

# 旗滨集团 (601636) \ 建筑材料

## ——国内玻璃原片龙头，受益行业供给收缩

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	4.21元
目标价格:	5.96元

### 投资要点:

#### 国内原片龙头，进军深加工市场

公司深耕浮法玻璃，产能分布福建、广东、湖南、浙江和马来西亚森美兰等八大基地，年产能合计16600t/d，主要市场位于华东、华南和华中地区。作为大宗商品，玻璃价格上涨提升行业整体盈利能力，公司盈利与玻璃价差走势相关度高；另外，公司切入深加工领域，节能玻璃产线相继投产即将打开业绩成长新动能。

#### 地产施工有望加速，玻璃需求预期趋稳

玻璃需求与地产投资高度相关，全国期房销售面积持续增长夯实未来1-2年地产施工周期；新开工面积和施工面积表现不俗，玻璃需求不必过于悲观。考虑到玻璃价格和库存走势高度相关，下游需求端的缓慢释放带动国内主流区域库存规模持续回落；四季度地产赶工交付预期，补库存加速需求释放，玻璃价格坚挺有望维持库存去化平稳进行。

#### 供给收缩力度增强，行业景气有望持续

沙河冬季环保关停3条产线收缩供给2000t/d，叠加其余三条潜在关停的产线，关停产能占沙河在产产能的18.23%，愈发严格的排放标准亦是行业供给收缩超预期的潜在因素。新增产能方面，政策限制和扩张理性削弱行业新增供给；考虑到玻璃窑炉特性，全国在产产线中接近24条投产时长超10年，冷修的刚性有望带动行业进入集中冷修潮。对比南北方玻璃价格，价差收敛与沙河供给端收缩发力有关，产能收缩助推行业景气持续上行。

**推荐逻辑：**二季度纯碱价格波动影响公司毛利率，长期来看纯碱影响将弱化；当前，公司股息率高达7.12%，公司4.5亿回购股份彰显发展信心。基于对玻璃价格上涨的预判，预测公司2018-2020年净利润分别为14.37、15.25和15.83亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：地产投资不及预期；玻璃停产不及预期；原材料涨价；

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,689/2,577
流通A股市值 (百万元)	11,133
每股净资产 (元)	2.64
资产负债率 (%)	45.49
一年内最高/最低 (元)	8.49/3.97

### 一年内股价相对走势



孙会东 分析师

执业证书编号: S0590517080002

电话: 0510-82832186

邮箱: sunhd@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6960.96	7585.00	8657.98	8998.00	9356.40
增长率 (%)	34.66%	8.96%	14.15%	3.93%	3.98%
EBITDA (百万元)	2101.29	2255.87	2453.09	2539.71	2619.35
净利润 (百万元)	835.06	1094.64	1436.90	1525.24	1582.59
增长率 (%)	387.39%	31.09%	31.27%	6.15%	3.76%
EPS (元/股)	0.31	0.41	0.53	0.57	0.59
市盈率 (P/E)	13.56	10.34	7.88	7.42	7.15
市净率 (P/B)	1.88	1.60	1.41	1.24	1.11
EV/EBITDA	6.80	5.99	6.19	5.25	4.55

数据来源：公司公告，国联证券研究所

## 正文目录

1.	国内原片龙头，进军深加工市场 .....	4
1.1.	公司股权结构稳定，深耕打造一体化龙头 .....	4
1.2.	玻璃涨价推升利润，节能玻璃打开新空间 .....	5
2.	地产施工有望加速，玻璃需求预期趋稳 .....	7
2.1.	地产投资稳中有升，玻璃需求具备支撑 .....	7
2.2.	补库存加快需求释放，库存波动有望收窄 .....	8
3.	供给收缩力度增强，行业景气有望持续 .....	10
3.1.	环保限产步伐加快，供给端收缩有望超预期 .....	10
3.2.	行业扩张趋向理性，冷修潮有望来临 .....	12
3.3.	对标水泥逻辑演绎，玻璃价格有望保持强劲 .....	13
4.	核心假设及盈利预测 .....	14
4.1.	玻璃涨价抬升利润，纯碱波动长期影响弱化 .....	14
4.2.	股息率维持高位，回购股份彰显信心 .....	15
4.3.	盈利预测 .....	16
5.	风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 公司产能基地扩张步伐加快 .....	4
图表 2: 2017 年公司营收占比 (剔除内部抵消) .....	4
图表 3: 公司各主要区域营收占比 .....	4
图表 4: 公司产能基地汇总表 .....	5
图表 5: 玻璃产业链简析 .....	6
图表 6: 全国浮法玻璃价差走势 .....	6
图表 7: 龙头公司浮法玻璃毛利率相关度高 .....	6
图表 8: 旗滨单重箱浮法玻璃成本拆分 .....	6
图表 9: 公司浮法玻璃销售均价和毛利 .....	6
图表 10: 国内主要建筑玻璃企业毛利率走势 .....	7
图表 11: 耀皮建筑玻璃均价、成本和毛利 .....	7
图表 12: 玻璃下游市场占比 .....	7
图表 13: 全国房屋竣工面积和平板玻璃产量 .....	7
图表 14: 全国水泥产量累计同比增速 .....	8
图表 15: 全国房地产投资增速 .....	8
图表 16: 全国商品房销售面积同比增速 .....	8
图表 17: 全国房屋新开工和施工面积累计增速 .....	8
图表 18: 全国玻璃库存和价格走势 .....	9
图表 19: 国内前 5 大浮法玻璃省份库存趋势 .....	9
图表 20: 全国房屋竣工面积及同比增速 .....	9
图表 21: 国内房地产业土地购置费和购置面积同比 .....	9
图表 22: 玻璃行业供给侧改革政策汇总 .....	10
图表 23: 2017 年和 2018 年关停产线明细 .....	11
图表 24: 玻璃行业排放标准要求 (mg/m <sup>3</sup> ) .....	11
图表 25: 国内浮法玻璃新建产能和产能冲击率 .....	12
图表 26: 全国浮法玻璃龙头市占率 .....	12
图表 27: 全国浮法玻璃总产能和在产产能 .....	12
图表 28: 全国浮法玻璃产能利用率 .....	12

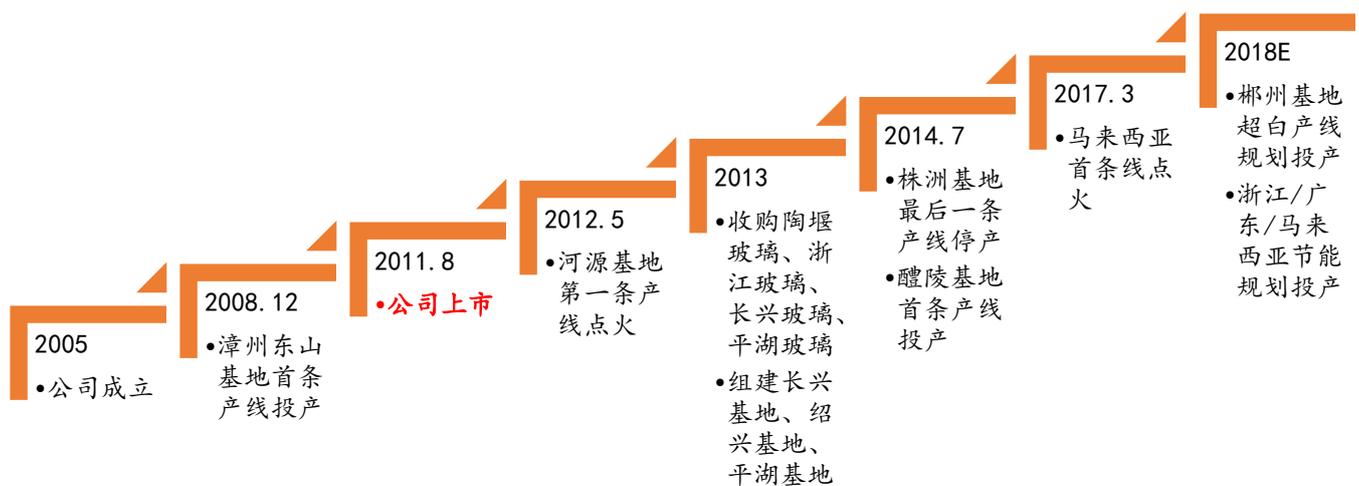
图表 29: 全国浮法玻璃产线按服役时间划分 .....	13
图表 30: 国内水泥和玻璃价格走势对比 .....	13
图表 31: 全国水泥库容比和玻璃库存走势对比 .....	13
图表 32: 国内主要区域玻璃价差走势 .....	14
图表 33: 国内主要区域玻璃价格走势 (元/吨) .....	14
图表 34: 公司成本结构 .....	14
图表 35: 国内重质纯碱平均价格走势 (元/吨) .....	14
图表 36: 公司营业收入及同比 .....	15
图表 37: 公司毛利及同比 .....	15
图表 38: 公司期间费用率 .....	15
图表 39: 公司净利润及同比增速 .....	15
图表 40: 公司历年现金分红率 .....	16
图表 41: 公司股息率 .....	16
图表 42: 公司资产负债率 .....	16
图表 43: 公司在建工程/总资产 .....	16
图表 44: 盈利预测拆分 .....	17
图表 45: A 股可比公司估值比较 .....	17
图表 46: 财务预测摘要 .....	18

## 1. 国内原片龙头，进军深加工市场

### 1.1. 公司股权结构稳定，深耕打造一体化龙头

2005年，公司前身株洲旗滨玻璃集团有限公司成立。2011年，公司成功登陆A股；稳定的管理层和股权结构加快公司产能扩张，公司先后布局福建漳州、广东河源、湖南醴陵、马来西亚森美兰州，收购浙江玻璃产能布局浙江市场。截止2018上半年，公司实控人俞其兵先生及其控股子公司合计持有上市公司44.35%的股份。

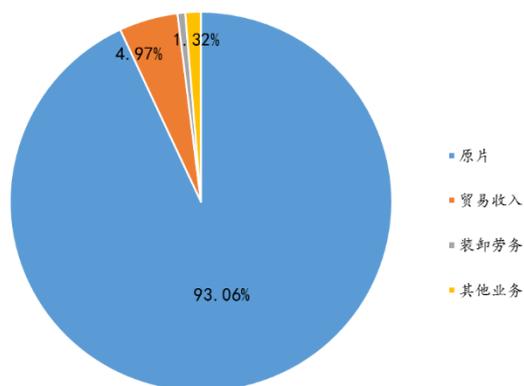
图表 1：公司产能基地扩张步伐加快



来源：公司公告，国联证券研究所

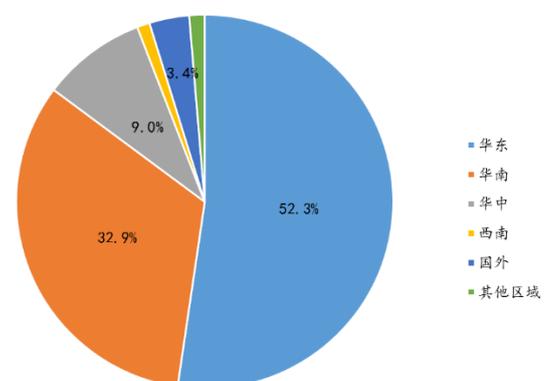
公司深耕浮法玻璃原片，销售半径覆盖华东、华南、华中等区域。剔除内部抵消后，2017年浮法玻璃原片收入占公司营收总额93%，原片是公司业绩主要来源；区域分布来看，公司销售半径主要覆盖华东、华南和华中地区，累计销售占比接近95%。

图表 2：2017 年公司营收占比（剔除内部抵消）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：公司各主要区域营收占比



来源：公司公告，国联证券研究所

产能规模方面，公司是国内浮法玻璃龙头企业，原片产线分布福建漳州、广东河源、湖南醴陵、湖南郴州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴、马来西亚等八大生产基

地，合计产能 16600 吨/日。2016 年，公司依托原片基地先后投资建设浙江绍兴、广东惠州、马来西亚节能玻璃基地，布局深加工业务打造一体化龙头。

**图表 4：公司产能基地汇总表**

产品类型	生产基地	生产线	日熔量 (T/D)	投产时间	最近点火
浮法玻璃	福建漳州	1 线	1000	2008.12	2018.01
		2 线	600	2009.11	
		3 线	600	2010.01	
		4 线	800	2011.08	
		5 线	600	2012.01	
		6 线	600	2012.07	
		7 线	700	2013.08	
		8 线	800	2013.12	
	广东河源	1 线	800	2012.05	
		2 线	600	2013.08	
	湖南醴陵	1 线	600	2014.07	
		2 线	500	2014.08	
		3 线	900	2014.12	
		4 线	600	2015.06	
		5 线	500	2016.03	2018.03
		6 线	65	预计 2019Q1	备注：超高铝超薄电子玻璃
	湖南郴州	1 线	1000	预计 2018.09	
	浙江绍兴	1 线	600	2014.01	
		2 线	600	2014.04	
	浙江平湖	1 线	600	2008.09	
2 线		600	2014.09		
浙江长兴	1 线	800	2008.05	2017.12	
	2 线	800	2014.12		
	3 线	600	2015.08		
	4 线	600	2015.01		
马来西亚	1 线	600	2017.03		
	2 线	600	2017.03		
玻璃深加工	浙江绍兴	1 条镀膜线	120 万平方米	2018 上半年	
		3 条中空线	100 万平方米	2018 上半年	
	广东惠州	1 条镀膜线	120 万平方米	2018 上半年	
		3 条中空线	100 万平方米	2018 上半年	
	马来西亚	1 条镀膜线	120 万平方米	2018 下半年	
		3 条中空线	100 万平方米	2018 下半年	

来源：玻璃信息网，公司公告，国联证券研究所

## 1.2. 玻璃涨价推升利润，节能玻璃打开新空间

作为建筑上游原材料，玻璃与水泥的生产工艺和竞争格局较为类似。从产业链角度来看，原片企业自产或采购硅砂矿石作为原材料，粉碎成细砂后与纯碱、石灰等原

料按比例混合熔融产生玻璃原片。玻璃原片通过下游深加工企业二次加工成建筑玻璃、汽车玻璃、家电玻璃和电子玻璃等。

图表 5：玻璃产业链简析



来源：公司公告，国联证券研究所

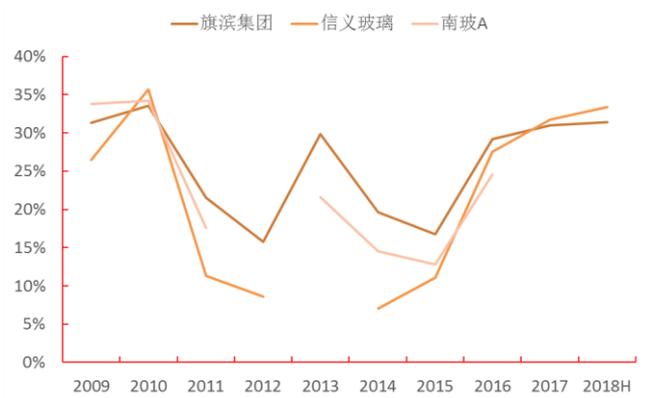
规模化生产情况下，原片企业盈利趋势高度雷同。2010-2012 年，行业景气度下行情况下旗滨、信义、南玻等龙头公司毛利率持续下行；2016 年底至今，随着行业景气的再度复苏，行业价差和龙头企业毛利率再度恢复至 2013 年附近。

图表 6：全国浮法玻璃价差走势



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

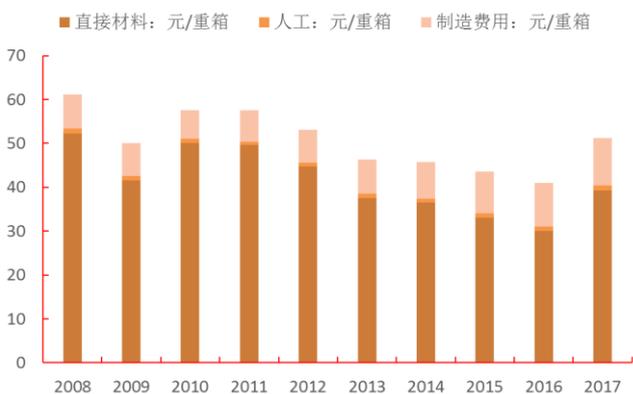
图表 7：龙头公司浮法玻璃毛利率相关度高



来源：公司公告，国联证券研究所

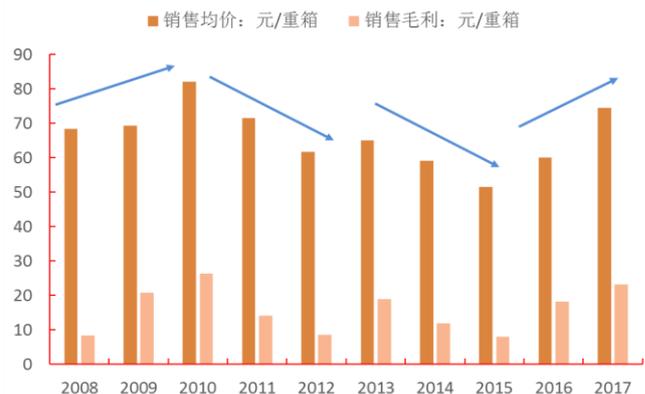
近年来，公司人工和制造成本波动幅度较小，能源和纯碱成本影响更大，行业整体价差走势是决定公司毛利波动的主要因素。2008 年至今，公司单重箱浮法玻璃毛利与售均价和行业价差相关性高；2016 年起景气复苏，价格上涨推升公司盈利能力。

图表 8：旗滨单重箱浮法玻璃成本拆分



来源：公司公告，国联证券研究所

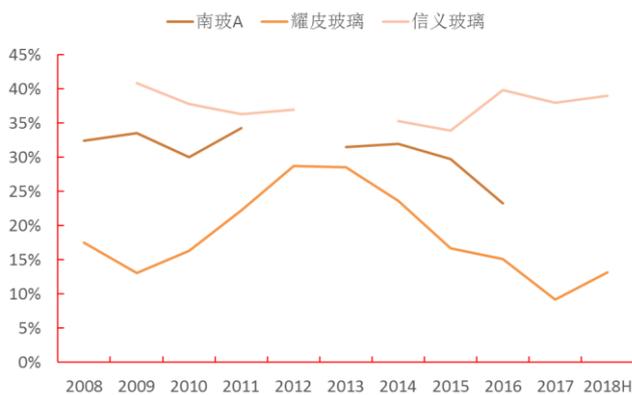
图表 9：公司浮法玻璃销售均价和毛利



来源：公司公告，国联证券研究所

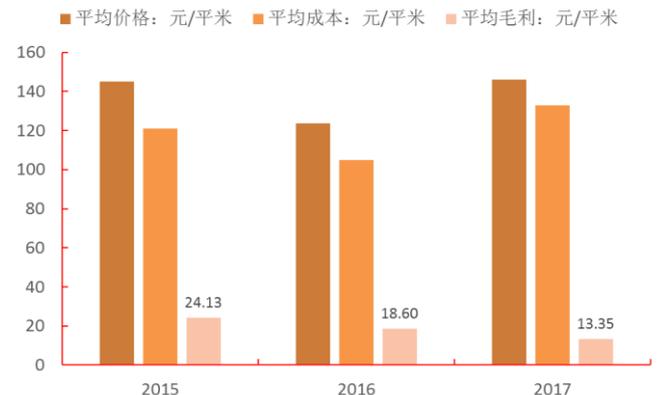
2018年，公司切入玻璃深加工领域，深加工产线投产即将打开新空间。公司浙江绍兴、广东惠州、马来西亚节能玻璃产线建成后将陆续投入商业化运营，公司具备360万平方米镀膜产能和300万平方米中空玻璃产能，覆盖现有市场节能玻璃全系列产品。对比建筑玻璃主要企业，信义、南玻A具备原片产能，毛利率维持在较高水平；耀皮玻璃受制于玻璃原片涨价，近年来毛利率有所下滑；2016年，一体化龙头南玻A单平米建筑玻璃毛利高出耀皮近5元；我们假设旗滨节能玻璃盈利能力对标耀皮，在不考虑原片盈利基础上，公司建筑玻璃全部投产后有望贡献毛利超过8000万，公司深加工节能玻璃有望打开业绩成长新动能。

图表 10：国内主要建筑玻璃企业毛利率走势



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 11：耀皮建筑玻璃均价、成本和毛利



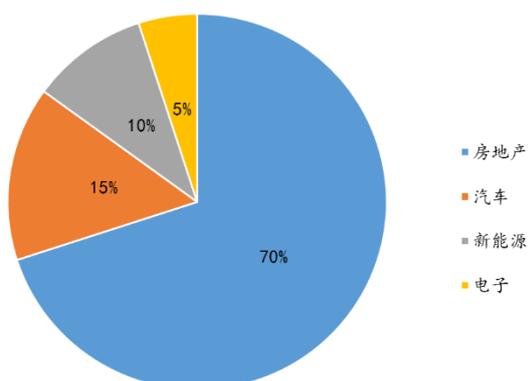
来源：公司公告，国联证券研究所

## 2. 地产施工有望加速，玻璃需求预期趋稳

### 2.1. 地产投资稳中有升，玻璃需求具备支撑

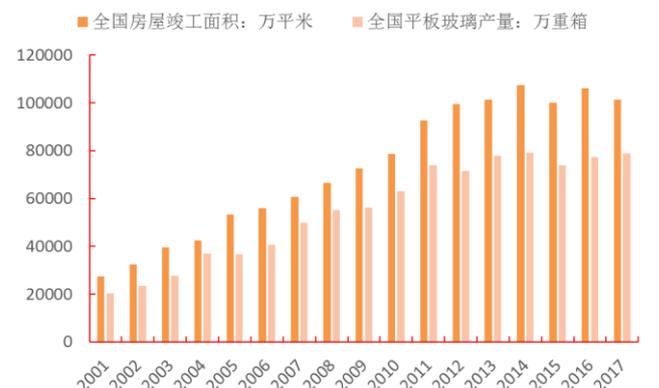
玻璃下游需求主要来自于房地产、汽车、新能源和电子领域，其中房地产占比约70%。一般情况下，建筑玻璃需求最终来自于地产竣工后的装饰环节；对比玻璃产量和房地产竣工面积，全国房地产竣工面积平板玻璃产量高度相关，2001年至今两者相关系数高达0.99。

图表 12：玻璃下游市场占比



来源：玻璃协会，国联证券研究所

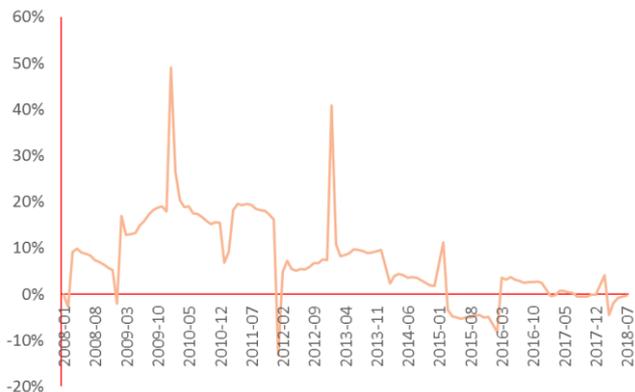
图表 13：全国房屋竣工面积和平板玻璃产量



来源：Wind，国联证券研究所

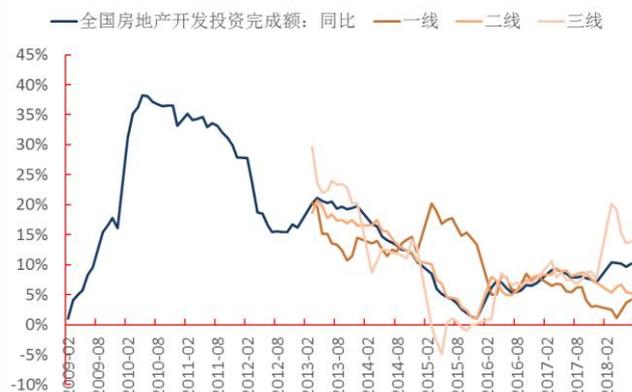
从下游地产和房屋销售需求来看，玻璃需求整体有望持稳。我们以建筑项目先行指标水泥的销量来看，2018M1-7，全国水泥产量 11.9 亿吨，同比小幅回落 0.3%，下游整体需求持稳。从房地产开发投资额增速来看，全国 2018M1-7 月房地产投资增速 10.2%，创 2015 年以来新高；分城市来看，三线城市投资增速高达 13.86%，领跑一二线城市的 4.2%和 5.26%。

图表 14：全国水泥产量累计同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

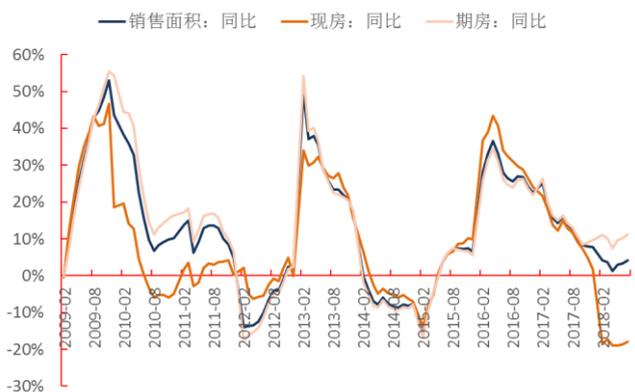
图表 15：全国房地产投资增速



来源：Wind，国联证券研究所

从全国商品房销售面积来看，2018M1-7 全国商品房销售面积同比增长 4.2%，其中期房销售面积同比增长 11.2%，销售端尤其是期房的持续增长夯实未来 1-2 年地产施工周期。从全国房屋新开工和施工来看，2018M1-7 全国商品房新开工面积累计同比增长 14.4%，再创近 2 年来新高；全国房屋施工面积基数持续提高的情况下，前 7 月施工面积增速亦恢复至 3%。我们认为，从地产投资、销售和施工情况来看，综合考虑水泥销量数据，国内地产投资有望持稳，玻璃需求不必过于悲观。

图表 16：全国商品房销售面积同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 17：全国房屋新开工和施工面积累计增速



来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2. 补库存加快需求释放，库存波动有望收窄

玻璃价格和库存走势高度相关，贸易因素放大价格波动。玻璃作为池窑连续生产工艺，生产的刚性特点决定了行业库存规模的平稳波动；作为大宗商品，全国 70%-80%的玻璃是通过贸易商进行交易的。2010 年至今，玻璃价格和玻璃库存高度相关；

2016 年至今，供给侧改革和地产景气周期带动玻璃价格大幅提升，带来行业景气周期。2017Q4，玻璃价格和库存走势的背离主要与贸易商环节扰动相关，2017 年底的排污许可新政则是加速贸易商补库和推升玻璃价格的主要因素。下游需求端的缓慢释放带动国内主流区域库存规模持续回落。2017 年，全国玻璃产量最大的省份为河北、广东、湖北、山东和四川，累计产量国内占比超过 50%。2018Q1 至今，淡季需求较弱情况下，考虑到生产的刚性，河北地区库存规模创新高、山东地区增长幅度较大；其他区域如华中和华南的广东、湖北、四川等地较于往年同期的库存水平，体量上增加幅度不大，广东库存同比仅增长 0.8%。考虑到二季度开启的需求端释放，主要省份玻璃库存均出现持续回落情况，与此同时玻璃价格维持相对高位波动。

图表 18：全国玻璃库存和价格走势



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

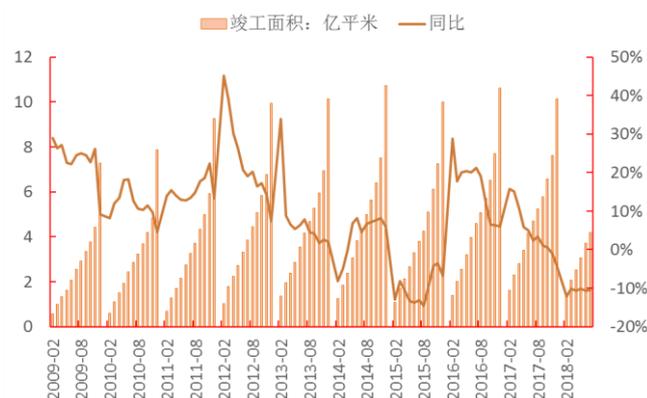
图表 19：国内前 5 大浮法玻璃省份库存趋势



来源：卓创资讯，国联证券研究所

补库存加速需求释放，玻璃价格坚挺有望维持库存去化平稳进行。2018M1-7，全国房屋竣工面积 4.21 亿平米，同比下降 10.5%。我们认为，土地购置费和购置面积的高速增长，信用收紧情况下地产商较高的土地购置成本加快其项目周转速度，未来 1-2 年地产施工周期仍具有较大支撑；另外，期房销售持续高增长亦增加房地产施工动力。基于地产商回款和期房交付的预期，我们认为四季度房地产仍存在赶工交付的可能性，玻璃需求稳中有升，下游深加工企业和贸易商补库存有望加速。考虑到年初的高库存压力，玻璃价格相对坚挺下库存去化有望平稳进行。

图表 20：全国房屋竣工面积及同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：国内房地产业土地购置费和购置面积同比



来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 供给收缩力度增强，行业景气有望持续

#### 3.1. 环保限产步伐加快，供给端收缩有望超预期

2016年，国务院印发的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，行业供给侧改革步伐加快。基于排污许可证和冬季错峰生产，采暖季环京津冀区域玻璃产能受限。2018年8月，邢台市印发《关于主城区进一步严控SO<sub>2</sub>/NO<sub>2</sub>/CO排放的强化措施》，当前停产3条线的力度有望再度延续去年收缩行情。

图表 22：玻璃行业供给侧改革政策汇总

时间	部门	内容	详情
2018.8.14	河北省政府	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》	2018年至2020年，河北省定40家城市重点污染工业企业退城搬迁或关停，其中2018年至少实施14家，2019年实施7家、2020年实施19家；到2020年，沙河市主城区平板玻璃生产线全部退出，搬迁实行减量置换。
2018.8.14	工信部、发改委	《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	各地省级主管部门要切实做好禁止新增平板玻璃产能工作，不得以其他任何名义、任何方式备案新增平板玻璃产能的建设项目
2018.8.8	河北省政府	《京津冀及周边地区2018-2019大气污染防治综合攻坚行动方案征求意见稿》	“2+26”实施全面错峰，新增其他城市钢铁产能限产明确为30%；提高产业淘汰标准，加快淘汰500d/t以下普通浮法玻璃产线(不含超薄、超白等)；玻璃企业在黄色及以上重污染天气预警期间，要采取停产保护等方式限产
2018.8.3	邢台大气污染防治领导小组	《关于主城区进一步严控SO <sub>2</sub> 、NO <sub>2</sub> 、CO排放的强化措施》	8月15日起，取得排污许可证的企业以停炉冷修方式落实《邢台市2018年大气污染防治综合工作方案》中全年限产15%以上的要求，明确到每条生产线；沙河鑫利二线因没有排污许可证停产，元华二线落实限产防水冷修
2018.7.3	国务院办公厅	关于成立京津冀及周边地区大气污染防治领导小组的通知	国务院副总理及环京津冀省份、相关中央部委首长挂帅，推进区域大气污染防治联防联控工作，确定大气质量改善目标和重点任务并组织考核奖惩；
2018.6.28	工信部原材料司	平板玻璃建设项目的产能置换方案调查	委托建材协会对34号文发布以来的平板玻璃建设项目的产能置换方案开展调查，未经批准的项目停止生产许可受理，已受理的一律不予许可；
2018.6.27	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	以京津冀及周边、长三角、汾渭平原等区域为重点，开展大气污染防治行动，加大平板玻璃等重污染企业搬迁，严控产能，持续推进工业污染源全面达标排放。减排措施落实到企业工艺环节，秋冬季重点行业错峰生产。
2018.4.11	邢台环保局	玻璃去产能、针对监督执法	完善环保“黑名单”、玻璃产业去产能交易平台，帮助排放达标企业升级改造；开展点穴式、解剖式执法；对超标排放的企业，实行“以日计罚”。
2018.1.9	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产线；确有必要新建的，必须实施减量置换。
2017.10.31	邢台环保局	《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企业实施停产的函》	关停9条未取得排污许可证的玻璃产线关停，12月撤销环评不达标的3条浮法玻璃生产线和10条格法玻璃生产线排污许可证并责令关停。
2017.9.12	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》	规定平板玻璃排污单位排污许可证申请与核发的要求、许可排放限值、监测和管理台账等要求，禁止建设区域内或已予以淘汰和取缔的不予核发
2017.9.12	邢台工信局	《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。
2017.8.3	环保部等4部委	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》反馈	发现全国仍有使用国家明令淘汰的落后工艺和设备的平板玻璃企业16家，产能1456.2万重量箱。督察组要求各地于2017年9月15日前将本次督查发现问题处理处罚情况和整改落实情况分别报环境保护部等4部委
2017.8.3	工信部	《2017年工业节能监察重点工作计划》	涉及平板玻璃企业能耗限额达标情况
2017.3.9	工信部、发改委等	《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，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术等不达标产能关停退出

来源：玻璃信息网，国联证券研究所

沙河地区作为国内浮法玻璃产线最集中的区域，今年关停规模有望达到在产产能 2.37%。对比 2017-2018 年，环保政策的延续持续增加排污许可不达标企业关停的可能，另外河北省政府指定的《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战实施意见》加快沙河主城区平板玻璃生产线退出进程。2017 年，环保不达标因素下沙河关停浮法玻璃产线 9 条，累计停产 5800t/d；2018 年仅长红一线点火复产，其余产线仍处于关停状态。年初至今，环保政策加码推动鑫利、元华、迎新等企业停产，考虑到鑫利 3 线和 4 线因环保问题仍存在关停的可能性，我们预计今年关停产能有望达到 3700t/d，占沙河地区在产产能 18.23%，占全国产能比重 2.37%。

**图表 23：2017 年和 2018 年关停产线明细**

序号	产线明细	地理区位	产能(t/d)	关停时间	主要原因	备注
1	沙河安全五线	河北沙河	500	2017.11.15	无排污许可证	
2	沙河安全六线	河北沙河	700	2017.11.04	无排污许可证	
3	沙河长城四线	河北沙河	500	2017.11.06	无排污许可证	
4	沙河长城六线	河北沙河	700	2017.11.15	无排污许可证	
5	沙河德金三线	河北沙河	800	2017.11.07	无排污许可证	
6	沙河吉恒园玻璃	河北沙河	600	2017.11.15	无排污许可证	
7	长红一线	河北沙河	600	2017.11.15	无排污许可证	2018.6.20 复产
8	长红二线	河北沙河	600	2017.11.15	无排污许可证	
9	德金四线	河北沙河	800	2017.11.15	无排污许可证	
去年合计			<b>5800</b>	沙河占比:	<b>20.28%</b>	
10	河北沙河鑫利玻璃二线	河北沙河	550	2018.08.14	无排污许可证	
11	沙河元华二线	河北沙河	1000	2018.08.17	环保限产 15%	
12	沙河迎新二线	河北沙河	450	2018.08.22	园区搬迁	
13	沙河迎新三线	河北沙河	500	可能关停		
14	河北沙河鑫利玻璃三线	河北沙河	600	可能关停		
15	河北沙河鑫利玻璃四线	河北沙河	600	可能关停		
今年已关停合计			<b>2000</b>	沙河占比:	<b>9.85%</b>	
今年可能关停合计			<b>3700</b>	沙河占比:	<b>18.23%</b>	

来源：玻璃信息网，国联证券研究所

排放标准的趋严亦是行业供给收缩超预期的潜在因素。近年来，山东、河北、河南和江苏等省份先后制定排污标准更严格的地方标准，其他省份的跟进有望扩大行业排污标准趋严态势。2018 年，“2+26”城市要求执行更加严格的政策，氮氧化物、二氧化硫和颗粒物排放标准的趋严有望提升行业供给收缩超预期的可能性。

**图表 24：玻璃行业排放标准要求 (mg/m<sup>3</sup>)**

时间	部门	主要文件	详情		
			NO	SO	颗粒物
2011	国家	《平板玻璃工业大气污染物排放标准》	700	400	50
2013	山东	《山东省建材工业大气污染物排放标准》	500	300	30
2015	河北	《平板玻璃工业大气污染物排放标准》	500	250	30
2018	河南	《关于印发河南省 2018 年大气污染防治攻坚战工作方案的通知》	400	150	30

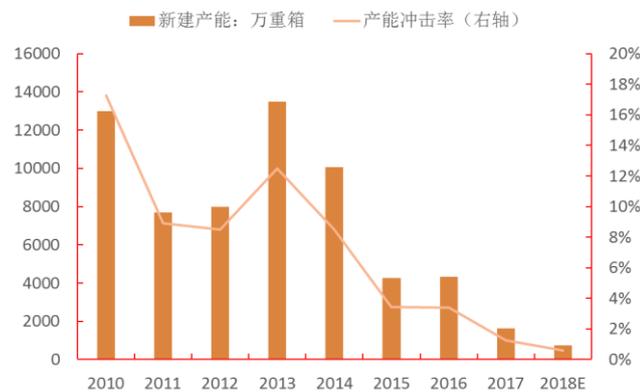
2018	“2+26”	关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告	400	100	20
2020	江苏	《关于开展全省非电行业氮氧化物深度减排的通知》	350	—	—

来源：新闻资料，国联证券研究所

### 3.2. 行业扩张趋向理性，冷修潮有望来临

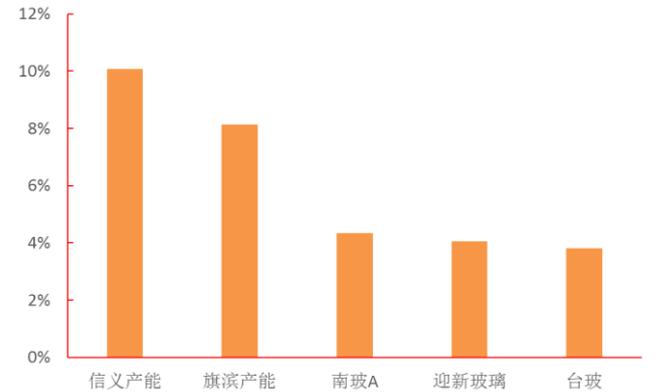
2014 年以来，玻璃需求的下行削弱行业新增供给，2015 年后的价格不景气大幅削减行业新增产能。2017 年至今，伴随着行业严禁新增和产能置换，行业盈利能力回暖下对于新增仍较谨慎；另外，玻璃价格上涨推升产能指标资产价格，龙头公司新增产能积极性不高，行业扩张趋向理性。当前，国内浮法玻璃原片市场仍较分散，公司市占率仅为 8.13%，前 5 大市占率仅为 30.39%，相较水泥行业 CR5 44% 的集中度仍相差较远；考虑到行业整合预期，行业集中度提升仍有较长的路程。

图表 25：国内浮法玻璃新建产能和产能冲击率



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

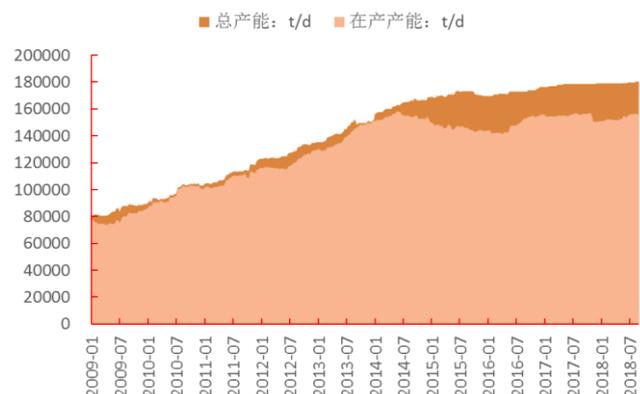
图表 26：全国浮法玻璃龙头市占率



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

当前，国内浮法玻璃总产能约为 12.99 亿重箱，在产产能 9.36 亿重箱，同比下降 474 万重箱；国内浮法玻璃产线 363 条，其中华东、华南和华北产能分别占比 25%、26% 和 29%。新增产能下滑和供给端的收缩降低行业产能利用率，截止 9 月 7 日，行业产能利用率 86.18%，较去年同期下降 1.31 个百分点。

图表 27：全国浮法玻璃总产能和在产产能



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

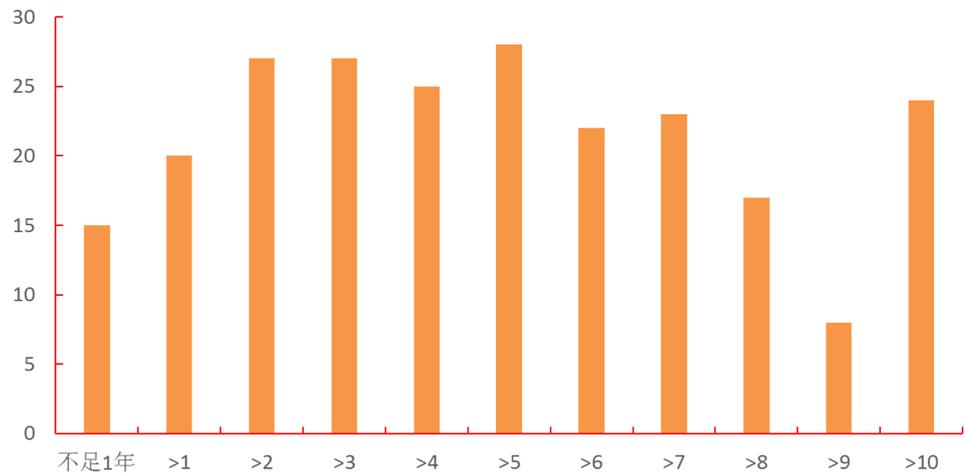
图表 28：全国浮法玻璃产能利用率



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

考虑到玻璃工艺的特性，通常情况下玻璃冷修周期在 8 年左右；2017 年以来的高景气延后了行业整体冷修进度。考虑到玻璃熔炉的特性，随着在产时间的持续增加，冷修更换耐材的紧迫性逐渐增强。根据我们的统计，在产的浮法玻璃产线中有接近 24 条产线服役时间超过 10 年，产能合计约 8106 万重箱。随着时间的延续，超龄服役的产线有望陆续进入冷修周期，行业大规模冷修潮有望来临。

图表 29：全国浮法玻璃产线按服役时间划分



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

### 3.3. 对标水泥逻辑演绎，玻璃价格有望保持强劲

从历史来看，水泥价格和玻璃价格、水泥库容和玻璃库存高度相关；2017 年至今，水泥和玻璃的走势开始呈现分化。当前，水泥价格已经创历史新高，但玻璃价格仍保持在 13 年阶段性高点附近；从行业库存的角度来看，玻璃库存规模相比水泥来说明显处于高位。我们认为，水泥行业的供给端收缩超预期是行业景气高涨的主要原因。考虑到玻璃供给端收缩仍有较大的潜在因素，一旦环保趋严增加生产线关停规模，玻璃价格仍有进一步大幅上涨的潜力。

图表 30：国内水泥和玻璃价格走势对比



来源：玻璃信息网，数字水泥网，国联证券研究所

图表 31：全国水泥库容比和玻璃库存走势对比



来源：玻璃信息网，数字水泥网，国联证券研究所

玻璃与水泥类似，销售半径对区域价格影响较大，供给端的收缩利好华北价格。

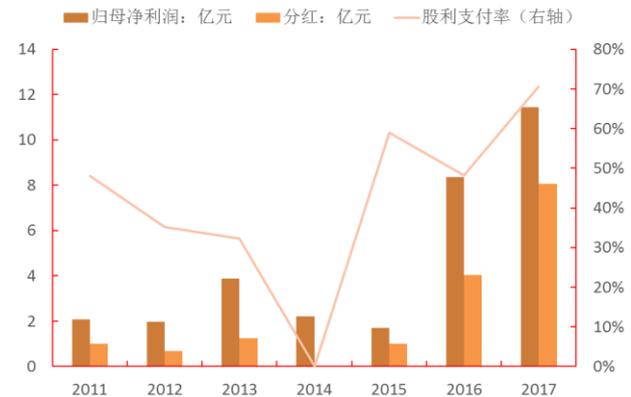
我们以华南地区的广州和华东地区的上海作为参考样本,对比南北方玻璃价格走势之间的差异。考虑到玻璃 500 公里的销售半径和中间贸易商因素的扰动,玻璃价差往往在四季度急速抬升,主要原因在于华东和华南旺季情况下的需求回暖带动。**2018 年 9 月**,当前的旺季来临时广州-秦皇岛和上海-秦皇岛价差收敛,我们认为主要与沙河地区供给端持续发力推动秦皇岛价格的持续上涨有关。截止至 9 月 7 日,秦皇岛玻璃价格较年初上涨 6.16%,同期上海仅上涨 1.51%。结合水泥行业的逻辑演绎,我们认为,供给端的超预期有望带动玻璃景气度再上一层楼,沙河地区的关停和冷修潮有望助推行业景气上行。

图表 32: 国内主要区域玻璃价差走势



来源: 玻璃信息网, 国联证券研究所

图表 33: 国内主要区域玻璃价格走势 (元/吨)



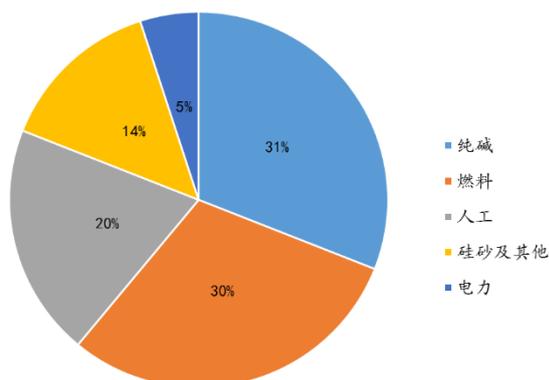
来源: 玻璃信息网, 国联证券研究所

## 4. 核心假设及盈利预测

### 4.1. 玻璃涨价抬升利润, 纯碱波动长期影响弱化

公司玻璃原片成本结构中,纯碱成本占比高达 31%。2018H1,受纯碱价格上涨因素影响,公司上半年毛利率 31.4%,较去年同期小幅下滑 1.75 个百分点。结合化工组观点,考虑到联碱法、氨碱法边际成本变化,纯碱中枢价格有望维持在 2000 元/吨左右;另外,考虑到玻璃行业消耗纯碱占比高达 56%,玻璃行业供给端的收缩压制纯碱上涨空间,纯碱价格有望维持窄幅波动,价格波动对公司盈利能力影响将弱化。

图表 34: 公司成本结构



来源: 公司公告, 国联证券研究所

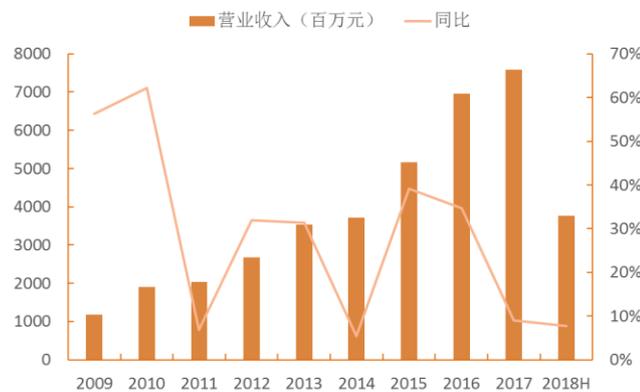
图表 35: 国内重质纯碱平均价格走势 (元/吨)



来源: 玻璃信息网, 国联证券研究所

上半年，受到公司产能冷修影响，公司销量同比下滑 2.9%；玻璃价格上涨提升公司营收规模，上半年营业收入同比增长 7.77%；受到纯碱价格上涨因素影响，公司毛利同比增长缩小至 2.09%。

图表 36：公司营业收入及同比



来源：公司公告，国联证券研究所

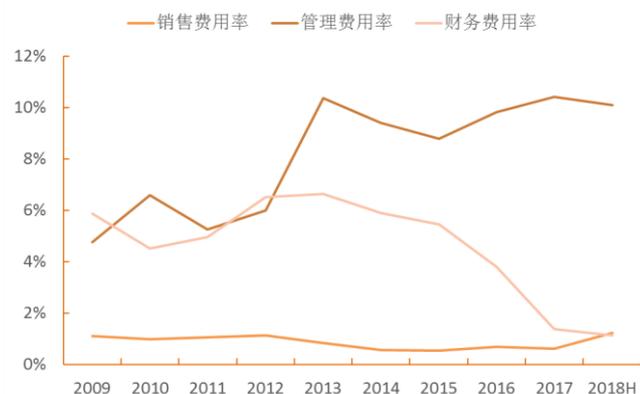
图表 37：公司毛利及同比



来源：公司公告，国联证券研究所

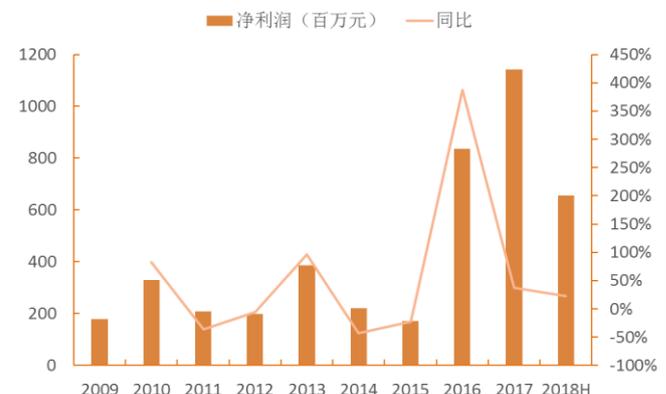
近年来，公司深耕内部管控，管理费用率和财务费用率持续下滑；从总量来看，上半年公司管理费用率微增 1%，财务费用继续大幅下滑 45.58%。受到马来西亚出口规模增加，公司销售费用率小幅提升，当前占比仍较低。受益玻璃价格上涨和成本控制，公司上半年净利润同比增长 22.59%。

图表 38：公司期间费用率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 39：公司净利润及同比增速



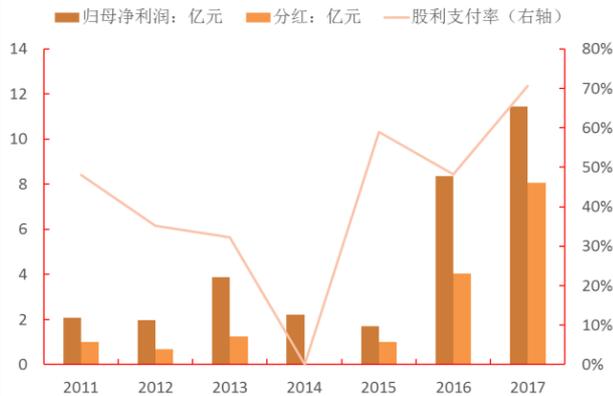
来源：公司公告，国联证券研究所

## 4.2. 股息率维持高位，回购股份彰显信心

公司重视股东回报，拟在未来五年每年进行现金分红比例比低于当年可分配利润的 50%。2017 年，公司归母净利润 11.43 亿元，分红金额高达 8.07 亿元，分红率为 70.66%。以当前时点股价 4.21 计算，公司 2017 年股息率高达 7.13%。另外，近年来公司资产负债率持续下降，上半年资产负债率为 45.49%；在建工程随着三大节能玻璃项目投产后有望回落，资本支出的削减和盈利的改善有望持续修复资产负债表，未来持续高分红可期。另外，基于对公司内在价值的认可，公司计划在二级市场回购公司股份，拟以不超过 4.5 元/股的价格回购公司股份，回购总额不超过 4.5 亿元；公

司回购股份彰显公司发展信心。

图表 40: 公司历年现金分红率



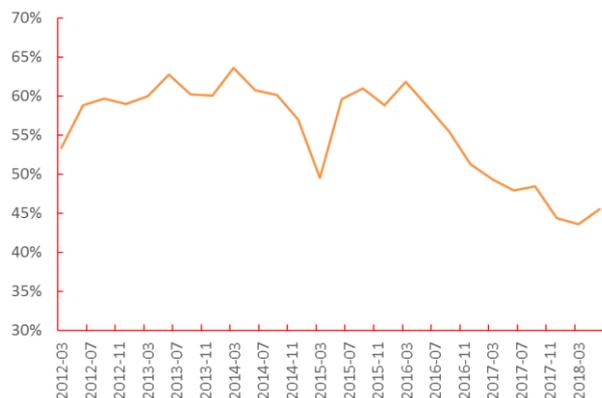
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 41: 公司股息率



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 42: 公司资产负债率



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 43: 公司在建工程/总资产



来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 4.3. 盈利预测

结合需求、供给和库存情况, 我们认为:

(1) 地产投资和销售数据表明国内投资仍将持稳, 房屋施工面积仍保持 3% 的增长稳定地产投资预期; 考虑到期房销售的持续增长, 结合水泥销量数据来看, 我们认为地产投资持稳概率较大, 玻璃需求不悲观;

(2) 环保限产步伐加快, 今年可预期的玻璃停产规模有望达到 3700t/d, 占国内在产产能比重 2.37%, 另外排放趋严亦有望加速落后产能关停步伐。此外, 近年来行业扩张趋向理性, 景气度的回升延后了部分玻璃产线冷修进度; 考虑到玻璃生产特性, 服役年限超过 10 年的 8106 万重箱产能有望逐步进入冷修周期, 行业大规模冷修潮有望来临;

(3) 玻璃价格和库存走势高度相关, 下游需求端的缓慢释放带动上半年国内主流区域库存规模持续回落; 基于下半年开发商赶工预期, 贸易商补库存加速需求释放, 玻璃价格坚挺有望维持库存去化平稳进行。

考虑到公司漳州一线和醴陵五线冷修复产，公司下半年销量有望提升；旺季带动和供给端收缩影响下，预判玻璃价格继续上涨。基于以上假设，我们谨慎预计 2018-2020 年公司原片销售均价 80.8、81.8 和 82.8 元/重箱，下半年纯碱价格小幅上涨 200 元/吨，以此推算公司 2018-2020 年毛利 27.95、29.48 和 30.28 亿元；净利润分别为 14.37 亿元、15.25 亿元和 15.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.57 和 0.59 元。

**图表 44：盈利预测拆分**

主要参数	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
原片销量：万重箱	9789	11439	10329	10714	11000	11300
销售均价：元/重箱	52.81	60.85	73.44	80.81	81.80	82.80
平均成本：元/重箱	43.30	43.00	49.89	54.72	55.00	56.00
销售费用：元/重箱	0.29	0.41	0.45	0.95	0.90	0.85
管理费用：元/重箱	4.63	5.97	7.65	7.37	7.30	7.20
财务费用：元/重箱	2.88	2.31	1.01	0.85	0.83	0.80
<b>毛利率</b>	<b>18.00%</b>	<b>29.34%</b>	<b>32.06%</b>	<b>32.29%</b>	<b>32.76%</b>	<b>32.37%</b>

来源：国联证券研究所

公司是 A 股最大的玻璃原片生产企业，深度布局节能玻璃打开业绩成长空间。我们选取国内主要玻璃企业南玻 A、福耀玻璃、金晶科技作为可比公司应用 PE 和 PB 法进行估值。可比公司 2018 年 PE 均值为 13.91，PB 均值为 2；我们分别给予公司对应的 PE 和 PB 估值，对应目标价分别为 7.43 和 5.96。综合两种估值方法，依据谨慎原则，我们给予公司 2018 年目标价 5.96 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**图表 45：A 股可比公司估值比较**

可比公司	收盘价		EPS			PE				PB
	2018/9/9	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
南玻 A	4.86	0.33	0.31	0.39	0.48	25.43	15.53	12.37	10.15	1.58
福耀玻璃	25.07	1.26	1.54	1.77	1.99	23.1	16.27	14.18	12.57	3.31
金晶科技	3.29	0.1	0.33	0.39	0.46	45.92	9.93	8.52	7.16	1.1
<b>平均</b>						<b>31.48</b>	<b>13.91</b>	<b>11.69</b>	<b>9.96</b>	<b>2.00</b>
旗滨集团	4.21	0.41	0.53	0.57	0.59	10.34	7.88	7.42	7.15	1.41

来源：Wind 国联证券研究所

注：除旗滨集团外，其他可比公司估值均采用 Wind 一致预期数据

## 5. 风险提示

- 1) 国内地产投资不及预期；
- 2) 玻璃停产不及预期；
- 3) 原材料价格上涨风险。

**图表 46: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	-43.24	-196.82	1731.60	1799.60	3162.70	<b>营业收入</b>	<b>6960.96</b>	<b>7585.00</b>	<b>8657.98</b>	<b>8998.00</b>	<b>9356.40</b>
应收账款+票据	383.21	96.73	451.10	118.25	473.78	营业成本	4918.69	5153.43	5862.70	6050.00	6328.00
预付账款	48.77	17.87	57.94	20.29	61.54	营业税金及附加	95.33	143.88	129.87	134.97	140.35
存货	1135.55	593.85	1373.57	656.70	1466.86	营业费用	47.34	46.03	101.78	99.00	96.05
其他	19.27	709.27	709.27	709.27	709.27	管理费用	683.26	790.41	790.00	803.00	813.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1543.56</b>	<b>1220.90</b>	<b>4323.48</b>	<b>3304.11</b>	<b>5874.15</b>	财务费用	264.12	103.96	91.07	91.30	90.40
长期股权投资	40.73	39.54	39.54	39.54	39.54	资产减值损失	7.36	67.75	2.44	2.44	2.44
固定资产	8109.90	7870.44	7322.84	6775.24	8325.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	436.98	1128.43	2208.70	2208.70	0.00	投资净收益	-3.90	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产	813.75	845.75	826.72	807.68	788.65	其他	0.00	0.00	32.00	0.00	0.00
其他非流动资产	479.52	599.98	554.69	509.41	509.41	<b>营业利润</b>	<b>940.97</b>	<b>1279.60</b>	<b>1712.12</b>	<b>1817.29</b>	<b>1885.56</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9880.88</b>	<b>10484.14</b>	<b>10952.49</b>	<b>10340.58</b>	<b>9663.52</b>	营业外净收益	78.41	2.63	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>11424.43</b>	<b>11705.03</b>	<b>15275.97</b>	<b>13644.69</b>	<b>15537.66</b>	<b>利润总额</b>	<b>1019.38</b>	<b>1282.23</b>	<b>1712.12</b>	<b>1817.29</b>	<b>1885.56</b>
短期借款	2310.62	280.32	1979.21	115.81	0.00	所得税	184.80	188.46	275.22	292.05	302.97
应付账款+票据	784.57	773.99	1614.03	850.28	1727.27	<b>净利润</b>	<b>834.58</b>	<b>1093.77</b>	<b>1436.90</b>	<b>1525.24</b>	<b>1582.59</b>
其他	1066.88	657.60	711.29	668.69	722.98	少数股东损益	-0.47	-0.87	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4162.06</b>	<b>1711.91</b>	<b>4304.53</b>	<b>1634.79</b>	<b>2450.25</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>835.06</b>	<b>1094.64</b>	<b>1436.90</b>	<b>1525.24</b>	<b>1582.59</b>
长期带息负债	1023.20	1915.57	1915.57	1915.57	1915.57	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	214.78	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1237.98</b>	<b>2915.57</b>	<b>2915.57</b>	<b>2915.57</b>	<b>2915.57</b>	营业收入	34.66%	8.96%	14.15%	3.93%	3.98%
<b>负债合计</b>	<b>5400.04</b>	<b>4627.48</b>	<b>7220.10</b>	<b>4550.36</b>	<b>5365.82</b>	EBIT	141.09%	12.81%	29.90%	4.70%	0.75%
少数股东权益	-0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	70.63%	7.36%	8.74%	3.53%	3.14%
股本	2608.34	2692.51	2688.97	2688.97	2688.97	归属于母公司净利润	-22.49%	31.09%	31.27%	6.15%	3.76%
资本公积	1295.77	1505.47	1509.01	1509.01	1509.01	<b>获利能力</b>					
留存收益	2120.75	2879.57	3857.89	4896.35	5973.86	毛利率	29.34%	32.06%	32.29%	32.76%	32.37%
<b>股东权益合计</b>	<b>6024.39</b>	<b>7077.56</b>	<b>8055.87</b>	<b>9094.33</b>	<b>10171.84</b>	净利率	11.99%	14.42%	16.60%	16.95%	16.91%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11424.43</b>	<b>11705.03</b>	<b>15275.97</b>	<b>13644.69</b>	<b>15537.66</b>	ROE	13.86%	15.47%	17.84%	16.77%	15.56%
<b>现金流量表</b>						ROIC	10.50%	12.79%	16.72%	13.58%	14.70%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	866.90	1160.99	1436.90	1525.24	1582.59	资产负债	47.27%	39.53%	47.26%	33.35%	34.53%
折旧摊销	843.22	836.60	609.47	609.47	674.62	流动比率	0.37	0.71	1.00	2.02	2.40
财务费用	274.52	124.28	131.50	112.95	59.16	速动比率	0.09	-0.05	0.52	1.19	1.51
存货减少	151.44	-7.91	-779.72	716.87	-810.16	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-478.31	61.06	499.29	-435.84	534.50	应收账款周转率	19.79	92.85	20.96	88.98	21.58
其它	26.59	143.74	2.44	2.44	2.44	存货周转率	4.33	8.68	4.27	9.21	4.31
<b>经营活动现金流</b>	<b>1684.36</b>	<b>2318.75</b>	<b>1899.88</b>	<b>2531.13</b>	<b>2043.16</b>	总资产周转率	0.61	0.65	0.57	0.66	0.60
资本支出	714.72	1419.35	1080.27	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	107.99	24.86	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.31	0.41	0.53	0.57	0.59
其他	50.39	113.36	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.63	0.86	0.71	0.94	0.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>-772.32</b>	<b>-1330.85</b>	<b>-1080.27</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	每股净资产	2.24	2.63	3.00	3.38	3.78
债权融资	-728.97	-1642.40	1698.89	-1863.40	-115.81	<b>估值比率</b>					
股权融资	169.85	212.92	0.00	0.00	0.00	市盈率	13.56	10.34	7.88	7.42	7.15
其他	-156.21	234.78	-590.08	-599.73	-564.25	市净率	1.88	1.60	1.41	1.24	1.11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-715.34</b>	<b>-1194.70</b>	<b>1108.81</b>	<b>-2463.12</b>	<b>-680.06</b>	EV/EBITDA	6.80	5.99	6.19	5.25	4.55
<b>现金净增加额</b>	<b>201.94</b>	<b>-214.01</b>	<b>1928.42</b>	<b>68.00</b>	<b>1363.10</b>	EV/EBIT	11.36	9.52	8.24	6.91	6.13

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810