

证券研究报告—动态报告
建材
玻璃 II
旗滨集团 (601636)
买入

合理估值： 元 昨收盘： 4.22 元 (维持评级)

2017年05月31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)	2,684/2,472
总市值/流通(百万元)	11,328/10,430
上证综指/深圳成指	3,110/9,859
12个月最高/最低(元)	4.80/2.99

相关研究报告:

《旗滨集团-601636-2016 年年报点评: 毛利大增, 深加工+海外布局助力业绩增长》——2017-04-07

《旗滨集团-601636-重大事件快评: 预增幅度超预期, 17 年业绩有望再看高一线》——2017-01-17

《旗滨集团-601636-玻璃价格超预期上涨, 业绩高弹性》——2016-08-22

《旗滨集团-601636-2016 年半年报点评: 近期玻璃价格量价齐升, 全年业绩有望超预期》——2016-08-16

《旗滨集团-601636-2015 年半年报点评: 分红方案超预期, 全年业绩增长仍可期》——2015-08-24

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码: S0980511070003

证券分析师: 刘萍

电话: 0755-22940678

E-MAIL: liuping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512030001

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
业绩增长无忧, 未来深加工布局增亮点
●十年发展夺得玻璃行业头把交椅, 区域布局优, 综合实力强

旗滨并非玻璃行业的“老人”, 05 年通过收购国有企业破产重组切入玻璃领域, 公司战略聚焦, 产能行业第一(按全国口径统计, 公司市占率约 12%) 却集中于华东、华南、华中几大发达区域, 区域市占率高(区域平均市占率超 20%, 最高市占率近 30%), 话语权大; 公司上游矿山资源好, 广东河源及福建东山岛硅砂矿品质业内一流且稀有; 公司重物流, 产能重点布局于交通枢纽区域, 且控制码头、港口, 有效把控区域市场。在如此战略下, 公司十年时间完成从 0 到行业产能第一的飞跃。目前年产能超 1.1 亿重箱, 年收入规模约 70 亿元。

●17 年下半年玻璃价格维持高位震荡可期, 全年业绩无忧

需求端方面, 尽管 16 年下半年至今多地政府出台房地产调控政策, 市场对楼市预期并不乐观, 但截至目前房地产开发投资完成额和新开工累计同比增速依旧维持温和上涨的态势, 且玻璃需求峰值来得比上述两数据峰值晚, 因此预计下半年需求整体保持稳定。供给端, 今年环保形势严于往年, 因此加大了停工生产线的点火成本和企业融资难度, 虽然目前行业平均箱盈利水平为近几年最优, 但行业开工率却仅维持 65% 的历史地位水平, 复工热情平淡; 再结合玻璃生产线 6-8 年一冷修的属性以及 09-10 年的投产峰值推算 17-18 年有望进入冷修高峰, 预计下半年开工率有望继续保持低位, 产能冲击有限。

●海外扩张+深加工布局, 开拓利润新增长点

公司紧跟“一带一路”发展战略, 先后在新加坡、马来西亚成立公司, 并已在马来西亚建设两条生产线并在今年 4 月投产; 随着创新研发能力不断加强, 公司加快转型升级不发, 布局玻璃深加工产业链, 16 年下半年公告在绍兴、惠州、郴州、马来西亚投资节能玻璃、光伏光电玻璃生产线; 此前公司还涉足高端玻璃制造, 切入电致变色领域, 未来深加工领域有望成为公司新利润增长点。

●业绩表现抢眼, 估值安全边际高, “买入”评级

16 年末公司公告引进了南玻 A 主要业务骨干和管理层 10 余人, 以期对未来发展在深加工等技术上带来更快速发展。作为对管理层的激励, 公司分别于 15-17 年推出一期员工持股计划和两期限制性股权激励, 调动管理团队和骨干员工的积极性, 未来推动旗滨进一步做大做强动力足。综上分析我们认为公司 17 年业绩主要仍受益于玻璃价格维持高位, 17 年下半年, 马来西亚生产线开始逐步贡献业绩, 18-19 年, 公司成本管控进一步加强以及深加工产品逐步投产, 将为公司业绩带来全新增长点, 提升公司业绩的稳定性, 因此我们预计 17-19 年公司 EPS 为 0.46/0.55/0.69 元/股, 对应 PE 为 9.4/6.8/7.3x, 短期业绩增长有保障, 长期看深加工布局带来新增长点, 继续给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,169	6,961	7,880	9,345	11,317
(+/-%)	39.1%	34.7%	13.2%	18.6%	21.1%
净利润(百万元)	171	835	1,200	1,445	1,790
(+/-%)	-22.5%	387.4%	43.7%	20.4%	23.9%
摊薄每股收益(元)	0.06	0.31	0.46	0.55	0.69
EBIT Margin	10.1%	18.4%	23.5%	23.2%	23.7%
净资产收益率(ROE)	3.3%	13.9%	19.2%	22.1%	26.1%
市盈率(PE)	66.1	13.6	9.4	7.8	6.3
EV/EBITDA	15.1	8.3	6.9	6.5	5.6
市净率(PB)	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6

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

内容目录

十年发展夺得玻璃行业头把交椅.....	4
区域布局优，综合实力强.....	5
聚焦南部市场，竞争优势明显.....	5
行业龙头，综合实力名列前茅.....	8
2016年玻璃行业回暖，价格强反弹.....	8
需求端出现弱复苏.....	8
玻璃价格在16年后期出现强反弹.....	10
17年需求尚稳，供给承压，价格维持高位震荡可期.....	12
房地产需求维持相对稳定.....	12
供给侧改革政策频出，环保督查力度升级.....	12
开工维持低位，复工热情平淡.....	13
产能自然收缩有望进一步缓解供给压力.....	16
对17年下半年玻璃价格运行不必过分悲观，高位维持可期.....	17
海外扩张+深加工布局，开拓利润新增长点.....	17
响应“一带一路”，进军马来西亚.....	18
加快转型升级，布局玻璃深加工.....	18
向高端玻璃制造进发，拓展深加工产业布局.....	19
招贤纳士，提高激励，动力强.....	20
业绩表现抢眼，估值安全边际高.....	21
持续增长可期，继续给予“买入”评级.....	23
附表2：财务预测与估值.....	24

图表目录

图 1: 集团和上市公司业务简介图.....	4
图 2: 旗滨集团 (601636.SH) 发展历程.....	5
图 3: 2016 年全国平板玻璃产量地区分布.....	5
图 4: 人民币汇率走势.....	6
图 5: 平板玻璃出口金额及增速.....	6
图 6: 公司在三大区域的收入情况 (单位: 百万)	6
图 7: 公司在三大市场市占率情况.....	6
图 8: 国内玻璃企业总产能日熔量排名.....	7
图 9: 旗滨与行业内可比公司营业收入增速对比 (%)	8
图 10: 旗滨与行业内可比公司 ROE 对比 (%)	8
图 11: 旗滨与行业内可比公司毛利率对比 (%)	8
图 12: 旗滨与行业内可比公司净利率对比 (%)	8
图 13: 平板玻璃产量及增速变化.....	9
图 14: 玻璃需求端出现弱复苏.....	9
图 15: 2016 年房地产开发投资完成额同比增加 6.9%.....	9
图 16: 商品房销售面积同比维持较高水平.....	9
图 17: 汽车销量增速回升.....	10
图 18: 汽车产量增速回升.....	10
图 19: 平板玻璃出口量弱复苏.....	10
图 20: 平板玻璃出口金额出现明显增长.....	10
图 21: 全国主要城市浮法玻璃现货均价.....	11
图 22: 全国主要城市浮法玻璃现货分年价格 (元/重量箱)	11
图 23: 漳州旗滨玻璃有限公司报价.....	11
图 24: 2016 年玻璃期货价格持续走牛.....	11
图 25: 漳州旗滨玻璃厂提、降价幅度 (元/吨)	11
图 26: 2016 年房地产开发投资完成额同比增加 6.9%.....	12
图 27: 商品房销售面积同比维持较高水平.....	12
图 28: 浮法玻璃生产线开工率.....	14
图 29: 浮法玻璃生产线在产产能和产能利用率.....	14
图 30: 2009 年新建点火生产线有望今年冷修停产.....	16
图 31: 2017 年玻璃供给端增速有望放缓.....	17
图 32: 2014-2017 年浮法玻璃库存走势.....	17
图 33: 南玻 A 历年平板玻璃和工程玻璃毛利率情况 (单位: %)	19
图 34: 电致变色护目镜.....	20
图 35: 汽车防眩目后视镜.....	20
图 36: 电致变色智能窗.....	20
图 37: 全国主要城市浮法玻璃现货均价.....	22
图 38: 玻璃-纯碱重油价格差.....	22
图 39: 全国主要城市浮法玻璃现货均价.....	22
图 40: 玻璃-纯碱重油价格差.....	22
图 41: 公司归母净利润、毛利率、净利率情况.....	23

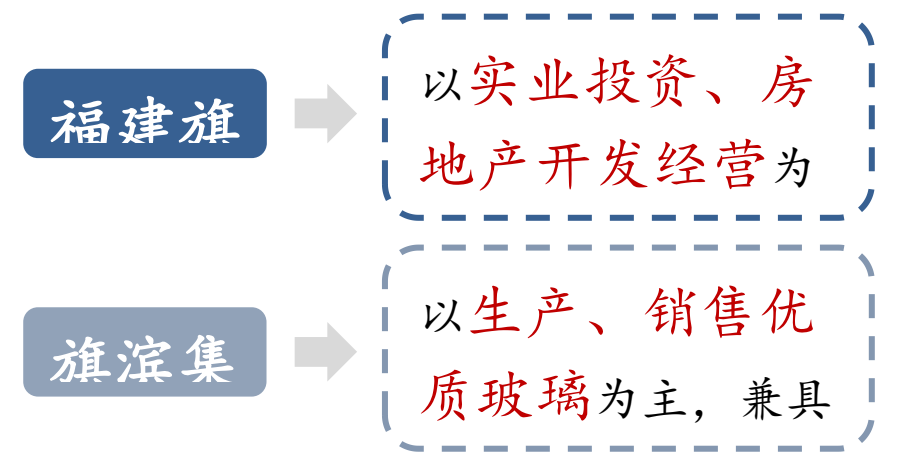
十年发展夺得玻璃行业头把交椅

旗滨集团（601636.SH）第一大股东是福建旗滨集团股份有限公司，后者由宁波旗滨投资 93.85% 控股，而宁波旗滨投资的实际控制人是俞其兵先生（100%）。为防止读者混淆，本段涉及“福建旗滨集团”指“福建旗滨集团股份有限公司”，“旗滨集团”或“旗滨”指上市公司，下同。

1988 年，旗滨集团实际控制人俞其兵先生成功创建“福建旗滨集团有限公司”——原名“宁海县建安实业有限公司”，并于 90 年代末正式迈入房地产行业开始从事地产开发、销售和物业管理等业务，先后在浙江、江苏、湖南、福建等地投资开发了数十个中高档楼盘和别墅群，累计建筑面积达数百万平方米，成为城市开发的先行者和建设者。

2005 年，俞其兵先生逐步将集团的业务版图扩张至玻璃行业，成功收购了株洲玻璃厂（原为国有企业，始建于 1957 年，是我国“一五”计划 694 个限额项目中在株洲投建的 9 个限额项目之一，在计划经济年代是国内五大玻璃工厂之一，荣誉出品了中国第一片浮法玻璃（工厂中间试验产品），是世界上三大浮法玻璃技术中中国洛阳浮法玻璃发明单位之一，其产品曾经享有“江南明珠”的美誉），并于 2005 年 7 月 8 日成立株洲旗滨玻璃集团有限公司，在 2010 年完成整体变更后于 2011 年在上交所成功上市，实现了集团玻璃产业的跨越式发展。

图 1：集团和上市公司业务简介图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2005 年涉足玻璃行业，俞其兵先生并不能称为“中国玻璃行业的老人”，但公司凭借自身实力，穿越行业景气的起起伏伏，始终平稳扩张，成为行业的后起之秀。在不断扩充原有产能基础之上，公司也在不断扩大产能的区域版图，先后于 2007 年进军福建，2011 年进军广东河源，2014 年布局马来西亚、新加坡、台湾，2015 年完成浙江玻璃的收购，2016 年筹划惠州、郴州、绍兴、马来西亚四地玻璃深加工生产线布局，通过十年多的不懈进取、持续探索和努力，作为后起之秀，终获浮法玻璃行业头把交椅。

图 2：旗滨集团（601636.SH）发展历程



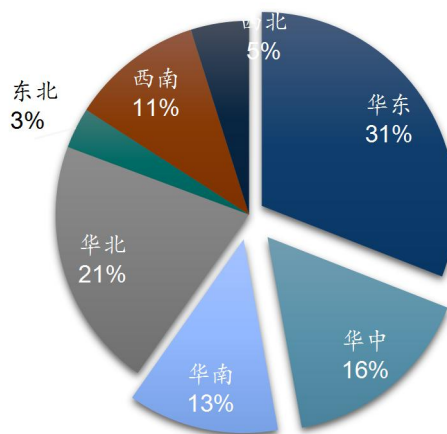
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

区域布局优，综合实力强

聚焦南部市场，竞争优势明显

由于玻璃产品存在销售半径问题，玻璃生产基地通常倾向于市场需求较大的华北、华东和华南等经济发达区域。目前，我国平板玻璃行业已形成以广东省为代表的珠三角地区，以上海市、浙江省、江苏省为代表的长三角地区和以北京市、天津市、河北省、山东省为代表的渤海湾地区为主的三大板块。

图 3：2016 年全国平板玻璃产量地区分布



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

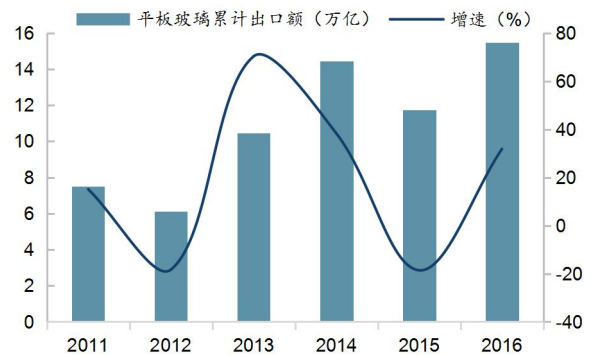
自 2015 年 8 月人民币汇率汇改以来，人民币持续贬值，到目前贬值幅度达 12.21%，在一定程度上促进了玻璃的出口需求，平板玻璃 2016 年累计出口金额同比增长 31.8%；玻璃深加工由于分散在各行业中并无直接统计数据，但据行业协会预测，其总量比玻璃原片直接出口更大。从我国玻璃深加工企业在分布上来看，南方地区的分布数量要大于北方，并且玻璃深加工产品对玻璃的品质要求更高，进一步推升南部企业产品报价，形成南方市场较好格局。

图 4：人民币汇率走势



资料来源：WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 5：平板玻璃出口金额及增速

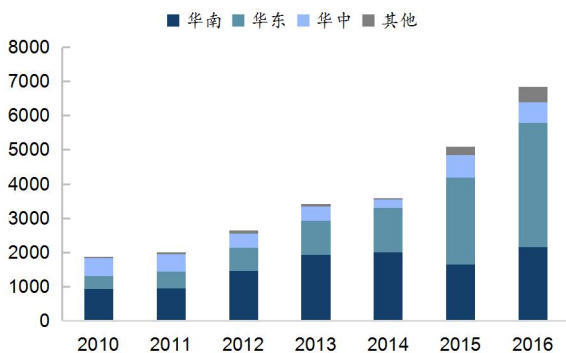


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

旗滨集团作为全国最大的玻璃原片生产商，业务主要集中于南方地区，具有明显优势。通过 2015 年对绍兴旗滨玻璃有限公司的收购，公司在国内的生产基地增加至 6 个，分别分布在湖南、福建、广东和浙江四省，兼顾了玻璃产品消费能力较强的长三角和珠三角区域，提高了公司对华中、华南和华东市场把控能力。公司通过收购浙江玻璃，成功打开华东市场，市占率稳步提升，而处于华东与华南市场交接处的漳州旗滨，拥有公司目前规模最大的生产基地，其产能约占收购浙玻前旗滨总产能的 50%，凭借其对市场的高灵敏度和自身优势，不断扩大旗滨在华南市场的影响力。

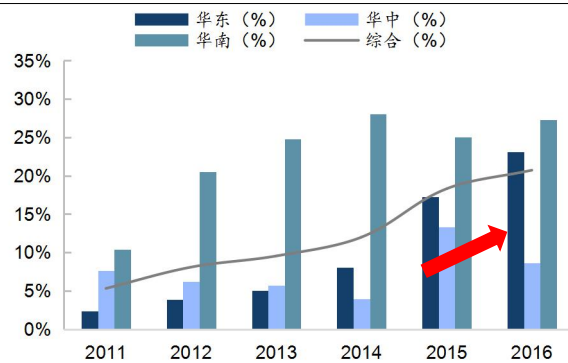
从旗滨集团的布局来看，公司的业务范围包括华南、华东、华中、华北、西南等地区，其中华南、华东和华中三个区域的营业收入合计占公司总营收的 94%，并且在三个地区的市场占有率在 2016 年分别达到 27.28%、23.14%、8.59%，综合三大区域市占率达到 20.72%。公司不仅是全国最大的玻璃原片生产商，更主要覆盖我国长三角和珠三角两大经济圈，作为华南、华东地区的市场领跑者，业绩因此而受益。

图 6：公司在三大区域的收入情况 (单位：百万)



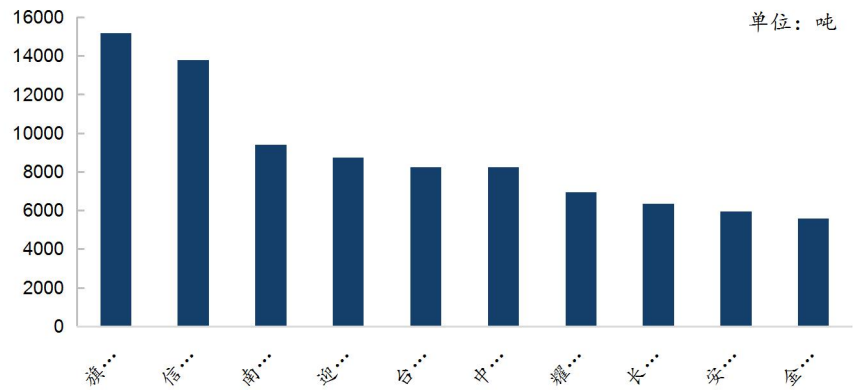
资料来源：WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 7：公司在三大市场市占率情况



资料来源：WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 8： 国内玻璃企业总产能日熔量排名



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 1： 旗滨集团拥有产能

生产基地	生产线	日熔量 (T/D)	投产时间
浙江	陶堰	一线	2014 年 4 月
		二线	2014 年 1 月
	长兴	一线	2008 年 3 月
		二线	2014 年 12 月
		三线	2015 年 11 月
		四线	2015 年 8 月
平湖	一线	2015 年 9 月	
	二线	2014 年 9 月	
湖南	醴陵	一线	2014 年 12 月
		二线	2014 年 7 月
		三线	2014 年 8 月
		四线	2015 年 6 月
		五线	2016 年 4 月
广东	河源	一线	2012 年 5 月
		二线	2013 年 10 月
福建	漳州	一线	2009 年 2 月
		二线	2009 年 11 月
		三线	2012 年 3 月
		四线	2011 年 10 月
		五线	2012 年 1 月
		六线	2012 年 7 月
		七线	2013 年 8 月
		八线	2014 年 2 月
马来西亚	森美兰州芙蓉市	一线	2015 年 12 月开建
		二线	2015 年 12 月开建

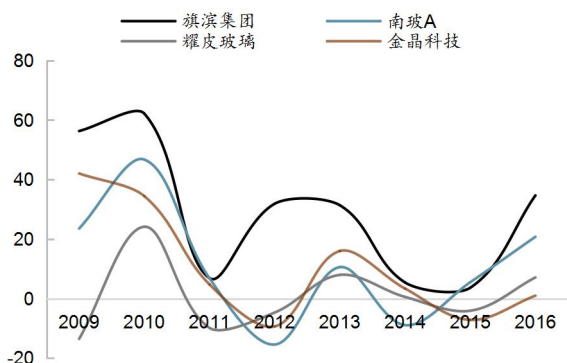
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业龙头，综合实力名列前茅

自旗滨集团踏入玻璃行业的十多年来，通过不懈进取、持续创新，积极应对市场变化，强化管理创新，实行差异化经营，以取得市场最大回报和减小业绩受宏观经济、产品周期波动带来的影响。

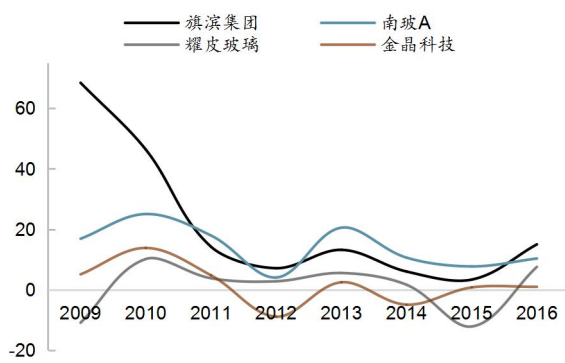
通过与行业内可比公司对比，从营收增速、ROE、毛利率、净利率等方面来看，各项指标在 2016 年均达到行业前茅，综合实力显著，实现行业龙头地位。

图 9：旗滨与行业内可比公司营业收入增速对比 (%)



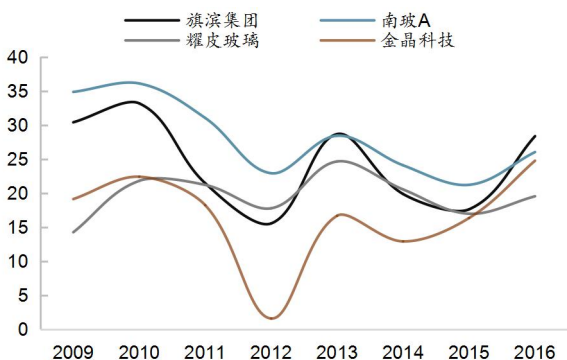
资料来源：WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 10：旗滨与行业内可比公司 ROE 对比 (%)



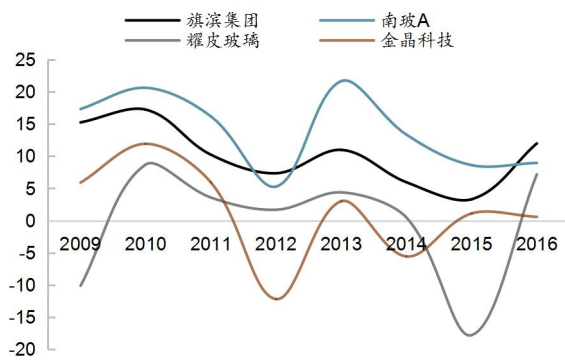
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 11：旗滨与行业内可比公司毛利率对比 (%)



资料来源：WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 12：旗滨与行业内可比公司净利率对比 (%)



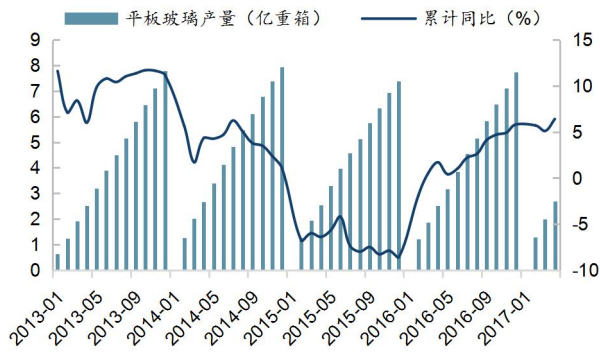
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2016 年玻璃行业回暖，价格强反弹

需求端出现弱复苏

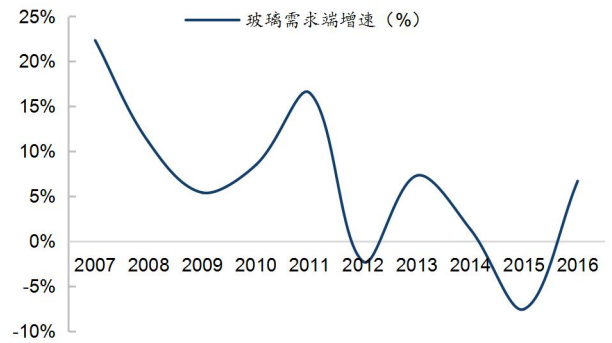
回顾 2016 年，玻璃行业需求端出现弱复苏。平板玻璃产量增速在经过 2015 年全年低迷的状态下，于 2016 年 1 月出现拐点，快速提高至 4 月份，随后持续稳定增加，1-12 月份累计生产平板玻璃 7.74 亿重量箱，同比增加 5.8%，达到 2014 年中期水平。

图 13: 平板玻璃产量及增速变化



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 玻璃需求端出现弱复苏



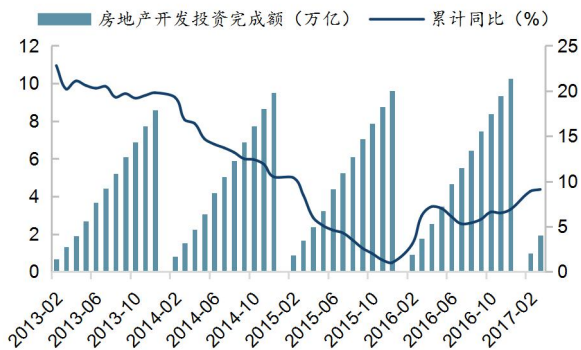
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

玻璃需求端在 2016 年得到弱复苏的原因主要来自三方面。

其一，16 年房地产行业综合表现较好。房地产开发投资完成额增速在 2015 年 12 月达到近年来最低点，2016 年年初回升并维持相对稳定，其中 12 月份累计同比增速较 11 月份提升 0.4 个百分点，开发商拿地热情不减，1-12 月全年累计开发投资完成额为 10.26 万亿，全年同比增长 6.9%。

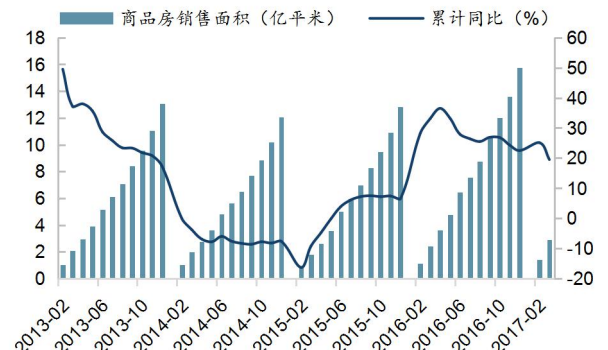
商品房销售面积增速在 2015 年已出现回升，全年销售面积同比增速回到 6.5%；2016 年继续保持快速上升趋势，最高时增速一度达到 36.5%，1-12 月累计同比增速达 22.5%，处于近年来的较高位置，累计销售面积为 15.73 亿平米。

图 15: 2016 年房地产开发投资完成额同比增加 6.9%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

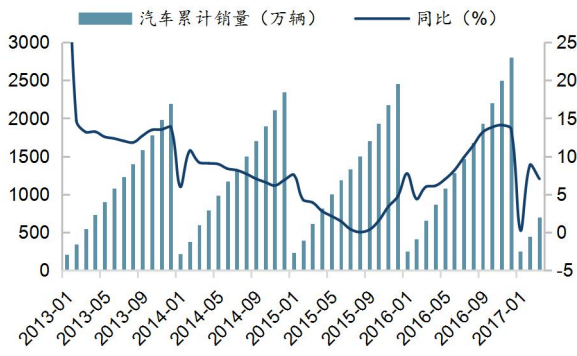
图 16: 商品房销售面积同比维持较高水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

其二，汽车产业在 2016 年持续回升。实际上，汽车产销量分别从 2015 年 8 月和 9 月出现拐点，上升趋势持续至 2016 年年底，增速达到 2013 年来第二高水平。2016 年汽车全年累计销量为 2802.82 万辆，同比增加 13.65%；全年累计产量 2811.88 万辆，同比增加 14.46%。

图 17: 汽车销量增速回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

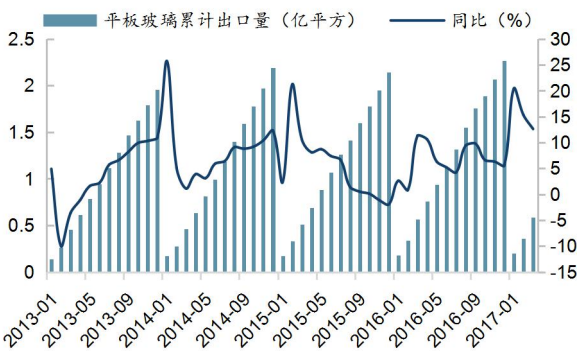
图 18: 汽车产量增速回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

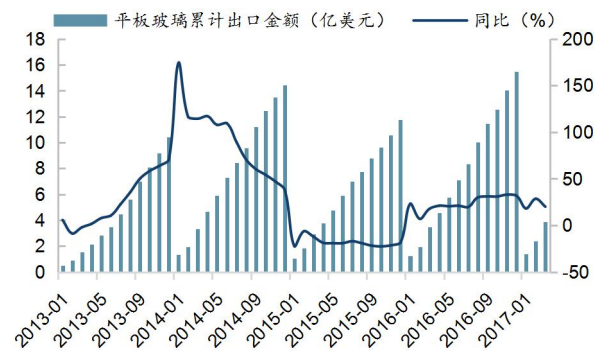
其三，玻璃出口情况在 2016 年取得明显好转。从平板玻璃出口量来看，其增速从 1 月开始急速回升至 3 月，随后增速震荡企稳，16 年全年累计出口 2.26 亿平米，累计同比增加 5.5%。从出口金额来看，行业在 1 月份结束了上一年低迷的负增长，大幅回升至 23%，全年稳定小幅上行，1-12 月份累计实现出口金额 15.46 亿美元（约合人民币 103 亿元），同比增长 31.8%。而玻璃深加工制品由于分布在各行业中无法得到直接数据，但据行业协会的消息，玻璃深加工制品的出口量甚至大于玻璃原片。由此来看，玻璃出口的回暖，也为国内玻璃需求提供一定支撑。

图 19: 平板玻璃出口量弱复苏



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 平板玻璃出口金额出现明显增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

玻璃价格在 16 年后出现强反弹

在上述因素等影响下，玻璃价格在 2016 年初触底并震荡回升，下半年 8 月份出现急速拉升上涨，随后高位维持震荡，价格一度触及 2013 年底高位水平。2016 年 1-12 月全年玻璃价格累计涨幅达 24.3%，目前全国主要城市浮法玻璃最新现货价格为 1464 元/吨（合 73.2 元/重量箱），处于 2012 年以来同期最高水平。目前价格水平依然处于历史同期最高水平。

玻璃期货作为远期定价工具，在 2015 年底和 2016 年初筑底完成后，全年持续震荡上行，从年初的 823 元/吨涨至年底的 1222 元/吨，2016 年全年上涨 399 元，涨幅达 48.5%。目前 1709 合约收盘价维持在 1250 元/吨左右。

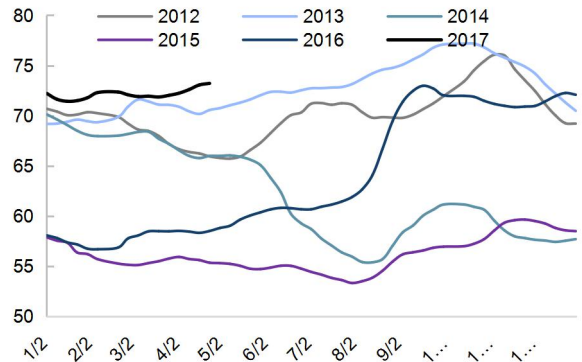
漳州旗滨玻璃有限公司 5mm 浮法玻璃报价 2016 年 1-12 月全年提价 43%，期间创下 2011 年以来的历史新高，超过 2013 年的前期高点。2016 年全年提价 30 次，最高提价幅度达到 78 元/吨。目前报价 1708 元/吨（合 85.4 元/重量箱）。

图 21: 全国主要城市浮法玻璃现货平均价



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 全国主要城市浮法玻璃现货分年价格 (元/重量箱)



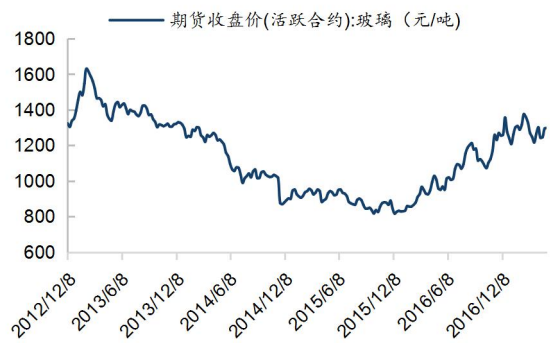
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 漳州旗滨玻璃有限公司报价



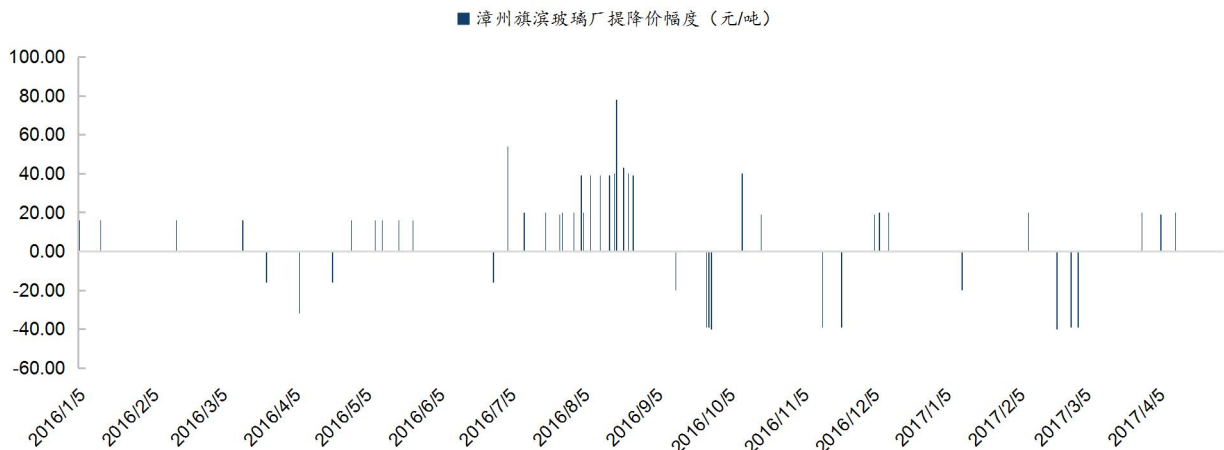
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 2016 年玻璃期货价格持续走牛



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 漳州旗滨玻璃厂提、降价幅度 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

17 年需求尚稳，供给承压，价格维持高位震荡可期

房地产需求维持相对稳定

尽管 2016 年下半年后至今多地政府出台房地产调控政策，市场表现情绪不算乐观，但作为房地产行业发展的先行性指标，房地产开发投资完成额和商品房销售面积目前并未出现大幅降低，且目前仍然维持较高水平，预计 2017 年将会对玻璃需求保持相对稳定。

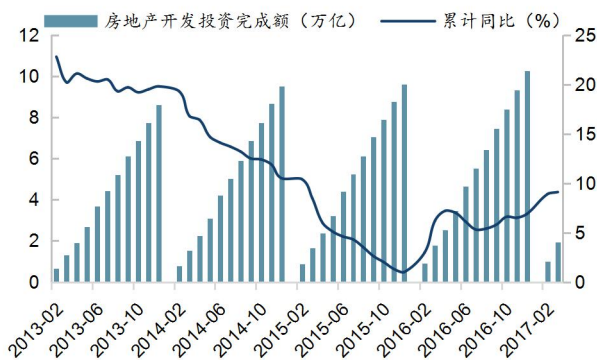
房地产开发投资完成额增速在 2015 年 12 月达到近年来最低点，2016 年年初开始回升至今，并维持相对稳定，2017 年 1-3 月累计实现投资额 1.93 万亿，累计同比增速达到 9.1%，高于 2016 年全年增速水平，目前仍处在缓慢上升的状态下。

商品房销售面积增速在自 2015 年 2 月出现拐点，持续回升至 16 年 4 月，随后震荡下滑，但从绝对值来看依然保持较高水平增速，2017 年 1-3 月期间累计实现商品房销售 2.9 亿平米，同比增速 19.5%。

此外，玻璃的需求峰值较相关传统建材（如水泥）的更为滞后，目前水泥需求仍然较好。由此来看，虽然房地产市场在 2017 年可能进入缓慢下滑通道，但对玻璃的整体需求尚可，不必过分悲观。

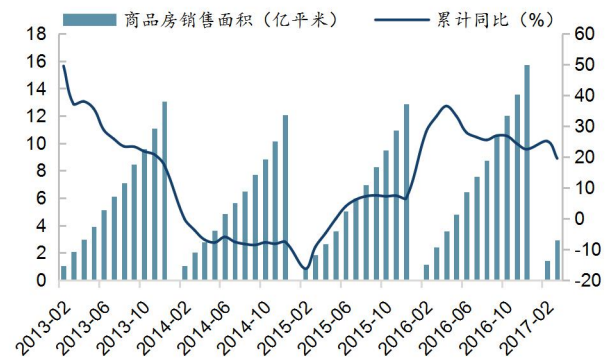
从市场反应来看，玻璃需求目前仍然处于缓慢抬升阶段。平板玻璃产量 2016 年出现快速反弹，2017 年 1-4 月累计同比增速 6.4%，高于去年全年增速(5.8%)，整体需求有增无减。

图 26：2016 年房地产开发投资完成额同比增加 6.9%



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 27：商品房销售面积同比维持较高水平



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

供给侧改革政策频出，环保督查力度升级

2016 年以来，供给侧改革作为政府工作的重点，已经在钢铁、煤炭、有色等产能过剩的行业取得较明显的效果。在玻璃行业，过去几年的时间里政府发布了一系列的指导文件，督促行业内企业淘汰落后产能，深化供给侧改革。同时，环保方面也发布各项政策发布和督查行动，整体要求和力度明显提升。

表 2：有关玻璃行业去产能、环保的相关政策

日期	部门	政策	主要内容
2017 年 1 月 5 日	国务院	关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知 国发〔2016〕74 号	分区域、分流域制定实施平板玻璃限期整治方案，升级改造环保设施，实施行业全面达标排放治理工程
2016 年 12 月 20 日	国务院	国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知 国发〔2016〕72 号	各地方、各部门不得以其他任何名义、任何方式备案新增产能项目，各相关部门和机构不得办理土地（海域、无居民海岛）供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务
2016 年 12 月 5 日	国务院	国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知 国发〔2016〕65 号	平板玻璃行业推进“煤改气”、“煤改电”，禁止掺烧高硫石油焦等劣质原料，未使用清洁能源的浮法玻璃生产线全部实施烟气脱硫，浮法玻璃生产线全部实施烟气高效除尘、脱硝
2016 年 10 月 11 日	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》（工信部规〔2016〕315 号）	制定“十三五”时期建材工业主要发展目标：平板玻璃产能压减 10%，前 ten 家企业平板玻璃生产集中度大于 60%，平板玻璃深加工率达 60%。2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间平板玻璃产能置换
2016 年 5 月 18 日	国务院办公厅	关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见（国办发〔2016〕34 号）	2020 年前平板玻璃产量前 10 的企业生产及重度达 60% 左右；2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间平板玻璃产能置换；新上工业玻璃项目，熔窑能力超过 150 吨/天的，应依托现有平板玻璃生产线进行技术改造；支持平板玻璃行业通过联合重组等方式压减过剩产能；倡导合理限产
2015 年 8 月 31 日	住建部 工信部	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知	平板玻璃行业限制高硫石油焦燃料；发展新型和深加工玻璃产品；
2015 年 5 月 8 日	国务院	《中国制造 2025》	推动传统产业向中高端迈进，逐步化解过剩产能，优化存量产能，加快淘汰落后产能，鼓励优势产能往境外转移。
2013 年 10 月 6 日	国务院	关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见 国发〔2013〕41 号	推动建材下乡，提高产品使用标准，平板玻璃深加工率达 50% 以上，实施差别电价和惩罚性电价，扩大对外投资

资料来源：中国玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

根据环保部网站 2 月 10 日消息，经国务院同意，环保部、国家质检总局会同国家发展改革委、工业和信息化部、安全监管总局等部门印发《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》，于 2017 年 2 月 12 日至 22 日组织开展水泥、玻璃行业专项督查，对落后产能进行清理整顿。此次督查有部级领导带队分为 8 个督察组，对全国 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团水泥玻璃行业淘汰落后产能情况进行专项督查。重点有以下：1. 考察此前国务院以及有关部门发布的相关淘汰落后产能的政策落实情况；2. 淘汰类工艺技术和装备的退出情况；3. 用法律手段倒逼落后产能退出情况；4. 环保政策执行标准情况。

目前正在进行的为期一年的京津冀“2+26”个城市环保大督查，被称为“环境保护有史以来，国家层面直接组织的最大规模行动”。根据环保部环境监察局局长田为勇在 4 月新闻发布会上介绍，本次强化督查调动全国环境监察执法精兵强将共 5600 人，在一年内开展 25 轮督查，时间跨度覆盖全年。

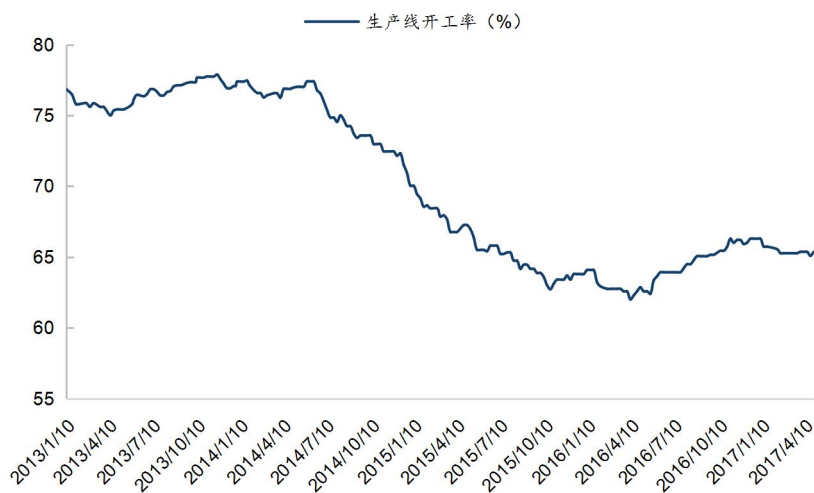
2017 年以来频繁政府行动和相关政策，显示了政府在今年整顿水泥和玻璃行业落后产能整改和环保治理的决心。面对政府更加严格的方案和行动，玻璃行业供给端扩张今年有望得到进一步抑制。

开工维持低位，复工热情平淡

玻璃行业生产线开工率在 2014 年后一路下滑至 2016 年 4 月左右最低点水平（62%），随后玻璃价格回暖以及需求端的弱复苏在一定程度上带动企业生产线开工情况，开工率出现缓慢回升。2017 年初，市场曾经担忧在目前每重箱玻璃的盈利情况下，停工企业会有较强的开工冲动，以至于产生较大产能冲击导致玻璃价格高位难以维持，但是从今年 1-5 月份市场的开工率情况看，浮法玻璃生产线开工率仅维持 65% 左右，仍处于历史低位水平，与此前市场预期大相径庭，我们认为原因如下：（1）虽然此前玻璃价格维持高位，但是无论宏观经济未来运行方向，或是房地产政策严控下，地产行业未来运行态势等重要需求指标，均存在一定的不确定性，生产线点火、调试达到稳定供货，需要数月时间，且玻璃窑炉一旦点火需要 24 小时运行，因此对于未来的不确定性，目前停工企业态度十分谨慎；（2）环保严控，2016 年 11 月国务院发布的《国务院关于印

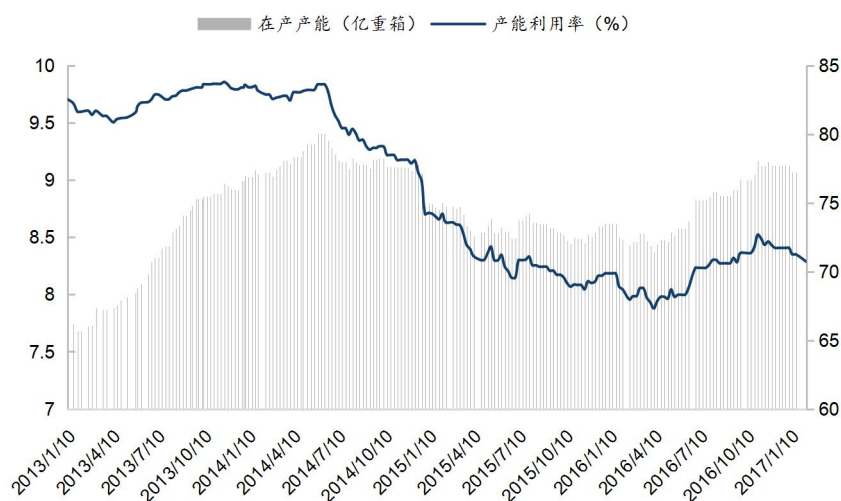
发“十三五”生态环境保护规划的通知》中：“平板玻璃行业推进‘煤改气’、‘煤改电’，禁止掺烧高硫石油焦等劣质原料，未使用清洁能源的浮法玻璃生产线全部实施烟气脱硫，浮法玻璃生产线全部实施烟气高效除尘、脱硝”，在日益严峻的产能控制以及环保要求形势下，玻璃企业不仅面临每条生产线 2000-4000 万元的点火成本提升，而且面临复产生产线银行融资困难的问题。上述情况均制约着行业的产能冲击，因此我们判断，预计开工率保持低位有望继续维持，下半年行业产能冲击情况有限。

图 28： 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

图 29： 浮法玻璃生产线在产产能和产能利用率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 3：2016 年玻璃企业停产、复工情况

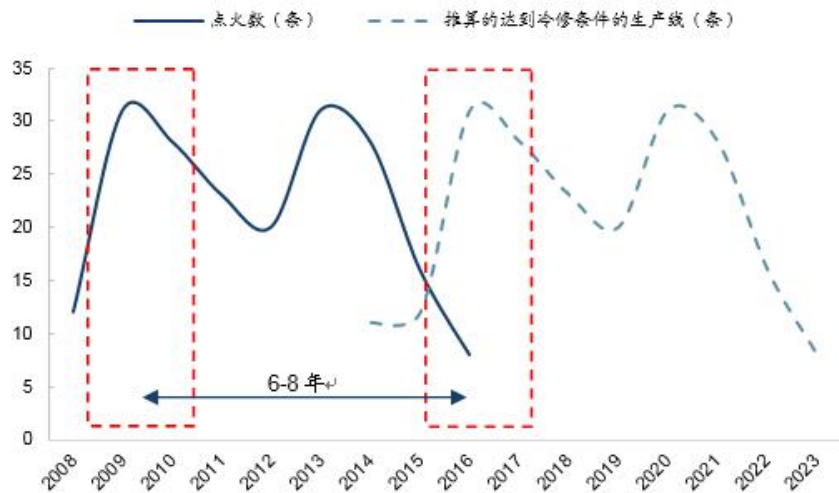
序号	时间	地区	生产线	日熔量
复产				
1	2016/1/8	山东	临沂中玻一线	500
2	2016/3/18	江苏	江苏常熟耀皮二线	600
3	2016/3/28	河南	洛阳玻璃汝阳一线	650
4	2016/4/13	广东	中山玉峰一线	400
5	2016/4/20	湖北	武汉长利汉南一线	900
6	2016/4/22	山西	山西利虎交城三线	500
7	2016/5/8	广东	虎门信义一线	700
8	2016/5/20	山东	山东光耀	700
9	2016/5/25	山东	山东巨润三线	700
10	2016/5/28	河北	廊坊金彪一线	600
11	2016/6/8	河北	唐山蓝欣一线	400
12	2016/7/9	河南	河南中联一线	700
13	2016/7/22	山东	山东巨润二线	700
14	2016/8/1	天津	天津中玻一线	600
15	2016/8/1	河北	唐山蓝欣二线	500
16	2016/8/8	安徽	安徽凤阳一线	600
17	2016/8/18	湖北	河北南玻二线	900
18	2016/8/22	辽宁	本溪迎新二线	800
19	2016/8/28	山东	山东金晶六线	600
20	2016/10/12	广东	中山玉峰二线	500
21	2016/10/18	河北	河北迎新行唐一线	500
22	2016/12/16	山东	山东威海蓝星四线	430
小计				13480
新增冷修停产				
1	2016/1/23	河北	沙河大光明二线	700
2	2016/1/28	湖北	武汉长利汉南一线	900
3	2016/1/28	山东	金晶集团一线	400
4	2016/2/1	河北	唐山蓝欣一线	400
5	2016/2/15	山东	山东巨润三线	700
6	2016/3/21	山东	金晶科技淄博生产线	600
7	2016/3/22	河北	唐山蓝欣二线	500
8	2016/3/25	云南	云南云翔二线	700
9	2016/3/31	河北	秦皇岛耀华工业园镀膜线	400
10	2016/4/1	广东	中山玉峰二线	500
11	2016/5/2	山东	山东巨润二线	700
12	2016/5/18	山东	中国玻璃威海四线	430
13	2016/10/25	广西	广西南宁玻璃一线	350
14	2016/11/6	山西	山西利虎交城二线	600
15	2016/11/27	山东	金晶科技二线	550
小计				8430
新建点火生产线				
1	2016/2/16	湖北	武汉长利洪湖一线	1200
2	2016/3/18	湖南	醴陵旗滨五线	500
3	2016/5/1	贵州	贵州毕节明钧二线	1000
4	2016/5/24	河北	唐山蓝欣三线	1000
5	2016/9/20	河北	沙河德金六线	1000
6	2016/11/18	湖北	湖北瀚煜建材一线	700
7	2016/11/18	宁夏	宁夏金晶科技一线	600
8	2016/12/1	云南	云南云腾建材一线	600
9	2016/12/7	河北	沙河金仓玻璃有限公司	600
小计				7200

资料来源：中国玻璃期货网、国信证券经济研究所整理

产能自然收缩有望进一步缓解供给压力

为了维持玻璃生产线的可持续使用，生产线每隔6-8年需要冷修停产一次。即使生产厂商从企业盈利角度考虑暂时不进行冷修停产，最多大约只能往后拖延半年左右，否则企业生产线的损失将远大于生产盈利。在不考虑具备二次冷修条件的生产线情况下，按照投产时间来计算，将时间往回倒推8年，即2009年左右，可以明显观察到当年新建点火的生产线出现小高峰，而若生产企业按照要求在2017年执行冷修停产计划，将使市场供给短期出现较明显的收缩。

图 30： 2009 年新建点火生产线有望今年冷修停产



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

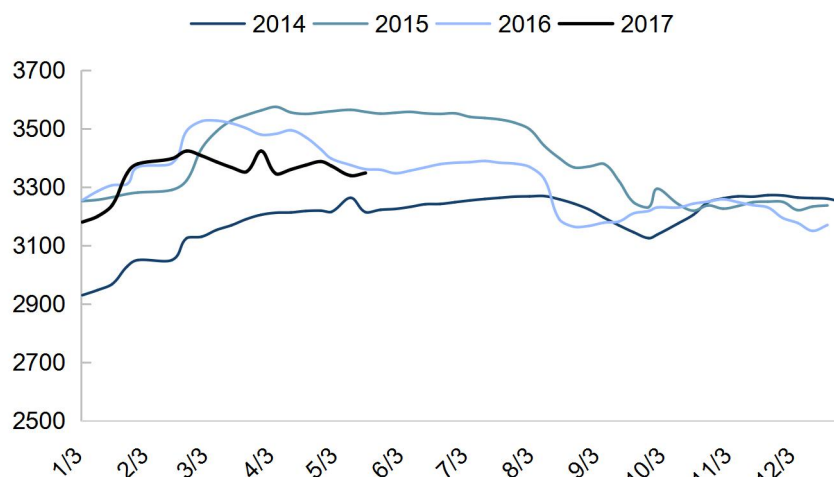
2016年，玻璃行业复产、新点火以及冷修停产生产线增减相抵后累计增加产能0.81亿重箱；根据大致统计，到2017年具备冷修条件的生产线有47条，产能供给1.85亿重箱。此外，具备冷修复产的生产线条数有14条，年产能0.47亿重箱；新建生产线计划点火7条，年生产能力0.36亿重箱。由此预计2017年净增生产能力将不会超过0.46亿重箱（根据统计，截至目前，2017年新建点火生产线4条，冷修停产生产线7条，冷修复产生产线2条，在只考虑20%的具备冷修条件的生产线能够落实冷修停产的情况下，2017年净增生产能力也仅有0.46亿重箱），叠加目前供给侧改革严控以及环保政策督查的局限，今年新增产能冲击将大幅低于2016年。

图 31： 2017 年玻璃供给端增速有望放缓



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 32： 2014-2017 年浮法玻璃库存走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

对 17 年下半年玻璃价格运行不必过分悲观，高位维持可期

综合分析，我们认为：（1）目前玻璃行业下游需求重要指标房地产投资同比增速表现尚可，且玻璃的需求峰值较相关传统建材（如水泥）的更为滞后，虽然现在市场担忧房地产投资在 2017 年下半年可能进入缓慢下滑通道，但对玻璃的整体需求尚可，不必过分悲观，近几月玻璃需求表现尚好，同比增速以及价格均保持缓慢上升态势；（2）今年供给严控态势以及产能收缩情况均有望超预期，首先供给严控体现在环保要求的提升，直接提升了企业复工点火成本，加大了企业复工融资难度，其次从行业生产线自然的冷修规律可以推断，今年产能自然收缩或将超预期，由此我们可以预判，今年下半年行业开工率预计将持续保持低位。因此，结合上述分析，我们认为对 17 年下半年玻璃价格运行不必过分悲观，高位维持可期。

海外扩张+深加工布局，开拓利润新增长点

响应“一带一路”，进军马来西亚

为响应国家鼓励优势民营企业走出去的号召，旗滨紧跟“一带一路”发展战略，积极布局海外生产基地，拓展海外市场，提升国际化经营水平，有效应对行业结构性产能过剩所带来复杂竞争格局。

旗滨作为玻璃行业走出去的领军人物，先后于2014年1月和10月成立旗滨集团（新加坡）有限公司和旗滨集团（马来西亚）有限公司，实现跨出海外的第一步。2015年1月1日又以1600万美元收购三星、康宁在马来西亚的合资企业，并于5月15日拟以不超过11.71亿元在马来西亚投建一条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，该生产线已经于今年4月5日正式建成投产，并成为旗滨海外第一个玻璃生产基地，不仅利用了当地丰富的人力和原料资源，为扩大市场份额创造了有利条件，同时马来西亚浮法玻璃价格较高，每重箱价格超过百元，而成本仅高于国内约10%，能有效推动公司盈利水平的改善和提高，促进企业的转型升级，预计生产线将于2017年中期开始贡献业绩。

表 4：马来西亚生产线规划

生产线	产品定位	产能（万重箱）	年均利润总额（万元）
600t/d LOW-E 在线镀膜	优质建筑玻璃、汽车玻璃、	782.14	15,399
600t/d 高档多元化	超白玻璃等高档浮法玻璃	（非冷修 804.16）	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加快转型升级，布局玻璃深加工

2016年10月，工信部发布《建材工业发展规划（2016-2020年）》，其中明确提出2020年平板玻璃深加工率目标为60%，而截至2015年我国平板玻璃深加工率为40%，世界主要工业发达国家的玻璃深加工比率已达80%以上，伴随我国工业化、城镇化的进程持续加快，国内玻璃深加工发展空间广阔。

随着公司创新研发能力的不断加强，公司将玻璃深加工产业链布局纳入战略发展规划，着手产品结构调整和产业布局。2016年10月，公司连续发布多项公告，加大在节能玻璃产业、光伏玻璃、以及光电玻璃的投资建设，包括国内3个项目和海外（马来西亚）1个项目，累计金额约20亿元，拓展公司在深加工领域的产业链布局。

表 5：公司在深加工领域的布局规划

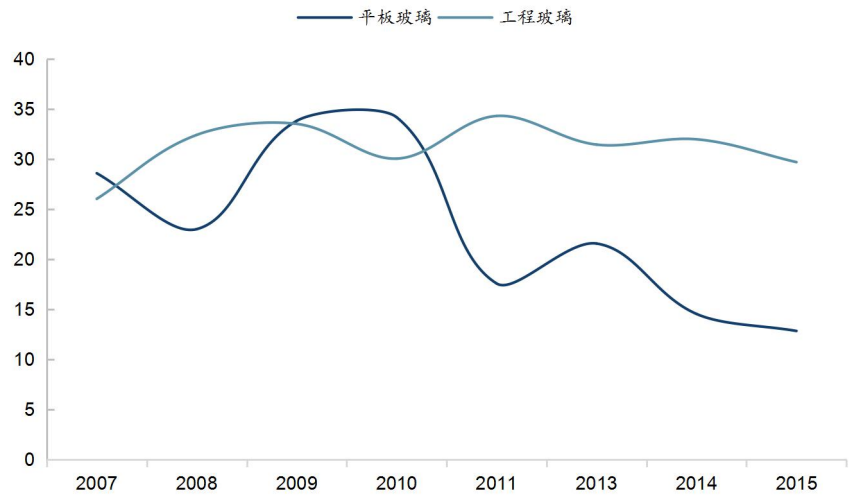
项目	项目内容	总投资（亿）	年均净利润（万）	合作方	旗滨持股比例
华南（惠州）节能玻璃项目	1条镀膜线，3条中空线，预计中控玻璃年产能100万平方米，单片镀膜玻璃120万平米	2.56	2239		
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司项目	700t/d 光电材料生产线	4.86	9148（税后）	富隆国际 裕盛投资	48%
	1000t/d 光伏封装材料生产线	7.22	12221（税后）		
华东（绍兴）节能玻璃投资项目	1条镀膜线，3条中空线，预计中控玻璃年产能100万平方米，单片镀膜玻璃120万平米	2.34	2117		
马来西亚节能玻璃项目	1条镀膜线，3条中空线，预计中控玻璃年产能100万平方米，单片镀膜玻璃120万平米	2.67	2466		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

一般来说，深加工玻璃生产较玻璃原片具有更高的毛利水平，且业绩稳定性更强。以目前国内玻璃行业上市公司中南玻A为例，从往年平板玻璃和工程玻璃的毛利率水平来看，工程玻璃的毛利率一般维持为30%左右，而平板玻璃因价格波动原因则呈现更大的波动性，在2010-2015年期间出现明显下滑。

由此，公司通过加大对玻璃深加工的布局不仅能够增厚公司业绩，也将一定程度减少公司未来业绩波动，为业绩稳定性提供有力支撑。

图 33：南玻 A 历年平板玻璃和工程玻璃毛利率情况（单位：%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (2012 年报数据未公布)

向高端玻璃制造进发，拓展深加工产业布局

为顺应市场需求，旗滨不断丰富产品种类，拓展产业布局，扩大目标市场范围。2013 年 6 月，通过战略性收购浙江玻璃掌握超薄电子玻璃生产技术，并不断加大研发投入；2014 年底投产的长兴二线，采用旗滨自主研发的“一窑三线”生产结构，同时承载超薄电子玻璃、汽车玻璃和超厚玻璃的生产，提高了生产效率，其中超薄电子玻璃主要用于电脑、手机等显示屏的生产，促进了旗滨超薄玻璃生产技术的产业化。目前，超薄玻璃市场仍主要被康宁、旭硝子、电气硝子和安翰视特四家国外企业所控制。随着技术不断升级，超薄玻璃有望打破国外技术和市场封锁，逐步实现进口替代，成长空间巨大。

2015 年 5 月，增资收购台湾泰特博智慧材料 48.63% 股权，切入电致变色领域，拓展产品应用领域。泰特博成立于 2011 年，致力于电致变色材料的研发和应用，已开发出国际上独特的软性——全固态电致变色技术及材料，可应用于护目镜产品，并在着色效率提升后整合应用于车用电子产品——自动变色防眩后视镜，随着材料匹配与驱动技术的提升，将实现向大尺寸智能窗产品的布局。此次增资主要用于建设自动防眩后视镜生产线、拓展新研发基地、引进新设备和人才以及后续大尺寸电致变色材料的研发等，以推动防眩目后视镜和智能窗的产业化进程，未来市场前景广阔。

表 6：泰特博技术优势及产品应用

元件	技术优势	产品	作用
电致变色软膜	软性电致变色技术	护目镜、雪镜、太阳镜	可依据需求主动调控光线强弱，阻挡紫外线和红外线
电致变色玻璃	有机固态电解质技术	自动防眩后视镜	减低后方来车造成后视镜眩光问题，增加夜间行车的安全和舒适度
	低成本大气粘合技术 自主电路控制技术	智能窗	调节热辐射透射率，降低温控能耗

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34: 电致变色护目镜



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

图 35: 汽车防眩目后视镜



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

图 36: 电致变色智能窗



资料来源: 知网, 国信证券经济研究所整理

招贤纳士，提高激励，动力强

旗滨始终坚持“以人为本、人才制胜”的人才战略。公司成立以来不断引进包括国际国内业内优秀管理人才、技术人才。2016 年，公司引进了南玻 A 主要业务骨干和管理人员 10 余人，以期对将来在深加工等技术上带来更快速发展。此外，为了有效调动管理团队和骨干员工的积极性，吸引和保留优秀人才，提高公司的市场竞争能力和可持续发展能力等目的，自上市以来，公司已分别于 2012 和 2016 年推出两期限制性股票激励计划，并于 2015 年推出员工持股计划。

表 7: 2015 年员工持股计划概况

筹资金额 (万元)	1990
每份份额 (元)	1
起始认购份数 (万)	10
存续期 (年)	3
锁定期 (年)	1
参与人数	19

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为进一步建立和完善公司高中层管理人员激励约束机制，吸引优秀人才，公司于 2017 年 2 月推出第三期限限制性股票激励计划，根据最新公告显示，此次计划拟授予限制性股票总数为 9247.5 万股，其中数量为 7945 万股，预留部分为 1302.5 万股；激励对象覆盖 92 人，包括董事、高管 3 人，中高层管理人员、核心技术/业务骨干 89 人，获授的股票分别占计划总量的比例为 14.61%和

71.32%；授予价格为 2.28 元/股；锁定期为 1 年，后每年分别按 40%、30%、30%比例解锁（预留部分相同），解锁条件为以 2015 年扣非后归母净利润为基数，2017-19 年增长率分别不低于 110%、120%、130%（预留部分相同）。本次限制性股票激励已经于 2017 年 5 月 4 日完成首次授予。

公司通过多次股权激励计划以及员工持股计划，调动管理团队和骨干员工的积极性，提升公司市场竞争力和可持续发展能力，同时也彰显公司管理层对于未来发展的信心。

表 8：旗滨集团限制性股权激励计划概况

	2012	2016	2017
数量（万股）	2976.3	11000	9247.5
首次授予人数	158	308	92
价格（元/股）	3.82	1.63	2.28
有效期（年）	5	4	4
解锁条件	以 2011 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为基数，申请解锁前一年度的年均复合增长率不低于 10%，且公司扣除非经常性损益后加权净资产收益率不低于 6%。	第一次解锁：以 2015 年净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 110%； 第二次解锁：以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 120%； 第三次解锁：以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 130%。	第一次解锁：以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 110%； 第二次解锁：以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 120%； 第三次解锁：以 2015 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 130%。
解锁比例	2013-16：10%、30%、30%、30%	2017-19：40%、30%、30%	2018-20：40%、30%、30%

注：以上“净利润”、“净利润增长率”均以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为计算依据

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 9：截至 2016 年末公司管理层持股情况

姓名	职务	持股数（股）	占总股本比重（%）
俞其兵	董事长	402,500,000	15.43%
葛文耀	董事, 总裁	7,500,000	0.29%
谢元展	董事, 总裁	4,000,000	0.15%
季学林	董事, 财务总监	2,450,000	0.09%
侯英兰	董事	2,450,000	0.09%
钟碰辉	董事会秘书	2,450,000	0.09%
吴贵东	财务总监	2,305,000	0.09%
姚培武	董事	2,000,000	0.08%
王敏强	人力资源总监	2,000,000	0.08%
邵景楚	董事, 技术研发总监	450,000	0.02%
何立红	董事	450,000	0.02%
郑钢	监事会主席	254,550	0.01%
林宝达	董事, 人力资源总监	232,500	0.01%
合计		429,042,050	16.45%

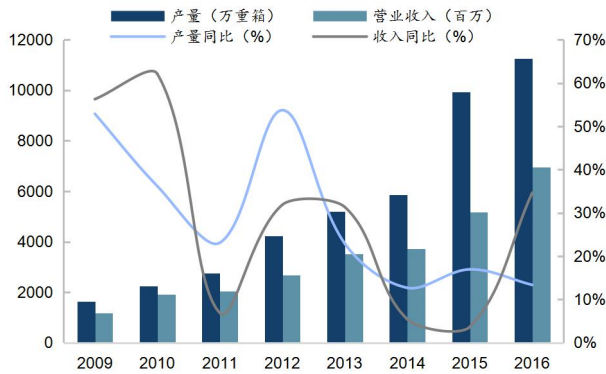
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩表现抢眼，估值安全边际高

根据旗滨集团 2016 年年报显示，公司业绩获得明显回升。2016 年公司销售玻璃原片 11439 万重箱，同比增加 16.86%；实现营业收入 69.61 亿元，同比增长 35%。归母净利润达到 8.4 亿元，同比大幅增长 387%。

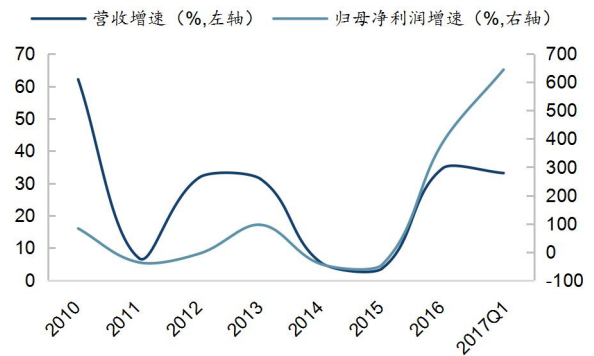
2017 年一季度公司实现营业收入 16.35 亿，同比增长 33.15%，实现归母净利润 2.45 亿元，同比大增 644%。

图 37: 全国主要城市浮法玻璃现货均价



资料来源: WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 38: 玻璃-纯碱重油价格差



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司业绩大幅增长原因主要有两方面, 其一, 由于玻璃价格的反弹为公司业绩带来弹性, 公司在 16 年各种玻璃产品销售收入 66.83 亿元, 同比增长 31%, 箱价格上升 6.48 元/重箱, 此外玻璃-纯碱重油价格差在 16 年达到近 4 年最高水平, 下半年有所回落后于今年年初继续上行至相对高位, 推升公司利润水平; 其二, 公司 16 年新增醴陵#5 线 (600T/D), 加上 15 年 11 月新投产的长兴#3 线 (600T/D), 总产能较此前增长超 8%, 产量增长的同时增厚公司业绩。

图 39: 全国主要城市浮法玻璃现货均价



资料来源: WIND、公司年报、国信证券经济研究所整理

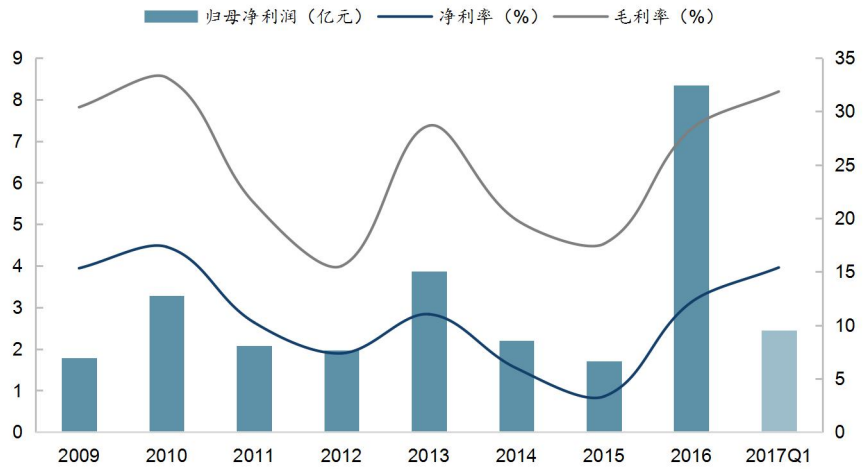
图 40: 玻璃-纯碱重油价格差



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司通过成本控制的加大力度, 全面开展增收节支活动, 盈利能力在 16 年取得明显回升。公司在 2016 年毛利率和净利率分别达到 12.2% 和 28.4%, 较上年度末分别提高 8.8 和 10.7 个百分点, 17Q1 实现毛利率和净利率 15.4% 和 31.9%, 分别同比增长 12.7 和 10.8 个百分点, 达到公司上市以来高位水平。

图 41： 公司归母净利润、毛利率、净利率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

持续增长可期，继续给予“买入”评级

2016 年公司销售玻璃原片 11439 万重箱，实现营业收入 69.61 亿元，归母净利润达到 8.4 亿元，对应箱价格、箱毛利、箱净利分别为 60.85、17.85、7.3 元/重箱。

2017 年，公司计划冷修生产线共三条，分别为长兴一线（800 吨/天）、漳州一线（900 吨/天）和漳州二线（600 吨/天），其中长兴一线和漳州一线均在三月底四月初开始实施冷修，预计时间均为 6 个月，漳州二线原计划四月份进行冷修，因行情较好，计划推迟至十月底。我们预计年化影响公司产能约 1000 万重箱，因此预计 2017 年，公司生产各类玻璃 1.05 亿重箱。

目前江浙、两湖、福建地区玻璃报价分别为 75.2、76.8、86.4 元/重量箱，且福建和两湖地区仍保持温和上涨趋势。一季度公司实现收入 16.35 亿元，平均箱价格约 68.13 元/重箱（不含税），高于去年箱价格 7.28 元/重箱。中性预计后面玻璃价格保持目前现状不变。

同时，一季度纯碱价格保持高位，目前已经回落，一季度平均箱毛利约 23.04 元/重箱，我们预判二季度箱利润会有回升。

此外，公司马来西亚生产线已经于今年 4 月 5 日正式建成投产，当地浮法玻璃价格较高，每重箱价格超过百元，而成本仅高于国内约 10%，预计后续玻璃原片生产线年化贡献净利润约为 1.5 亿元以上，今年下半年开始陆续贡献利润，后续随着深加工生产线的投产，预计利润规模还有进一步提升的可能。

因此综上所述，我们预计公司中报业绩仍有望保持高增长，预计增速在 200% 以上（公司一季报预告为 150% 以上，我们根据当前玻璃市场报价，认为中报业绩增长将更乐观），预计 17-19 年公司 EPS 为 0.46/0.55/0.69 元/股，对应 PE 为 9.4/6.8/7.3x，短期业绩增长有保障，长期看深加工布局带来新增长点，继续给予“买入”评级。

附表 2：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	824	2069	3257	3730	营业收入	6961	7880	9345	11317
应收款项	383	276	421	453	营业成本	4919	5082	6121	7356
存货净额	1136	1358	1550	1971	营业税金及附加	95	108	128	155
其他流动资产	68	215	173	259	销售费用	47	54	64	77
流动资产合计	2411	3918	5401	6413	管理费用	683	783	864	1051
固定资产	8547	8498	8581	8602	财务费用	264	284	345	380
无形资产及其他	814	781	749	716	投资收益	(4)	0	0	0
投资性房地产	553	553	553	553	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
长期股权投资	41	61	82	103	其他收入	0	0	0	0
资产总计	12366	13811	15367	16388	营业利润	941	1569	1824	2298
短期借款及交易性金融负债	2861	2800	2800	2800	营业外净收支	78	0	0	0
应付款项	785	1238	1255	1700	利润总额	1019	1569	1824	2298
其他流动负债	698	653	835	995	所得税费用	185	369	380	510
流动负债合计	4344	4691	4890	5496	少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	1023	1823	2823	2823	归属于母公司净利润	835	1200	1445	1790
其他长期负债	974	1045	1128	1205					
长期负债合计	1998	2868	3951	4028	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6341	7559	8841	9523	净利润	835	1200	1445	1790
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	2	0	0	0
股东权益	6025	6252	6526	6865	折旧摊销	804	881	949	1012
负债和股东权益总计	12366	13811	15367	16388	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	264	284	345	380
关键财务与估值指标					营运资本变动	(193)	218	(13)	143
每股收益	0.32	0.46	0.55	0.69	其它	(2)	0	0	0
每股红利	0.10	0.37	0.45	0.56	经营活动现金流	1454	2299	2380	2944
每股净资产	2.31	2.40	2.50	2.63	资本开支	(633)	(800)	(1000)	(1000)
ROIC	10%	15%	18%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	19%	22%	26%	投资活动现金流	(655)	(820)	(1021)	(1021)
毛利率	29%	36%	35%	35%	权益性融资	170	0	0	0
EBIT Margin	17%	24%	23%	24%	负债净变化	(772)	800	1000	0
EBITDA Margin	29%	35%	33%	33%	支付股利、利息	(269)	(973)	(1171)	(1450)
收入增长	35%	13%	19%	21%	其它融资现金流	1153	(61)	0	0
净利润增长率	387%	44%	20%	24%	融资活动现金流	(758)	(234)	(171)	(1450)
资产负债率	51%	55%	58%	58%	现金净变动	40	1245	1188	473
息率	2%	9%	10%	13%	货币资金的期初余额	784	824	2069	3257
P/E	13.6	9.4	7.8	6.3	货币资金的期末余额	824	2069	3257	3730
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	975	1716	1652	2239
EV/EBITDA	8.7	6.9	6.5	5.6	权益自由现金流	1356	2238	2379	1943

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuwyng@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
王 玮	13726685252	吴 国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	梁 佳	0755-25472670 13602596740
许 婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	zhaoxxi@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
		liangyc@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪 婧	18616741177	刘紫薇	13828854899	夏 雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林 若	13726685252	简 洁	13726685252	吴翰文	13726685252
詹 云	13901062999	张南威	13726685252	欧子炜	18150530525		
陈雪庆	18150530525	周 鑫	13726685252				
杨云崧	18150530525	张欣慰	13726685252				
赵海英	010-66025249 13810917275						
zhaohy@guosen.com.cn							