

玻璃接力供给侧，A股浮法龙头充分受益



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——旗滨集团（601636）首次覆盖报告

核心观点

❖ **核心逻辑：**1) 华北排污许可证核发推进玻璃行业首次实质去产能，旗滨作为A股浮法龙头有望充分受益。2) 旗滨产线集中华南和华东，不受环保去产能政策影响。3) 2018年浮法产线面临集中检修，供给端自发性收缩提供更多安全垫。4) 旗滨从2015年开始布局附加值更高的下游深加工和海外投资，2018年新业务利润增长有望逐步兑现。

❖ 玻璃行业接力供给侧 华南浮法企业最为受益

2017年11月，环保许可证推进拉开玻璃去产能大幕。截止12月底，全国共关停9条浮法产线，11条深加工产线。排污许可证核发目前尚未完成，玻璃产能关停有望继续发酵。全国浮法玻璃和深加工产能集中在华北、华南和华东。华北供需双杀，华南和华东浮法玻璃龙头最为受益。旗滨集团产能共1亿重量箱，居全国浮法线产能第二。公司主要产销集中华东和华南，不受华北减产影响。

除此之外，2018年玻璃浮法线面临集中检修压力，明年浮法有效产能保守估计将继续下降2.3%。玻璃产线内生收缩动能提供更多逻辑安全垫。

❖ 公司产业链向下游延伸 周期与个股成长共振

横向对比旗滨与同行玻璃上市企业，旗滨扩张速度快，但短板在于产业链集中上游附加值不高、周期波动大的浮法原片。2015年开始，公司积极布局节能玻璃、光伏等下游深加工产业链，以及马来西亚产线等海外投资。新业务有望从2018年开始贡献盈利，公司成长与行业周期性回暖有望共振。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

玻璃去产能后供应收缩，需求平稳预期下行业利润向好。预计公司2017-2019年公司营业收入分别为78、80和98亿元，归属于母公司净利润分别为10.9、14.6和16.6亿元，对应EPS分别为0.42、0.56和0.64元，对应PE分别为16.90、12.63和11.11倍。考虑行业PE(TTM)为23倍，公司为20倍，公司合理PE(TTM)在23倍左右，故给予“增持”评级。

❖ 风险提示：需求急速下滑，环保政策变动

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	6,960	7800	8024	9800
+/-%	34.6%	12.1%	2.9%	22.1%
净利润(百万)	835	1093	1462	1662
+/-%	387%	30.9%	33.8%	13.7%
EPS(元)	0.32	0.42	0.56	0.64
PE	22.11	16.90	12.63	11.11

资料来源：公司公告、川财证券研究所；现价为2018年1月3日收盘价

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	建筑建材
报告时间	2018/1/9
前收盘价	7.08元
公司评级	增持评级

📄 分析师

邱瀚萱

证书编号：S11000517070001
010-66495651
qiuhanxuan@cczq.com

📄 联系人

许惠敏

证书编号：S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、投资主线	4
1.1.关键催化剂	4
1.2.盈利假设与盈利预测	4
1.3.估值水平与投资结论	4
二、公司基本情况	5
2.1.公司实控人持股比例 49%	5
2.2.公司产能 A 股第一，浮法业务占公司收入 97%	6
2.3.财务分析：2017Q3 营业收入 55 亿元	7
三、投资看点	8
3.1.排污许可证推进，玻璃接力供给侧改革	8
3.1.1.从工艺角度识别玻璃产业污染源	9
3.1.2.河北关停在产产线 占全国有效产能 4%	11
3.2.安全垫：18 年浮法产线面临集中冷修	14
3.3.下游需求温和，经济表现强大韧性	16
3.4.产能收缩下，华南龙头企业最为受益	16
3.4.1.公司系华南龙头，成本、销售双受益	16
3.4.2.公司深加工盈利逐步兑现 行业周期与个股成长共振	18
四、估值评级：给予“增持”评级	19
风险提示	20
盈利预测	21

图表目录

图 1: 旗滨集团股权结构图.....	5
图 2: 浮法玻璃产能分布 (截止 2017.12)	6
图 3: 深加工玻璃产能分布 (截止 2015)	6
图 4: 旗滨国内原片玻璃市场占有率.....	7
图 5: 玻璃产能排名前五 (截止 2017 年底)	7
图 6: 旗滨与可比公司收入增速对比.....	8
图 7: 旗滨与可比公司 ROE 对比.....	8
图 8: 旗滨与可比公司毛利对比.....	8
图 9: 旗滨与可比公司母公司净利对比.....	8
图 10: 玻璃产业链上下游及其污染源分布.....	10
图 11: 玻璃浮法线燃料分布.....	10
图 12: 不同产地浮法燃料对比.....	10
图 13: 玻璃厂商库存季节性 (库存天数)	12
图 14: Q4 库存变化是次年均价的领先指标.....	12
图 15: 纯碱价格中枢上移.....	13
图 16: 玻璃-纯碱-重油差.....	13
图 17: 纯碱下游需求分布.....	14
图 18: 纯碱产能利用率 2018 年或低于 85%.....	14
图 19: 18 年具备冷修条件产线占 9%.....	15
图 20: 厂家具备冷修主动权.....	15
图 21: 玻璃新建产能变化.....	15
图 22: 全国浮法玻璃产线平均窑炉年龄.....	15
图 23: 房屋销售 2018 年温和回落.....	16
图 24: 房屋竣工需求滞后开工 12 个月.....	16
图 25: 主营业务收入-分地区.....	17
图 26: 主营业务收入-分品种.....	17
表格 1. 公司盈利预测与估值.....	5
表格 2. 公司盈利预测比较.....	5
表格 3. 玻璃行业环保去产能政策一览.....	9
表格 4. 2017 年 11 月以来玻璃生产线关停情况	11
表格 5. 玻璃有效产能变化 (2012-2018E)	15
表格 6. 旗滨浮法产能.....	17
表格 7. 玻璃原片及各类深加工用途和市场现状.....	18
表格 8. 玻璃上市公司主营业务对比.....	18
表格 9. 旗滨深加工产能.....	19
表格 10. 公司盈利预测与估值.....	19

一、投资主线

1.1. 关键催化剂

1) 以排污许可证核发为契机，玻璃产线 2017 年底首次迎来实质性去产能。截止 12 月底，全国共关停 9 条浮法产线、11 条深加工产线，浮法线关停产能占全国的 4%。产能关停后，玻璃库存反季节性不增反降，上游纯碱原料暴跌。旗滨集团 2017 年底浮法产能居全国第二，且此次产能关停主要集中华北地区，以华东和华南为主产销地的旗滨集团将充分受益。

2) 2018 年浮法产能面临集中检修压力。即使没有更多产能强制退出，2018 年玻璃集中冷修压力下，行业自发性产能收缩也有 2.3%。2017 年耐材大幅飙涨，订货周期延长，部分冷修产线被迫推迟计划。截止 2017 年年底，全国近 9% 的产线窑龄已经超过 8 年，集中冷修的自发性收缩为玻璃行业供需改善提供更多安全垫。

3) 行业拐点与公司个股成长有望将实现共振。横向对比玻璃龙头企业，旗滨集团产能居前但产品较为单一。2016 年的年报数据显示，旗滨 97% 的营业收入来源于浮法原片，下游深加工领域涉猎较少。2015 年开始，公司积极布局下游深加工，2018 年下游深加工和海外产线有望贡献利润。行业周期性拐点有望与个股成长实现共振。

1.2. 盈利假设与盈利预测

盈利假设：1) 根据公司产量和高频利润测算，判断 2017Q4 毛利较 2017Q3 基本持平，公司 2017Q4 业绩季环比持平；2) 2018 年下游需求稳定，产能收缩下原片价格微涨原料下跌，海外马来西亚产线 2018 年开始贡献利润，企业收入微增但盈利明显改善。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年公司营业收入分别为 78、80 和 98 亿元，归属于母公司净利润分别为 10.9、14.6 和 16.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.56 和 0.64 元，对应 PE 分别为 16.90、12.63 和 11.11 倍。

1.3. 估值水平与投资结论

考虑行业 PE (TTM) 为 23 倍，公司为 20 倍，公司合理 PE (TTM) 在 23 倍左右，故给予“增持”评级。

表格 1. 公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价 (元)	流通市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	
旗滨集团	增持	7.08	185	0.32	0.42	0.56	0.64	22.11	16.90	12.63	11.11	2.68

资料来源: WIND, 川财证券研究所; 注: 现价为 2018 年 1 月 3 日收盘价

表格 2. 公司盈利预测比较

证券代码	钢铁公司	EPS 川财预测 (元)				WIND 一致预期			
		16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
601636	旗滨集团	0.32	0.42	0.56	0.64	0.33	0.44	0.53	0.61

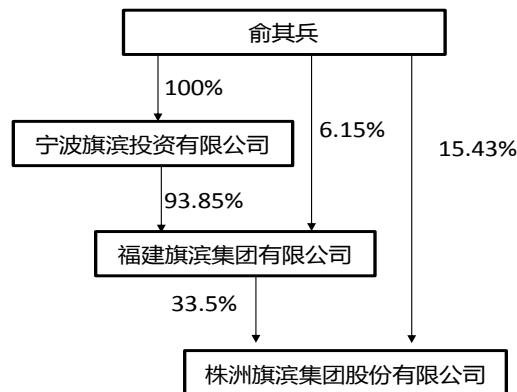
资料来源: WIND, 川财证券研究所

二、公司基本情况

2.1. 公司实控人持股比例 49%

株洲旗滨集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 是 A 股最大的浮法龙头企业。公司成立于 1988 年, 于 2011 年上海证券交易所 A 股上市 (股票代码: 601636)。公司现有股本 26.8 亿股, 其中 25.1 亿股为 A 股流通股, 公司实际控制人是其创始人俞其兵。以 2018 年 1 月 3 日收盘价计, 公司流通市值 186 亿元。

图 1: 旗滨集团股权结构图



资料来源: 公司公告, Wind, 川财证券研究所

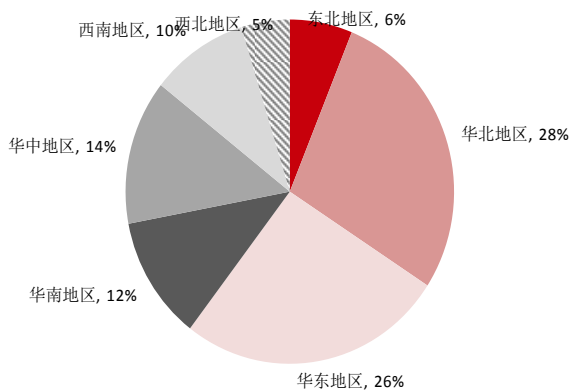
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2. 公司产能 A 股第一，浮法业务占公司收入 97%

根据玻璃信息网数据，截止 2017 年年底，全国平板玻璃产线共 362 条，产能共 13 亿重箱。玻璃产能集中度不高，2017 年全国产能 CR10 不到 50%。产能前五大玻璃企业分别是：信义、旗滨、迎新、南玻和台玻。

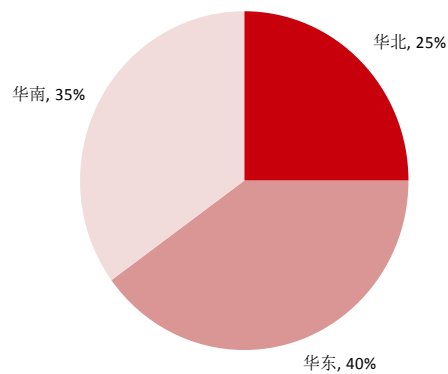
玻璃运距较短，销售半径多在 500 公里以内。地域性特征决定了各地生产和销售具有一定的独立性。浮法玻璃主要产线集中在华北（28%）、华东（26%）、华中（14%）和华南（12%）。其中，第一大产区华北近 80% 的产能集中在河北沙河。玻璃深加工分布集中，主要集中华南（35%）、华东（40%）和华北（25%），但企业集中度更为分散。

图 2：浮法玻璃产能分布（截止 2017.12）



资料来源：玻璃信息网，川财证券研究所

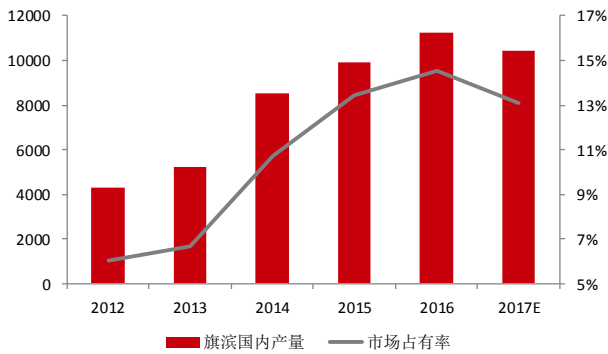
图 3：深加工玻璃产能分布（截止 2015）



资料来源：玻璃信息网，川财证券研究所

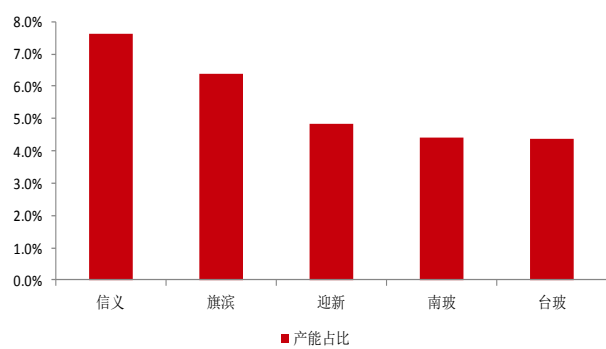
旗滨国内现有产线 25 条，产能约 1 亿重量箱，略低于信义（港股上市），位居全国浮法线产能第二。2013 年公司通过收购浙江玻璃将业务版图从华南拓展至华东领域。目前公司业务主要集中在华东、华南和华中三个地区，2016 年年底三处营业收入占总收入的 87%。

图 4：旗滨国内原片玻璃市场占有率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：玻璃产能排名前五（截止 2017 年底）



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司现有总资产约 128 亿元，员工 6000 余人。公司在湖南醴陵、广东河源、福建漳州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴拥有 6 个生产基地、23 条生产线，在马来西亚森美兰州拥有第一个海外生产基地、2 条生产线。公司 2015 年开始积极布局深加工板块。广东节能、浙江节能、郴州旗滨光伏、马来西亚节等深加工项目投产后，公司业务将由当前原片为主（97%）拓展至深加工和光伏领域。

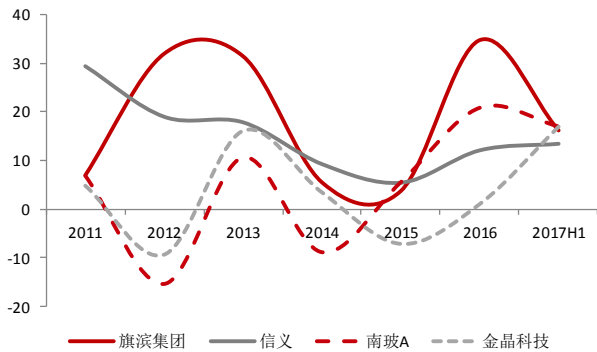
2.3. 财务分析：2017Q3 营业收入 55 亿元

旗滨集团 2017 年前三季度实现营业收入 55 亿元，同比增长 16%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.24 亿元，同比增长 90.98%。2017 年 Q3 每重箱净利 11.7 元，较 Q2 每重箱净利 10.8 元上升 8.6%。

从财务指标来看，通过持续产能扩张，旗滨营业收入增速一直处于行业领先地位。但由于其现有产品集中附加值较低、周期性强的原片领域，营业收入波动幅度远高同行业公司。

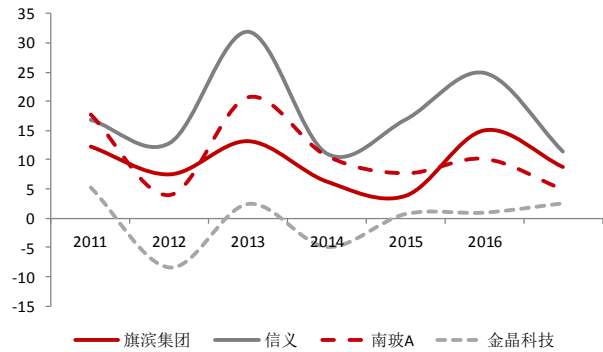
产品附加值低直接体现在企业盈利指标上。从企业毛利率和净利率指标看，旗滨表现略低于在港股上市的信义，但在国内上市公司中位于行业前列。随着公司下游深加工玻璃比例不断提高、海外产能贡献业绩，旗滨有望复制信义模式，营收均有成长空间。

图 6：旗滨与可比公司收入增速对比



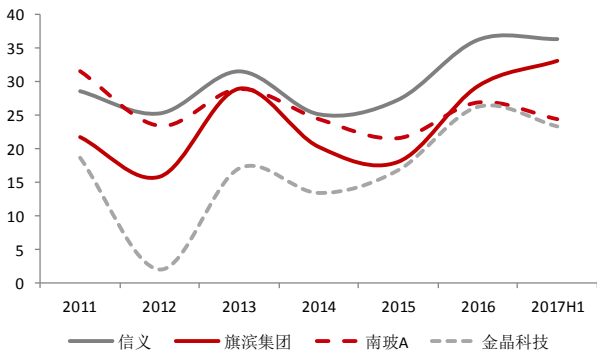
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：旗滨与可比公司 ROE 对比



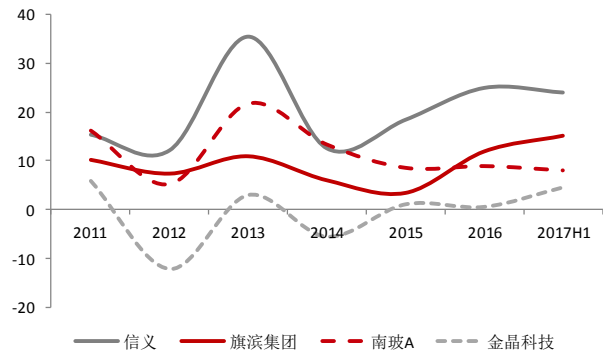
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：旗滨与可比公司毛利对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：旗滨与可比公司母公司净利对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、 投资看点

3.1. 排污许可证推进，玻璃接力供给侧改革

2017 年年末，借力排污许可证核发，玻璃 11 月开始关停在产产线。截止 12 月末，共关停 9 条浮法产线，占全国浮法玻璃在产产能 4%，另外仍有 3 条产线等待关停。此次是玻璃行业供给侧改革从政策颁布到实施的第一次实质性推进，行业或将跟随煤炭、钢铁等步伐，迎来产能实质性收缩。

据环保部要求，包括平板玻璃、水泥、钢铁等 10 个行业在 2017 年 12 月 31 日之前必须拿到排污许可证，无证产能必须依法停产。排污许可证的重新核发，需要对企业的历史沿革、工艺、环评等材料手续重新评估，既是对非法产能的一次全面排查，也为 2018 年 1 月 1 日开证的环保税做好前期工作，通过控制污染物排放限制企业违规超产。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 玻璃行业环保去产能政策一览

时间	文件	内容
2016.5	《关于促进建材工业 稳增长调结构增效益的指导意见》	严禁新增产能；淘汰落后产能；探索联合设立产业结构的调整专项资金；推进行业兼并重组从左；发展高端玻璃；引导行业转型升级
2017.1	河北省第十二届人民代表大会第五次会议	继续压缩平安玻璃 500 万重量箱
2017.2	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	以钢铁、煤炭、水泥、电解铝、平板玻璃等行业为重点，形成淘汰落后产能长效机制
2017.11	《关于依法依规做好重点行业排污许可证核发工作的紧急通知》	要求 11 月底前完成玻璃、石化、有色金属、焦化等 11 个重点行业排污许可证核发。对不予发证、无排污许可证的企业，要将有关信息及时移交环境执法机构，依法下达停产决定，坚持“持证排污”法律底线。
2017.12	《环境保护税法》	将于 2018 年 1 月 1 日起施行，目前全国大部分省份人大常委会近期已相继审议通过本地区环保税方案，为环保税开征铺平了道路。京津冀和周边省份则普遍对大气污染物和水污染物确定了较高的具体适用税额。

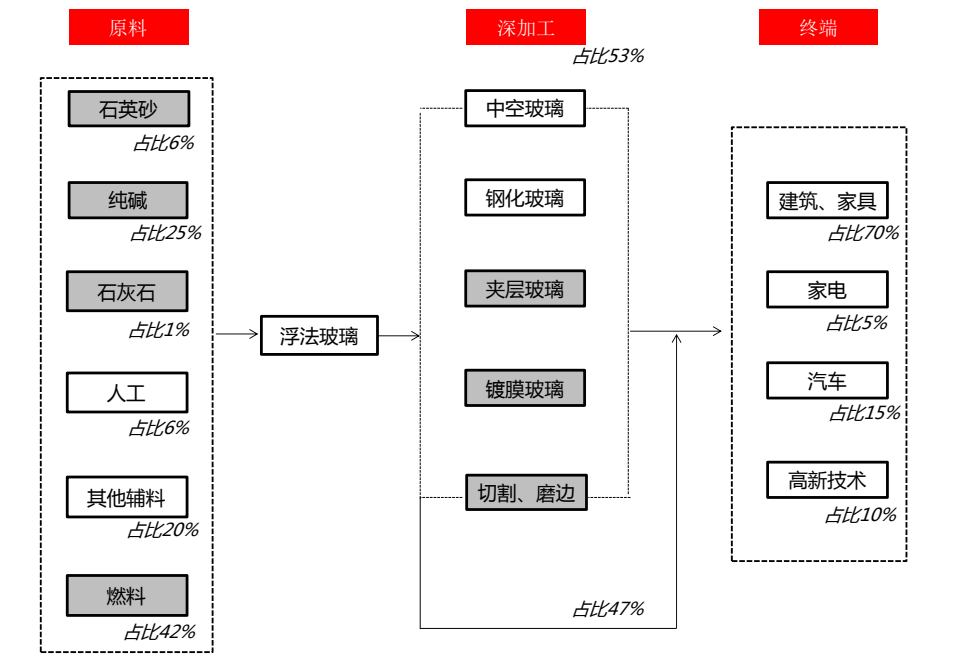
资料来源：公开资料，川财证券研究所

3.1.1. 从工艺角度识别玻璃产业污染源

考虑环保近年来成为影响工业品供需的主线逻辑，我们有必要先对玻璃生产供应中面临的污染环节重新梳理。上游原料方面，主要的污染源集中砂石（扬尘）和纯碱。浮法玻璃生产环节的污染程度取决于所采用的燃料差异。中游深加工环节，大型自动化企业污染源较少，主要污染集中在分布极为分散的“小散乱污”类小型深加工企业。

浮法玻璃的原料主要包括：燃料、纯碱、石英以及各种化学辅料。其中，燃料和纯碱是玻璃生产的主要成本，分别占 42% 和 25%。玻璃终端下游包括建筑家具、家电、汽车、高新技术（显示器、光伏）等领域，占比分别为 70%、15%、5% 和 10%。房地产相关需求左右平板玻璃需求走势。大约 60% 的平板玻璃通过深加工流入终端，40% 的平板玻璃直接销售终端。

图 10：玻璃产业链上下游及其污染源分布

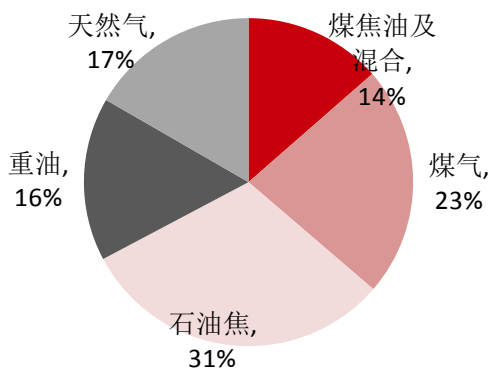


资料来源：公开资料，川财证券研究所

*标灰部分表示该环节存在污染

作为资本密集型产业，燃料成为不同地区普通浮法线的主要差异。分地区来看，华北、西北依托丰富的煤炭资源以煤制气、天然气为主要燃料，华东和华南以混合油、天然气为燃料，华中则多采用石油焦和天然气。随着排污许可证核发以及 2018 年环保税的推进，华北煤制气产线成为环保高压区。

图 11：玻璃浮法线燃料分布



资料来源：玻璃信息网，川财证券研究所

图 12：不同产地浮法燃料对比

地区	燃料	
华北	天津	天然气
	河北	煤气
	内蒙古	石油焦、煤气
	山西	煤气
华东	山东	石油焦
	安徽	石油焦、煤焦油
	江苏	石油焦、重油
	浙江	石油焦、重油
	福建	重油
华南	广东	石油焦、重油
	海南	天然气
	广西	煤气
华中	湖南	石油焦
	湖北	石油焦、天然气
	河南	石油焦
	江西	石油焦

资料来源：玻璃信息网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.1.2. 河北关停在产产线 占全国有效产能 4%

2017年11月底，以“排污许可证核发”为契机，玻璃行业在年末迎来实质性去产能。11月份，沙河地区关停9条在产浮法玻璃生产线，12月计划再关3条。尽管从2015年起，玻璃一直和钢铁、煤炭、水泥等并列为重点去产能行业，但由于行业规模小、民营企业多、工艺难关停等特性，去产能只停留在“僵尸产能”，实际在产产能从未受到太大影响。

此次关停产线共6200吨/天，占全部在产产能4%。尽管文件要求玻璃环保许可证核发必须在2017年年底完成。但截止12月30日，国家排污许可信息公开系统显示玻璃行业仅有36%完成申请，仍有大量产能未在限期之前完成申请。后期排污许可证的持续发力值得期待。

表格 4. 2017年11月以来玻璃生产线关停情况

	产线名称	产能(吨/天)	产线性质	关停原因	目前状态
1、	沙河安全5#	500	浮法线	无排污许可证	冷修
2、	沙河安全6#	700	浮法线	无排污许可证	冷修
3、	德金玻璃3#	800	浮法线	无排污许可证	冷修
4、	德金玻璃4#	800	浮法线	无排污许可证	冷修
5、	沙河长城5#	900	浮法线	无排污许可证	冷修
6、	沙河长城6#	700	浮法线	无排污许可证	冷修
7、	京泰实业	600	浮法线	无排污许可证	冷修
8、	南和长红1#	600	浮法线	无排污许可证	冷修
9、	南和长红2#	600	浮法线	无排污许可证	冷修
已关停浮法产能		6200吨/天, 186万吨/年			
10、	河北鑫利2#	650	浮法线	撤销排污许可证	在产, 等待关停
11、	河北鑫利3#	700	浮法线	撤销排污许可证	在产, 等待关停
12、	河北鑫利4#	700	浮法线	撤销排污许可证	在产, 等待关停
14、	沙河天翔玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停
15、	沙河日隆玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停
16、	沙河东耀建材	--	深加工	撤销排污许可证	关停
17、	沙河正鑫玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停
18、	沙河金茂压花玻璃高村线	--	深加工	撤销排污许可证	关停
19、	沙河金茂压花玻璃杜村线	--	深加工	撤销排污许可证	关停
20、	沙河利达玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停
21、	沙河鑫威玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停

22、	沙河华通延压玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停
23、	沙河日晶玻璃	--	深加工	撤销排污许可证	关停

资料来源：中国玻璃期货网；川财证券研究所

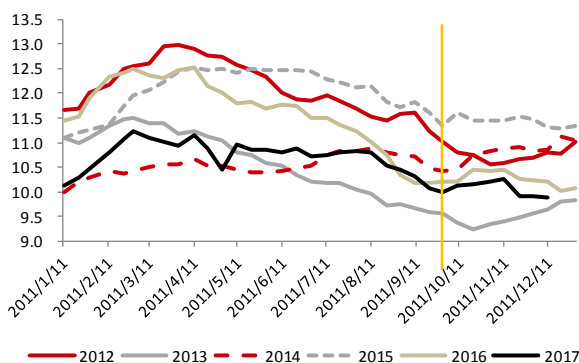
前文污染源部分已经分析，除了原料污染之外，玻璃深加工环节也面临“小散乱污”问题。因此，此次河北关停产线中，除了12条是浮法线关停外，11条玻璃深加工产线同步关停。玻璃供需双缩，叠加需求季节性转淡，玻璃价格在产线关停后表现相对温和。截止12月末，全国玻璃平均价较10月底上涨50元/吨至1657元/吨，停产区沙河地区现货上涨90元/吨至1550元/吨。一些迹象已经逐渐显现出次轮玻璃供给收缩的成效：

● 去产能成效之一：淡季不淡，库存增幅低于往年同期

首先，库存信号或在提示明年的春季反弹力度可观。截止12月末，全国玻璃厂库存天数9.89天，处于除2013年（全行业巨亏）以来的最低值。且四季度库存呈现反季节性的不增反降，产量和库存信号似在重演2017年年中的水泥格局。

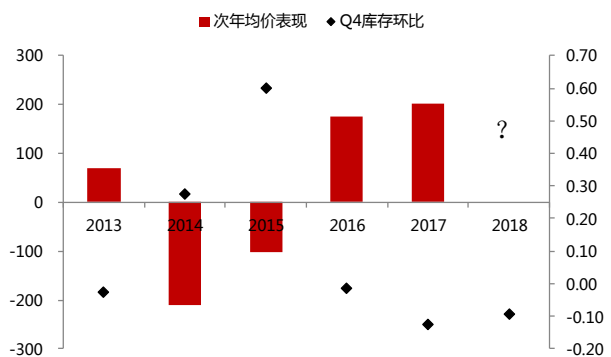
我们回顾了2012年以来的库存和价格变化，发现四季度库存变化对次年价格涨跌有一定领先作用。从2012年到2017年，前一年四季度库存与下一年年均均价一定反向关系。即，前一年淡季库存增加，第二年现货重心下滑；如果前一年淡季库存下降，则往往伴随着下一年的重心上移。截止12月中旬数据显示，全国玻璃厂商库存环比9月底下降0.09天。库存变化指向第二年价格重心上移。

图 13：玻璃厂商库存季节性（库存天数）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：天

图 14：Q4 库存变化是次年均价的领先指标



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

● 去产能成效之二：上游纯碱原料暴跌

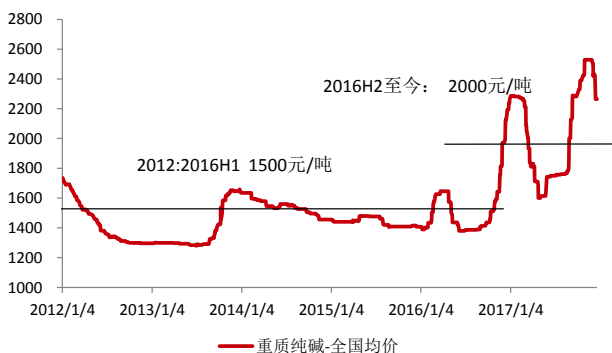
11 月份浮法产线关停后，上游纯碱价格开始暴跌。截止 12 月底，河北沙河地区纯碱价格爆降 550 元/吨至 1900 元/吨，对应吨玻璃利润扩大 5.8 元/重量箱，对应行业平均毛利环比增长 25%。

玻璃生产成本主要集中在纯碱和燃料两项。近年来，随着纯碱价格弹性放大，纯碱成为影响玻璃利润最重要因素。纯碱下游需求中，50%集中浮法玻璃行业。全国纯碱价格重心自 2012 年-2015 年始终维持 1600 元/吨左右窄幅波动，但从 2016 年下半年开始，整个波动重心突增到 2000 元/吨附近。

2016 年纯碱价格弹性的放大源自纯碱产能利用率的快速提升。纯碱作为化工行业新增产能一直受限，但玻璃行业产能自 2016 年利润恢复后温和增长。2015 年开始，纯碱产能利用率持续维持 85% 以上，产能利用率高导致纯碱价格波动放大，且整体价格易涨难跌。

随着浮法玻璃产能政策性停产，玻璃和纯碱产业链话语权有望重塑。即使不考虑更多浮法线关停，明年大量产线集中冷修，浮法产能也会自发性缩减 2.3%（这点我们将在下文详细测算）。2018 年纯碱产能小幅扩张，全国纯碱产能利用率预计从今年的 87% 下降至 84%。目前判定玻璃和纯碱产业议价权扭转仍为时过早，我们仍需关注排污许可证核发和环保税等政策的持续发酵。相对确定的是，当前纯碱价格的大幅回落对于季度级别的浮法利润修复已经明确。

图 15：纯碱价格中枢上移



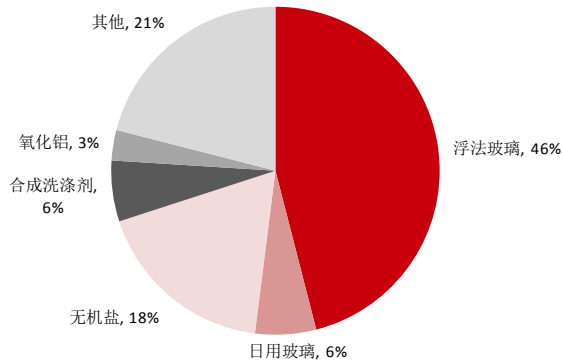
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 16：玻璃-纯碱-重油差



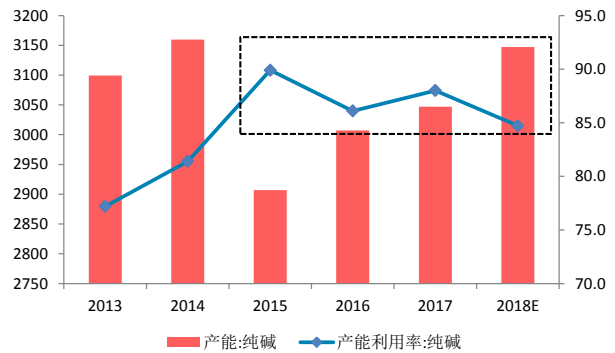
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

图 17：纯碱下游需求分布



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：纯碱产能利用率 2018 年或低于 85%



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

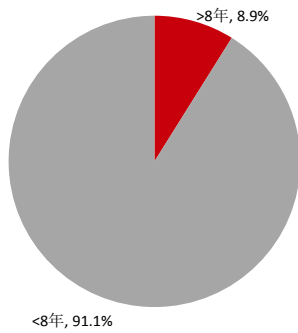
3.2. 安全垫：18 年浮法产线面临集中冷修

11 月以来的 9 条在产线关停之后，市场仍在等待“排污许可证”核发下的去产能推进动作。但即使未有更多产能关停，当前的供需基本面格局也呈现出明显改善的格局。我们综合梳理了玻璃产线的新增、停产、冷修产能。在不考虑更多政策性停产的情况下，2017 年，玻璃有效产能减少了 2.7%，2018 年，这一数据会继续缩减 2.3%。

玻璃浮法线窑龄大约 6-8 年需要检修一次。截止 2017 年年底，大概有近 9% 的窑炉年龄已超 8 年，2018 年集中冷修压力较大。简单汇总 2011 年以来价格和冷修量，玻璃平均价格和冷修量完全成反向关系。玻璃生产线具备 1-2 年的检修弹性，厂家在年度选择上具备一定主动权。即，只要玻璃价格涨，冷修量就会下降，而一旦玻璃价格下跌，冷修量提升。

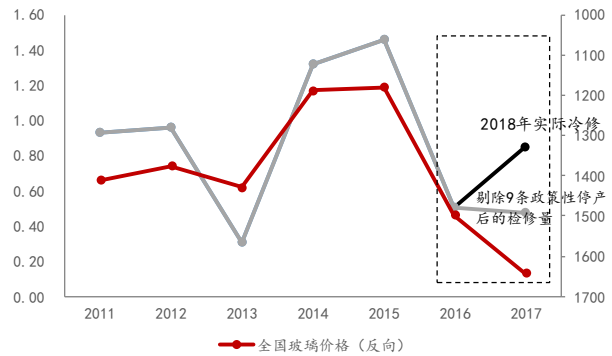
这一规律从 2011 年以来一直适用，但 2017 年略有变化。可以看到，即使剔除了 9 条政策性检修的浮法线，2017 年，也是首个玻璃价格在涨，但是浮法线却没有主动减少冷修的年份。这一现象的原因在于，由于耐火材料涨价，检修成本翻倍且预定期延长，2017 年部分浮法线推迟了检修计划。窑龄到期叠加 2017 年部分推迟的冷修产能，2018 年或能看到大量窑炉集中能修。而且，随着新进产能受限，全国浮法窑炉年龄重心不断抬高，工业品产能略有逐渐稀缺的态势。

图 19：18 年具备冷修条件产线占 9%



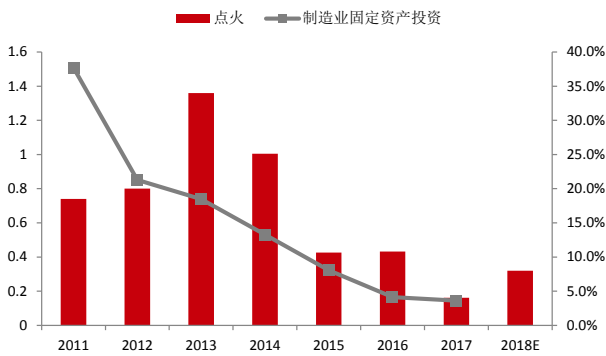
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：厂家具备冷修主动权



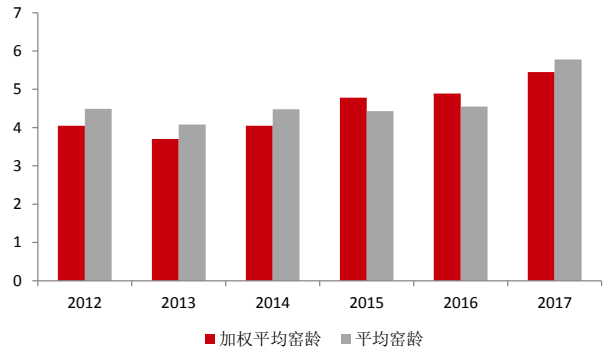
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿重量箱

图 21：玻璃新建产能变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：全国浮法玻璃产线平均窑炉年龄



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：年

表格 5. 玻璃有效产能变化 (2012-2018E)

	点火	冷修复产	停产	冷修	年末有效产能	有效产能变化	玻璃均价
2012	0.80	0.45	0.18	0.96	9.24	1.2%	1375
2013	1.36	0.27	0.17	0.31	10.39	12.4%	1429
2014	1.01	0.31	0.31	1.32	10.08	-3.0%	1188
2015	0.43	0.61	0.51	1.46	9.14	-9.2%	1179
2016	0.43	0.88	0.40	0.51	9.55	4.4%	1498
2017	0.16	0.43	0.00	0.85	9.30	-2.7%	1642
2018E	0.32	0.42	0.30	0.66	9.08	-2.3%	?

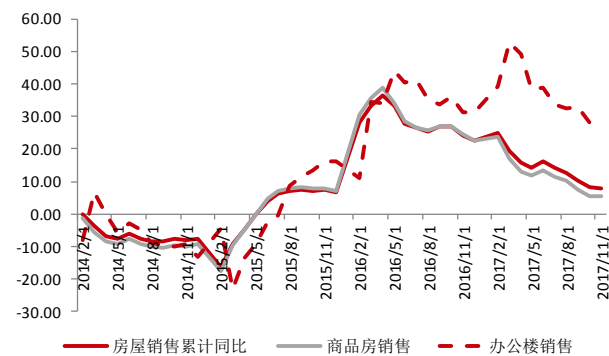
资料来源：中国玻璃信息网，川财证券研究所；

3.3. 下游需求温和，经济表现强大韧性

终端方面，玻璃下游 70%集中在房地产相关行业。因此，房地产周期是影响玻璃需求最重要的变量。对于玻璃等产品，主要用途集中幕墙、门窗以及家具家电，处于建筑周期后端。因此，更准确的说，玻璃需求取决于房地产竣工和销售面积。

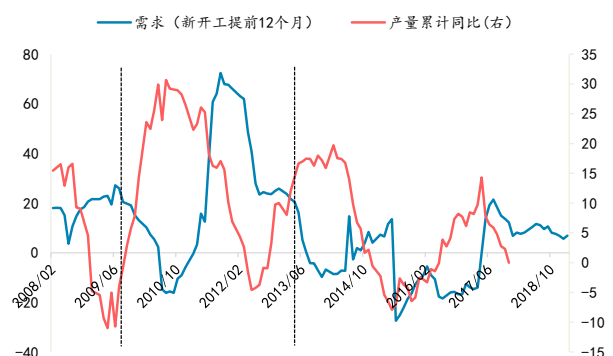
从今年的房地产数据表现看，2018 年房屋销售面临下滑压力。但以开工滞后 12 个月推算的房屋竣工面积小幅回升。叠加 2018 年棚户区改造目标上调至 580 万套的政策信号，2018 年玻璃下游需求预计持平。

图 23：房屋销售 2018 年温和回落



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24：房屋竣工需求滞后开工 12 个月



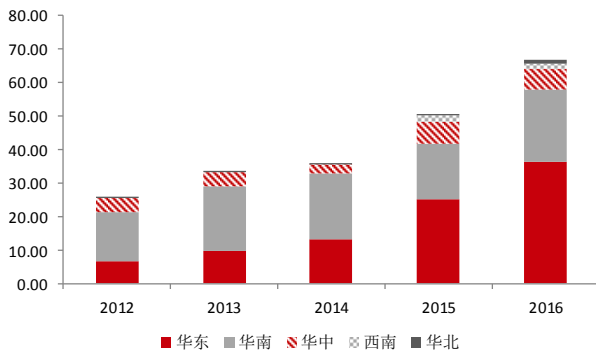
资料来源：Wind，川财证券研究所

3.4. 产能收缩下，华南龙头企业最为受益

3.4.1. 公司系华南龙头，成本、销售双受益

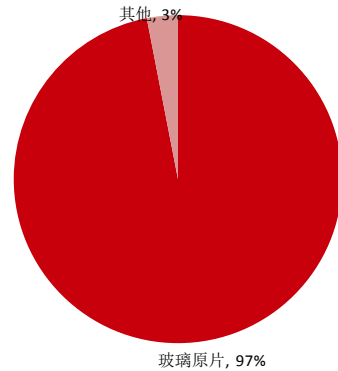
此次华北玻璃产能收缩体现在两个层面，一是原片供应端，缩减在产产能 4%，且仍有继续扩大态势；二是原片深加工产线关停。华南和华东作为最大的两个生产和消费地最为获益，既不受产能收缩冲击，又能够充分享受需求从华北转移的溢出效应。旗滨作为国内 A 股最大的浮法玻璃企业，产销集中华东和华南地区，无疑最能受益行业供需改善。

图 25: 主营业务收入-分地区



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 主营业务收入-分品种



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 6. 旗滨浮法产能

地区/产线	产能	状态	点火时间
浙江			
浙玻长兴玻璃有限公司一线	800	点火	2017.12
浙玻长兴玻璃有限公司四线	600	浮白	2015.10
浙玻长兴玻璃有限公司三线	600	浮白	2015.07
浙玻长兴玻璃有限公司二线	800	浮白	2014.12
浙玻平湖玻璃有限公司一线	500	冷修	2008.03
浙玻平湖玻璃有限公司二线	600	浮白	2014.09
浙玻陶堰一线	600	浮白	2014.01
浙玻陶堰二线	600	浮白	2014.01
福建			
漳州旗滨玻璃公司一线	900	冷修	2008.12
漳州旗滨玻璃公司五线	600	绿玻	2012.01
漳州旗滨玻璃公司四线	800	浮白	2011.08
漳州旗滨玻璃公司三线	600	浮白	2010.01
漳州旗滨玻璃公司七线	700	浮白	2013.08
漳州旗滨玻璃公司六线	600	浮白	2012.07
漳州旗滨玻璃公司二线	600	在产, 2018 年需要冷修	2009.11
漳州旗滨玻璃公司八线	800	浮白	2013.12
广州			
广东河源旗滨一线	800	浮白	2012.05
广东河源旗滨二线	600	浮白	2013.08
湖南			
醴陵旗滨一线	600	浮白	2014.07
醴陵旗滨五线	500	冷修	2016.03
醴陵旗滨四线	600	浮白	2015.06
醴陵旗滨三线	900	浮白	2014.12
醴陵旗滨二线	500	颜色玻璃	2014.08

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.4.2. 公司深加工盈利逐步兑现 行业周期与个股成长共振

玻璃上游供应主要分为两类，一类是上游的浮法原片生产，另一类是中游深加工环节。从上文公司对比可以看到，浮法原片生产周期性波动强，平均利润率低。中游深加工行业受制于技术和终端销售门槛，整体经营更为稳健，行业利润率多在 40% 以上。

表格 7. 玻璃原片及各类深加工用途和市场现状

品种	用途	主要参与者和技术壁垒	毛利率
浮法原片	直送终端/ 深加工	集中度不高，资金密集型，同质化程度高，利润周期波动大	20%
钢化玻璃、中空玻璃、夹胶玻璃	建筑	准入门槛低，中小加工企业多，60%的中小企业提供 80%的产能。非标件多，难以规模化 行业惯例工程垫资、信用风险高	40%
汽车玻璃	交通	规模化程度高，技术门槛，福耀玻璃垄断	50%-70%
Low-E 玻璃	建筑	膜系设计的能力缺乏，核心组件靠进口。产能利用率难以提升是技术瓶颈，目前行业利用率仅 50%	40%
光伏玻璃	光伏	光伏发电装机市场容量，技术门槛	-10%-10%
电子/显示屏	电子	技术门槛	35%

资料来源：公开资料，川财证券研究所

横向对比旗滨和其他玻璃上市公司。旗滨最为显著的特点在于，主要业务集中在浮法原片，下游利润率更为稳定的深加工产业链涉及较少。为抵御周期波动，实现周期到成长的迈进，旗滨自 2015 年开始积极布局下游深加工产业链。

表格 8. 玻璃上市公司主营业务对比

公司	代码	原片	工程玻璃	汽车玻璃	太阳能玻璃	电子及显示器
福耀玻璃	600660.SH	4%	-	96%	-	-
信义	0868.HK	51%	20%	29%	-	-
旗滨集团	601636.SH	97%	1%		-	-
南玻 A	000012.SZ	45%	33%	-	26%	5%
金晶科技	600586.SH	26%	-	-	8%	-
凯盛科技	600552.SH	-	-	-	-	80%
洛阳玻璃	600876.SH	-	-	-	-	100%
耀皮玻璃	600819.SH	25%	50%	25%	-	-
亚玛顿	002623.S	-	-	-	70%	-
金刚玻璃	300093.SZ	-	100%	-	-	-

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从 2015 年以来，公司开始积极布局下游深加工和海外市场。目前，马来西亚两条 600D/T 节能玻璃产线已于 2017 年上半年投产，2017 年四季度预计开始贡献业绩。光伏、中空、镀膜等深加工产线仍然在建，预计 2018 年开始贡献业绩。

表格 9. 旗滨深加工产能

地区	产线	状态
广东省惠州	LOW-E 镀膜生产线	在建
湖南省郴州	700t/d 光电材料	在建
湖南省郴州	1000t/d 光伏封装材料生产线	在建
浙江绍兴	节能玻璃	在建
马来西亚	节能玻璃	2017 年 3 月底点火

资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、估值评级：给予“增持”评级

预计公司 2017-2019 年公司营业收入分别为 78、80 和 98 亿元，归属于母公司净利润分别为 10.9、14.6 和 16.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.56 和 0.64 元，对应 PE 分别为 16.90、12.63 和 11.11 倍。考虑行业 PE (TTM) 为 23 倍，公司为 20 倍，公司合理 PE (TTM) 在 23 倍左右，故给予“增持”评级。

表格 10. 公司盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	6,960	7800	8024	9800
+/-%	34.6%	12.1%	2.9%	22.1%
净利润(百万)	835	1093	1462	1662
+/-%	387%	30.9%	33.8%	13.7%
EPS(元)	0.32	0.42	0.56	0.64
PE	22.11	16.90	12.63	11.11

风险提示

需求大幅下滑

本文核心逻辑在于环保许可证核发以及行业集中冷修下的供应端收缩导致行业利润改善。需求端 2018 年假设整体平稳。但从 2017 年房屋销售数据来看，2018 年房地产市场面临一定需求下滑风险。若需求端出现超预期下滑，供应端收缩逻辑不再可靠。

环保、排污许可证政策松动

截止 12 月底，环保许可证核发工作尚未完成。2018 年环保政策的推动和变化，将会影响股价的空间和节奏。环保政策需要持续关注。

纯碱等原料产品环保政策变动即

从污染源角度考虑，玻璃生产、加工环节面临污染。上游纯碱生产环节也同样有污染问题。若环保政策导致纯碱限产，纯碱和玻璃的供需平衡将再度打破。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2411	2951	3063	6418	营业收入	6961	7800	8024	9800
现金	824	811	815	3914	营业成本	4919	5920	6512	7163
应收账款	10	18	15	18	营业税金及附加	95	72	80	101
其他应收款	31	31	33	40	营业费用	47	48	50	62
预付账款	49	49	58	62	管理费用	683	907	832	857
存货	1136	1691	1760	1926	财务费用	264	265	177	132
其他流动资产	361	351	382	457	资产减值损失	7	6	6	6
非流动资产	9955	9828	9476	8799	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	33	36	35	投资净收益	-4	250	500	500
固定资产	8110	8344	7982	7262	营业利润	941	833	867	1979
无形资产	814	861	909	957	营业外收入	117	663	1043	198
其他非流动资产	990	589	550	545	营业外支出	38	100	70	75
资产总计	12366	12779	12539	15217	利润总额	1019	1396	1840	2102
流动负债	4344	4858	2970	4429	所得税	185	303	378	440
短期借款	2311	2130	230	1518	净利润	835	1093	1462	1662
应付账款	674	1255	1266	1366	少数股东损益	-0	-0	-0	-1
其他流动负债	1359	1473	1474	1545	归属母公司净利润	835	1093	1463	1663
非流动负债	1998	1025	1467	1424	EBITDA	2048	1776	1770	2850
长期借款	1023	1023	1023	1023	EPS (元)	0.32	0.42	0.56	0.64
其他非流动负债	974	2	444	401					
负债合计	6341	5883	4437	5853	主要财务比率				
少数股东权益	-0	-1	-1	-2	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	2608	2608	2608	2608	成长能力				
资本公积	1466	1466	1466	1466	营业收入	34.7%	12.1%	2.9%	22.1%
留存收益	2116	2822	4029	5292	营业利润	593.8%	-11.5%	4.1%	128.3%
归属母公司股东权益	6025	6896	8103	9366	归属于母公司净利润	387.4%	30.9%	33.8%	13.7%
负债和股东权益	12366	12779	12539	15217	获利能力				
					毛利率(%)	29.3%	24.1%	18.8%	26.9%
					净利率(%)	2.8%	(%)	12.0%	14.0%
					ROE(%)	13.9%	15.8%	18.0%	17.8%
					ROIC(%)	10.5%	9.2%	9.1%	19.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	51.3%	46.0%	35.4%	38.5%
					净负债比率(%)	61.25%	62.04%	39.91%	52.40%
					流动比率	0.56	0.61	1.03	1.45
					速动比率	0.29	0.26	0.44	1.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.62	0.63	0.71
					应收账款周转率	630	528	439	529
					应付账款周转率	5.58	6.14	5.17	5.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.56	0.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.38	0.84	0.73
					每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.64	3.11	3.59
					估值比率				
					P/E	22.11	16.90	12.63	11.11
					P/B	3.07	2.68	2.28	1.97
					EV/EBITDA	11	12	12	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1659	989	2187	1901
净利润	835	1093	1462	1662
折旧摊销	843	678	726	739
财务费用	264	265	177	132
投资损失	4	-250	-500	-500
营运资金变动	-327	-24	-115	-95
其他经营现金流	40	-772	438	-37
投资活动现金流	-772	-285	130	434
资本支出	715	500	300	0
长期投资	-46	-27	2	-1
其他投资现金流	-103	188	433	433
筹资活动现金流	-715	-718	-2313	765
短期借款	133	-181	-1900	1288
长期借款	-772	0	0	0
普通股增加	83	0	0	0
资本公积增加	115	0	0	0
其他筹资现金流	-274	-537	-413	-523
现金净增加额	177	-13	4	3099

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001