

# 旗滨集团 (601636)

## 环保趋严助力落后产能淘汰，浮法玻璃龙头持续高增长

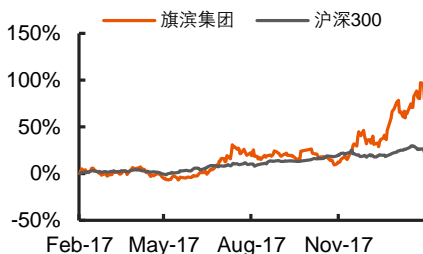
### 推荐 (首次)

现价: 7.21 元

#### 主要数据

行业	建筑
公司网址	www.kibing-glass.com
大股东/持股	福建旗滨集团/32.55%
实际控制人	俞其兵
总股本(百万股)	2,693
流通 A 股(百万股)	2,513
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	194.13
流通 A 股市值(亿元)	181.18
每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	48.40

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**严晓情** 投资咨询资格编号  
S1060517070005  
021-20662256  
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**吴佳鹏** 一般从业资格编号  
S1060117080044  
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

- **浮法玻璃行业龙头，产能布局区位优势明显：**旗滨集团是国内玻璃原片生产行业龙头，公司实际控制人是俞其兵先生，合计持股 48.83%。公司玻璃总产能达到 16400 吨/日，其中国内产能 15200 吨/日，占国内在产产能 10.6%。公司业绩快速增长，17 年前三季度实现收入 54.9 亿元，YoY+15.9%，归母净利 8.3 亿元，YoY+90.9%。公司成本优势明显，平板玻璃毛利率高于同行，16 年达 29.1%，一方面由于公司产能集中在华东、华南地区，靠近玻璃终端消费市场且水路运输方便，运输成本较低；另一方面则因为公司拥有硅砂采矿权，硅砂到厂成本仅为市场价 1/3。
- **地产投资显韧性，18 年玻璃需求将保持平稳：**17 年我国平板玻璃产量 7.90 亿重箱，YoY-2%，其中行业下游需求 75%来自于房地产，受益地产投资保持韧性，2017 年我国浮法玻璃产量达 6.11 亿重箱，YoY+3.9%，销量达 6.07 亿重箱，YoY+3%。我们预计 2018 年地产投资韧性仍较强，在政府加大土地供应的背景下，2018 年房屋新开工面积增速将维持平稳，对国内玻璃行业需求形成支撑。
- **环保趋严助力落后产能淘汰，供给收缩将支撑价格维持高位：**受环保趋严影响，17 年 11 月底来河北地区关停了 12 条未获排污许可证生产线，合计产能 8200 吨/日，占全国在产产能 5.3%。行政去产能叠加冬季限产导致行业供给收缩，17Q4 以来玻璃价格持续上行。

我们预计 2018 年玻璃在产产能将缩减 5%左右，支撑玻璃价格有望维持高位：1) 目前国内仍有超过 18000 吨/日的产能 (占全国比重 12%) 未取得排污许可证，未来存在关停的可能性；2) 目前国内窑龄到期的在产产能超过 18000 吨/日 (占全国比重 12%)，2018 年将进入产能冷修高峰期；3) 2018 年计划复产以及新点火产能 11000 吨/日 (占全国比重 7.1%)，不考虑未获排污许可证导致的产能关停，预计 2018 年在产产能将缩减 5%左右。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5169	6,961	7,753	9,102	9,483
YoY(%)	39.1	34.7	11.4	17.4	4.2
净利润(百万元)	171	835	1,104	1,488	1,624
YoY(%)	-22.5	387.4	32.2	34.8	9.1
毛利率(%)	18.0	29.3	30.7	33.3	34.8
净利率(%)	3.3	12.0	14.2	16.3	17.1
ROE(%)	3.3	13.9	16.2	18.9	18.0
EPS(摊薄/元)	0.06	0.31	0.41	0.55	0.60
P/E(倍)	113.3	23.2	17.6	13.0	12.0
P/B(倍)	3.8	3.2	2.8	2.5	2.1

- **原料价格有望回落，玻璃产品盈利提升可期：**浮法玻璃生产成本中占比较高主要为纯碱（约 30%）与燃料（约 20~30%）。由于玻璃占纯碱下游需求比重超 40%，17 年 12 月份以来，受玻璃供给收缩影响，纯碱价格降幅超 20%。目前玻璃行业仍处去产能阶段，我们预计未来纯碱需求将保持稳定，纯碱价格走势将稳中有降。此外，玻璃生产线采用的燃料主要包括天然气/煤炭/石油焦等，占比分别为 39%/22%/22%，企业通常为生产线配备两套或更多的燃烧系统以应对燃料价格波动。我们预计未来天然气价格将保持稳中有降的趋势，煤炭价格有望高位回落，玻璃产品与原料价差将有望进一步扩大，提升企业盈利能力。
- **盈利预测与投资建议：**公司是浮法玻璃行业龙头，产能布局集中在华东/华南，区位优势明显。环保趋严助推落后产能淘汰，2018 年玻璃供给收缩将支撑玻璃价格维持高位。原料价格回落将助力企业盈利能力提升，公司业绩将延续高增长。我们预计 2017~2019 年公司 EPS 为 0.41 元、0.55 元和 0.60 元，对应当前 PE 为 18 倍、13 倍和 12 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**环保政策执行不达预期；天然气、石油焦、纯碱等原材料价格大幅上涨；房地产投资大幅下行；玻璃深加工业务开展不及预期。

# 正文目录

<b>一、浮法玻璃行业龙头，产能布局区位优势明显</b>	6
1.1 浮法玻璃行业龙头，产能国内第二	6
1.2 公司深耕华东/华南地区，16年以来业绩维持高增长	7
1.3 公司平板玻璃毛利率高于同业，产能布局合理造就成本优势	9
<b>二、地产投资显韧性，玻璃行业需求将保持平稳</b>	10
2.1 玻璃行业周期性显著，供给侧改革成为行业景气回升新动力	10
2.2 地产投资韧性仍较强，玻璃行业需求将保持平稳	13
<b>三、环保趋严助推落后产能淘汰，供给收缩支撑价格维持高位</b>	14
3.1 玻璃总产能处历史高位，行业集中度具备提升空间	14
3.2 环保政策加码助推落后产能淘汰，供给收缩支撑玻璃价格上行	15
<b>四、原料价格有望进一步回落，玻璃产品盈利提升可期</b>	20
<b>五、公司积极推动转型升级，拓展玻璃深加工业务</b>	21
<b>六、盈利预测与投资建议</b>	23
<b>七、风险提示</b>	25

# 图表目录

图表 1	公司发展历程 .....	6
图表 2	公司股权结构情况 .....	6
图表 3	2010 年以来公司产能快速扩张 .....	6
图表 4	公司国内生产线分布情况 .....	7
图表 5	2016 年公司分板块收入占比情况对比 .....	8
图表 6	公司玻璃原片、玻璃加工业务毛利率对比情况 .....	8
图表 7	2016 年公司收入分地区占比情况 .....	8
图表 8	公司业务重点区域收入增速情况 .....	8
图表 9	2017 年前三季度公司收入同比增长 15.9% .....	8
图表 10	2017 年前三季度公司归母净利润同比增长 90.9% .....	8
图表 11	各公司平板玻璃产品毛利率情况对比 .....	9
图表 12	各公司平板玻璃箱均价情况对比(单位: 元/重箱) .....	9
图表 13	平板玻璃箱成本情况对比(单位: 元/重箱) .....	9
图表 14	平板玻璃产品箱毛利情况对比(单位: 元/重箱) .....	9
图表 15	公司大部分生产线布置在码头、运河沿线 .....	10
图表 16	玻璃行业产业链 .....	11
图表 17	2017 年我国平板玻璃产量达 7.90 亿重箱 .....	11
图表 18	我国玻璃行业下游需求结构 .....	11
图表 19	2017 年我国浮法玻璃销量 6.07 亿重箱, YoY+3% .....	11
图表 20	房地产投资与浮法玻璃销量增速、现货价格情况对比 .....	12
图表 21	房屋新开工及竣工面积增速与玻璃现货价格情况对比 .....	13
图表 22	2017 年商品房销售面积增速为 7.7% .....	13
图表 23	商品房待售面积同比持续下行 .....	13
图表 24	我国商品房存销比持续下行 .....	14
图表 25	2017 年以来全国购置土地面积/费增速不断提升 .....	14
图表 26	09~10、12~14 年为我国玻璃产能投放高峰期 .....	14
图表 27	2012 年以来历年在产产能变动情况 .....	14
图表 28	国内主要玻璃企业产能情况对比 .....	15
图表 29	我国大陆地区玻璃行业在产产能分布情况 .....	15
图表 30	河北邢台地区关停生产线详情 .....	16
图表 31	近期平板玻璃行业相关产能政策情况 .....	16
图表 32	主要城市浮法玻璃现货平均价情况 .....	17
图表 33	国内在产玻璃生产线投产/复产时间分布情况 .....	18
图表 34	我国玻璃行业在建产能情况 .....	18
图表 35	筹建生产线情况 .....	19
图表 36	2018 年冷修有望点火的生产线统计 .....	19

图表 37 沙河地区不同燃料的玻璃生产线生产成本占比 .....	20
图表 38 2018 年重质纯碱市场价格迅速回落 .....	20
图表 39 不同燃料生产线占比情况 .....	20
图表 40 我国工业用天然气价格保持稳定 .....	20
图表 41 2017 年下半年我国煤炭价格快速上涨 .....	21
图表 42 2017 年以来我国石油焦价格持续上涨 .....	21
图表 43 玻璃-重质纯碱价差情况.....	21
图表 44 2017 年以来国内玻璃深加工制品保持稳定增长 .....	22
图表 45 南玻 A 工程玻璃毛利率较平板玻璃更加稳定.....	22
图表 46 信义玻璃工程玻璃毛利率较平板玻璃更加稳定 .....	22
图表 47 公司玻璃加工业务产销量快速增长.....	22
图表 48 公司节能玻璃项目生产线投资情况.....	23
图表 49 公司营业收入预测 .....	23
图表 50 不同玻璃价格情景下的业绩弹性测算 .....	24
图表 51 不同纯碱成本下的业绩弹性预测 .....	24
图表 52 旗滨集团历史 PE-Bands ( TTM ) .....	25
图表 53 行业可比公司估值比较.....	25

## 一、浮法玻璃行业龙头，产能布局区位优势明显

### 1.1 浮法玻璃行业龙头，产能国内第二

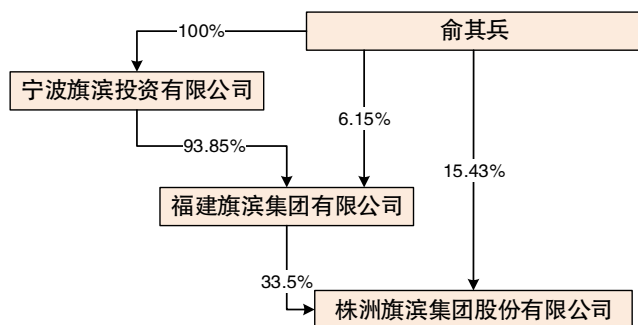
旗滨集团是国内玻璃原片生产行业龙头，公司实际控制人是俞其兵先生，合计持有公司 48.83% 的股权。自 2010 年上市以来，公司积极通过新建、并购等方式实现产能的快速扩张。截止 2017 年，公司总设计产能达到 16400 吨/天（国内产能 15200 吨/天），国内产能份额占比达 9.3%，从 2010 年的国内产能第十跃升至国内第二。公司目前拥有福建漳州、湖南醴陵、广东河源、浙江平湖、长兴、陶堰以及马来西亚等七大生产基地。

图表1 公司发展历程



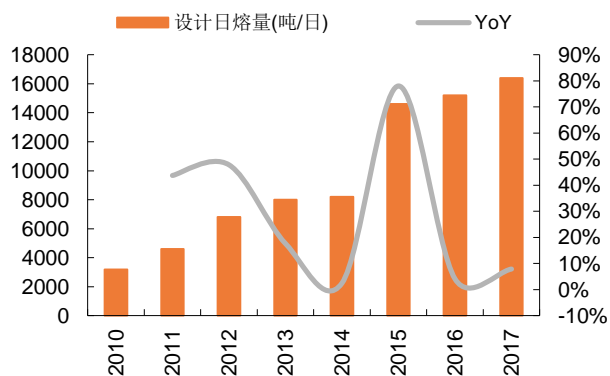
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表2 公司股权结构情况



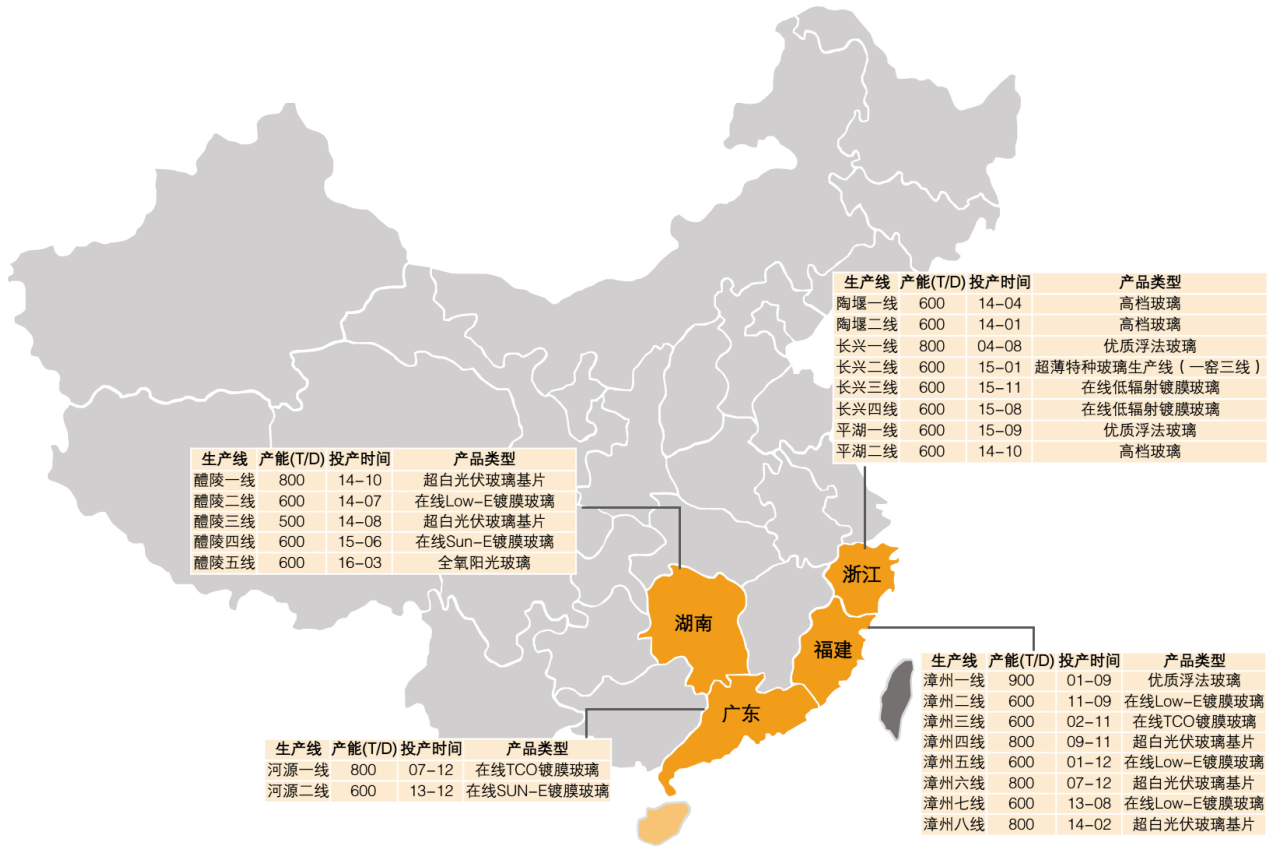
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 2010年以来公司产能快速扩张



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司国内生产线分布情况

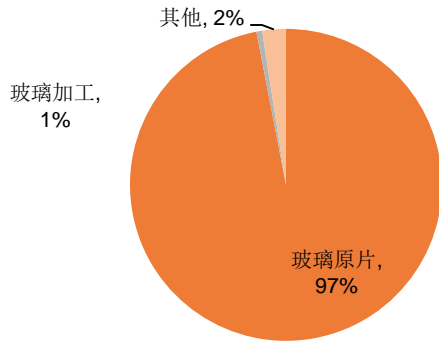


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 公司深耕华东/华南地区，16年以来业绩维持高增长

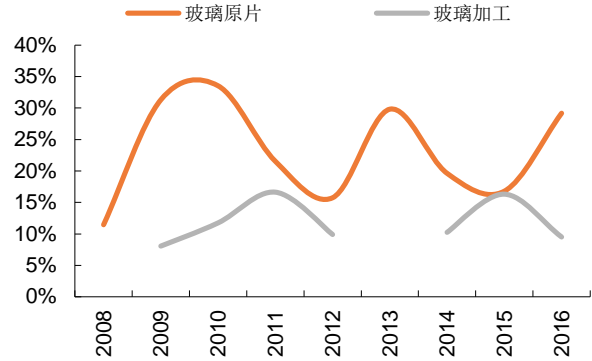
公司业务以玻璃原片生产为主，2016年公司玻璃业务收入占比达97%。从业务区域分布上看，公司玻璃产品销售收入主要来自于华东、华南和华中地区，三地销售收入占比分别达到了53%、31%和9%。从三地的收入增速看，2016年华东、华南及华中地区的收入增速分别43%、31%和-7%，其中收入增速最为稳定的为华东地区，2009年以来，华东地区的收入同比增速一直保持在30%以上。2016年以来，公司业绩保持快速增长。2017年前三季度，公司实现收入54.9亿元，YoY+15.9%，实现归母净利润8.3亿元，YoY+90.9%。

图表5 2016年公司分板块收入占比情况对比



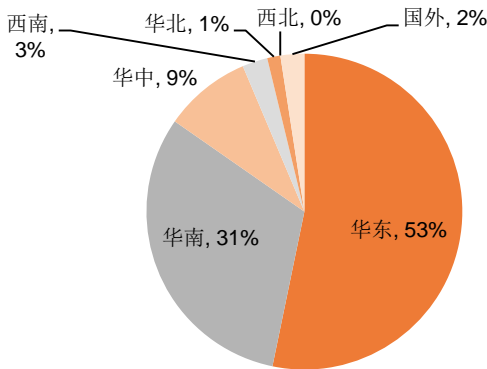
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司玻璃原片、玻璃加工业务毛利率对比情况



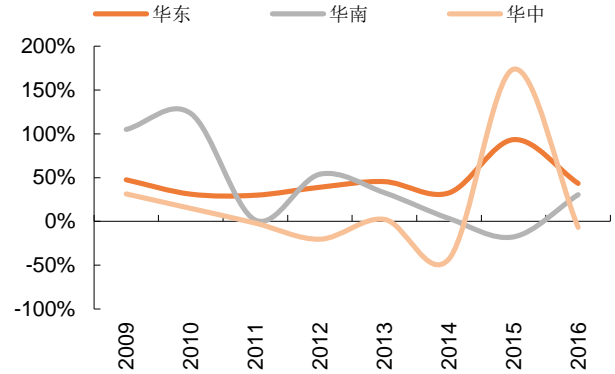
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2016年公司收入分地区占比情况



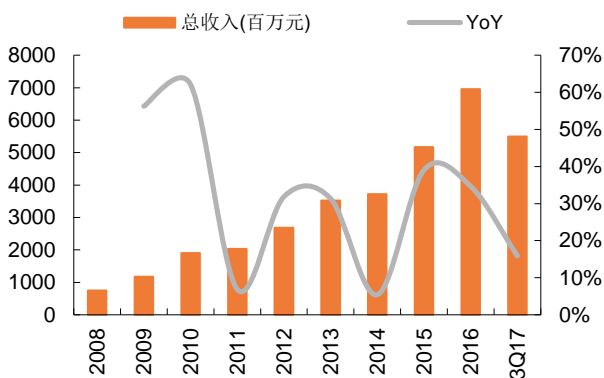
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司业务重点区域收入增速情况



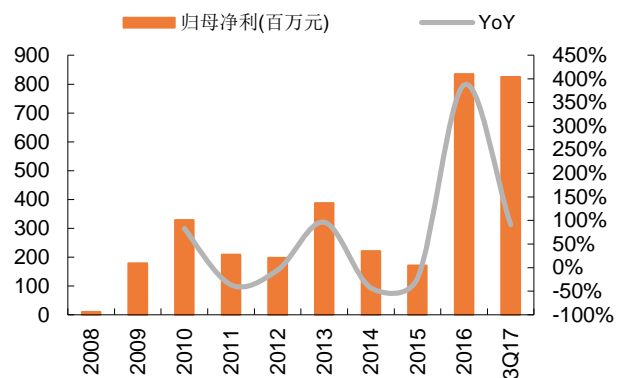
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 2017年前三季度公司收入同比增长15.9%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 2017年前三季度公司归母净利润同比增长90.9%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

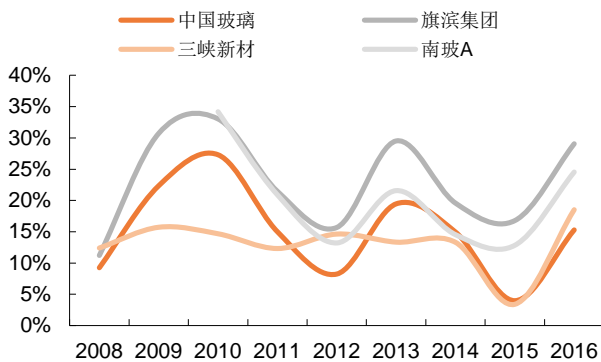


### 1.3 公司平板玻璃毛利率高于同业，产能布局合理造就成本优势

2012 年以来，伴随产能规模快速扩张，公司平板玻璃毛利率一直高于同行。其中，2016 年公司平板玻璃产品毛利率达 29.1%，较南玻 A、三峡新材、中国玻璃的平板玻璃产品毛利率分别高出为 4.6pct、10.6pct 和 13.8pct。公司毛利率领先主要是由于公司平板玻璃产品箱成本低于同行。从销售均价看，2016 年旗滨/南玻 A/三峡新材/中国玻璃销售均价分别为 59.4/85.0/55.3/64.0 元/重箱，公司仅处于行业平均水平；从成本端看，2016 年旗滨平板玻璃箱成本为 42.12 元/重箱，旗滨箱成本较南玻 A/三峡新材/中国玻璃分别低 22.1、3.0、12.1 元/重箱。

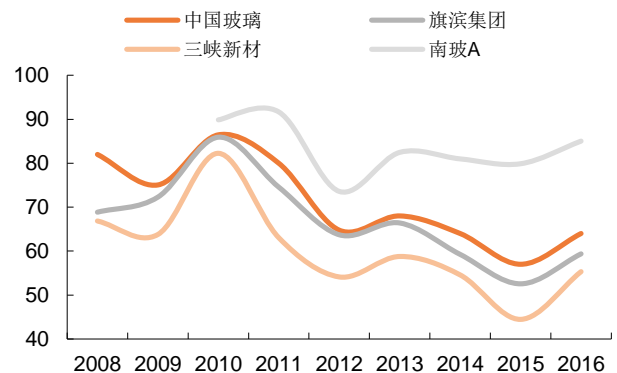
公司的成本优势主要得益于公司产能的合理布局以及公司对上游原材料硅砂开采行业的延伸。一方面，公司生产线主要位于华东、华南地区，靠近终端消费市场，而且公司绝大部分生产线均靠近江河码头，公司原材料采购运输以水运为主，运费低于其他以汽运为主的玻璃厂家；此外，公司拥有硅砂采矿权，能够完全自给自足，保障自身生产需要，助力公司成本下降。目前公司所用硅砂每吨到厂成本仅为目前市场上硅砂到厂价格的三分之一，具备较强成本优势。

图表11 各公司平板玻璃产品毛利率情况对比



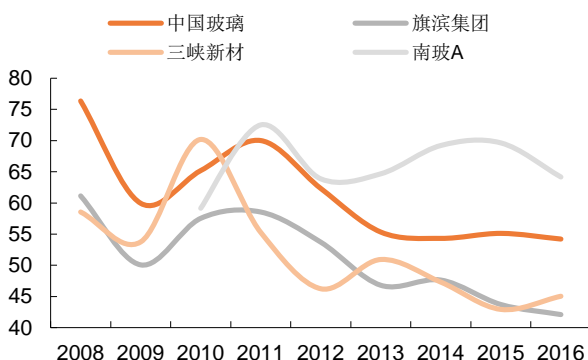
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 各公司平板玻璃箱均价情况对比(单位：元/重箱)



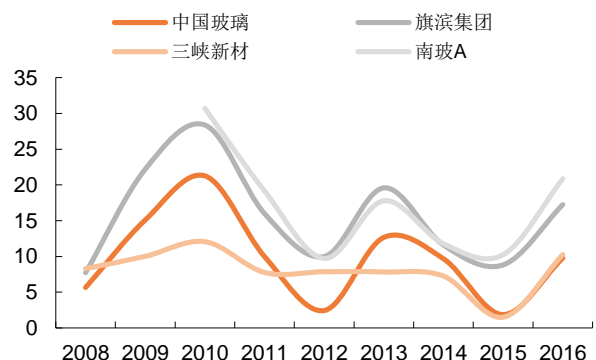
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 平板玻璃箱成本情况对比(单位：元/重箱)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 平板玻璃产品箱毛利情况对比(单位：元/重箱)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表15 公司大部分生产线布置在码头、运河沿线



资料来源：百度地图，谷歌地图，平安证券研究所

## 二、 地产投资显韧性，玻璃行业需求将保持平稳

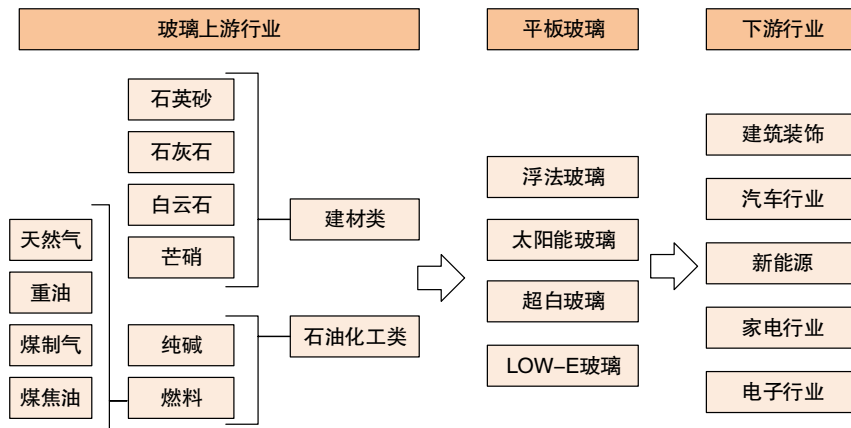
### 2.1 玻璃行业周期性显著，供给侧改革成为行业景气回升新动力

由于我国玻璃行业下游需求主要集中在地产行业，长期以来需求变化是决定行业景气周期的关键因素。近年来随着我国地产投资增速逐步下行，我国玻璃行业进入存量博弈阶段。2016年以来，由于我国玻璃行业供给侧改革的持续推进，行业内落后产能不断退出，在需求端保持平稳的情况下，供给端变动成为了行业景气周期的新驱动因素。

我国平板玻璃行业上游主要为原材料，主要可分为建材类与石油化工类。其中建材类原材料主要包括石英砂、石灰石、白云石和芒硝等，石油化工类原料主要为纯碱和燃料，目前国内平板玻璃生产线的燃料以天然气、重油、煤制气和煤焦油。

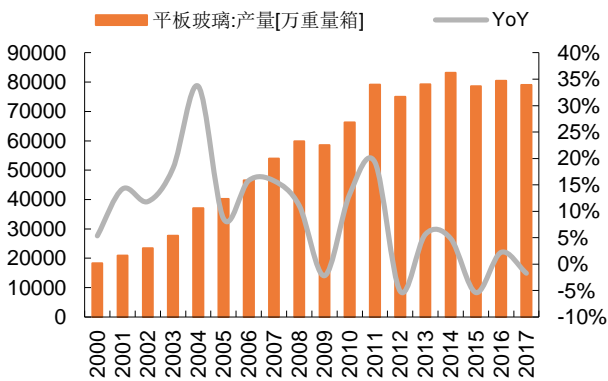
从玻璃行业下游需求结构看，我国玻璃下游需求 75%来自于房地产，10%来自于汽车行业，5%用于出口。单一的需求结构决定了我国玻璃行业受地产投资的影响显著，存在较强的周期性。2013年以来，我国平板玻璃产量规模维持高位，2017年产量达 7.90 亿重箱，同比下滑了 2%。受益地产投资保持韧性，2017年我国浮法玻璃销量达 6.07 重箱，同比增长 3%。

图表16 玻璃行业产业链



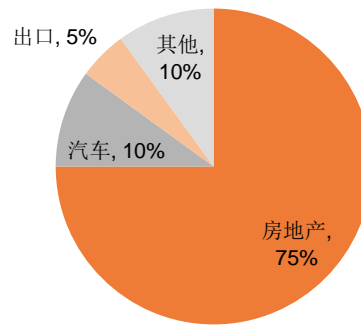
资料来源：玻璃信息网，平安证券研究所

图表17 2017年我国平板玻璃产量达7.90亿重箱



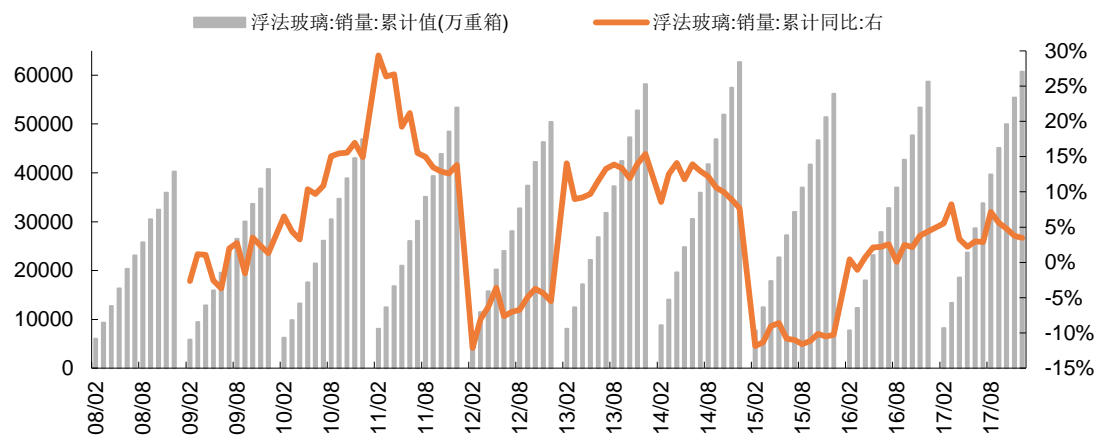
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 我国玻璃行业下游需求结构



资料来源：玻璃信息网，平安证券研究所

图表19 2017年我国浮法玻璃销量6.07亿重箱，YoY+3%



资料来源：Wind，平安证券研究所

玻璃原片作为玻璃工业的初级产品，同质化程度高，企业难以通过推动自身产品差异化提高议价能力，因而玻璃产品价格受下游需求、行业供给与原材料成本波动影响显著。2009年以来，我国玻璃行业发展主要可分为以下6个阶段：

1) **2009Q1~2009Q4**：“经济危机”过后，我国于2008年11月推出“四万亿”投资计划，房地产投资大幅上行，玻璃价格触底后快速反弹；

2) **2010Q1~2012Q1**：我国实施房地产调控，房地产投资增速下行，房屋竣工面积增速回落至个位数，同时2008-2009年生产线的大量投放导致供给快速提升，产能过剩情况凸显，产能利用率大幅下降，玻璃价格大幅下滑；

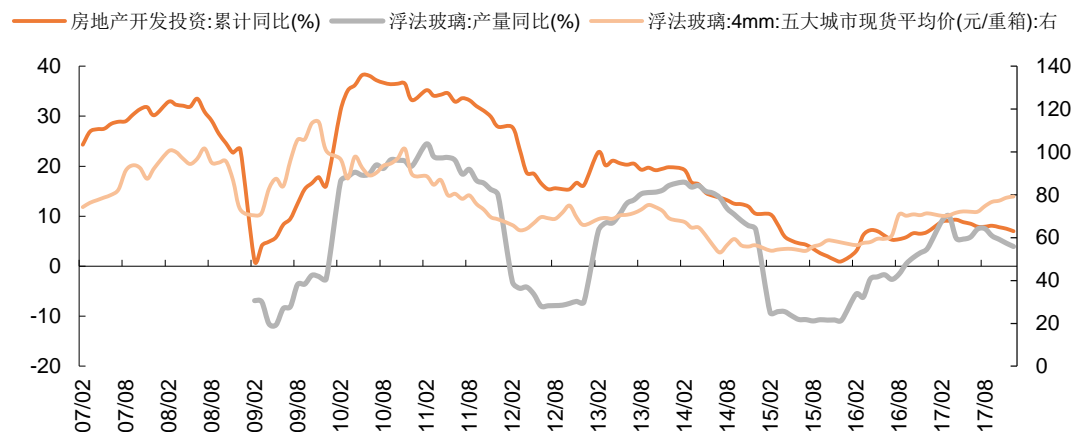
3) **2012Q2~2013Q3**：房地产投资小幅上行，“四万亿”期间开工项目集中进入竣工验收阶段，玻璃需求集中释放，玻璃现货价格止跌回升，小幅反弹，与此同时纯碱价格维持低位，燃料价格持续下行，行业盈利客观，产能保持快速增长，2012年新增产能创历史新高；

4) **2013Q4~2016Q1**：“四万亿”政策影响逐步褪去，房地产投资持续下行，汽车销量增速持续下行，需求玻璃产能过剩情况凸显，玻璃价格出现大幅下降，沙河地区价格下跌超20%；

5) **2016Q1~2017Q2**：我国“稳增长”政策发力，房地产投资持续回升，房屋竣工增速回升，需求持续好转；此外，2013~2014年期间行业需求不佳导致厂家关停部分生产线，企业复产较为谨慎，“僵尸”产能大幅增加，行业供给压力减小。此外，成本端纯碱、燃料价格大幅上涨，推动玻璃现货价格持续走高，沙河地区玻璃价格上涨超50%。

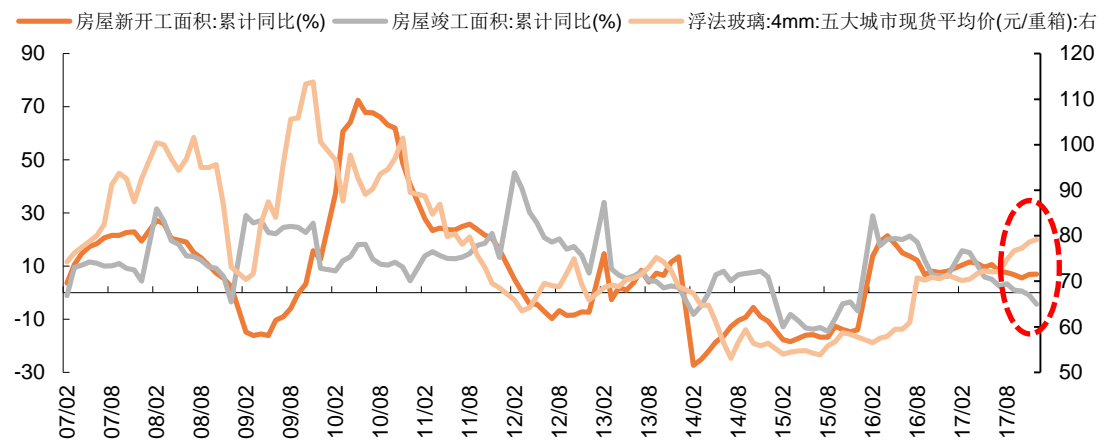
6) **2017Q3~至今**：我国开启玻璃行业政策性去产能大幕，11月份河北邢台对没有取得排污许可证的9条生产线进行关停，我国浮法玻璃开工率下降了近2个百分点，行业供给迅速减少，在终端需求未见明显减弱的情况下，我国浮法玻璃价格持续上涨。

**图表20 房地产投资与浮法玻璃销量增速、现货价格情况对比**



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 房屋新开工及竣工面积增速与玻璃现货价格情况对比



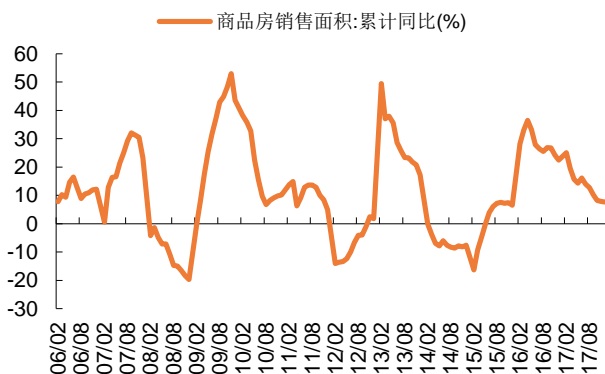
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 地产投资韧性仍较强，玻璃行业需求将保持平稳

从需求端看，我们预计 2018 年地产投资韧性仍较强，在政府增加土地供应以及集体土地入市等多重政策的作用下，2018 年房屋新开工面积增速将维持平稳，对国内玻璃行业市场形成支撑。2017 年下半年以来，受房地产调控政策与金融去杠杆影响，我国商品房销售面积增速持续下行，2017 年全年商品房销售面积增速为 7.7%，同比下降 14.8pct。由于我国商品房去库存持续推进，2017 年以来我国商品房待售面积持续下滑，全年同比减少 15.3%。2015 年下半年以来，我国商品房存销比持续下行，截至 2017 年 12 月，我国商品房存销比已回落至 3.37 个月。

为了抑制房价过快上涨，2017 年以来政府加大土地供应，在去化周期持续缩短的背景下，房企积极拿地，2017 年购置土地面积同比增长 15.8%，土地购置费同比增长 23.4%，带动我国地产投资保持韧性。受土地购置面积高速增长推动，我国房屋新开工面积超预期，2017 年全年同比增长 7.0%，自 17 年 10 月份以来连续两月回升。我们认为在政府增加土地供应以及集体土地入市等多重政策的作用下，2018 年房屋新开工面积增速将维持平稳，对国内玻璃行业市场形成支撑。

图表22 2017 年商品房销售面积增速为 7.7%



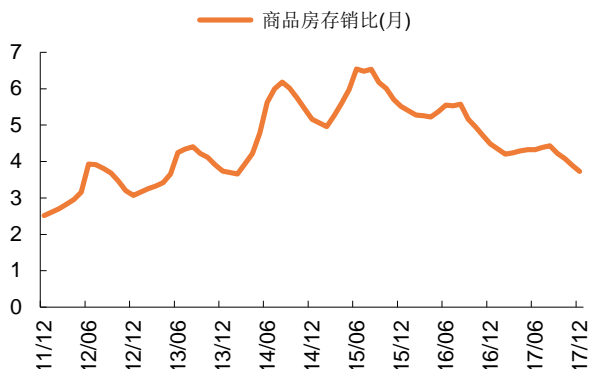
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 商品房待售面积同比持续下行



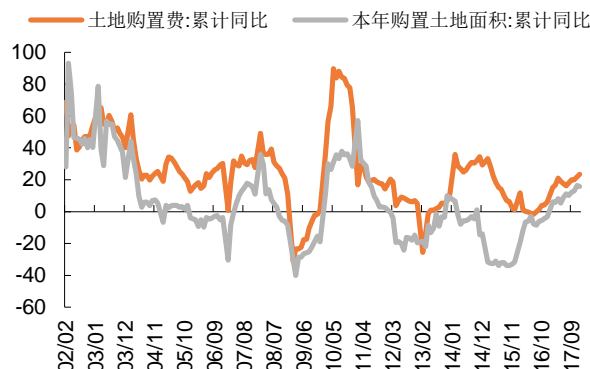
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 我国商品房存销比持续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 2017年以来全国购置土地面积/费增速不断提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

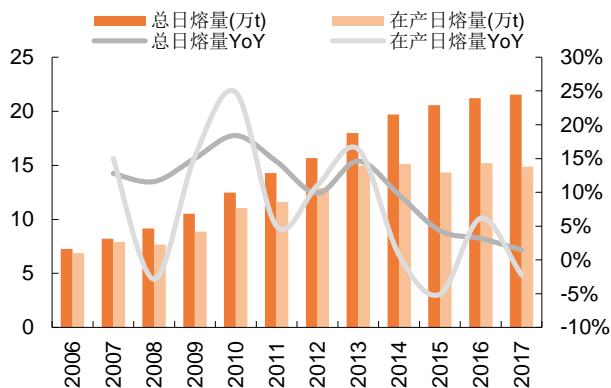
### 三、环保趋严助推落后产能淘汰，供给收缩支撑价格维持高位

#### 3.1 玻璃总产能处历史高位，行业集中度具备提升空间

受 2009 年“四万亿”政策与 13-16 经济“稳增长”政策推动，我国的平板玻璃行业经历了 09~10 年和 12~14 年两轮产能投放高峰期。目前我国玻璃总日熔量达到了 18.74 万吨/日，在产产能为 15.54 万吨/日。从全国产能分布上看，排名靠前的省份为河北、广东、湖北、山东、四川和江苏，产能占比分别 20.3%、11.5%、8.4%、7.5%、5.4%和 5.3%，其中河北省沙河市玻璃产能占比达到了 13.9%。

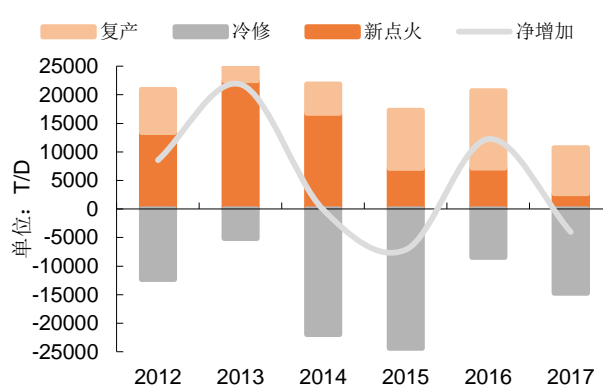
从产能集中度看，目前国内玻璃产能第一为信义玻璃，日熔量 13800 吨/日，占全国设计总产能比重为 7%，占在产产能比重为 9%。我国设计产能前十位占比为 46.7%，在产产能前十位占比为 45.7%。根据 2016 年 5 月国务院办公厅发布的《关于促进建材工业稳增长调结构效益的指导意见》的要求，到 2020 年我国平板玻璃量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。相比之下，目前玻璃行业的产能集中度仍有较大提升空间。

图表26 09~10、12~14 年为我国玻璃产能投放高峰期



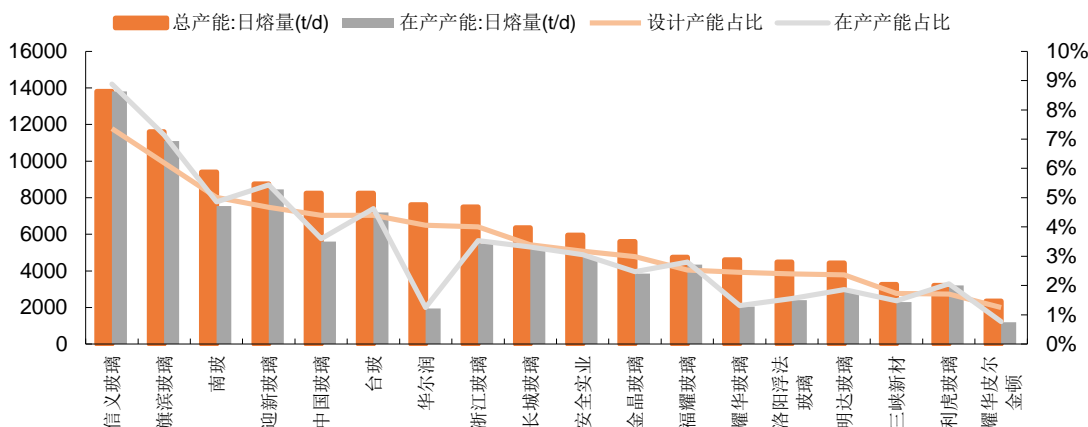
资料来源: 玻璃信息网, 平安证券研究所

图表27 2012 年以来历年在产产能变动情况



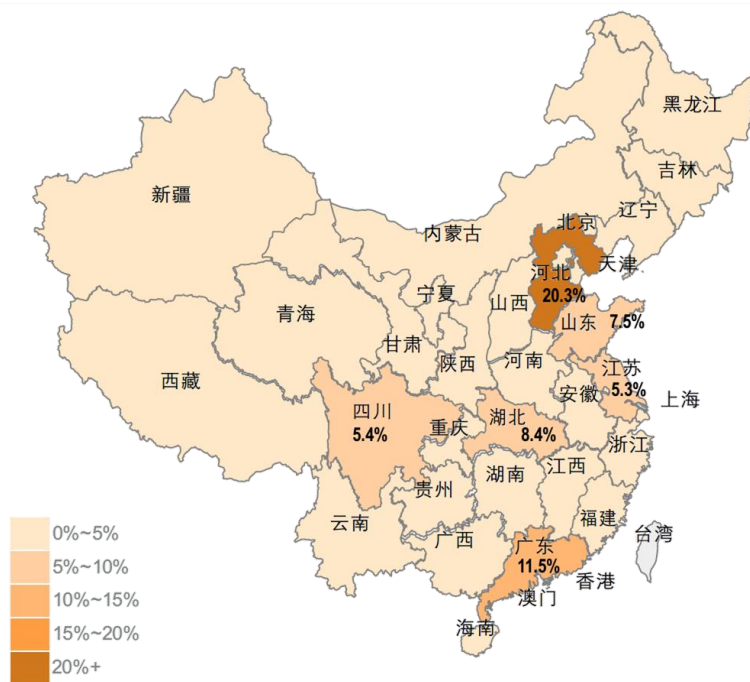
资料来源: 玻璃期货网, 平安证券研究所

图表28 国内主要玻璃企业产能情况对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 我国大陆地区玻璃行业在产产能分布情况



资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

### 3.2 环保政策加码助推落后产能淘汰, 供给收缩支撑玻璃价格上行

2016年以来, 中央与地方连续出台政策对玻璃行业供给侧改革, 推动玻璃行业落后产能退出。2017年11月以来, 河北地区关停了12条未获排污许可证的玻璃生产线, 合计产能8600吨/日, 占全国在产产能5.5%。行政去产能叠加冬季限产导致行业供给收缩, 17Q4以来玻璃价格持续上行。

**我们预计2018年玻璃在产产能将缩减5%左右, 支撑玻璃价格有望维持高位:** 1) 目前国内仍有超过18000吨/日的产能(占比12%)未取得排污许可证, 未来存在关停的可能性; 2) 目前国内窑龄

到期的在产产能超过 18000 吨/日 (占比 12%)，2018 年将进入产能冷修高峰期；3) 2018 年计划复产以及新点火产能 11000 吨/日 (占比 7.1%)，不考虑未获排污许可证导致的产能关停，预计 2018 年在产产能缩减 5%左右。

### 排污证出台助推落后产能淘汰，供给收缩支撑玻璃价格上行

2016 年以来，我国玻璃行业供给侧改革相关政策持续加码，助推玻璃行业落后产能退出。2017 年下半年，玻璃行业排污许可证正式施行，11 月以来，河北省关停了 12 条未取得排污证的玻璃生产线，影响产能达 8200 吨/日，占全国玻璃在产产能比重达 5.3%。截止 2018 年 2 月底，从“国家排污许可信息公开系统”查询可知，目前公示阶段中已无玻璃生产企业，我们认为玻璃行业的排污许可证发放已经告一段落。据统计，目前全国共有 20 家左右企业未取得排污许可证，合计产能达到 18250 吨/日，占在产产能比重达 12%。我们预计 2018 年环保将继续保持趋严，全国其他地区产能有望继续退出。受我国河北邢台地区推行行政去产能影响，2017 年我国玻璃在产产能同比减少 4030 吨/日，我国浮法玻璃生产线开工率下滑近 2pct，行业供给缩减推动玻璃价格持续上涨。

图表30 河北邢台地区关停生产线详情

公司名称	生产线名称	产能(T/D)	停产时间
沙河市安全实业有限公司	安全五线	700	2017 年 11 月 14 日
	安全六线	700	2017 年 11 月 4 日
沙河市长城玻璃有限公司	长城五线	700	2017 年 11 月 5 日
	长城六线	700	2017 年 11 月 14 日
沙河市德金玻璃有限公司	德金三线	800	2017 年 11 月 5 日
	德金四线	800	2017 年 11 月 5 日
南和县长红玻璃有限公司	长红一线	600	2017 年 11 月 15 日
	长红二线	600	2017 年 11 月 15 日
河北吉恒源实业集团有限公司	吉恒源一线	600	2017 年 11 月 14 日
	鑫利一线	600	2017 年 11 月 20 日
河北鑫利玻璃有限公司	鑫利二线	600	2017 年 11 月 20 日
	鑫利三线	800	2017 年 11 月 20 日
合计		8200	

资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表31 近期平板玻璃行业相关产能政策情况

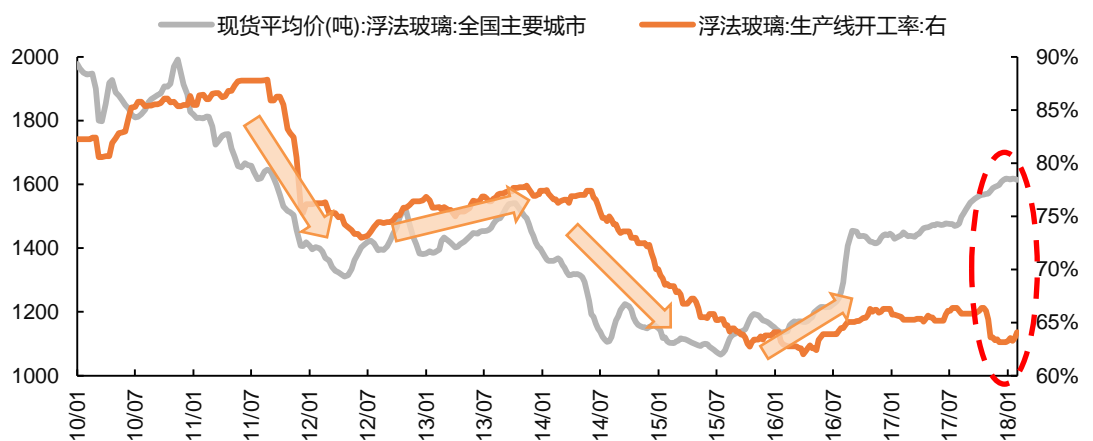
时间	发布单位	政策名称	政策内容
2017.12	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案；位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。(京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域是指北京市、天津市、河北省、上海市、江苏省、浙江省，以及广东省的广州、深圳、珠海、佛山、江门、东莞、中山、惠州、肇庆等 9 市。)
2017.11	邢台市环保局	《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企	对未取得排污许可证的生产线实行停产。政策出台之后之后两周内，沙河地区陆续有 9 条玻璃生产线因未取得排污许可证而停产。



时间	发布单位	政策名称	政策内容
		业实施停产的函》	
2017.09	环保部	《排污许可证申请与核发技术规范玻璃工业—平板玻璃》	规定了平板玻璃工业排污单位排污许可证申请与核发的环境管理要求,提出了平板玻璃工业污染防治可行技术要求。对位于法律法规明确规定禁止建设区域内/属于国家或地方已明确规定予以淘汰或取缔的平板玻璃工业排污单位或生产装置,应不予核发排污许可证。
2017.09	邢台市工业和信息化局	《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冷修,涉及玻璃企业30家,其中沙河地区玻璃企业24家,合计日熔量2.8万吨,在产日熔量2.50万吨,占全国总日熔量比重超过10%;做好焦化、玻璃、化工等涉及大宗原材料及产品运输的重点用车企业筛查,结合行业错峰生产要求,制定“一厂一策”的采暖季错峰运输实施方案,按减产比例降低运输能力。
2017.07	环保部	《固定污染源排污许可分类管理名录(2017年版)》	2017年率先对火电、钢铁、有色金属冶炼、焦化、石油炼制、化工、原料药、农药、氮肥、造纸、纺织印染、制革、电镀、平板玻璃、农副食品加工等15个行业核发排污许可证,其中造纸和火电两个行业的企业要求在2017年6月底前取得排污许可证,其他13个行业在2017年下半年全面开展。其中,玻璃行业2018年1月1日开始全面执行排污许可证。
2016.05	国务院办公厅	《关于促进建材工业稳增长调结构效益的指导意见》	到2020年,再减压一批水泥熟料、平板玻璃产能产能利用率回到合理区间;水泥熟料、平板玻璃量排名前10家企业的生产集中度达60%左右;2020年底前,严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目;对于未按规定期限淘汰落后产能的企业吊销排污许可证,不得提供任何形式的新增授信支持,国土资源管理部门不予批准新增用地。”

资料来源: 政府官网, 平安证券研究所

图表32 主要城市浮法玻璃现货平均价情况



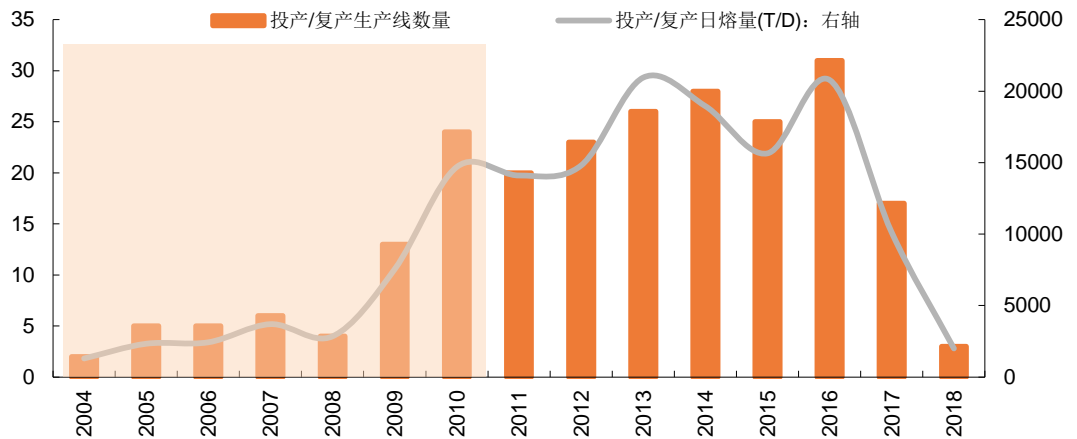
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**产能置换叠加生产线冷修高峰期到来, 18年行业供给将进一步缩减**

2017年12月底, 工信部印发了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》, 该文件是对《部分产能过剩行业产能置换实施办法》进行了修订, 自2018年1月1日起施行。该办法要求: 1) 位于国家规定的环境敏感区的平板玻璃建设项目, 需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的1.25倍予以核定, 其他地区实施等量置换; 2) 用于建设项目置换的产能, 在建设项目投产前必须关停, 并在建设项目投产一年内拆除退出。

从国内目前在产生产线的投产/复产时间看，按窑龄 8 年计算，09~10 年期间投产/复产的生产线窑龄将逐步到期，据我们估计，目前窑龄到期的生产线产能达 18000 吨/日，占目前在产产能比重为 11.6%，我们认为随着此部分生产线逐步进入冷修期，未来行业供给将进一步减少。

图表33 国内在产玻璃生产线投产/复产时间分布情况



资料来源：玻璃期货网，平安证券研究所

**新点火及复产产能影响有限，预计 18 年行业在产产能将减少 5%左右**

2017 年以来玻璃行业景气维持高位，提高了生产企业冷修生产线复产和新建生产线投产的信心。一方面，目前计划于 2018 年复产的生产线预计 10 条左右，合计产能 6000 吨/日，占目前在产产能比重为 3.9%。此外，目前国内在建生产线产能合计 14050 吨/日，预计 2018 年新点火的产能在 5000 吨/日左右，占国内在产产能 3.2%。2018 年新点火及冷修复产的生产线合计占目前在产产能比重为 7.1%，不考虑未获排污许可证所导致的产能关停，我们预计 2018 年玻璃在产产能将缩减 5%左右。

图表34 我国玻璃行业在建产能情况

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	进展
河北	唐山蓝欣玻璃有限公司	蓝欣四线	600	在建
	中国耀华玻璃集团有限公司	滦县一线	500	在建
山东	山东巨润建材有限公司	巨润五线	700	建成，视行情点火
		巨润六线	700	建成，视行情点火
	凯盛晶华玻璃有限公司	浮法一线	600	在建，推迟点火
浙江	浙江大明玻璃有限公司	大明一线	800	资金问题，点火时间不明确
		大明二线	800	基本建成，点火时间不明确
安徽	安徽华光光电材料科技集团有限公司	防火玻璃	150	在建
湖北	武汉长利玻璃有限公司	洪湖二线	1000	在建，计划 18 年 8 月份点火
	沙洋弘润建材有限公司	弘润一线	400	在建
广东	广东明轩实业玻璃有限公司	阳江二线	700	在建
福建	福建连江瑞玻有限公司	连江一线	800	在建
		连江二线	800	在建

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	进展
	福建龙泰实业有限公司	一线	900	在建
		二线	600	在建
海南	中航三鑫股份有限公司	三鑫四线	600	视行情点火
四川	宜宾环球威力斯浮法玻璃制造有限公司	威力斯一线	1000	计划 17 年年底前点火
		威力斯二线	600	在建
云南	云南一鑫玻璃有限公司	一鑫一线	300	在建
宁夏	宁夏石嘴山金晶科技有限公司	石嘴山二线	600	在建, 暂停滞
辽宁	凌源中玻(朝阳)新材料有限公司	朝阳二线	900	视行情点火
	合计		14050	

资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

图表35 筹建生产线情况

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	进展
江苏	江苏苏华达新材料有限公司	浮法五线	600	奠基
		浮法六线	150	筹建
湖北	武汉长利玻璃有限公司	洪湖三线	700	计划筹建
湖南	桂阳家兴新型材料有限公司	一线	600	原郴州八达搬迁线, 筹建阶段
四川	信义节能玻璃四川有限公司	德阳三线	600	计划筹建
		德阳四线	1200	计划筹建
	合计		3850	

资料来源: 卓创资讯, 平安证券研究所

图表36 2018年冷修有望点火的生产线统计

省份	生产线	日熔量(吨)
河北	河北沙河迎新玻璃厂一线	300
	沙河长城玻璃有限公司二线	500
	山玻集团廊坊金彪一线	600
	河北南玻二线	900
天津	天津中玻一线	600
安徽	安徽凤阳玻璃有限公司一线	600
湖北	荆州亿钧玻璃有限公司一线	600
四川	南玻(成都)一线	600
重庆	重庆渝虎玻璃公司一线	500
辽宁	本溪迎新玻璃有限公司二线	800
	合计	6000

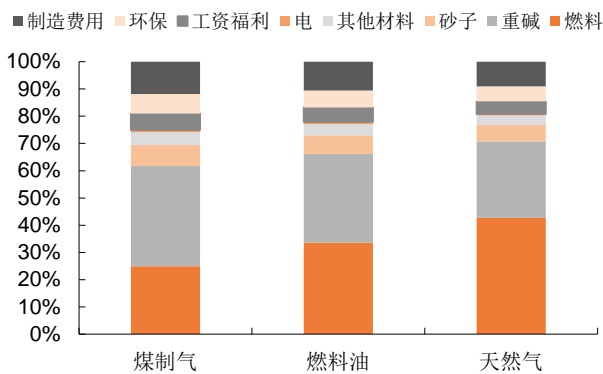
资料来源: 玻璃期货网, 平安证券研究所

## 四、原料价格有望进一步回落，玻璃产品盈利提升可期

从浮法玻璃生产的成本结构看，占比高且弹性较大的项目为纯碱（约 30%）与燃料（石油焦、重油、天然气等，约 20%）。由于纯碱超过 40% 的需求来自于玻璃生产行业，17 年 12 月份以来，受玻璃行业供给收缩影响，纯碱价格快速回落，下降幅度超过 20%。目前玻璃行业仍处于去产能阶段，我们预计未来纯碱需求将保持稳定，纯碱价格走势将稳中有降。

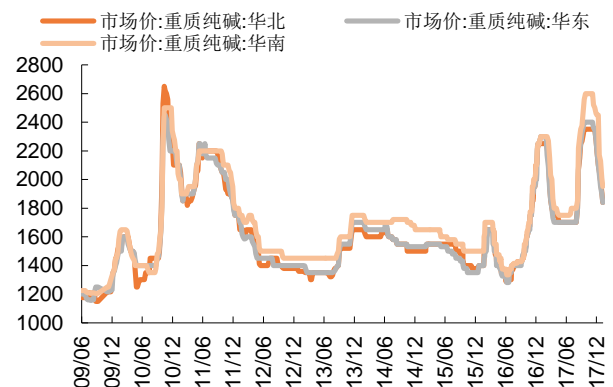
我国玻璃生产线采用的燃料主要包括天然气、煤炭、石油焦等，各种燃料的生产线数量占比分别为 39%、22% 和 22%。为了应对燃料价格波动，玻璃生产企业通常为生产线配备两套或更多的燃烧系统。2015 年以来，各地发改委持续下调非居民天然气价格，助力工业企业降成本，我们预计未来天然气价格有望保持稳中有降的态势；另一方面，目前动力煤价格处于高位，我们认为随着采暖季结束，未来需求支撑减弱，煤炭价格有望回落。玻璃-重碱-燃料的价差持续扩大，玻璃行业盈利有望进一步提升。

图表37 沙河地区不同燃料的玻璃生产线生产成本占比



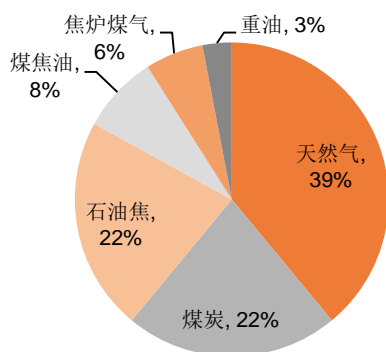
资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表38 2018年重质纯碱市场价格迅速回落



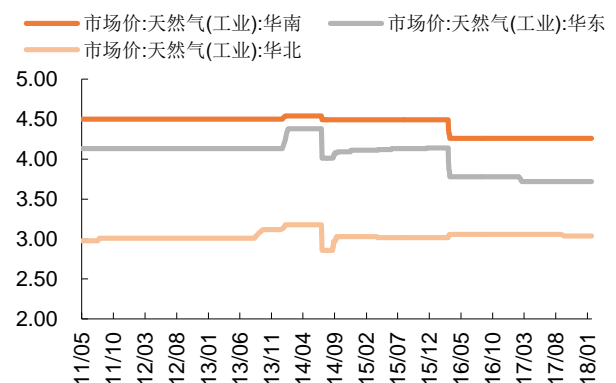
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表39 不同燃料生产线占比情况



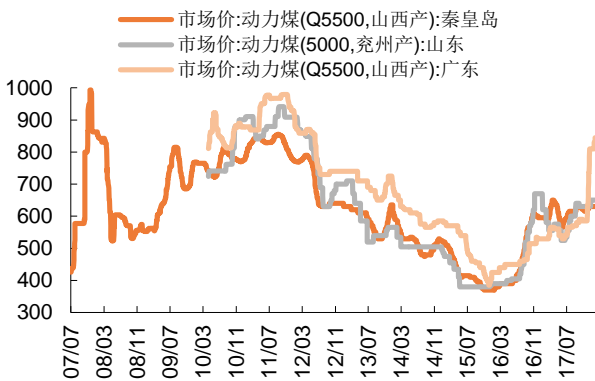
资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表40 我国工业用天然气价格保持稳定



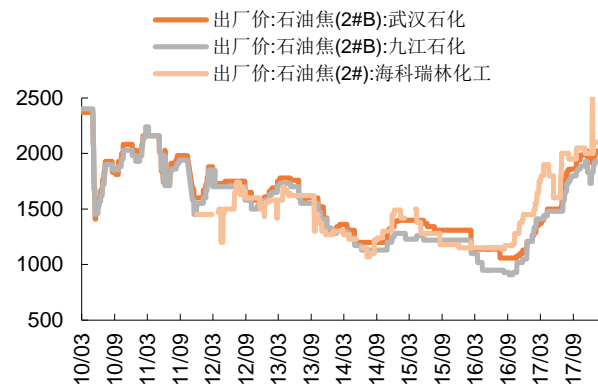
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 2017年下半年我国煤炭价格快速上涨



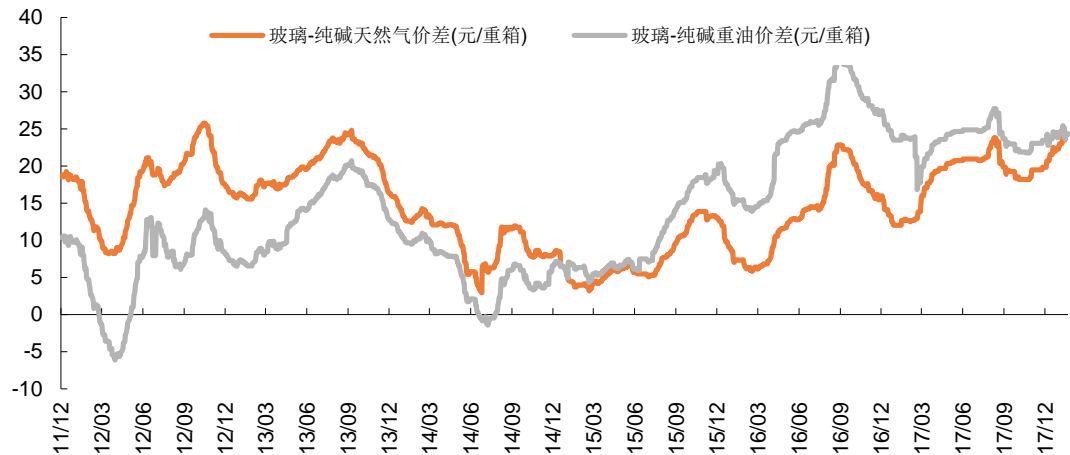
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 2017年以来我国石油焦价格持续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 玻璃-重质纯碱价差情况



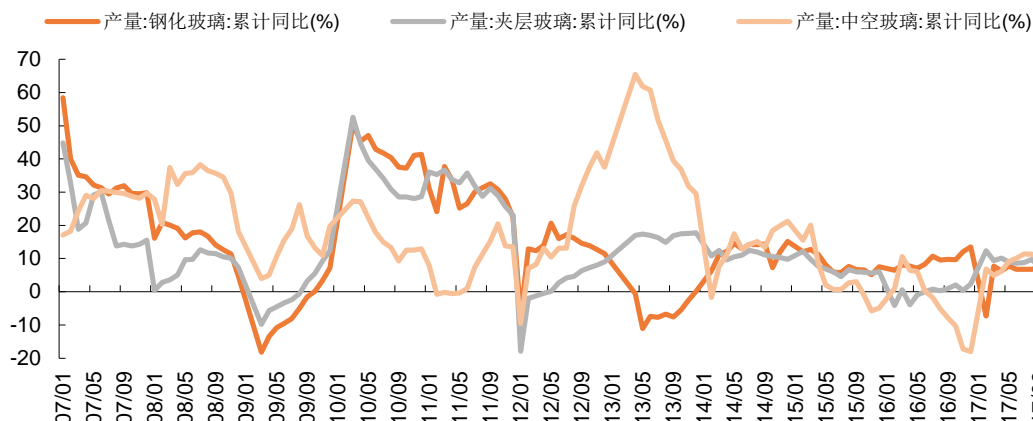
资料来源: 百度地图, 谷歌地图, 平安证券研究所

## 五、公司积极推动转型升级，拓展玻璃深加工业务

公司当前业务主要集中在中上游的玻璃原片生产板块，2016年以来，公司加快产业转型升级，积极向光伏光电玻璃、节能玻璃、玻璃深加工产业链延伸。从行业层面看，2017年我国国内玻璃深加工制品产量保持稳定增长，全年钢化玻璃、夹层玻璃和中空玻璃产量同比分别增长3.8%、10.3%和9.4%。参照同行业公司，玻璃深加工业务毛利率较平板玻璃业务稳定，随着未来公司深加工业务占比不断提升，公司盈利有望保持稳定。

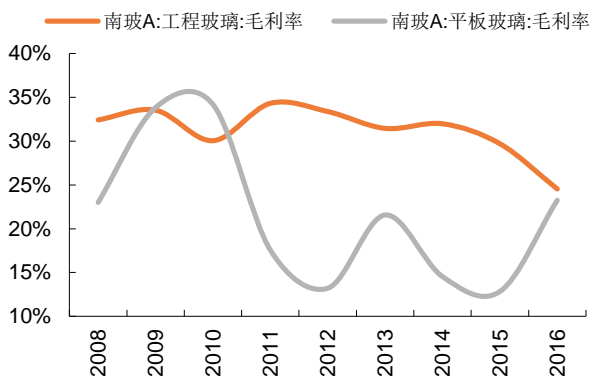
2015年以来公司玻璃加工业务快速增长，2016年实现产量101.4万平米，YoY+120.6%，销量103.3万平米，YoY+117.3%。目前公司在建的玻璃深加工生产线包括华南（惠州）节能玻璃项目、华东（绍兴）节能玻璃项目和马来西亚节能玻璃项目，合计中空玻璃产能300万平米，单片镀膜玻璃360万平米，随着未来玻璃深加工产能持续释放，公司深加工业务将保持快速增长。

图表44 2017年以来国内玻璃深加工制品保持稳定增长



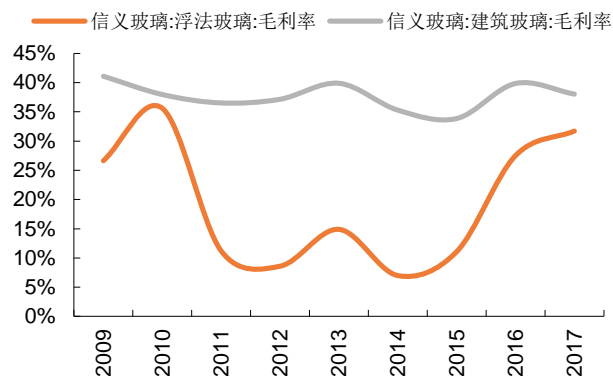
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 南玻A工程玻璃毛利率较平板玻璃更加稳定



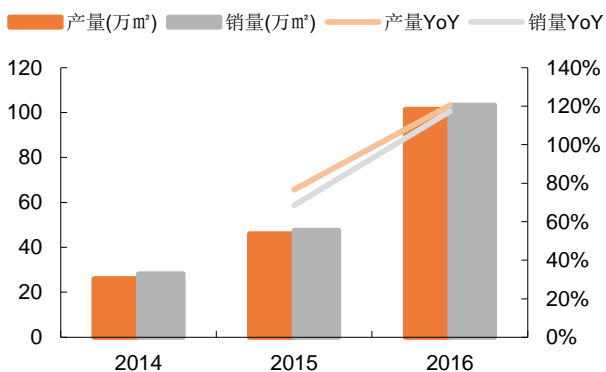
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表46 信义玻璃工程玻璃毛利率较平板玻璃更加稳定



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表47 公司玻璃加工业务产销量快速增长



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表48 公司节能玻璃项目生产线投资情况

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

资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

公司营业收入预测核心假设:

- 1、销量:随着行业落后产能不断出清,公司市场占有率将进一步提升。2017年底公司生产线冷修复产以及海外新建产能投产,2018年公司玻璃原片销量有望实现两位数增长,预计2017-2019年公司销量同比增长-7%、10%、5%。
- 2、均价:2018年公司平板玻璃行业供给将进一步收缩,国内玻璃价格将维持高位;预计2017-2019年箱均价同比增长23%、6%、-1%。
- 3、成本:公司生产线布局优势明显:1)位于华南/华东,靠近消费市场,运输距离短;2)公司以主要生产线均位沿江河布局,运输费用低;3)公司拥有硅砂矿,硅砂价格较市场价低2/3。预计2017-2019年箱成本同比增长20%、2%、-4%。

图表49 公司营业收入预测

单位:百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
合计						
收入	3,717	5,169	6,961	7,753	9,102	9,483
YoY	5.41%	39.09%	34.66%	11%	17%	4%
成本	2,965	4,239	4,919	5,370	6,071	6,181
毛利	752	930	2,042	2,383	3,031	3,302
毛利率(%)	20.2%	18.0%	29.3%	30.7%	33.3%	34.8%
其中:玻璃原片						
收入	3,465	5,119	6,749	7,562	8,850	9,144
YoY	2.34%	47.73%	31.86%	12%	17%	3%
成本	2,785	4,259	4,780	5,238	5,897	5,949
毛利	680	859	1,970	2,324	2,953	3,195
毛利率(%)	19.6%	16.8%	29.2%	30.7%	33.4%	34.9%
玻璃加工						

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	20	25	41	58	87	138
YoY	-21.71%	25.05%	66.40%	40%	50%	60%
成本	18	21	37	51	73	111
毛利	2	4	4	7	14	28
毛利率(%)	10.3%	16.3%	9.5%	12%	16%	20%

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表50 不同玻璃价格情景下的业绩弹性测算

	价格情景 1	价格情景 2	价格情景 3	价格情景 4	价格情景 5	价格情景 6	价格情景 7
箱均价(元/重箱)	71.0	74.0	77.0	80.0	83.0	86.0	89.0
箱成本(元/重箱)	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3
箱三费(元/重箱)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
箱净利(元/重箱)	8.3	10.8	13.3	15.8	18.2	20.7	23.2
归母净利润(亿元)	10.0	12.5	15.0	17.4	19.9	22.4	24.8
同比增长	-9.1%	13.3%	34.8%	58.1%	80.5%	102.9%	125.3%
PE	19.38	15.55	13.0	11.14	9.76	8.68	7.82

资料来源：平安证券研究所

图表51 不同纯碱成本下的业绩弹性预测

	价格情景 1	价格情景 2	价格情景 3	价格情景 4	价格情景 5	价格情景 6	价格情景 7
纯碱价格(元/吨)	1080	1280	1480	1680	1880	2080	2280
箱均价(元/重箱)	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
箱成本(元/重箱)	45.2	47.3	49.3	51.3	53.3	55.4	57.4
箱三费(元/重箱)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
箱净利(元/重箱)	18.3	16.6	14.9	13.3	11.6	9.9	8.2
归母净利润(亿元)	20.7	18.8	16.9	15.0	13.1	11.2	9.2
YoY	87.5%	70.3%	53.0%	34.8%	18.4%	1.1%	-16.2%
PE	9.4	10.3	11.5	13.0	14.9	17.4	21.0

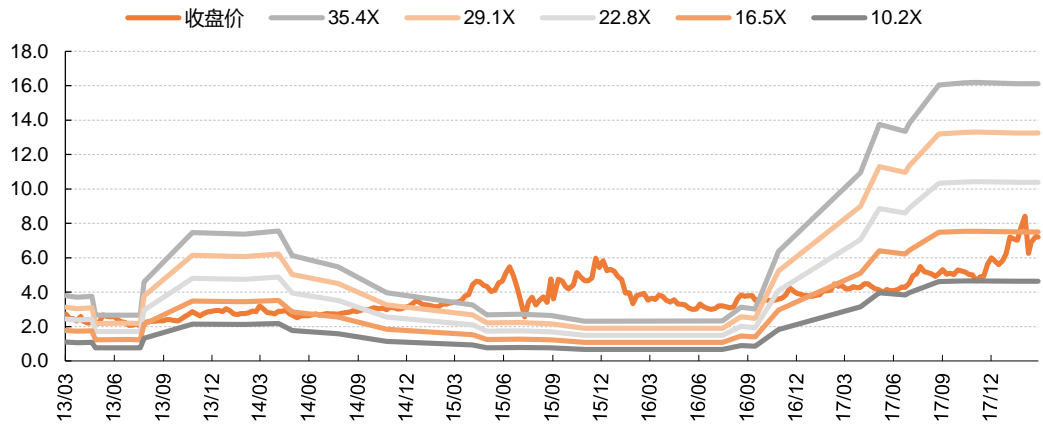
资料来源：平安证券研究所

公司是浮法玻璃行业龙头，产能布局集中在华东/华南，区位优势明显。国内环保政策趋严助推落后产能淘汰，2018年玻璃供给收缩将支撑玻璃价格维持高位。原料价格回落将助力企业盈利能力提升，



公司业绩将延续高增长。我们预计 2017~2019 年公司 EPS 为 0.41 元、0.55 元和 0.60 元，对应当前 PE 为 18 倍、13 倍和 12 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表52 旗滨集团历史 PE-Bands ( TTM )



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 行业可比公司估值比较

代码	简称	收盘价(元)				EPS (元/股)			PE		
		2018-2-26	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
000012.SZ	南玻 A	8.06	0.38	0.38	0.45	47	23	17			
601636.SH	旗滨集团	7.21	0.31	0.41	0.56	23	18	13			

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (估值为 Wind 一致预期)

## 七、风险提示

- 1、环保政策执行不达预期；
- 2、天然气、石油焦、纯碱等原材料价格大幅上涨；
- 3、房地产投资大幅下行；
- 4、玻璃深加工业务开展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2411	3055	4924	6130
现金	824	1224	2586	4070
应收账款	10	42	37	36
其他应收款	31	39	40	46
预付账款	49	55	63	78
存货	1136	654	1131	771
其他流动资产	361	1041	1067	1130
<b>非流动资产</b>	9955	10415	10189	9794
长期投资	41	49	58	68
固定资产	8110	8078	7899	7577
无形资产	819	807	790	773
其他非流动资产	986	1482	1442	1376
<b>资产总计</b>	12366	13470	15113	15924
<b>流动负债</b>	4344	3200	3901	3741
短期借款	2311	1100	1300	1400
应付账款	674	758	977	789
其他流动负债	1359	1342	1625	1551
<b>非流动负债</b>	1998	3448	3334	3139
长期借款	1023	1539	1474	1329
其他非流动负债	974	1910	1860	1810
<b>负债合计</b>	6341	6648	7235	6880
少数股东权益	-0	-1	-1	-1
股本	2608	2693	2693	2693
资本公积	1466	1466	1466	1466
留存收益	2116	2723	3542	4435
<b>归属母公司股东权益</b>	6025	6822	7879	9046
<b>负债和股东权益</b>	12366	13470	15113	15924

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1659	1912	2319	2503
净利润	835	1104	1488	1624
折旧摊销	843	660	720	735
财务费用	264	203	206	211
投资损失	4	-3	-3	-4
营运资金变动	-327	-11	-86	-62
其他经营现金流	40	-41	-5	0
<b>投资活动现金流</b>	-772	-1077	-486	-336
资本支出	715	-796	-200	-365
长期投资	-46	-8	0	-10
其他投资现金流	-103	-1881	-685	-711
<b>筹资活动现金流</b>	-715	-436	-471	-683
短期借款	133	-1211	200	100
长期借款	-772	515	-65	-145
普通股增加	83	84	0	0
资本公积增加	115	0	0	0
其他筹资现金流	-274	175	-607	-638
<b>现金净增加额</b>	177	400	1362	1484

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6961	7753	9102	9483
营业成本	4919	5370	6071	6181
营业税金及附加	95	124	150	161
营业费用	47	31	41	47
管理费用	683	744	869	901
财务费用	264	203	206	211
资产减值损失	7	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	3	3	4
<b>营业利润</b>	941	1275	1759	1976
营业外收入	117	100	110	120
营业外支出	38	35	40	45
<b>利润总额</b>	1019	1340	1829	2051
所得税	185	236	342	427
<b>净利润</b>	835	1104	1488	1624
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	835	1104	1488	1624
EBITDA	2048	2126	2655	2883
EPS (元)	0.31	0.41	0.55	0.60

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	34.7	11.4	17.4	4.2
营业利润(%)	593.8	35.5	37.9	12.3
归属于母公司净利润(%)	387.4	32.2	34.8	9.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	29.3	30.7	33.3	34.8
净利率(%)	12.0	14.2	16.3	17.1
ROE(%)	13.9	16.2	18.9	18.0
ROIC(%)	9.1	10.3	12.1	12.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	51.3	49.4	47.9	43.2
净负债比率(%)	50.8	26.4	8.3	-8.8
流动比率	0.6	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.3	0.8	1.0	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	703.0	300.0	230.0	260.0
应付账款周转率	5.6	7.5	7.0	7.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.41	0.55	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.71	0.86	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.53	2.93	3.36
<b>估值比率</b>				
P/E	23.2	17.6	13.0	12.0
P/B	3.2	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	11.4	10.9	8.3	7.1

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033