

旗滨集团 (601636)

证券研究报告

2017年10月23日

玻璃龙头业绩稳定增长，深加工及海外业务助力起航

玻璃行业后起之秀，产能第一，业绩持续增长

旗滨集团 2005 年才进军玻璃产业，短短十多年间已经拥有 7 个玻璃生产基地，国内平板玻璃生产线 23 条，日熔量 15200 吨，全年可生产平板玻璃 1.15 亿重箱，16 年占国内产量的 15%，产能为全国第一。公司主要生产玻璃原片，2017 年前三季度实现营收 54.93 亿元，同比增长 15.88%；归母净利为 8.25 亿元，同比增长 90.89%。前三季度累计生产各种玻璃 7790 万重量箱，累计销售玻璃 7709 万重量箱，产销率 98.96%；综合毛利率 33.02%，同比提高 6.66%；单箱净利润 10.7 元，同比提高 5.43 元。

玻璃行业景气度有望贯穿至明年，价格保持高位运行

玻璃行业供需关系持续改善，下游房地产、汽车、出口保持低速增长，考虑到玻璃需求的滞后性，整体玻璃需求还是处于缓慢抬升的状态，不必过分悲观。供给端持续超预期，供给侧改革和环保约束是长效机制，企业因环保成本上升，复产意愿不强，加上自然供给收缩和落后产能持续出清，开工率在 65% 左右，产能利用率约 70% 左右，供给端持续受到限制有效支撑玻璃价格。原材料纯碱下半年涨价幅度大，支撑玻璃价格继续上扬，相比年初已经上涨 110 元/吨，在供需不断改善的背景下有望保持高位运行。

业务核心区域优势明显，布局深加工提高盈利水平内容

旗滨集团的玻璃销售业务主要集中在华东和华南地区，当地经济发展态势良好，玻璃价格常年高于全国平均水平，上海地区玻璃价格基本每吨高于全国均价 80-90 元，广州地区玻璃价格每吨则高出约 200 元，优势明显，公司有望长期受益于业务核心区域的高玻璃价格。同时，公司在积极转型，大力发展玻璃深加工业务，其中节能玻璃市场空间大，现已布局惠州、绍兴，光电光伏玻璃项目明年即将建成投产，玻璃深加工业务得到不断完善。

马来玻璃生产基地成为新增长点，股权激励激发企业活力

旗滨集团积极开拓海外市场，增长空间大，布局马来西亚，2 条优质浮法玻璃生产线已于今年投产，为公司布局海外市场打下坚实基础。此外，公司为加强内部管理，提高核心员工的积极性，于 16 和 17 年连续发布股权激励方案，激发核心员工动力，授予股份占比分别达到 4.39% 和 3.55%，彰显公司信心。

投资建议：下游需求不差加上供给端持续超预期，我们认为玻璃价格有望持续高位运行，行业景气贯穿至明年。随着冷修生产线相继复产，光电玻璃项目建成投产，产量将会有所提升，带动业绩持续上升。股权激励持续提振企业活力，看好公司在玻璃深加工领域和海外市场的开拓，预计公司 17-19 年实现净利 11.46、13.74、15.45 亿元，EPS 为 0.43、0.51、0.58 元，对应的 PE 为 12X、10X、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：玻璃价格大跌，深加工及海外市场布局不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,169.46	6,960.96	7,531.06	8,500.31	9,397.09
增长率(%)	39.09	34.66	8.19	12.87	10.55
EBITDA(百万元)	1,104.99	2,009.30	1,987.53	2,221.40	2,436.46
净利润(百万元)	171.33	835.06	1,146.31	1,373.97	1,544.68
增长率(%)	(22.49)	387.39	37.27	19.86	12.43
EPS(元/股)	0.06	0.31	0.43	0.51	0.58
市盈率(P/E)	78.97	16.20	11.80	9.85	8.76
市净率(P/B)	2.64	2.25	1.93	1.75	1.58
市销率(P/S)	2.62	1.94	1.80	1.59	1.44
EV/EBITDA	14.59	6.29	7.83	6.35	5.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	5.04 元
目标价格	6.5 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,684.44
流通 A 股股本(百万股)	2,512.97
A 股总市值(百万元)	13,529.57
流通 A 股市值(百万元)	12,665.35
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	48.39
一年内最高/最低(元)	5.69/3.66

作者

黄顺卿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 玻璃行业后起之秀，产能第一，业绩持续增长.....	4
1.1. 公司稳步扩张，产能全国第一.....	4
1.2. 产业布局合理，业绩保持持续增长.....	5
1.3. 引入南玻管理团队，加快玻璃深加工布局.....	6
2. 玻璃行业景气度有望贯穿至明年，价格保持高位运行.....	7
2.1. 需求端不悲观，下游市场保持稳定增长.....	7
2.2. 供给端继续受限，供给侧改革和环保约束是长效机制.....	9
2.3. 纯碱价格持续走高，支撑玻璃价格上涨.....	11
3. 业务核心区域优势明显，布局深加工提高盈利水平.....	13
3.1. 业务布局华东华南，玻璃价格优势助业绩增长.....	13
3.2. 节能玻璃契合政策导向，市场增长空间可期.....	14
4. 马来玻璃生产基地成为新增长点，股权激励激发活力.....	15
4.1. 马来西亚基地建成投产，加速进军海外市场.....	15
4.2. 连续实施股权激励，彰显公司发展信心.....	16
5. 投资建议及风险提示.....	17

图表目录

图 1：国内玻璃企业日熔量及在产能排名（吨）.....	4
图 2：旗滨集团产能分布.....	5
图 3：2016 年旗滨集团业务构成.....	5
图 4：2016 年旗滨集团收入区域分布.....	5
图 5：2012-2017 年旗滨集团营收及增速.....	6
图 6：2012-2017 年旗滨集团归母净利及增速.....	6
图 7：旗滨集团与业内可比公司毛利率对比.....	6
图 8：旗滨集团与业内可比公司净利率对比.....	6
图 7：国内大型玻璃企业营收情况（亿元）.....	6
图 8：国内大型玻璃企业净利润情况（亿元）.....	6
图 11：玻璃下游行业需求分布.....	7
图 12：2010 年至今玻璃产量与商品房销售面积累计同比（%）.....	7
图 13：2010 年至今玻璃产量与房屋竣工面积累计同比（%）.....	7
图 14：2010 年至今房屋新开工面积表现.....	8
图 15：2010 年至今房地产开发投资完成额表现.....	8
图 16：2010 年至今平板玻璃出口量累计值及同比.....	8
图 17：2010 年至今平板玻璃出口金额累计值及同比.....	8
图 18：国内汽车产量累计值及同比.....	9
图 19：全球汽车产量及销量.....	9
图 20：浮法玻璃开工率及产能利用率（%）.....	10

图 21: 2006-2017 玻璃生产线情况 (条)	10
图 22: 2011-2016 年浮法玻璃产能情况 (亿重量箱)	10
图 23: 2011 年至今浮法玻璃库存及同比	11
图 24: 玻璃制造成本构成	12
图 25: 玻璃原材料成本构成	12
图 26: 全国重质纯碱价格走势 (元/吨)	12
图 27: 燃料油市场价走势 (元/吨)	12
图 28: 全国玻璃均价(元/吨)	12
图 29: 2013 至今广州、上海与全国玻璃均价对比	13
图 30: 2016 年至今浙江、广东、全国房屋竣工面积累计同比	13
图 31: 2016 年至今浙江、广东、全国房屋新开工面积累计同比	13
图 32: 区域各大城市写字楼存量占比	15
图 33: 各大城市甲级写字楼新增供应量 (万平方米)	15
图 34: 马来西亚近 10 年 GDP 表现	16
图 35: 马来西亚近 10 年房地产和商务服务 GDP 表现	16
表 1: 旗滨集团股东结构、主要控股子公司及其业务	4
表 2: 玻璃相关的供给侧改革、环保、限产政策	9
表 3: 2012 至今玻璃产线新增、冷修、复产情况	11
表 4: 旗滨集团节能玻璃项目情况	14
表 5: “十三五”时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标	14
表 6: 马来西亚生产线项目概况	15
表 7: 股权激励概况	16

1. 玻璃行业后起之秀，产能第一，业绩持续增长

公司实际控制人俞其兵先生于 1988 年创建福建旗滨集团有限公司，主要从事房地产开发。2005 年集团进军玻璃行业，收购了株洲玻璃厂，其为计划经济时期全国五大玻璃厂之一，出产中国第一批 6 毫米浮法玻璃样品，成立株洲旗滨玻璃集团有限公司，后改名为株洲旗滨集团股份有限公司，进军玻璃行业，以制造和销售优质玻璃为主业，并于 2011 年在上海证券交易所 A 股主板挂牌上市。

1.1. 公司稳步扩张，产能全国第一

旗滨集团虽然进入玻璃行业只有 13 年，但是凭借公司自身实力，一步一个脚印稳步扩张，实现对其他企业的超越。大股东实际控股达到 48.93%，股权高集中度。公司稳步扩张，先后布局湖南、福建、广东、浙江、马来西亚等地，拥有 11 家全资子公司，成为全国规模最大的玻璃企业。

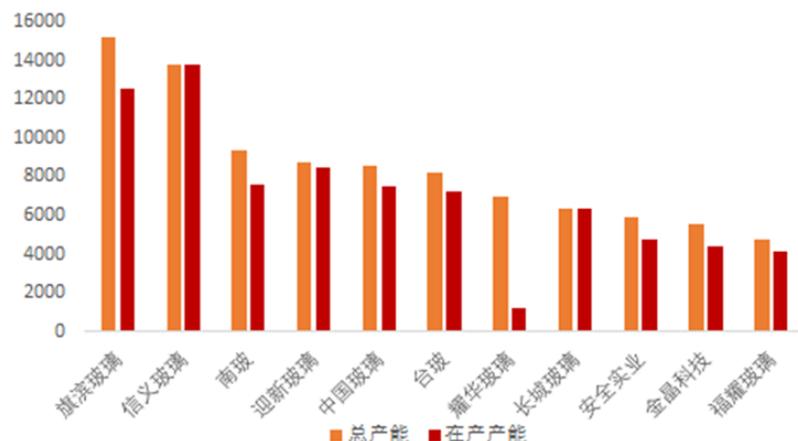
表 1：旗滨集团股东结构、主要控股子公司及其业务

主要股东及占比	旗滨集团	主要子公司	成立时间及主要业务
福建旗滨集团有限公司 32.55%	旗滨集团	漳州旗滨玻璃有限公司	2007.6 浮法玻璃制品
		漳州旗滨物流服务有限公司	2009.2 货物搬运装卸储藏以及港口设备机械租凭
		河源旗滨硅业有限公司	2011.2 硅产品及玻璃品制造
俞其兵 14.99%		株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	2012.7 浮法玻璃制品
		长兴旗滨玻璃有限公司	2013.6 受控股股东福建旗滨集团有限公司委托经营，从事优质浮法玻璃生产
		平湖旗滨玻璃有限公司	
绍兴旗滨玻璃有限公司			
其他 52.46%		资兴市佳泰矿业有限公司	2013.6 石英岩开采及加工、销售
		漳州旗滨特种玻璃有限公司	2014.12 玻璃及铝合金、塑钢门窗制作销售
		旗滨集团（马来西亚）有限公司	2014.10 浮法玻璃制品
		深圳市新旗滨科技有限公司	2016.10 浮法玻璃及柔性基材产品的研发、生产、销售

资料来源：wind，天风证券研究所

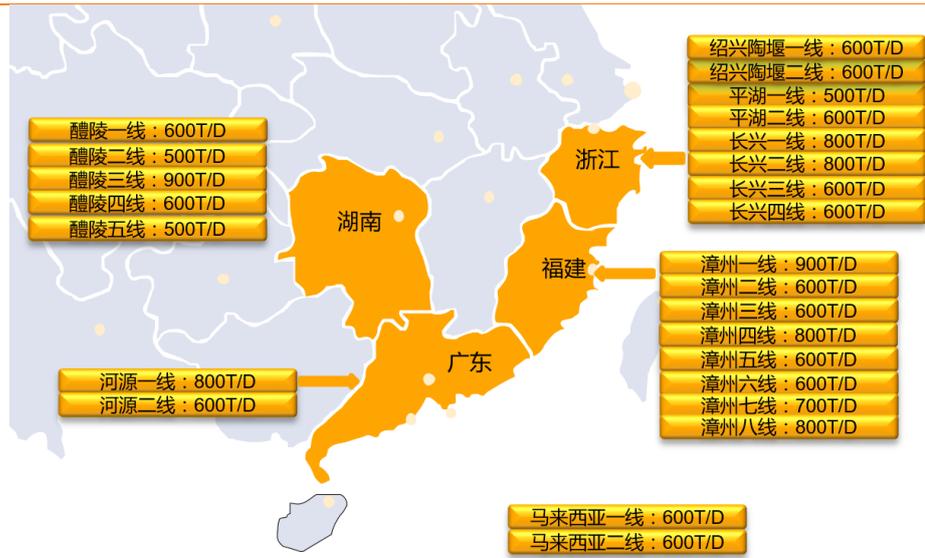
公司已经成立了 7 个玻璃生产基地位于福建漳州、广东河源、湖南醴陵、浙江平湖、长兴、绍兴以及马来西亚森美兰州，现有国内平板玻璃生产线 23 条，日熔量 15200 吨，全年可生产平板玻璃 1.15 亿重箱，16 年占国内产量的 15%，产能为全国第一；海外玻璃生产线 2 条，日熔量 1200 吨；在建项目三个，惠州和和绍兴节能玻璃生产线有望今年年底建成投产，郴州光伏光电材料基板生产线有望明年 6 月建成投产。

图 1：国内玻璃企业日熔量及在产能排名（吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：旗滨集团产能分布

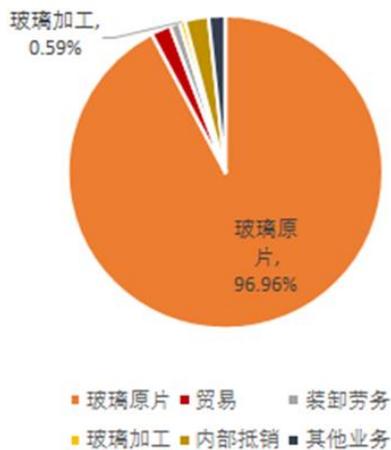


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 产业布局合理，业绩保持持续增长

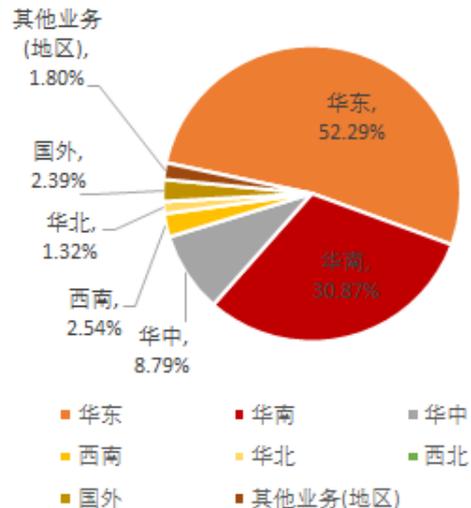
从公司产品结构来看，公司主要以生产玻璃原片为主，占比到达近 97%。公司近年来开始逐步转型，新建了数条玻璃深加工生产线或对原有的生产线进行技术改造，未来逐步扩大深加工玻璃的占比。分区域来看，公司收入主要来源于华东、华南区域，占比超过 8 成，基本与产能分布匹配，原因是玻璃属于易碎品，运输经济性较差，销售半径通常在 800 公里以内。

图 3：2016 年旗滨集团业务构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016 年旗滨集团收入区域分布



资料来源：wind，天风证券研究所

公司通过不懈努力，收入近年来保持稳定增长，2016 年实现营业收入 69.61 亿元，同比增长 34.66%；实现归母净利 8.35 亿元，同比增长 387.39%；2017 年前三季度实现营收 54.93 亿元，同比增长 15.88%；归母净利为 8.25 亿元，同比增长 90.89%。前三季度累计生产各种玻璃 7790 万重量箱，累计销售玻璃 7709 万重量箱，产销率 98.96%；综合毛利率 33.02%，同比提高 6.66%；单箱净利润 10.7 元，同比提高 5.43 元。

图 5：2012-2017 年旗滨集团营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

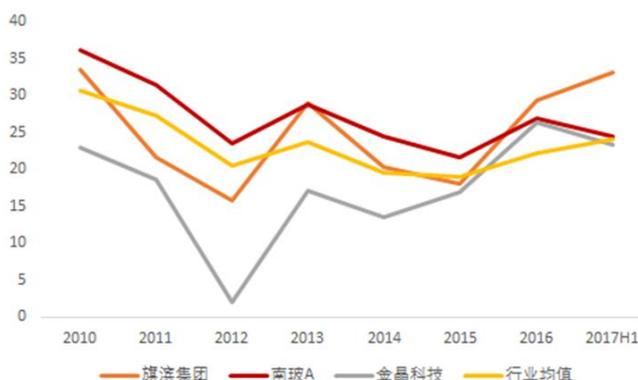
图 6：2012-2017 年旗滨集团归母净利及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

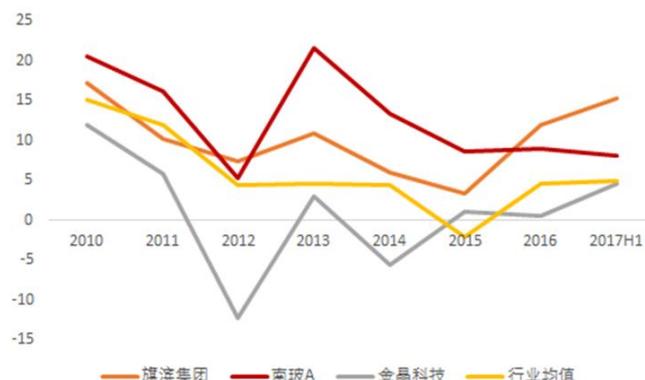
公司作为平板玻璃龙头，通过实行差异化经营，提升管理能力，在业内取得了突出成绩。与行业内可比公司对比，毛利率、净利率等方面都在前列，且上升趋势快于其他公司，龙头地位愈加稳固。

图 7：旗滨集团与业内可比公司毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：旗滨集团与业内可比公司净利率对比

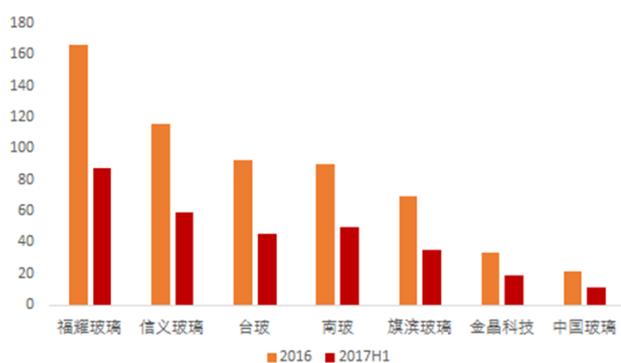


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 引入南玻管理团队，加快玻璃深加工布局

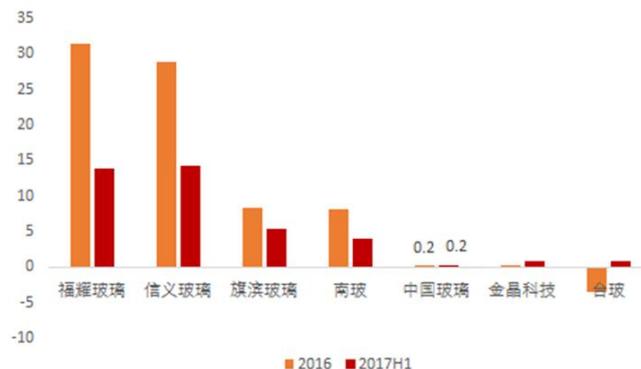
公司在不断巩固浮法玻璃核心业务基础上，利用行业变动机会，吸收引进了大量南玻 A 优秀技术与管理人才。由于南玻 A 在玻璃行业领域拥有 30 年以上的经验技术积累，这一举措有望为公司未来向深加工领域发展奠定坚实的基础。

图 9：国内大型玻璃企业营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：国内大型玻璃企业净利润情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

旗滨集团虽然通过稳步扩张，产能已经成为全国第一，但是由于业务过于集中于玻璃原片，玻璃原片价格和技术附加值不及深加工玻璃产品，如汽车玻璃、电子超薄玻璃等，导致营业收入和净利润水平不及销售汽车玻璃的福耀、信义。不过公司正在积极转型，玻璃深加工业务领域增长空间较大，未来业务收入增长弹性大，值得期待。

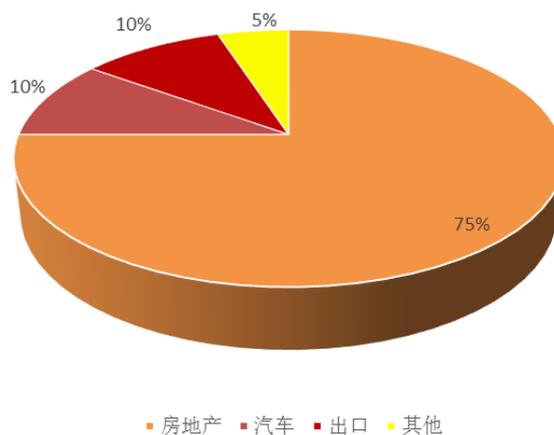
2. 玻璃行业景气度有望贯穿至明年，价格保持高位运行

玻璃行业供需关系持续改善，需求端保持稳定，供给端难有大规模增量，再加上成本端纯碱价格持续走高，支撑玻璃价格高位运行，且稳中有升。短期内，龙头企业可以享受玻璃高价带来的红利并修复资产负债表；中长期来看，供给侧改革叠加环保约束有利于过剩产能出清，龙头企业有望在行业集中度提升的过程中提高市场份额。

2.1. 需求端不悲观，下游市场保持稳定增长

从下游需求端看，房地产是平板玻璃主要需求端，占总需求的 75%左右，其中地产新增占比约 60%-70%，剩余的是地产翻修的需求。其次是汽车领域和出口，都占总需求的 10%左右。房地产行业对平板玻璃的需求量较大，所以玻璃行业与房地产行业的关联程度较大。

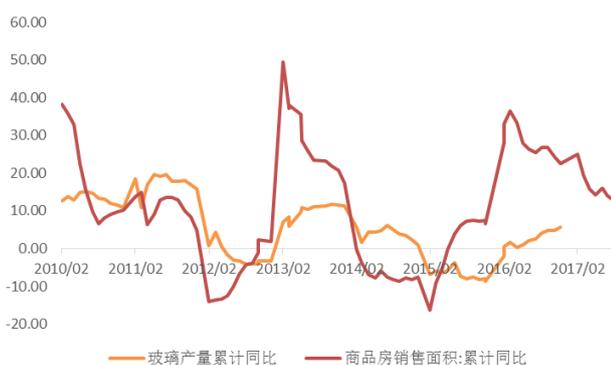
图 11：玻璃下游行业需求分布



资料来源：中华建材网，天风证券研究所

由于近期各项房地产调控措施出台，市场可能出现了担忧情绪，认为调控会带来玻璃的需求量的下行，我们认为房地产调控会对玻璃需求产生一些负面影响，但是影响是有限的。玻璃的需求量相对于房地产销售存在 3-4 个季度的滞后期，与竣工面积关联度高。

图 12：2010 年至今玻璃产量与商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源：wind，玻璃信息网，天风证券研究所

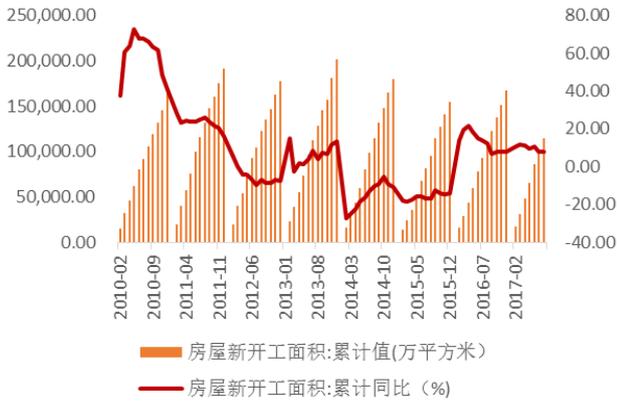
图 13：2010 年至今玻璃产量与房屋竣工面积累计同比 (%)



资料来源：wind，玻璃信息网，天风证券研究所

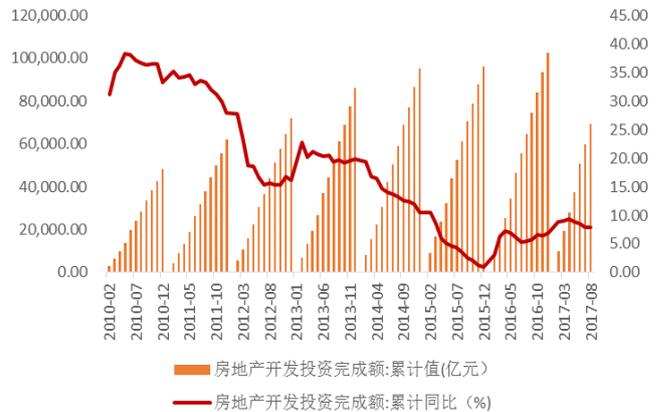
整体来看，在经过 15 年的低谷以来，房地产的销售面积与竣工面积的累计同比增速都有所上升，17 年以来逐渐趋于平稳，新开工面积累计同比增速保持在 8%-10%左右，竣工面积累计同比增速保持在 5%左右。同时，房屋新开工面积和房地产开发投资完成额在 16-17 年都保持的稳定的增长，今年前 8 个月新开工面积 11.5 亿平方米，同比增长 7.6%；完成房地产开发投资 6.95 万亿元，同比增长 7.9%，为玻璃需求提供一定的支撑。

图 14：2010 年至今房屋新开工面积表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2010 年至今房地产开发投资完成额表现



资料来源：wind，天风证券研究所

其他需求来看，平板玻璃出口量 16 年开始有所好转，16 年累计出口 2.26 亿平方米，同比增长 5.5%，出口金额达到 15.46 亿美元，同比增长 31.8%；17 年第一季度出口面积保持 10%以上的同比增速，出口金额保持 20%左右的同比增速，4 月之后增速都有所放缓，由于 16 年 2 季度开始表现较好，导致基数变大，之后对于玻璃需求的支撑力度可能变小。

图 16：2010 年至今平板玻璃出口量累计值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2010 年至今平板玻璃出口金额累计值及同比

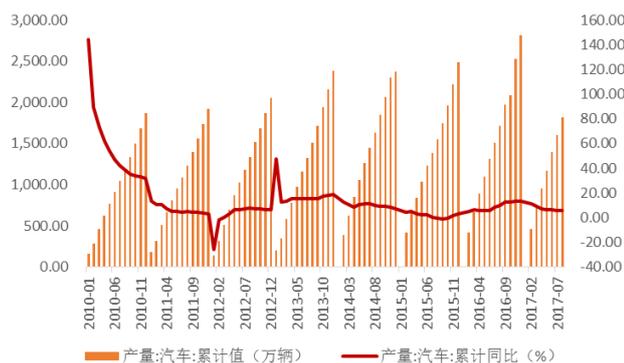


资料来源：wind，天风证券研究所

汽车方面的需求保持稳定。16 年国内生产 2819.31 万辆，同比增长 11.1%，表现优异；17 年截至 8 月，每月的产量累计值同比增速都保持在 6%左右，趋于稳定。全球汽车产量和销量近几年都保持稳定增长，16 年产量和销量同比增加 4.8%和 4.7%，优于之前表现。总体来看汽车方面的需求比较稳定，对玻璃需求形成一定支撑。

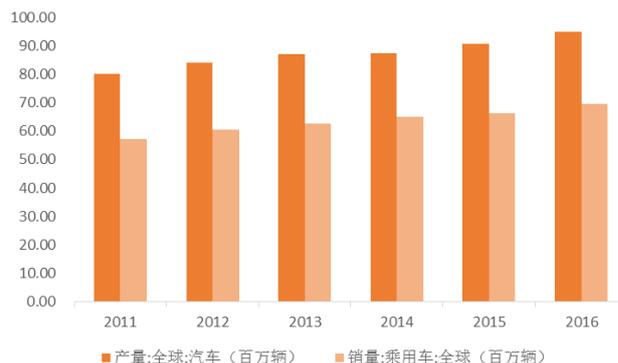
结合房地产、出口和汽车的需求来看，整体需求有增无减，尤其是房地产方面的需求虽然不及 16 年的表现，但是长期来看依然有望保持比较稳定的增长，再考虑到玻璃需求的滞后性，整体玻璃需求还是处于缓慢抬升的状态，不必过分悲观。

图 18：国内汽车产量累计值及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：全球汽车产量及销量



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 供给端继续受限，供给侧改革和环保约束是长效机制

2015 年以来，国家将供给侧改革作为工作重点，政策频繁出台，再加上环保督察轮番上阵，在钢铁、煤炭、水泥、有色等产能过剩行业取得了显著效果，不合格和过剩产能持续出清。玻璃行业以民营为主，不像钢铁、煤炭等可以通过行政手段进行供给侧改革，强制去产能，多以行业自律为主，因此从表面上看去去产能力度不大。但是实际上，供给侧改革指导文件对玻璃行业起到了重要的督促作用，再加上近期部分地方政府在应对采暖季环保时，首次对玻璃行业强制限产，如徐州地区采暖季限产 30% 以上，我国最大玻璃生产地区沙河限产 15%。总体来看，随着供给侧改革和环保约束的不断加力，玻璃供给端未来将持续受到限制，难有大的增幅。

表 2：玻璃相关的供给侧改革、环保、限产政策

日期	部门	政策	主要内容
2016.1	河北省人大	《河北省大气污染防治条例》	县级以上人民政府应当优化产业布局，逐步将钢铁、水泥、平板玻璃等重污染企业搬出城市建成区和生态红线控制区。在完成落实技术改造和达到排放污染防治标准要求后，迁入工业园区。
2016.2	广东省政府	《广东省供给侧结构性改革总体方案（2016—2018 年）》	严格控制产能严重过剩行业生产能力，平板玻璃产能控制在 1 亿重量箱以内。
2016.3	工信部	《2016 年工业节能监察重点工作计划》	在平板玻璃行业，开展能耗限额标准执行情况专项监察。
2016.3	工信部	《建材工业鼓励推广应用的目录（2016-2017 年本）》	为促进建材工业稳增长、调结构、转型升级、降本增效，在着力化解水泥、平板玻璃严重产能过剩矛盾的同时，引导建材行业补短板，发展绿色建材和先进无机非金属材料，推动传统建材升级换代，培育新增长点。
2016.9	工信部	《绿色制造工程实施指南（2016-2020 年）》	京津冀等“三区十群”重点区域，实施水泥低氮燃烧和分级燃烧、玻璃窑炉富氧燃烧、陶瓷集中清洁煤制气。
2016.9	安徽省政府	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》	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的平板玻璃产能置换。
2016.11	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》	提出调整优化产业结构，煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃等产能过剩行业实行产能等量或减量置换，严格环保能耗要求促进企业加快升级改造，促进绿色制造和绿色产品生产供给等。
2017.1	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	鼓励生产高效节能新型墙体材料、保温隔热材料、高性能建筑玻璃，复合保温砌块和轻质复合保温板材、无机防火保温材料。低辐射玻璃、真空节能玻璃、光伏一体化建筑用外墙玻璃。
2017.2	环保部、工信部、发改委	《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-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。
2017.3	工信部	《2017 年工业节能监察重点工作计划》	一是全面核查 2016 年平板玻璃企业单位产品能耗水平和能耗限额标准执行情况。
2017.3	河北省石家	《关于全市大气污染物排放重点行业工	玻璃等大气污染排放重点行业工业企业，其具有大气污

	庄市政府	业企业冬季错峰生产的意见》	染物排放的生产工序及设施，在正常生产负荷的基础上，压产 50%以上。
2017.5	四川省政府	《促进建材工业稳增长调结构增效益的实施方案》	到 2020 年，压减平板玻璃产能 500 万重量箱，产能控制在 4500 万重量箱左右。平板玻璃产量排名前 5 家企业的生产集中度超过 80%。
2017.9	江苏省徐州市政府	《徐州市 2017-2018 年秋冬季大气污染防治强化管控方案》	采暖季，全市所有玻璃企业限产 30%以上。
2017.9	河北省邢台市工信局	《关于做好邢台市 2017—2018 采暖季错峰生产攻坚行动的紧急通知》	玻璃生产线采暖季限产 15%以上，鼓励玻璃企业在采暖季进行冷修。

资料来源：政府网站，天风证券研究所

供给侧改革和环保约束的深化，首先体现在玻璃新增产线的减少。由于 2009 年 4 万亿投资带动，从 2010 年开始，产能扩张明显，从玻璃新增产线上看，2010-2015 年，玻璃生产线分别新增 34、31、19、30、23、10 条，生产线新增较多。2016-2017 年，玻璃生产线仅增加 6 条和 5 条，远低于之前的水平。其次环保约束提高了复产成本，企业复产意愿不强。玻璃生产线的特殊性在于新建或冷修复产之后就必须一直开工，但凡停产冷修，复产的成本会在 5000 万元以上。而环保方面的指标越发严格，如 16 年 11 月发布的《“十三五”生态环境保护规划》中就指明玻璃行业推进“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，企业的环保成本大幅上升，玻璃生产线的复产成本可能提升至 8000 万元以上，加上玻璃企业多为民营性质，融资难度也比较大。总体来看，供给继续收到有效限制，玻璃的总产能难有大幅提升，开工率在 65%左右，产能利用率也不高约 70%左右，截至 9 月底，共有玻璃生产线 360 条，在产产线 238 条，设计产能 128790 万重箱，在产产能 92514 万重箱，同比增长 1.91%，涨幅不大。

图 20：浮法玻璃开工率及产能利用率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2006-2017 玻璃生产线情况 (条)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：2011-2016 年浮法玻璃产能情况 (亿重量箱)



资料来源：wind，天风证券研究所

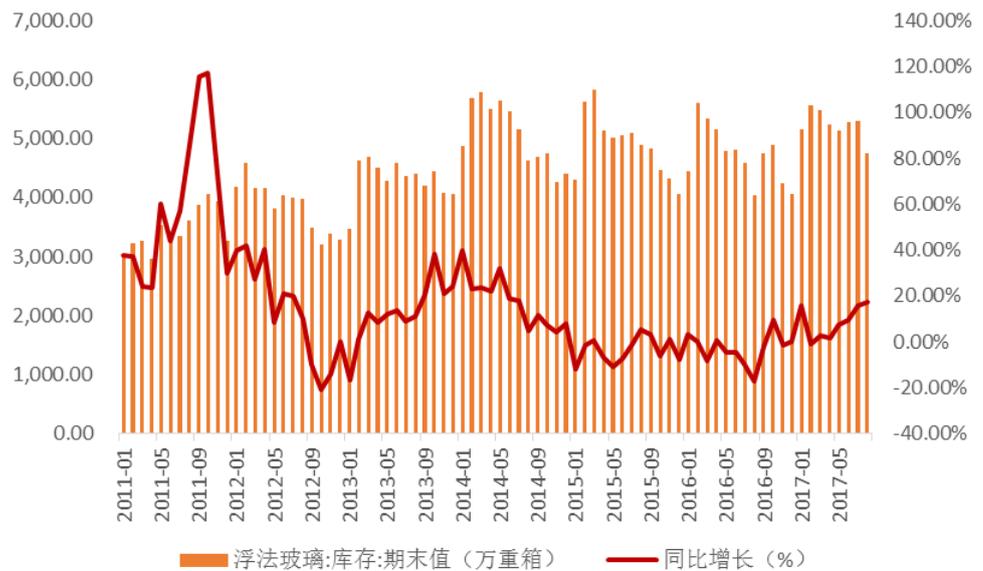
供给端增幅受限除了源于供给侧改革、环保等外部因素，还有自身收缩。玻璃生产线一般在投产后 6-8 年需要进行冷修，冷修时间一般为 6 个月，为了使得产线的技术、生产环境跟上新标准，可能会增加三个月甚至更久的冷修时间，从而保持可持续发展。而在 2010-2013 年间新点火玻璃生产线数量较多，按照 6-8 年的周期，从 2016-2021 年之间相对应的会有较多的生产线进入冷修状态，在难有新增产能建设的基础上形成了供给端自然收缩。

表 3：2012 至今玻璃产线新增、冷修、复产情况

年份	新点火产线（条）	冷修产线（条）	复产产线（条）	净新增产线（条）
2012	19	25	13	7
2013	30	11	8	27
2014	23	38	9	-6
2015	10	43	17	-16
2016	6	8	15	13
2017	5	11	9	3

资料来源：玻璃信息网，天风证券研究所

图 23：2011 年至今浮法玻璃库存及同比



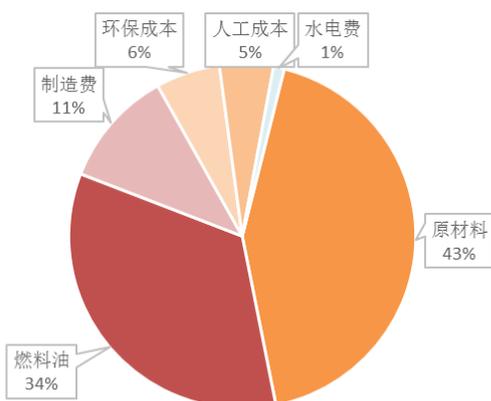
资料来源：wind，天风证券研究所

供给侧改革和环保约束是长效机制，对供给端的改善是显著的，反应在玻璃价格持续走高。除了落后产能出清、限制新增产能的效果，还会提高生产质量，提升行业集中度，行业龙头有望继续受益。总体看供给难有大幅增加，增速仍然落后于需求，加上玻璃库存也维持正常水平，玻璃价格有望继续稳定上涨。

2.3. 纯碱价格持续走高，支撑玻璃价格上涨

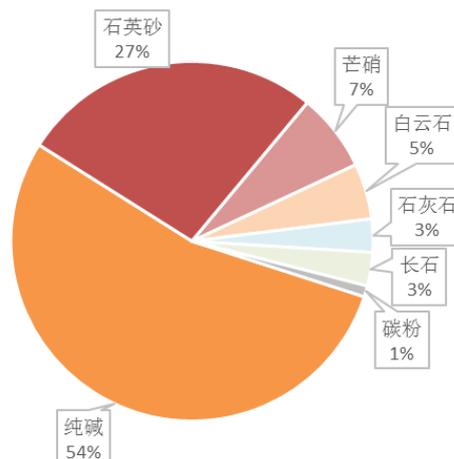
玻璃成本以纯碱、石英砂、燃料、人工费和其他原材料构成，其中纯碱、燃料为最主要的成本，合计占总成本超过 60%。纯碱属于化工产业链，原材料价格波动对玻璃生产成本影响较大，对旗滨集团来说，一般纯碱价格每上涨 100 元，玻璃产品单位成本增加 0.9 元。纯碱价格在经历 17 年年中的回调后持续走高，主要因为环保压力大，导致纯碱开工率不高，加上成本端煤炭价格上涨，迫使行业对纯碱进行提价，超过了 2280 元/吨，年内振幅超过 30%，对玻璃的市场价格形成一定支撑。燃料油市场价格保持在 3000-3500 元/吨左右震荡，未来企业会逐步调整燃料结构，提高天然气的使用比重，以满足环保要求。

图 24：玻璃制造成本构成



资料来源：玻璃信息网，天风证券研究所

图 25：玻璃原材料成本构成



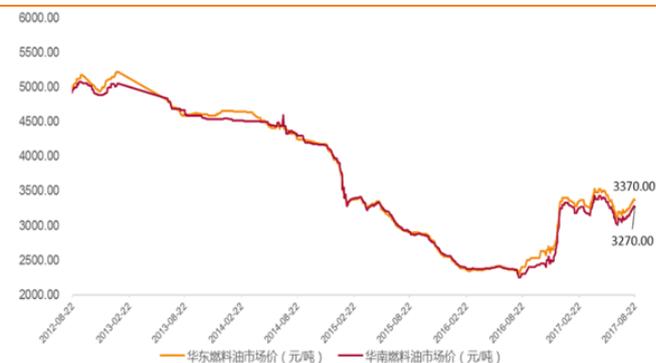
资料来源：玻璃信息网，天风证券研究所

图 26：全国重质纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

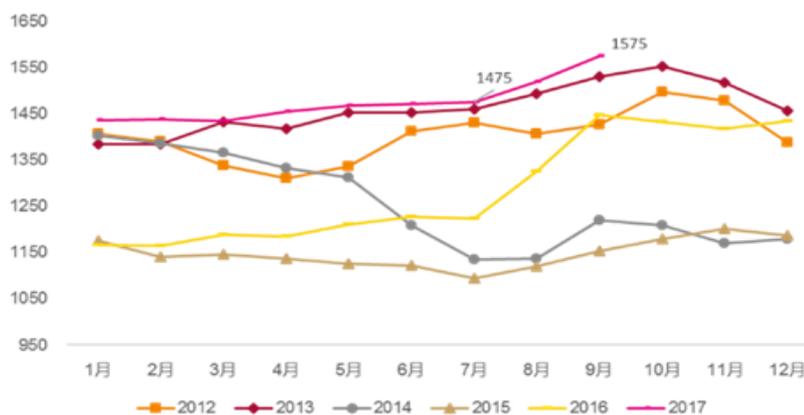
图 27：燃料油市场价走势（元/吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

2017 年玻璃价格延续了 16 年下半年的良好势头，近期又叠加金九银十旺季来临，玻璃价格超过了 1550 元/吨，保持持续上升的势头。短期内玻璃下游不必过度悲观，同比增速保持稳定缓慢增长；供给方面有望持续超预期，环保约束导致生产线复工成本高，重新点火的意愿下降，加上生产线进入冷修的自然收缩以及纯碱价格的支撑，玻璃价格保持高位运行有望贯穿至明年。

图 28：全国玻璃均价(元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

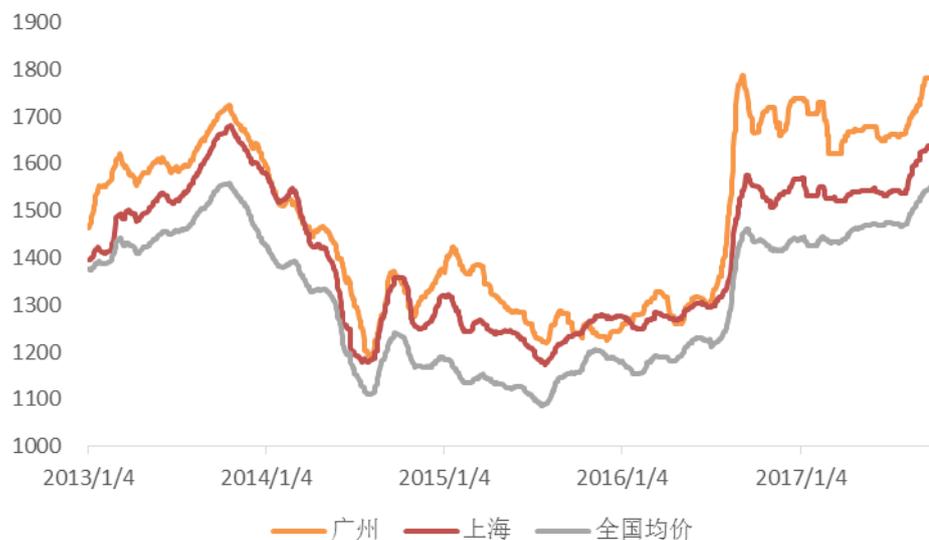
3. 业务核心区域优势明显，布局深加工提高盈利水平

旗滨集团的玻璃销售业务主要集中在华东和华南地区，当地经济发展势态良好，玻璃价格常年高于全国平均水平，公司有望长期受益于业务核心区域的高玻璃价格。同时，公司在积极转型，大力发展玻璃深加工业务，其中节能玻璃有较大的市场空间。

3.1. 业务布局华东华南，玻璃价格优势助业绩增长

从公司的生产线布局和收入结构来看，公司主要布局我国华东华南地区。华东和华南地区有长三角和珠三角经济带为支撑，经济发展水平领先其他地区，为当地玻璃价格支撑提供了一定保障。我们将广州和上海的玻璃价格作为华南和华东地区的参考，可以看出长期以来广州和上海的玻璃价格常年高于全国均价，进入 2017 年，上海地区玻璃价格基本每吨高于全国均价 80-90 元，广州地区玻璃价格每吨则高出约 200 元，优势明显。

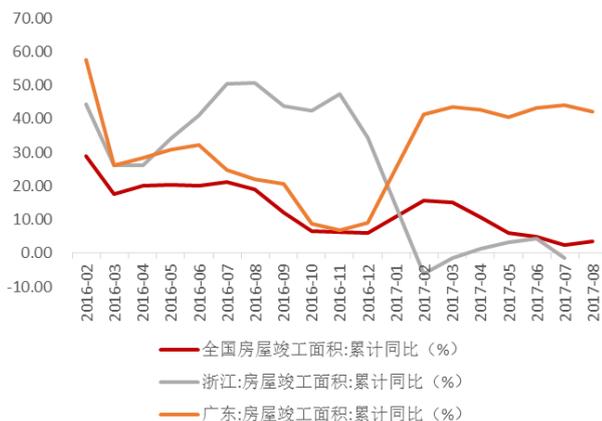
图 29：2013 至今广州、上海与全国玻璃均价对比



资料来源：玻璃信息网，天风证券研究所

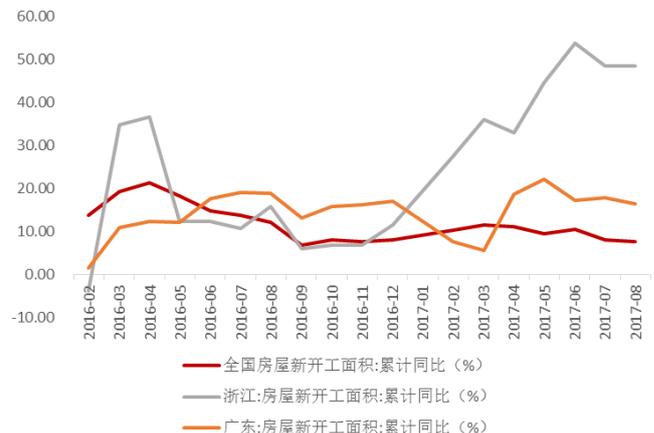
从需求来看，浙江、广东两地的房地产数据在部分时候也优于全国水平。竣工面积方面，除了浙江在 16 年底同比增速下降，低于全国水平，其他时候表现好于全国水平，尤其是广东省同比增速高达 40%左右；而新开工面积方面，两省同比增速的表现 16 年下半年之后基本优于全国，尤其是浙江省的房屋新开工累计同比增速在今年 6 月超过了 50%，超出预期。

图 30：2016 年至今浙江、广东、全国房屋竣工面积累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：2016 年至今浙江、广东、全国房屋新开工面积累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

华东华南地区高玻璃价格支撑公司毛利水平优于行业平均水平；两地经济比较发达，下游需求支撑力强，看好公司在这两块优质区域开拓市场，保持强劲的竞争力。

3.2. 节能玻璃契合政策导向，市场增长空间可期

公司节能项目投资生产的玻璃，主要是镀膜玻璃与中空玻璃。镀膜玻璃与中空玻璃用途广泛，都可用作建筑门窗玻璃，镀膜玻璃还可用作幕墙玻璃。

表 4：旗滨集团节能玻璃项目情况

项目名称	项目选址	项目概况	预计总投资	预计年均净利润
华南（惠州）节能玻璃项目	广东省惠州市	1 条镀膜线、3 条中空线等，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	25,645 万元	2,239 万元
华东（绍兴）节能玻璃项目	浙江省绍兴市	1 条镀膜线、3 条中空线等，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	23,354 万元	2117 万元
马来西亚节能玻璃项目	森美兰州	1 条镀膜线、3 条中空线等，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	26,725 万元	2,466 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我国每年建成房屋近 20 亿平方米，而能达到国家规定节能标准的建筑只占 10%左右，且在现有的约 460 亿平方米建筑中，95%以上是高耗能建筑，建筑能耗占到社会总能耗的 1/3 以上。住建部在 2017 年 3 月发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，规划对节能建筑的新建和旧有建筑的节能改造提出了较高的要求。建筑通过门窗传热能源消耗约占建筑能耗的 30%，节能门窗技术的开发和使用越来越受到重视，节能玻璃幕墙市场空间较大。我国是全球最大的幕墙门窗市场，其中建筑幕墙门窗的需求量占全球需求总量 2/3 以上。玻璃幕墙，以其材质轻、原材料获取便捷、成本低、安装方便、采光良好以及可扩展加工属性高（可以赋予安全、美化、节能的功用）的特性，受到市场欢迎，玻璃幕墙需求占到全部幕墙的 60%以上。玻璃幕墙广泛应用于交通枢纽、商业地产、体育会展场馆、艺术类收藏类等非生产性公共建筑。但目前，高科技含量类幕墙产品(智能幕墙、生态幕墙、膜结构幕墙等)占比较小，尚不足 4%。

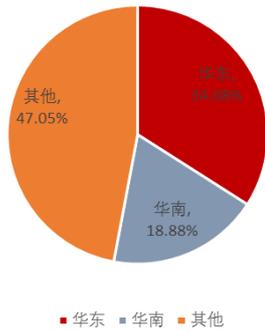
表 5：“十三五”时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标

指标	年均增速
城镇新建建筑能效提升(%)	20
城镇绿色建筑占新建建筑比重(%)	30
城镇新建建筑中绿色建材应用比例(%)	40
实施既有居住建筑节能改造(亿平方米)	5
公共建筑节能改造面积(亿平方米)	1
城镇既有公共建筑能耗强度下降比例(%)	5
城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例(%)	20

资料来源：住建部，天风证券研究所

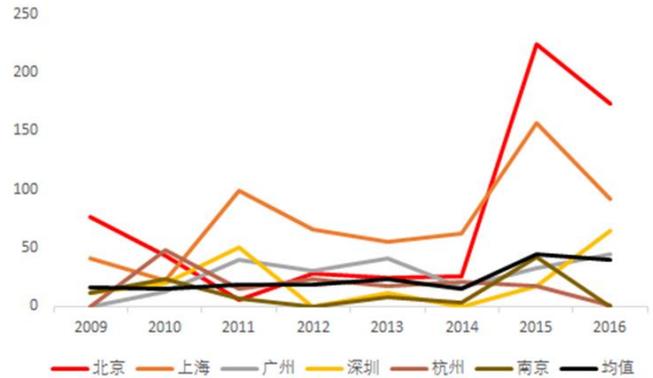
公司的华南（惠州）节能玻璃项目和华东（绍兴）节能玻璃项目，将分别服务于华南区域和华东区域。华南、华东地区经济发达，公共建筑项目容量巨大，高端项目众多。公共建筑的新建以及旧有公共建筑节能改造将对公司设立的建筑节能玻璃企业有较大的支撑，企业快速发展壮大可期。以甲级写字楼这一广泛使用玻璃幕墙的建筑为例，华南、华东区域甲级写字楼存量占各大城市写字楼存量的 50%以上，上海、南京、杭州、广州、深圳等城市写字楼新增供应量也高于各大城市写字楼新增供应量的平均水平。旧有写字楼的节能改造和新增写字楼的建造都将为公司的节能项目提供一定的需求支撑。此外，2022 年亚运会将在杭州举办，参照 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、2010 年广州亚运会、2011 年深圳大运会为本地区带来的公共建筑建设的发展，2022 年杭州亚运会的举办，杭州也将会大量公建工程动工，预计会为公司华东节能幕墙玻璃产品需求提供一定保障。

图 32：区域各大城市写字楼存量占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：各大城市甲级写字楼新增供应量（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

除了节能玻璃，公司投资的郴州光伏光电玻璃项目也将于明年年中完工投产，有望继续向玻璃产业链进行延伸。世界主要发达国家的玻璃深加工比例已经达到了 80%，而且工信部发布《建材工业发展规划（2016-2020 年）》指出到 2020 年我国玻璃深加工率达到 60%，公司在这方面仍然有很大的发展空间。公司也希望通过引进南玻 A 的管理和技术人员后，将深加工玻璃的产品占比提升。深加工产品毛利率高，业绩更加稳定，布局深加工不仅能够提升业绩，也可以降低业绩随玻璃周期起伏的波动性。

4. 马来玻璃生产基地成为新增长点，股权激励激发活力

旗滨集团积极开拓海外市场，布局马来西亚，2 条优质浮法玻璃产线已于今年投产，为公司打入海外市场打下坚实基础。此外，公司为加强内部管理，提高核心员工的积极性，于 16 和 17 年连续发布股权激励方案，激发企业活力。

4.1. 马来西亚基地建成投产，加速进军海外市场

旗滨集团已经是国内平板玻璃龙头，公司不满足只发展国内市场，今年也开始加大力度拓展海外市场。公司国内产线布局在福建、浙江和广东，沿海省份的区位优势有利于公司开展玻璃出口业务。不过海外业务占比一直不高，最高也只有 2.76%，空间巨大。公司经过多年调研和布局，决定布局马来西亚，并于今年投产，四季度有望开始贡献业绩。

表 6：马来西亚生产线项目概况

项目	日熔量	点火时间	年产能	预计每年利润
在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线	600T/D	2017.4	782.14 万重箱	1.5 亿元人民币
高档多元化玻璃生产线	600T/D	2017.8		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司积极响应国家“一带一路”发展战略，积极拓展海外市场。东南亚是我国“一带一路”政策主要辐射区域之一，地理位置优越，政治、经济环境稳定，具有良好的投资环境。其中马来西亚与中国关系相对稳定，公司于 2014 年 10 月成立旗滨集团（马来西亚）有限公司，实现了走出国门的第一步。随着公司不断加大投资，马来西亚生产基地今年建成，并且项目一线于今年 4 月点火投产，二线于 8 月点火。虽然由于马来西亚包装的特殊要求和初期的成本摊销，前三季度账面为亏损状态，不过随着项目逐步投入商业化运营，四季度有望实现扭亏；长期来看，为公司扩大海外布局开了个好头。

图 34：马来西亚近 10 年 GDP 表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：马来西亚近 10 年房地产和商务服务 GDP 表现



资料来源：wind，天风证券研究所

马来西亚作为东盟成员国，近年来发展稳定，GDP 保持可观增长。玻璃下游房地产 GDP 也保持 9%以上的稳定增长，需求比国内旺盛。此外，当地玻璃价格比国内玻璃价格每重箱高 15-20 元，较高的利润水平有望成为公司新的增长点。与此同时，公司为拓展海外业务，在马来西亚组建了海外营销团队，市场开拓包括东盟、东南亚、日本、韩国、澳大利亚、中东、北美等地区，随着业务的不断推广，公司海外业务增长可期。

4.2. 连续实施股权激励，彰显公司发展信心

2016 年公司吸纳了大量南玻 A 优秀管理、技术人员，希望利用他们在玻璃及深加工领域多年的管理经验和专业技术优势，帮助旗滨集团提高管理效率，并向玻璃产业链延伸，提高深加工产品的质量和比重。因此在 2016 年 8 月和 2017 年 3 月连续推出 2 次股权激励方案，以此来提高公司核心员工的积极性，未来对业绩能产生一定积极影响。

表 7：股权激励概况

时间	2016.8	2017.3
激励股数	10,420 万股	9,260 万股
总股本占比	4.39%	3.55%
有效期	4 年	4 年
授予价格	1.63 元	2.28 元
激励对象	董事、高管 8 人；中高层管理人员、核心技术/业务骨干 300 人	管理人员、业务人员、技术人员共 93 人
解锁条件	2015 年扣非后归母净利润为基数，2016、2017、2018 净利增长不低于 100%、110%、120%。	2015 年扣非后归母净利润为基数，2017、2018、2019 净利增长不低于 100%、120%、130%。
解锁比例	40%、30%、30%	40%、30%、30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于 2015 年行业景气度欠佳，业绩水平处于历史低谷，因此以当年的扣非后归母净利润 1.03 亿元为基数，未来实现解锁的可能性很高。第二次股权激励方案更加注重对业务和技术人员的激励，表明公司未来希望提高玻璃产品质量，从而提高定价能力和市场占有率。两次激励股数多，占比分别达到 4.39%和 3.55%，基本覆盖到公司核心管理和技术人员，能充分调动骨干员工的积极性，也彰显公司未来对自身发展的强大信心。

5. 投资建议及风险提示

下游需求不差加上供给端持续超预期，我们认为玻璃价格有望持续高位运行，行业景气贯穿至明年。今年3条产线冷修，产销量有所下降，随着年底漳州一线、长兴一线复产，明年醴陵五线复产，郴州2条光电玻璃生产线建成投产，产量将会有所提升，从而带动明后年业绩持续上升。股权激励持续提振企业活力，看好公司在玻璃深加工领域和海外市场的开拓，预计公司17-19年实现净利11.46、13.74、15.45亿元，EPS为0.43、0.51、0.58元，对应的PE为12X、10X、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：玻璃价格大跌，深加工及海外市场布局不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	783.65	824.06	602.49	1,103.04	751.77	营业收入	5,169.46	6,960.96	7,531.06	8,500.31	9,397.09
应收账款	28.40	41.16	33.31	56.41	45.39	营业成本	4,239.04	4,918.69	5,036.02	5,828.66	6,483.99
预付账款	21.41	48.77	22.14	68.53	35.94	营业税金及附加	24.48	95.33	103.18	125.80	131.56
存货	1,283.74	1,135.55	1,718.20	1,034.23	2,135.72	营业费用	27.95	47.34	48.20	43.35	46.05
其他	258.86	361.32	651.17	640.72	432.81	管理费用	453.62	683.26	820.89	782.03	835.40
流动资产合计	2,376.06	2,410.87	3,027.30	2,902.93	3,401.62	财务费用	281.51	264.12	198.54	138.34	89.21
长期股权投资	18.35	40.73	40.73	40.73	40.73	资产减值损失	5.33	7.36	4.27	5.65	5.76
固定资产	8,372.15	8,109.90	8,260.15	8,525.31	8,714.43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	319.90	436.87	298.12	226.87	166.12	投资净收益	(1.91)	(3.90)	0.00	0.00	0.00
无形资产	757.61	818.57	798.10	777.63	757.15	其他	3.81	7.80	0.00	0.00	0.00
其他	605.98	548.68	574.89	517.76	499.47	营业利润	135.62	940.97	1,319.97	1,576.47	1,805.12
非流动资产合计	10,073.99	9,954.75	9,971.99	10,088.30	10,177.90	营业外收入	147.34	116.74	159.68	144.57	140.33
资产总计	12,450.05	12,365.62	12,999.29	12,991.23	13,579.52	营业外支出	41.89	38.33	112.00	64.07	71.47
短期借款	2,178.00	2,310.62	1,964.03	246.00	168.51	利润总额	241.07	1,019.38	1,367.65	1,656.96	1,873.99
应付账款	1,360.07	1,061.09	1,248.87	1,647.60	1,481.70	所得税	69.74	184.80	221.56	283.34	329.82
其他	1,114.56	971.85	1,135.24	1,075.37	1,233.13	净利润	171.33	834.58	1,146.09	1,373.62	1,544.17
流动负债合计	4,652.63	4,343.56	4,348.15	2,968.97	2,883.34	少数股东损益	0.00	(0.47)	(0.22)	(0.35)	(0.52)
长期借款	1,795.00	1,023.20	800.00	1,400.00	1,200.00	归属于母公司净利润	171.33	835.06	1,146.31	1,373.97	1,544.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.06	0.31	0.43	0.51	0.58
其他	878.95	974.47	848.75	900.72	907.98						
非流动负债合计	2,673.95	1,997.67	1,648.75	2,300.72	2,107.98						
负债合计	7,326.58	6,341.23	5,996.90	5,269.70	4,991.32	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	(0.47)	(0.68)	(1.02)	(1.53)	成长能力					
股本	2,525.29	2,608.34	2,684.44	2,684.44	2,684.44	营业收入	39.09%	34.66%	8.19%	12.87%	10.55%
资本公积	1,350.99	1,465.62	1,465.62	1,465.62	1,465.62	营业利润	-6.69%	593.82%	40.28%	19.43%	14.50%
留存收益	2,632.18	3,581.87	4,318.64	5,038.11	5,905.29	归属于母公司净利润	-22.49%	387.39%	37.27%	19.86%	12.43%
其他	(1,384.99)	(1,630.96)	(1,465.62)	(1,465.62)	(1,465.62)	获利能力					
股东权益合计	5,123.47	6,024.39	7,002.40	7,721.53	8,588.20	毛利率	18.00%	29.34%	33.13%	31.43%	31.00%
负债和股东权益总计	12,450.05	12,365.62	12,999.29	12,991.23	13,579.52	净利率	3.31%	12.00%	15.22%	16.16%	16.44%
						ROE	3.34%	13.86%	16.37%	17.79%	17.98%
						ROIC	5.01%	11.83%	14.91%	15.73%	18.83%
						偿债能力					
						资产负债率	58.85%	51.28%	46.13%	40.56%	36.76%
						净负债率	23.71%	32.13%	23.32%	28.26%	23.01%
						流动比率	0.51	0.56	0.70	0.98	1.18
						速动比率	0.23	0.29	0.30	0.63	0.44
						营运能力					
						应收账款周转率	241.71	200.15	202.25	189.47	184.62
						存货周转率	4.06	5.75	5.28	6.18	5.93
						总资产周转率	0.48	0.56	0.59	0.65	0.71
						每股指标(元)					
						每股收益	0.06	0.31	0.43	0.51	0.58
						每股经营现金流	0.32	0.62	0.48	1.12	0.51
						每股净资产	1.91	2.24	2.61	2.88	3.20
						估值比率					
						市盈率	78.97	16.20	11.80	9.85	8.76
						市净率	2.64	2.25	1.93	1.75	1.58
						EV/EBITDA	14.59	6.29	7.83	6.35	5.81
						EV/EBIT	38.65	10.48	10.25	8.22	7.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com