

建筑材料

竣工“姗姗来迟”，玻璃或迎“暖春”

评级：增持

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

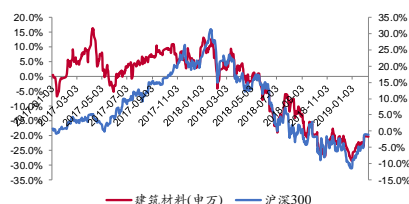
研究助理：孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	75
行业总市值(亿元)	4817
行业流通市值(亿元)	2563

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
旗滨集团	4.05	0.31	0.43	0.47	0.49	13.1	9.4	8.6	8.3	增持

备注：

投资要点

- 我们在 2019 年年度策略中强调，由于大周期的变化，本轮地产小周期从结构上看，与历史上一轮周期有明显区别。销售向新开工的传导，新开工向竣工环节的传导均与历史上相比有所时滞。因而从相关环节对应的建材需求来看，不同环节相关需求释放带来的结构性机会也有所不同。从当前情况来看，我们认为玻璃有望受益于竣工环节的回暖，以及自身产能冷修高峰期的逐渐到来，供需关系有望在 2019 年上半年出现优化，带来玻璃价格弹性。
- 2019 年地产建安-竣工环节投资有望一扫颓势，带动玻璃需求回暖。随着刚性住房需求的逐渐走弱，叠加全国潜在库存在 2014 年左右达到历史高点，房企近年整体心态在“棚改松三四线去库存，限购紧一二线控房价”的基调下，逐渐从过去的“大干快上”转为“量入为出”。房企心态的明显变化合意库存中枢下行，近年销售向新开工、新开工向竣工的传导出现了明显时滞。叠加原材料成本上行、信用紧缩周期，2017-2018 年地产地产建安-竣工环节数据出现明显回落；但是由于 2017-2018 高期房销售比例积累下
- 玻璃：冷修压力持续积累，冷修高峰有望同需求形成共振；同时成本端压力有望缓解。近年玻璃企业的自然冷修期普遍受近年高盈利的刺激有所推迟，然而玻璃的天然冷修周期很难延长至 9-10 年以上，且从 2018 年 11 月开始，频繁有玻璃产线开始进入冷修，经统计，我们预计 2019 年具备冷修可能的产线达 25 条。如果需求回暖叠加供给收缩，玻璃价格或具备阶段性上涨动能。与此同时，如果玻璃行业日熔量环比出现回落，叠加政府对砂石等原材料价格上涨的有效管控，将对存续企业的原材料成本压力带来缓解。对企业盈利有正向作用。
- 投资建议：重点关注“旗滨集团”。
 - ✓ 预计 2019 年公司产线将平稳运行，从产线生命周期看需要进入冷修的产线较少。从当前旗滨的产线生命周期看，漳州二线（600t/d）已经与 2019 年 1 月进入冷修，仅剩漳州三线（600t/d）在未来一两年需要进入冷修，对 2019 年整体的产能影响有限。
 - ✓ 重质提效，公司从玻璃原片不断向深加工靠拢，实现纵向产业链延伸。公司通过引入南玻的管理层和技术提高公司的经营效益，提高公司产品的附加值，增强公司在玻璃产业链中的竞争力。公司有望在未来将产品中建筑玻璃的比例降到一半以下，逐步提高包括高端镀膜玻璃、电子玻璃等产品的比例。
 - ✓ 公司市净率处于历史低位，股息率也进入较为有吸引力的区间。目前的股价位置，PB 约 1.4 倍，处于历史估值下沿，对应 2018 年公司税后分红收益率超过 6%，具备较高安全边际，我们预计 2018 年和 2019 年公司 EPS 分别为 0.47、0.49 元。给与“增持”评级。
- 风险提示事件：1. 地产需求大幅低于预期 2. 冷修进展不达预期

内容目录

前言	- 4 -
2019 年地产建安-竣工环节投资有望一扫颓势	- 4 -
“量入为出”成为近年地产行业的主基调	- 4 -
2019 年地产链条的结构性机会在建安-竣工端	- 7 -
期待玻璃供需两端迟到的“共振”	- 9 -
地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑	- 9 -
2018 年前三季度高盈利推迟企业冷修，冷修压力持续积累	- 9 -
2019 年成本端压力有望缓解，利好企业盈利	- 13 -
旗滨集团：经营稳健，有望受益需求回暖	- 14 -
风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1：三四线城市销售占比越来越高	- 4 -
图表 2：从销售面积增长看，近年三四线-贡献更加明显	- 4 -
图表 3：一线、二线、三四线城市销售增速情况（%）	- 5 -
图表 4：一二线城市潜在库存（万平方米）	- 5 -
图表 5：三四线城市潜在库存（万平方米）	- 5 -
图表 6：本轮商品房销售向新开工的传导出现了明显迟滞	- 6 -
图表 7：一线、二线、三四线城市新开工增速情况（%）	- 6 -
图表 8：房企开发资金情况并未明显受到影响	- 6 -
图表 9：房企融资渠道较多	- 6 -
图表 10：三四线土地购置面积近两年维持高增（%）	- 7 -
图表 11：新开工和竣工面积增速的剪刀差持续增大	- 8 -
图表 12：期房销售和现房销售增速背离	- 8 -
图表 13：期房销售占比提升明显	- 8 -
图表 14：房地产建筑安装投资增速 2019 年有望反弹	- 8 -
图表 15：2018 年 1-8 月玻璃行业盈利良好	- 9 -
图表 16：玻璃价格走势	- 9 -
图表 17：18 年前三季度玻璃日熔量逐步增加	- 10 -
图表 18：在产产能在 2018 年 9 月底创出新高	- 10 -
图表 19：2018 年国内新点火浮法生产线	- 10 -
图表 20：2018 年国内复产浮法生产线	- 10 -
图表 21：2018 年国内冷修浮法生产线	- 11 -

图表 22: 2018 年国内停产浮法生产线.....	- 11 -
图表 23: 2019 年冷修生产线.....	- 11 -
图表 24: 2018 年 9 月以来北方玻璃盈利下挫明显.....	- 12 -
图表 25: 2018 年 10 月冷修产线逐步增加.....	- 12 -
图表 26: 历年产线最新投产数量 (条).....	- 13 -
图表 27: 重质纯碱市场价 (元/吨).....	- 13 -
图表 28: 纯碱主要生产厂家库存指数.....	- 14 -
图表 29: 燃料成本差异在环保压力下逐步缩小.....	- 14 -
图表 30: 旗滨集团产线情况统计.....	- 15 -

前言

- 从房屋开发周期来看，拿地、新开工、施工、竣工是一个完整的产业链条；地产周期之源是销售，与之伴生的房企新开工、竣工、拿地等行为均是建立在对未来销售预期和合意库存调整之上进行的；而各环节之间的存在有着必然的传导路径，却并没有明确的传导机制，我们归纳的历史经验只能用于参考而并不能完全用于预测。
- 我们在 2019 年年度策略中强调，由于大周期的变化，本轮地产小周期从结构上看，与历史上一轮周期有明显区别。销售向新开工的传导，新开工向竣工环节的传导均与历史上相比有所时滞。因而从相关环节对应的建材需求来看，不同环节相关需求释放带来的结构性机会也有所不同。从当前情况来看，我们认为玻璃有望受益于竣工环节的回暖，以及自身产能冷修高峰期的逐渐到来，供需关系有望在 2019 年上半年出现优化，带来玻璃价格弹性。

2019 年地产建安-竣工环节投资有望一扫颓势

“量入为出”成为近年地产行业的主基调

- 我们看到，2014 年至今的这一轮地产周期，由于宏观变量的变化以及近年地产销售端“因城施策”的调控手段，导致本轮小周期形态同历史经验均有所不同。人口红利的逐渐丧失导致住房长期的刚性需求减弱，尤其是在三四线城市，而长年以来房企的顺周期加库存思路导致 14 年以来三四线城市整体库存位于较高水平。政府通过棚改货币化安置的方式拉动库存去化；同时基于房价控制的目的，对一二线城市实施了因城施策的调控手段，从而导致一二线城市的成交量受到较为明显的压制。因而在近几年的销售高增中，棚改推动销售高景气长时间延续，三四线销售的占比大幅提升，而在销售面积绝对量上的贡献则更为明显。

图表 1: 三四线城市销售占比越来越高

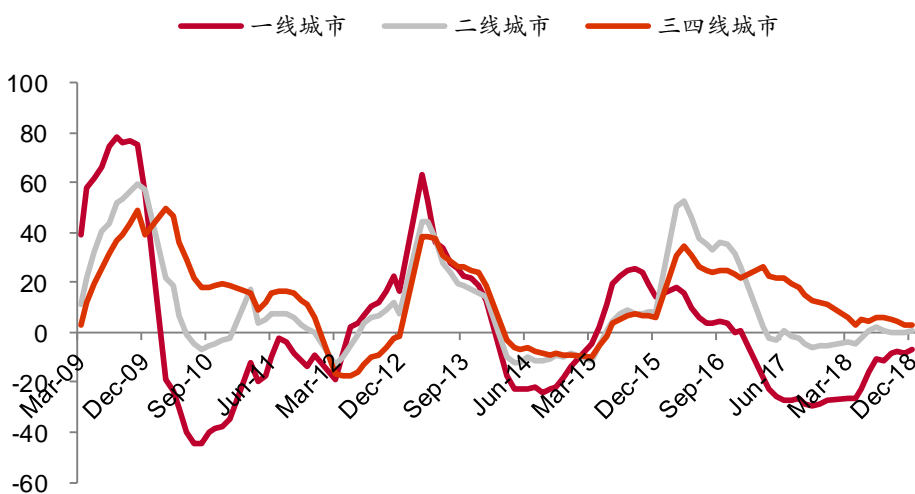
年份	全国商品房销售面积 (万平方米)	一线城市	二线城市	三四线城市
2009	86184.9	8%	30%	62%
2010	93376.6	5%	27%	68%
2011	97030.3	4%	26%	70%
2012	98468	5%	28%	68%
2013	115723	5%	27%	69%
2014	105182	4%	27%	69%
2015	112406	5%	27%	68%
2016	137540	4%	28%	68%
2017	144789	3%	26%	72%
2018	147929	2%	25%	72%

来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表 2: 从销售面积增长看, 近年三四线-贡献更加明显

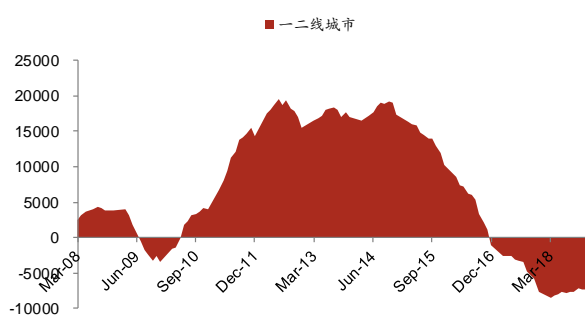
年份	全国商品房销售面积 (万平方米)	一线城市		二线城市		三四线城市	
		销售面积	销售增量	销售面积	销售增量	销售面积	销售增量
2009	86184.9	6,779.48		25,885.29		53,520.12	
2010	93376.6	4,412.20	-2,367.29	25,216.91	-668.38	63,747.49	10,227.37
2011	97030.3	4,018.85	-393.35	25,291.32	74.41	67,720.10	3,972.61
2012	98468	4,692.96	674.11	27,252.24	1,960.92	66,522.32	-1,197.78
2013	115723	5,305.11	612.15	31,123.66	3,871.42	79,293.93	12,771.61
2014	105182	4,588.48	-716.63	28,480.77	-2,642.89	72,112.55	-7,181.38
2015	112406	5,228.70	640.22	30,859.06	2,378.29	76,317.92	4,205.38
2016	137540	5,285.25	56.56	39,080.50	8,221.44	93,174.18	16,856.26
2017	144789	3,838.84	-1,446.41	37,125.97	-1,954.53	103,823.96	10,649.78
2018	147929	3,571.24	-267.60	37,346.15	220.18	107,012.03	3,188.08

来源: wind, 中泰证券研究所整理

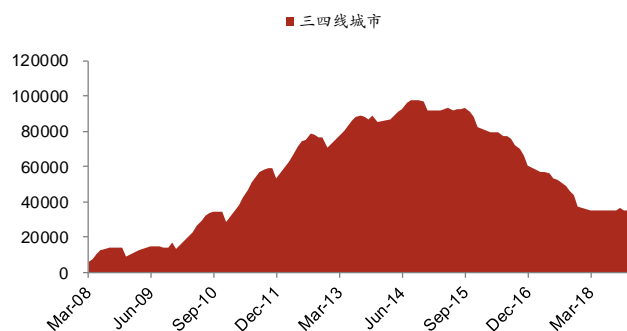
图表 3: 一线、二线、三四线城市销售增速情况 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

- 与此同时潜在库存处于去化大周期，政府表态久未松动，房企合意库存中枢下行。自 2014 年全国潜在库存见顶以来，房地产行业进入了长达三年之久的去库存周期（注：我们指的潜在库存是以 2008 年为基准，用新开工面积*0.9 与销售面积之差所得）。一二线由于销售从 16 年以来受到调控的明显压制，且长期未见松动，加之 2017 年中以来房企融资情况普遍趋紧，导致房企合意库存中枢出现下降；而三四线本身就处于行政化的去库存周期当中，房企对于新增项目的控制自然同样谨慎。因而近年虽然新开工温和增长，但是项目停工的情况也普遍较多。

图表 4: 一二线城市潜在库存 (万平方米)


来源: wind, 中泰证券研究所

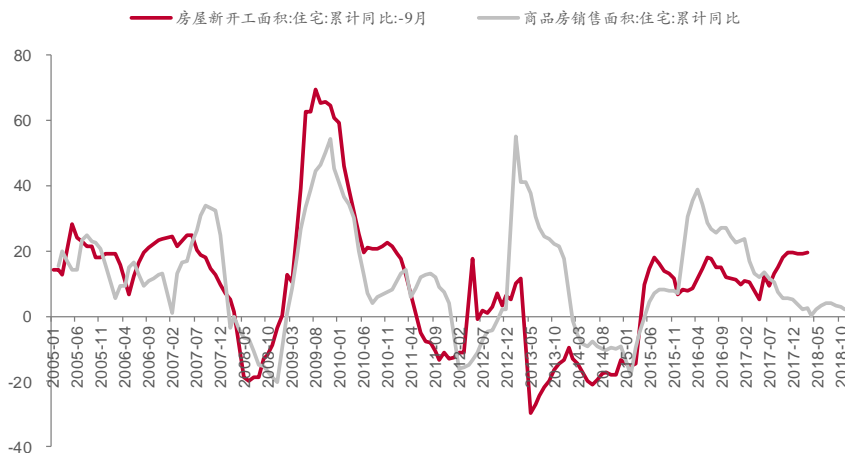
图表 5: 三四线城市潜在库存 (万平方米)


来源: wind, 中泰证券研究所

- 历史经验被打破，“量出为入”成为核心思路，近两年房企新开工行为目的从“主动加库存”变成“被动补库存”。2005-2013 年期间，销售增长向新开工的传导基本在 3 个季度时间左右；而从 2013 年以来，伴随着真实需求的走弱叠加库存逐渐累积至高位，我们看到当年的销售向新开工的传导力度就出现了较为明显的减弱情况；而 2016 年底以来，金融监管政策加强、信用开始收紧，虽然库存中枢已经有所回落，但是销售的高增速向新开工环节的传导力度相对较弱，反而是从 2018 年年中开始，在原本温和增速的基础上有了明显的提速，而彼时销售增速已

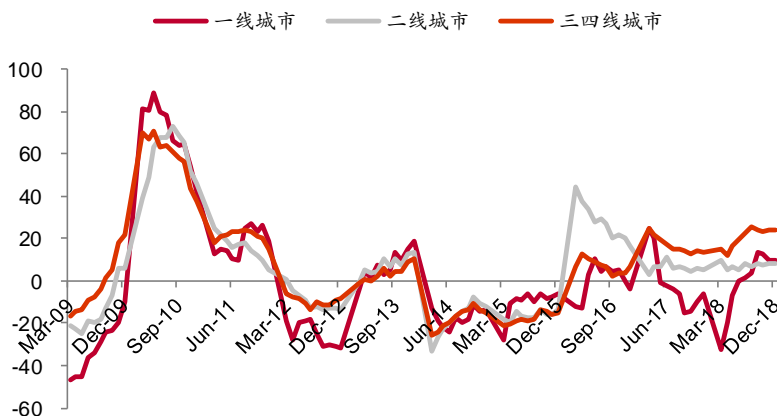
经开始出现回落，我们认为核心原因有：1、一二线库存去化程度较高，房企被动补库；2、过去两年三四线的高拿地已经形成实质的库存，房企基于未来销售相对悲观的预期加速周转；3、从房地产企业筹资情况看，房企施工能力并未有实质影响，反而随着货币政策的小幅宽松有所改善。

图表 6：本轮商品房销售向新开工的传导出现了明显迟滞



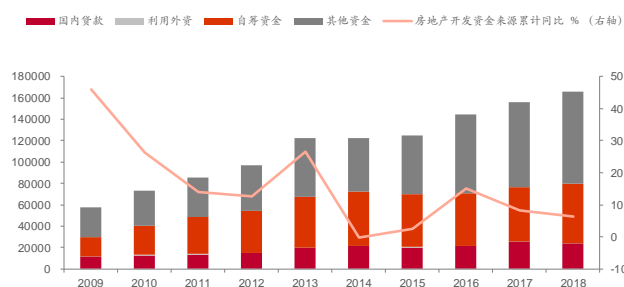
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 7：一线、二线、三四线城市新开工增速情况 (%)



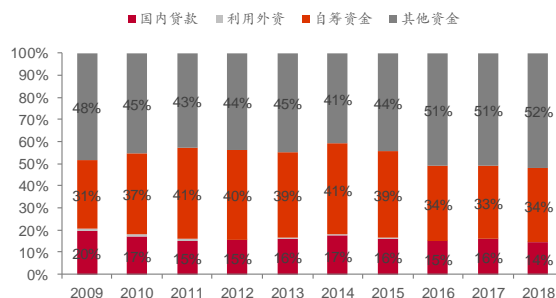
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 8：房企开发资金情况并未明显受到影响

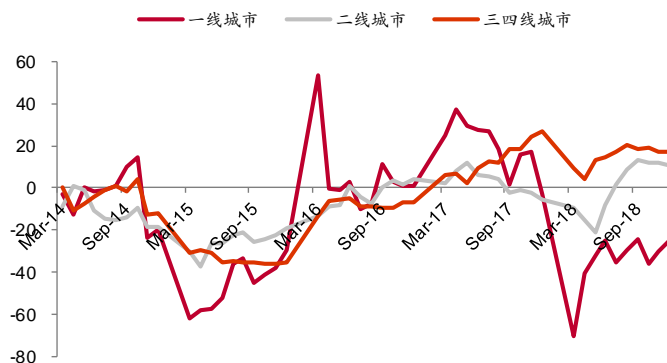


来源：wind, 中泰证券研究所

图表 9：房企融资渠道较多



来源：wind, 中泰证券研究所

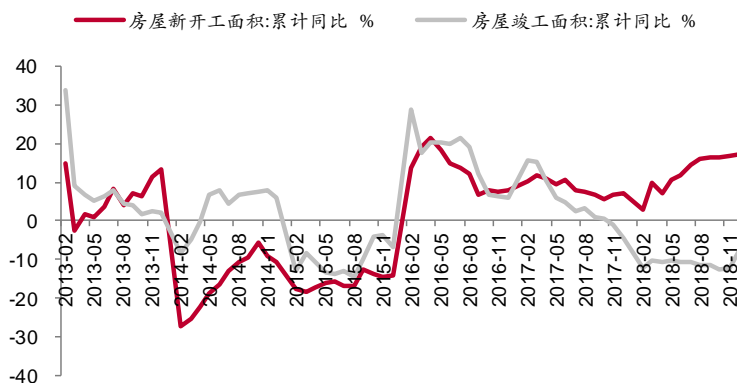
图表 10: 三四线城市土地购置面积近两年维持高增 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

2019 年地产链条的结构性机会在建安-竣工端

- **三四线棚改降温，2019 年新开工增速预计将在“脉冲”后回落。**我们前文提到，近两年地产销售高增，棚改的货币化安置起到了重要作用。而从下半年开始，房企预期近年来人为制造三四线需求的棚改整体将会降温，因而出现了一轮实质为“抢先销售”的新开工“脉冲”；而如若销售增速快速下行，一二线销售政策如期边际松绑，在资金回流刺激叠加需求透支的前提下，对于三四线房企的新开工信心会有比较明显的压制，三四线新开工高增的可持续性可能相对较弱；而对于一二线而言，整体库存非常低，预计新开工增速环比仍将维持增长趋势，但是近年土地供给结构的错位并不足以支撑短周期维度上的开发体量，去对三四线新开工下行进行完全的对冲。
- **施工整体预计稳定，竣工端有望边际好转，而回暖力度受销售回落速度制约。**近年去库存的大背景使得房企的竣工意愿明显是减弱的，新开工、销售同房屋竣工增速的剪刀差近两年持续增大，历史上看新开工和竣工延续分化的周期从未有过这么久。展望明年，近年销售的高增，且期房销售占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019 年逐渐均值回归的可能性较高；不确定性在于悲观预期下房企的施工进度受到销售影响较大，若出现销售超预期回落则对竣工会有所压制。

图表 11: 新开工和竣工面积增速的剪刀差持续增大



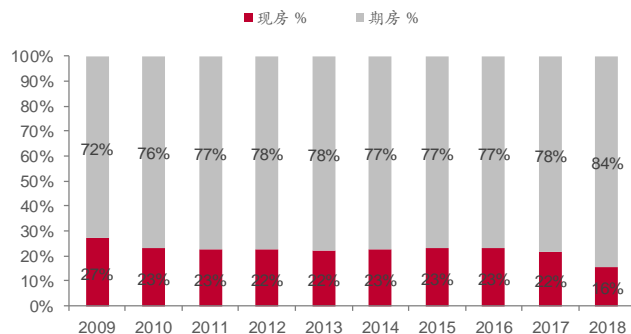
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 期房销售和现房销售增速背离



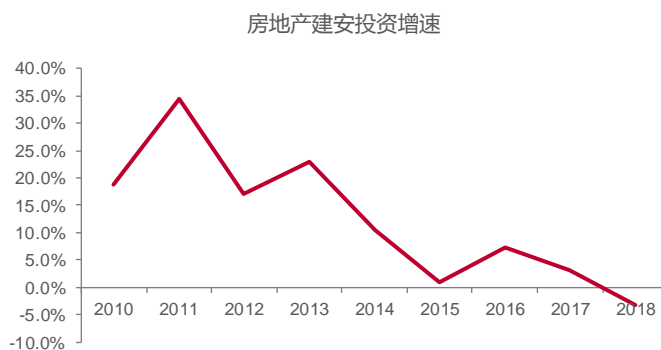
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 期房销售占比提升明显



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 房地产建筑安装投资增速 2019 年有望反弹



来源: wind, 中泰证券研究所

- **小结:** 我们认为在待售库存水平较低、叠加前两年期房销售高增的背景下, 2019 年房地产整体开发投资节奏预计将有序回落, 具体表现为“竣工强于新开工, 新开工强于拿地”。销售下行趋势延续, 结合中泰证券总量团队观点, 我们预计明年房地产销售面积同比增速 -10% 左右, 同时

房企“量入而出”的思路仍然将是主旋律，随着“抢开工”降温，新开工水平同比今年预计将有所回落，在-5%--10%左右；而竣工面积增速近年受停工影响较大，随着房企融资端压力有所缓解、土地购置方面的（尤其是三四线）开支整体趋弱，**积累下的交付压力有望逐渐传导至竣工环节，我们预计明年竣工面积同比增速约为5%-10%。**2019年将是地产基本面各项数据逐渐均值回归的一年。

期待玻璃供需两端迟到的“共振”

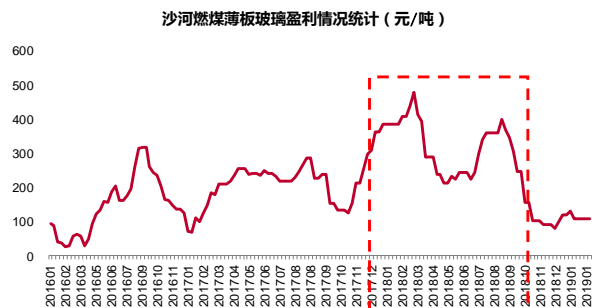
地产“高期房销售+低库存”现状对玻璃需求提供支撑

- 我们前文中提及，近年地产销售和新开工的高增速与竣工增速出现了较为明显的背离；而近年地产销售高增中期房占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，虽然迟来但是终究会出现回补，2019年逐渐均值回归的可能性较高。由于玻璃主要运用的场景在竣工之前，如果施工-竣工环节整体回暖，玻璃的需求将具备较强支撑。

2018年前三季度高盈利推迟企业冷修，冷修压力持续积累

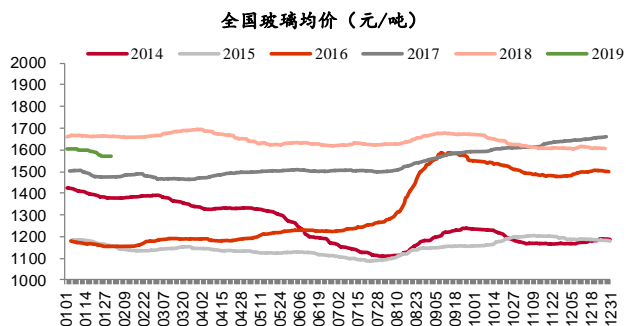
- 盈利持续性较好和复产成本高企是2018年前三季度玻璃日熔量逐渐增加的原因。首先，玻璃行业自2016年初盈利持续改善，盈利的持续性刺激了企业对于产线的投放以及推迟冷修，2018年1-8月，行业整体盈利维持了较高的位置，沙河燃煤薄板的毛利率普遍维持在20%~40%，2018年整体的日熔量也创历史高位；其次，由于耐火材料价格的大幅上涨，冷修成本大幅上涨约3000-5000万元，企业不愿意进入冷修，而是通过不断热修尽量延长窑炉的使用寿命在盈利仍然较好的情况下持续生产。

图表 15: 2018 年 1-8 月玻璃行业盈利良好



来源：中泰证券研究所

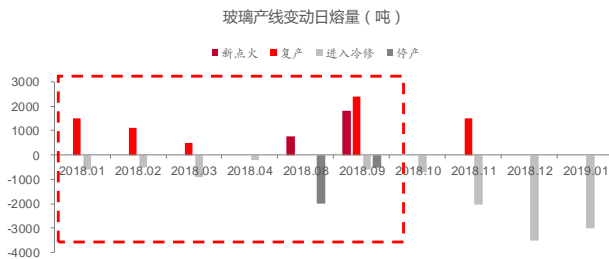
图表 16: 玻璃价格走势图



来源：中泰证券研究所

- 从产线变动看，2018年1-9月玻璃行业日熔量不断增加，在9月底创出历史新高。具体来看，2018年前三季度新点火产能1830万重量箱，

冷修复产能 6546 万重量箱，进入冷修产能 2400 万重量箱，停产产能 1500 万重量箱，合计净新增产能 4476 万重量箱，相比 2018 年年初增加 5.1%。

图表 17: 18 年前三季度玻璃日熔量逐步增加


来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 18: 在产产能在 2018 年 9 月底创出新高


来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 19: 2018 年国内新点火浮法生产线

2018年国内新点火浮法生产线统计表						
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	点火时间
1	辽宁	福耀本溪玻璃有限公司	福耀本溪玻璃有限公司一线	500	白玻	2018.06
2	湖北	湖北明弘建材有限公司	湖北明弘建材有限公司三线	400	点火	2018.08
3	云南	云南一鑫玻璃制品有限公司	云南一鑫玻璃制品有限公司	350	点火	2018.08
4	湖北	长利(洪湖)玻璃有限公司	长利(洪湖)玻璃有限公司二线	1200	点火	2018.09
5	辽宁	福耀本溪玻璃有限公司	福耀本溪玻璃有限公司二线	600	点火	2018.09
合计				3050		

来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 20: 2018 年国内复产浮法生产线

2018年国内复产浮法生产线统计表						
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	点火时间
1	河北	永年耀威有限公司	永年耀威有限公司	500	白玻	2018.01
2	福建	漳州旗滨集团股份有限公司	漳州旗滨玻璃公司一线	1000	白玻	2018.01
3	江西	江西萍乡浮法玻璃厂	江西萍乡浮法玻璃二厂	500	白玻	2018.02
4	河北	山玻集团(金晶集团)	山玻集团廊坊金彪二线	600	白玻	2018.02
5	湖南	株洲旗滨集团股份有限公司	醴陵旗滨五线	500	白玻	2018.03
6	湖北	湖北三峡新型建材股份有限公司	湖北三峡新型建材公司四线	950	白玻	2018.05
7	广西	南宁浮法玻璃有限责任公司	南宁浮法玻璃有限公司一线	900	白玻	2018.05
8	浙江	福莱特玻璃集团股份有限公司	福莱特嘉兴一线	600	白玻	2018.05
9	云南	云南云翔玻璃有限公司	云南云翔玻璃公司二线	700	白玻	2018.05
10	河北	南和县县长红玻璃有限公司	河北沙河长红玻璃有限公司一线	600	白玻	2018.06
11	河北	中国耀华玻璃集团有限公司	中国耀华集团玻璃工业园改造线	560	白玻	2018.06
12	安徽	信义集团(玻璃)有限公司	信义芜湖二线	500	白玻	2018.07
13	山东	德州晶华集团有限公司	山东德州凯盛晶华玻璃搬迁线	600	白玻	2018.07
14	河北	河北南玻	河北南玻一线	600	白玻	2018.09
15	武汉	长利(洪湖)玻璃有限公司	长利(洪湖)玻璃有限公司二线	1200	白玻	2018.09
16	广东	广东英德鸿泰	广东英德鸿泰一线	600	白玻	2018.09
17	广西	广西南宁玻璃	广西南宁玻璃二线	900	白玻	2018.11
18	安徽	安徽凤阳	安徽凤阳二线	600	白玻	2018.11
合计				12410		

来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 21: 2018 年国内冷修浮法生产线

2018年国内冷修浮法生产线统计表						
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	冷修时间
1	浙江	杭州建新浮法玻璃工业有限公司	杭州建新浮法玻璃公司余杭线	600	白玻	2018.01
2	安徽	信义集团(玻璃)有限公司	信义芜湖二线	500	白玻	2018.02
3	广东	华尔润集团	华尔润江门二线	900	白玻	2018.03
4	河北	河北德金玻璃有限公司	河北沙河德金玻璃有限公司五线	200	白玻	2018.04
5	安徽	安徽凤阳玻璃有限公司	安徽凤阳玻璃有限公司二线	600	白玻	2018.06
6	广东	英德市鸿泰玻璃有限公司	广东英德鸿泰一线	600	白玻	2018.06
7	海南	中航三鑫股份有限公司	中航三鑫海南一线	600	白玻	2018.09
8	安徽	安徽芜湖信义	安徽芜湖信义三线	700	白玻	2018.10
9	安徽	安徽蓝实集团	安徽蓝实集团一线	600	白玻	2018.11
10	陕西	中玻(陕西)新技术有限公司	中国玻璃陕西一线	350	白玻	2018.11
11	山西	山西利虎黎城	二线	600	白玻	2018.11
12	山东	中国玻璃威海	三线	500	白玻	2018.11
13	河北	河北润安建材	河北润安建材一线	700	白玻	2018.12
14	山西	山西利虎交城	山西利虎交城二线	600	白玻	2018.12
15	河北	秦皇岛北方集团工业园	秦皇岛北方集团工业园一线	500	白玻	2018.12
16	江苏	江苏昆山长江浮法玻璃公司	江苏昆山长江浮法玻璃公司三线	700	白玻	2018.12
17	河北	河北沙河元华公司	河北沙河元华公司一线	1000	白玻	2018.12
合计				10250		

来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 22: 2018 年国内停产浮法生产线

2018年国内停产浮法生产线统计表						
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	停产时间
1	河北	河北鑫利玻璃有限公司	河北沙河鑫利玻璃有限公司二线	550	停产	2018.08
2	河北	河北迎新玻璃集团	河北沙河迎新玻璃厂二线	450	停产	2018.08
3	河北	沙河市元华建材有限公司	河北沙河元华公司二线	1000	停产	2018.08
4	河北	河北迎新玻璃集团	河北沙河迎新玻璃厂三线	500	停产	2018.09
合计				2500		

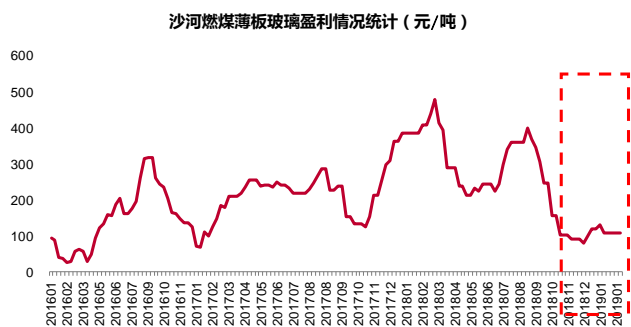
来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

图表 23: 2019 年冷修生产线

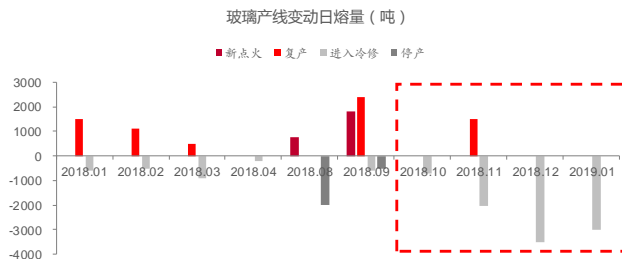
2019年国内冷修浮法生产线统计表						
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	冷修时间
1	福建	漳州旗滨集团股份有限公司	漳州旗滨玻璃公司二线	600	福特蓝	2019.01
2	湖北	荆州市亿钧玻璃股份有限公司	荆州市亿钧玻璃有限公司二线	900	白玻	2019.01
3	广东	广州富明玻璃公司	广州富明玻璃公司	500	白玻	2019.01
4	河北	河北沙河元华公司	河北沙河元华公司一线	1000	白玻	2019.01
合计				3000		

来源: 中泰证券研究所

- **2018年9月以来，产能新高叠加成本抬升下，玻璃行业盈利大幅下挫，企业进入冷修的步伐逐步加快。**具体来看，2018年10月以来，仅有1500万重量箱产能冷修复产，而进入冷修的产线高达9250万重量箱。

图表 24：2018 年 9 月以来北方玻璃盈利下挫明显


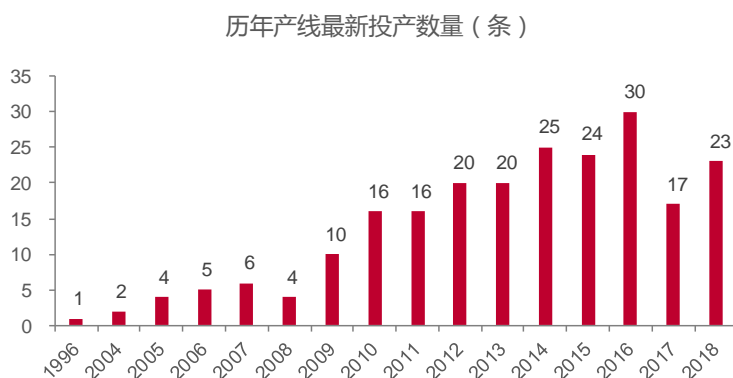
来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

图表 25：2018 年 10 月冷修产线逐步增加


来源：中国玻璃期货网，中泰证券研究所

- **站在目前时点，我们认为 2019 年冷修产线比例有望进一步增加。**由于 2010-2011 年新增产能投放较多，即使考虑热修延长寿命，也无法逃脱最多约 8-10 年的冷修周期，2019 年冷修产线有望被迫增加。由于“四万亿”的刺激，09-10 年的需求大幅回暖刺激了新增产能建设，因此大量新增产能在 10-11 年投放出来。玻璃窑炉由于耐火材料好坏的选择不同，一般优质浮法玻璃选用较为优质的耐火材料，冷修周期一般在 8-10 年；而一般的浮法玻璃选择普通耐火材料，冷修周期一般在 6-8 年。随着玻璃窑炉逐渐到期，热修成本将大幅上升，而目前有不少在产产线由于考虑冷修成本高昂，采取的策略是能拖则拖。但是，随着 17、18 年高盈利和复产成本高，玻璃企业已经透支了窑炉的寿命。我们预计 2019 年较多产线将随着窑炉烧穿和热修成本大幅提高被迫进入冷修。**根据统计，2019 年具备冷修条件的生产线 25 条，年产能 8958 万重箱。**
- **受 2019 年产能进入冷修高峰期影响，预计 2019 年整体在产产能将降低。**根据玻璃期货网统计，目前在建的生产线约为 14 条，年产能 6420 万重箱；目前冷修停产产线具备点火条件的有 6 条，年产能 2280 万重箱；2019 年具备冷修条件的生产线 25 条（其中 4 条已冷修），年产能 8958 万重箱。在整体对未来较为悲观的行业预期下，企业的复产进度将会延缓，因此预计明年整体在产产能中枢将小幅降低。
- **玻璃产线冷修进度近期已经有加快迹象。**从目前冷修进度看，2018 年 11 月开始产线冷修进度加快，11-12 月有 9 条产线进入冷修（合计日熔量 5550 吨），2019 年 1 月又陆续有 4 条产线进入冷修（合计日熔量 3000 吨），而 2018 年 1-10 月总共只有 8 条线进入冷修（如果不考虑沙河 4 条线由于环保压力而被迫停产），冷修的进度明显加快。我们认为目前玻璃从 10 月以来较低的利润水平和较为悲观的宏观预期一定程度上降低了企业对于未来的盈利信心，后续进入冷修产线有望增加。

图表 26: 历年产线最新投产数量 (条)

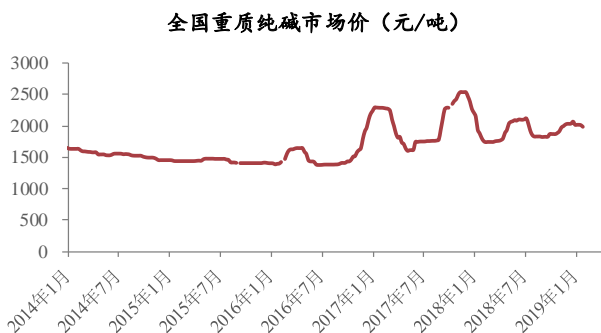


来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

2019 年成本端压力有望缓解, 利好企业盈利

- **石英砂矿的供给有望释放, 原料成本压力有所缓解。**近年石英砂的价格由于环保整治, 整体的价格从 16 年到厂价约 80-100 元/吨, 上涨到 18 年高点接近 250 元/吨。随着政府对原材料控制执行的适度松紧, 保证合理供应成为必须, 石英砂的供给有望逐步释放, 玻璃原材料成本端的压力有望缓解可能。
- **纯碱短期受益低库存价格反弹较快, 中期上涨动能不足。**近期纯碱由于库存较低, 在玻璃企业刚性采购下, 整体的涨价幅度较多。然而明年上半年进入冷修的产线有望增多, 纯碱整体的需求量可能将稳中有降。我们预计纯碱整体价格上行空间有限。

图表 27: 重质纯碱市场价 (元/吨)



来源: wind, 中泰证券研究所

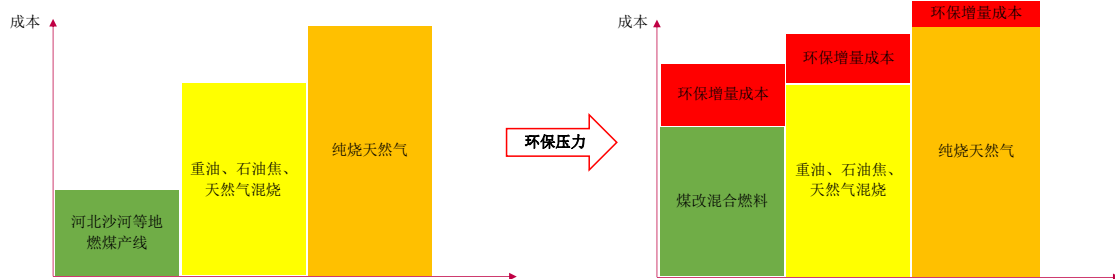
图表 28: 纯碱主要生产厂家库存指数



来源: 卓创资讯, 中泰证券研究所

- 从燃料成本看, 在过去一年环保压力下, 整体产线的生产成本曲线趋于平均化, 燃料成本的差异逐步缩小, 优质玻璃企业的相对优势将会显现。由于沙河地区之前一直采取煤粉或者煤制气进行生产, 成本比其他的地区使用天然气的要低 200-300 元/吨, 而随着北方沙河等地环保政策趋严, 企业逐步通过使用混合燃料并加强环保设施的建设和改造来达标, 成本上升幅度相对更大, 而南方地区由于本身在环保方面就做得相对出色, 边际成本抬升幅度并不是很大。行业过去由于燃料选择带来的“劣币驱逐良币”的现象将逐步改变, 优秀的企业将逐步能够通过资金、规模、管理等效益优势占得先机。

图表 29: 燃料成本差异在环保压力下逐步缩小



来源: 中泰证券研究所整理

旗滨集团: 经营稳健, 有望受益需求回暖

- 预计 2019 年公司产线将平稳运行, 从产线生命周期看需要进入冷修的产线较少。从当前旗滨的产线生命周期看, 漳州二线 (600t/d) 已经与 2019 年 1 月进入冷修, 仅剩漳州三线 (600t/d) 在未来一两年需要进入冷修, 对 2019 年整体的产能影响有限。
- 重质提效, 公司从玻璃原片不断向深加工靠拢, 实现纵向产业链延伸。公司通过引入南玻的管理层和技术提高公司的经营效益, 提高公司产品的附加值, 增强公司在玻璃产业链中的竞争力。公司有望在未来将产品中建筑玻璃的比例降到一半以下, 逐步提高包括高端镀膜玻璃、电子玻璃等产品的比例。
- 公司市净率处于历史低位, 股息率也进入较为有吸引力的区间。目前的

股价位置，PB 约 1.4 倍，处于历史估值下沿，对应 2018 年公司税后分红收益率超过 6%，具备较高安全边际，我们预计 2018 年和 2019 年公司 EPS 分别为 0.47、0.49 元。给予“增持”评级。

图表 30: 旗滨集团产线情况统计

生产状态	省份/区域	生产企业	产线数量小计	日熔量 (d/t)	日熔量小计 (d/t)	产线名称	产品	投产时间	当前状态	冷修时间	最新复产时间	
在产产线	湖南	醴陵旗滨	5	600	3100	醴陵一线	超白玻璃	2014.07	在产			
				500		醴陵二线	在线 low-e	2014.08	在产			
				900		醴陵三线	超白玻璃	2014.12	在产			
				600		醴陵四线	在线 sun-e	2015.06	在产			
				500		醴陵五线	全氧阳光镀膜	2016.03	在产	2017.08	2018.03	
		65	醴陵旗滨	1000	醴陵高性能电子玻璃生产线	高性能电子玻璃	预计 2019Q3-Q4	在建				
		1000			湖南郴州旗滨玻璃有限公司	光伏光电玻璃	2018.09	在产				
		福建	漳州旗滨	8	1000	5700	漳州一线	白玻	2008.12	在产	2017.03	2018.01
					600		漳州二线	在线 low-e	2009.11	冷修	2019.01	
					600		漳州三线	在线 tco	2010.01	在产		
	800				漳州四线		超白光伏基片	2011.08	在产			
	600				漳州五线		在线 low-e	2012.01	在产			
	600				漳州六线		超白光伏基片	2012.07	在产			
	700				漳州七线		在线 low-e	2013.08	在产			
	800				漳州八线		在线 low-e	2013.12	在产			
	广东	河源旗滨	2	800	1400	河源一线	在线 tco	2012.05	在产			
				600		河源二线	在线 sun-e	2013.08	在产			
	浙江	浙江绍兴	2	600	1200	陶堰一线	白玻	2014.04	在产			
				600		陶堰二线	白玻	2014.01	在产			
		浙江长兴	2	800	1600	长兴一线	白玻	2008.03	在产	2017.04	2017.12	
				800		长兴二线	白玻	2014.12	在产			
		浙江绍兴	4	2300	600	长兴三线	在线 low-e	2015.07	在产			
					600	长兴四线	在线 low-e	2015.1	在产			
					500	平湖一线	白玻	2008.09	在产	2015.05	2015.09	
					600	平湖二线	在线 low-e	2014.09	在产			
马来西亚森美兰州	马来西亚旗滨	2	600	1200	马来一线	白玻	2017.04	在产				
			600		马来二线	离线 low-e	2017.08	在产				
合计			25		17500							

来源: 中国玻璃期货网, 中泰证券研究所

风险提示

- **地产需求大幅低于预期:** 玻璃与竣工等关联度极高, 如果地产竣工进度不达预期, 将会对玻璃的相关需求带来不利影响。
- **冷修进展不达预期:** 玻璃企业的窑炉冷修期约为 6-8 年, 企业可以通过热修方式进行延长窑炉寿命, 如果大面积推迟的情况出现, 会对供需关系产生影响。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。