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

**图 33 我国光伏电池组件产量、增长率及全球产量**



资料来源：中国光伏行业协会、中国中投证券研究总部

**政策为光伏发展保驾护航，未来新增装机总量达 1.5 亿千瓦。**国家能源局提出“十三五”末我国累计光伏装机总量将达 1.5 亿千瓦，将达到“十二五”期间的 3 倍多，其中包含 70GW 的分布式光伏电站以及 80GW 的集中式光伏电站。短期来看，光伏仍处于景气上升期，对于公司拓展延伸至光伏领域具有积极作用。

**表 6 国家促进光伏产业发展的相关政策**

发布单位	内容
国家能源局	光伏“领跑者”计划是国家能源局 2015 年推出的一种促进先进光伏技术产品应用和产业升级的光伏扶持专项计划，旨在鼓励能效光伏“领跑者”产品的技术研发和推广。
国家能源局	2015 年 12 月 29 日，国家能源局在 2016 年全国能源工作会议上提出今年光伏发电新增装机目标在 1500 万千瓦以上。“稳中求进”的新增装机指标再次印证了提质增效成为年度发展的基调。
国家能源局	2016 年 2 月 18 日，国家能源局在北京召开《能源技术革命创新行动计划(2016-2030 年)》专家座谈会给能源技术创新提升了新的高度
国家能源局	2016 年 3 月 3 日，国家能源局印发《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见



政府工作报告

见》(简称“《指导意见》”),提出通过建立明确的可再生能源开发利用目标,到 2020 年,我国非水电可再生能源电力的消纳比重要达到 9%。同时,根据国家能源局的“十三五”规划,“十三五”末我国累计光伏装机将达 1.5 亿千瓦,是“十二五”期间的 3 倍多。

3 月 5 日,国务院总理李克强在今年的政府工作报告中指出,能源生产和消费革命,关乎发展与民生,大力发展风电、光伏发电、生物质能,要把节能环保产业打造成新兴的支柱产业。

资料来源: 国家能源局、政府工作报告、中国中投证券研究总部

## 四、盈利预测与投资建议

公司一方面稳固主业,一方面延伸产业链进入深加工领域,随着新产品的商业化放量,公司业绩有望更上一层楼,我们看好公司未来的发展,预计 2016-2018 年净利润分别为 6.26、6.48 和 8.18 亿元、EPS 分别为 0.23、0.24 及 0.3 元,对应 PE 分别为 15.64、15.1 及 11.96 倍,给予“强烈推荐”评级。

**表 7 旗滨集团盈利预测**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>优质浮法玻璃</b>				
销量(万重箱)	694	694	647	708
均价(元/重箱)	47	67	65	70
收入(万元)	32,622	46,503	42,058	49,577
增长率(%)	-0	0	-0	0
成本(万元)	4,893	11,626	10,094	12,890
毛利率(%)	15.0%	25.0%	24.0%	26.0%
<b>LOW-E 镀膜玻璃基片</b>				
销量(万重箱)	8,288	9,398	9,954	10,192
均价(元/重箱)	49	67	66	70
收入(万元)	406,118	629,645	656,989	713,440
增长率(%)	0	1	0	0
成本(万元)	326,925	469,085	490,114	527,946
毛利率(%)	21.0%	24.0%	124.0%	224.0%
<b>在线 LOW-E 镀膜玻璃</b>				
销量(万 m <sup>2</sup> )	330	350	374	615
均价(元/m <sup>2</sup> )	33	40	42	45
收入(万元)	11,537	14,000	15,691	27,678
成本(万元)	8,768	10,360	11,533	20,205
毛利率(%)	24.0%	26.0%	26.5%	27.0%
<b>TCO 镀膜玻璃</b>				
销量(万吨)	0.8	0.9	1.2	1.2
均价(元/m <sup>2</sup> )	53	62	63	65
收入(万元)	4,969	6,650	9,135	9,750

成本（万元）	3,776	4,788	6,669	7,020
毛利率（%）	24.0%	28.0%	27.0%	28.0%

#### 深加工玻璃

产能（万m <sup>2</sup> ）	185.0	186.0	187.0	188.0
收入（万元）	2,476.3	12,500.0	9,789.5	12,240.7
增长率（%）	25.04%	404.78%	-21.68%	25.04%
成本（万元）	2,071.9	10,875.0	8,468.0	10,527.0
毛利率（%）	16.33%	13.00%	13.50%	14.00%

#### 物流业务

收入（万元）	7,555.1	9,000.0	15,000.0	20,000.0
成本（万元）	5,946.5	7,300.0	11,990.0	15,900.0

#### 节能玻璃

收入（万元）		29978
成本（万元）		20984.5
毛利率		30%

#### 光电材料

收入（万元）		29273.3
成本（万元）		19027.7
毛利率（%）		35%

资料来源：中国中投证券研究总部

## 五、风险提示

### 1. 新产品投放低于预期

新产线建设缓慢，新产品放量低于预期，市场推广低于预期。

### 2. 房地产下滑速度加快

房地产投资增速不及预期，需求低迷，导致上游材料出货困难，销售量下降。

### 3. 原材料及能源成本上升

重油、纯碱等原材料价格上涨超预期，能源成本上涨，导致盈利能力下降。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2376	3603	3679	4358
现金	784	1000	1000	1439
应收账款	10	215	154	173
其它应收款	18	38	41	46
预付账款	21	376	433	486
存货	1284	1880	1961	2110
其他	259	93	91	105
<b>非流动资产</b>	10074	9783	9906	10177
长期投资	18	0	0	0
固定资产	8372	8302	8307	8417
无形资产	746	746	746	746
其他	937	734	852	1013
<b>资产总计</b>	12450	13387	13585	14535
<b>流动负债</b>	4653	5119	4425	4236
短期借款	2178	2787	1877	1300
应付账款	1087	1057	1266	1537
其他	1387	1275	1282	1399
<b>非流动负债</b>	2674	2318	2562	2882
长期借款	1795	1895	2095	2395
其他	879	423	467	487
<b>负债合计</b>	7327	7437	6987	7118
少数股东权益	0	0	0	0
股本	2525	2696	2696	2696
资本公积	1351	1351	1351	1351
留存收益	1281	1902	2550	3369
归属母公司股东权益	5123	5950	6598	7416
<b>负债和股东权益</b>	12450	13387	13585	14535

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	846	922	1825	2005
净利润	171	626	648	818
折旧摊销	710	630	675	730
财务费用	282	314	315	288
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-272	-923	140	148
其它	-46	275	46	19
<b>投资活动现金流</b>	-1030	-771	-800	-1000
资本支出	1085	800	800	1000
长期投资	-20	-18	0	0
其他	35	11	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-39	65	-1025	-566
短期借款	997	609	-910	-577
长期借款	-342	100	200	300
普通股增加	1686	171	0	0
资本公积增加	-1743	0	0	0
其他	-638	-815	-315	-288
<b>现金净增加额</b>	-221	216	0	439

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	5169	7183	7687	8627
营业成本	4239	5373	5767	6393
营业税金及附加	24	34	36	41
营业费用	28	40	46	65
管理费用	454	733	793	880
财务费用	282	314	315	288
资产减值损失	5	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	136	688	727	959
营业外收入	147	268	275	251
营业外支出	42	155	159	138
<b>利润总额</b>	241	801	843	1072
所得税	70	175	195	254
<b>净利润</b>	171	626	648	818
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	171	626	648	818
EBITDA	1127	1632	1718	1978
EPS (元)	0.07	0.23	0.24	0.30

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.6%	39.0%	7.0%	12.2%
营业利润	-39.5%	407.2%	5.7%	31.9%
归属于母公司净利润	-45.1%	265.4%	3.5%	26.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.0%	25.2%	25.0%	25.9%
净利率	3.3%	8.7%	8.4%	9.5%
ROE	3.3%	10.5%	9.8%	11.0%
ROIC	3.3%	7.7%	7.9%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.8%	55.6%	51.4%	49.0%
净负债比率	62.88%	64.43%	58.42%	53.45%
流动比率	0.51	0.70	0.83	1.03
速动比率	0.23	0.34	0.39	0.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.42	0.56	0.57	0.61
应收账款周转率	528	63	42	53
应付账款周转率	3.41	5.01	4.97	4.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.23	0.24	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.34	0.68	0.74
每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.21	2.45	2.75
<b>估值比率</b>				
P/E	57.13	15.64	15.10	11.96
P/B	1.91	1.65	1.48	1.32
EV/EBITDA	11	8	7	6

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间  
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。  
闫广,中国中投证券研究总部建材行业研究员，毕业于香港中文大学，金融工程硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434