



中性

# 玻璃行业深度报告

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
旗滨集团	601636.SH	4.48	买入
南玻A	000012.SZ	5.54	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年03月29日当地货币收市价为标准

## 价格决定企业行为，地产周期驱动业绩改善

玻璃价格指导厂商一切行为，与产能供给、企业盈利、销量、库存等高度相关。从玻璃价格分析入手，我们重新建立短期看库存，中期看地产，长期看产能周期的分析框架，并认为行业仍有一定投资价值，后续行业龙头价值将进一步体现。

### 支撑评级的要点

- **玻璃价格是企业盈利等一切变量的基础**：通过数据拟合，我们认为玻璃价格与企业毛利率、企业盈利、玻璃销量、产能供给等变量高度相关。由于企业可以控制冷修节奏，因此先涨价后扩产；而不是先扩产后跌价，是价格影响了企业的一切行为进而影响了企业的盈利。
- **玻璃需求的驱动力来自于房地产销售的改善**：市场认为玻璃需求与竣工高度相关，数据拟合显示两者相关性并不强。我们认为玻璃需求的真正驱动来自于房地产销售的改善。在玻璃产业内房产销售改善提升市场预期，通过期货市场引导玻璃价格。玻璃价格提升促使厂商扩产（当前厂商对产能控制力强，扩产是短期行为），从而促使销量提升。在房地产端销售改善促进房企拿地开发，实际对玻璃的需求也得到了提升。
- **企业冷修弱化了玻璃行业的政策溢价**：回溯玻璃板块表现，不考虑大盘因素，2009年以前玻璃板块一直稳步上涨，反映行业处于成长期。2009年以后玻璃板块表现趋弱，基本与大盘同向，表明行业进入成熟期。水泥板块走势与玻璃类似，但2017年起水泥错峰停窑与限产导致价格上涨行业整合，板块出现政策溢价。玻璃也限制产能，但企业通过冷修控制产能供给弱化了政策的影响。当前玻璃板块盈利与估值均处于历史相对低位，有一定投资价值。
- **短期库存较高，企业冷修不足，价格承压**：短期来看，当前价格依然处于相对高位，企业普遍乐观，冷修意愿不强。春节后库存高企，企业压价去库意愿强。价格有可能进一步下行。随着后续施工需求回升，价格进一步下滑促使企业冷修后，玻璃价格有望逐步企稳。
- **中期地产周期“拉长熨平”行业需要更长等待时间**：当前大中城市商品房销售回暖，房企资金缓解。但总体销售依然下滑，广义库存仍然回升。我们认为社会购房需求依然需要更长的时间恢复，后续的地产周期有可能“拉长熨平”，玻璃行业需要更长的时间等待地产复苏。
- **长期停产高峰有望重塑行业格局，龙头红利凸显**：未来5年有可能是产能停产高峰。政策实施减量置换，落后产能被淘汰，行业格局调整，头部进一步集中，产品重新定价，龙头的政策红利将被体现出来。

### 重点推荐

- 推荐平板玻璃龙头成本优势凸显的**旗滨集团**；建议关注模制品龙头**山东药玻**；推荐玻璃产业链深加工龙头**南玻A**，建议关注**信义玻璃**。

### 评级面临的主要风险

- 下游需求继续下滑，厂商盲目乐观变相扩产，原材料价格波动影响成本。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料:玻璃制造

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者



## 目录

一、行业概况与上下游.....	5
二、玻璃行业的主要变量.....	8
三、公司业绩与板块估值复盘.....	17
投资建议.....	22
重点推荐.....	23
风险提示.....	24
南玻 A.....	26
旗滨集团.....	28



## 图表目录

图表 1. 玻璃相关产业链.....	5
图表 2. 平板玻璃需求构成.....	6
图表 3. 平板玻璃成本结构.....	6
图表 4. 平板玻璃生产工艺.....	6
图表 5. 2019 年平板玻璃产能分布(日熔量吨).....	6
图表 6. 2016-2019 年新增产能分布情况(日熔量吨).....	6
图表 7. 玻璃产能供给情况.....	8
图表 8. 2009 年以来玻璃三轮产能供给周期.....	9
图表 9. 玻璃总产能与有效产能增速.....	9
图表 10. 有效产能增量弹性更大(单位: 亿重箱).....	9
图表 11. 2009 年产能增速与价格变动同向.....	9
图表 12. 2009 年后产能增速与价格变动高度相关.....	9
图表 13. 近年来玻璃行业环保相关政策.....	10
图表 14. 产能供给由政策与需求驱动变为价格与库存扰动.....	10
图表 15. 玻璃销量与竣工增速相关性并不高.....	11
图表 16. 价格、产能、销量三者高度协同.....	12
图表 17. 价格与地产销售面积同步性较高.....	12
图表 18. 销售面积是需求启动的起点.....	12
图表 19. 玻璃期货价格引导现货价格.....	12
图表 20. 库存水平总体稳定, 季节性较强.....	13
图表 21. 春季为历年库存高峰期.....	13
图表 22. 玻璃价格波动项的提取.....	14
图表 23. 玻璃库存与价格波动显著负相关.....	14
图表 24. 玻璃制造成本结构.....	15
图表 25. 玻璃原材料构成.....	15
图表 26. 纯碱相关产业链.....	15
图表 27. 纯碱(重碱)价格与玻璃有一定相关性.....	15
图表 28. 石油焦价格与石油价格相关性较强.....	15
图表 29. 玻璃原料价差与价格高度同步.....	16
图表 30. 行业龙头毛利率与玻璃价格同步.....	17
图表 31. 业绩增速水平与玻璃价格同步.....	17
图表 32. 将玻璃板块指数从两个角度进行拆分.....	18
图表 33. 玻璃行业盈利周期性明显.....	18



图表 34. 平均利润率与玻璃价格同步 .....	18
图表 35. 玻璃与水泥长期走势类似 .....	19
图表 36. 玻璃行业库存同比增速出现放缓 .....	20
图表 37. 近期厂商压价去库存价格加速下滑 .....	20
图表 38. 总体销售下滑库存回升趋势不变 .....	20
图表 39. 头部城市销售情况有所改善 .....	20
图表 40. 土地成交量为改善但溢价率有好转 .....	21
图表 41. 地产信托产品收益率小幅下滑 .....	21
图表 42. 玻璃产能供给情况与停产测算 .....	21
附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表 .....	25

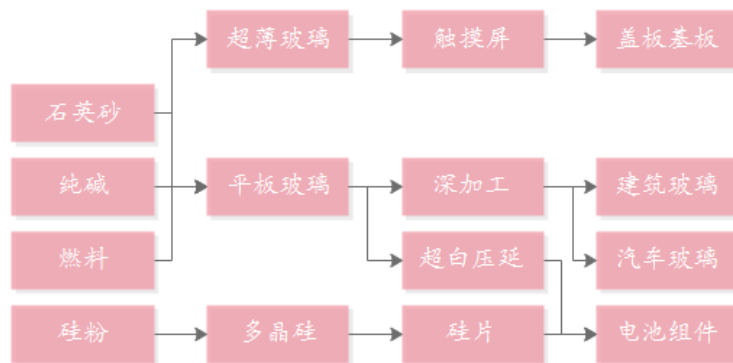
## 一、行业概况与上下游

本文通过研究玻璃的产能周期、需求周期、成本波动以及各因素指标的相互作用，分析影响玻璃盈利周期的关键因素。并搭建新的研究框架，从短期、中期、长期——库存、地产、产能三个角度来分析玻璃行业的发展，对应复盘股票市场上玻璃板块股票的表现。通过本文研究，我们认为短期内玻璃施工需求不足与库存较高厂商较为乐观是导致当前价格承压的主要因素；中期地产周期“熨平拉长”，行业盈利迎来新周期需要更长的等待时间；长期来看未来 5 年将逐步进入停产高峰期预计产能逐步减少行业加速集中产品重新定价，行业将迎来新的竞争格局。

### 1. 下游产业链众多，地产是需求主力

**玻璃下游产业链众多，上市公司各有所长：**玻璃是石英砂、纯碱等原料熔融在一起形成的。按照产业链分类，玻璃主要分为平板玻璃和深加工玻璃，平板玻璃处于产业链上游，深加工玻璃为平板玻璃下游。玻璃相关产业链还有光伏太阳能、电子、制药等。玻璃板块上市公司较少，业务各有所长：旗滨集团以生产玻璃原片为主，福耀玻璃专注汽车玻璃，信义玻璃和南玻集团则全产业链覆盖，山东药玻则专注模制瓶生产。

图表 1. 玻璃相关产业链



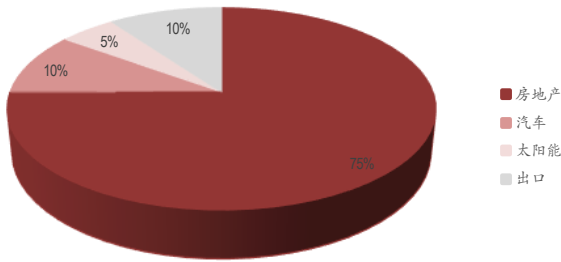
资料来源：玻璃信息网，公司公告，中银国际证券

**地产建筑是平板玻璃最主要的需求来源：**平板玻璃按照工艺主要分为浮法玻璃、压延玻璃、引上法平板玻璃和平拉法平板玻璃；浮法工艺已成为平板玻璃生产的主流工艺，压延玻璃因为在一些太阳能等市场具有不可替代性，所以仍保持一定比例。为达到下游应用需求，平板玻璃需要进行钢化、热弯、镀膜、空腔、夹层等一系列深加工处理后进入下游市场。下游应用包括房地产、汽车、太阳能家电。其中建筑玻璃需求最大，占玻璃需求达到 75%。汽车与太阳能的需求占比分别为 15%与 5%左右)。

### 2. 纯碱与燃料是上游成本大头

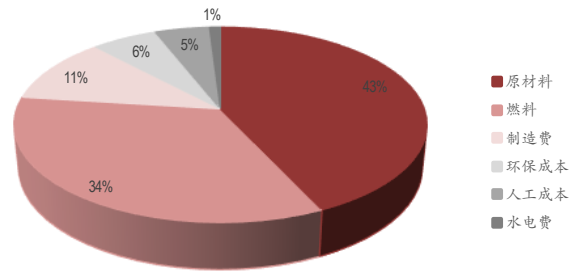
**纯碱与燃料是玻璃制造成本的两大影响因素：**平板玻璃成本主要有原材料、燃料、制造费用、环保成本、人工成本和水电费。其中原材料与燃料占生产成本的比例最高，分别达到 43%与 34%。原材料主要包括纯碱、石英砂、芒硝、白云石、石灰石等。其中纯碱占原材料成本比重达到 54%，石英砂达到 27%，其他原材料成本占比不足 20%。石英砂价格波动相对较小，因此纯碱是玻璃制造成本的主要影响因素之一，其价格主要与下游平板玻璃需求有关。平板玻璃主要使用的燃料包括石油焦、重油、煤制气、天然气等，其中天然气成本最高，煤制气最便宜，石油焦使用范围最广。燃料价格往往与原油价格有较大关系，原油市场参与者更多，价格波动因素也角度，波动也相对较大，燃料与纯碱价格成为两大影响玻璃制造成本的因素。近年来，单重箱玻璃平均的燃料与纯碱成本约为 25-35 元。

图表 2. 平板玻璃需求构成



资料来源：玻璃信息网，中银国际证券

图表 3. 平板玻璃成本结构

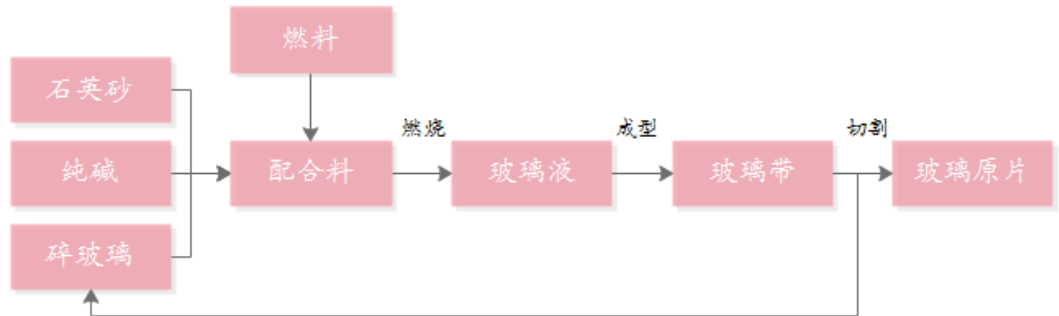


资料来源：玻璃信息网，中银国际证券

### 3. 浮法是主要工艺，河北广东是产能大省

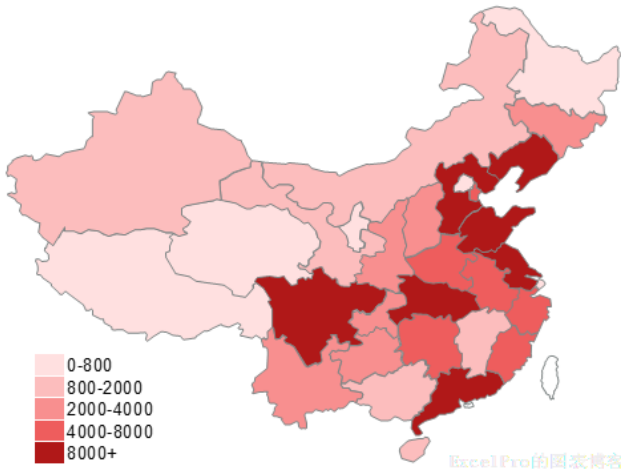
**浮法工艺当前为平板玻璃的主流工艺：**浮法工艺生产过程中需要高温加热配合料，后经成型、切割形成玻璃原片，切割过程中会形成 10% 的碎玻璃，会进行回收重新入窑燃烧。熔窑主要燃料包括石油焦、重油、煤制气、天然气等。熔窑有一定的寿命期限，一般的寿命是 8-10 年。与水泥窑不同，由于停产后复产成本较大，玻璃窑已经开窑，必须保持生产状态，冷修一次成本非常高。随着下游需求周期性逐渐显现，价格随着需求波动，冷西也开始成为行业内厂商的博弈手段。

图表 4. 平板玻璃生产工艺



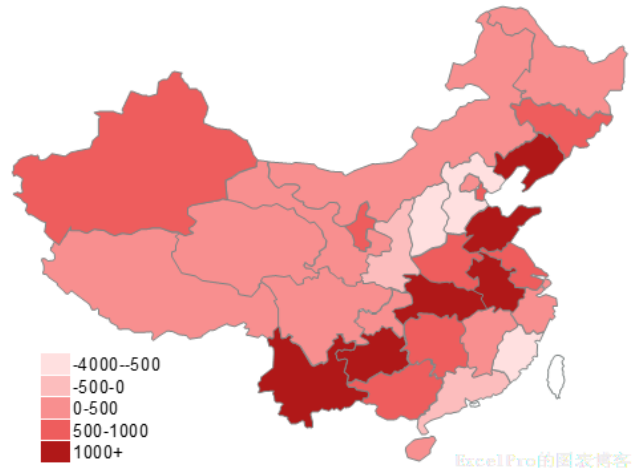
资料来源：玻璃信息网，中银国际证券

图表 5. 2019 年平板玻璃产能分布(日熔量吨)



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 6. 2016-2019 年新增产能分布情况(日熔量吨)



资料来源：卓创资讯，中银国际证券



**河北、广东、湖北是主要产地，华中华北向西南转移是趋势：**截至 2019 年，国内玻璃在产产能日熔量总计达到 15.26 万吨，相比 2016 年增加 1.23 万吨，其中 2018 年新点火产能相对有增加。受下游需求以及原材料产地，历史积淀等原因，我国产能主要集中在河北、广东、山东、辽宁、江苏、湖北、四川等省份。其中河北、广东、湖北三省产能最大，日熔量分别达到 3.09、1.48、1.28 万吨，三省合计占全国产能 41.65%。2017 年受河北沙河地区产能集中关停，对河北产能形成一定冲击。最近 3 年，国内新增产能有所减少，主要集中在云南、贵州、安徽、等省份，有从华北、华中地区逐步向西南地区转移的趋势。

## 二、玻璃行业的主要变量

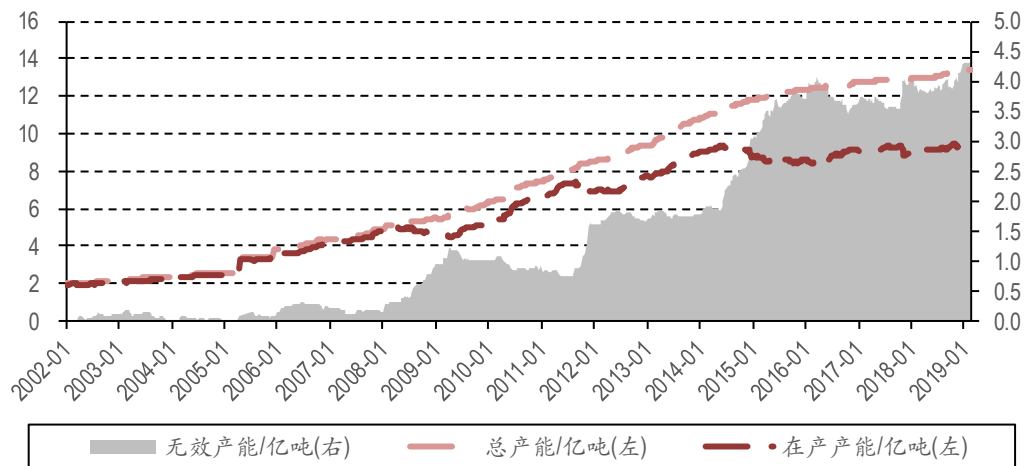
### 1. 玻璃行业的供给周期

#### 1.1 2009 年以前总产能与有效产能同步

从 2002 年初至今，玻璃行业产能增长经历过 4 轮完整的周期：从 2002 年初至今，玻璃总产能日容量从 1.98 亿重箱增加到当前 13.39 亿重箱，其中有效产能达到 9.08 亿重箱。玻璃产能增长基本可以分为四个周期：2002 年 1 月到 2009 年 4 月，2009 年 4 月到 2012 年 6 月，2012 年 6 月到 2015 年 6 月，2015 年 6 月至今。

2009 年以前，国内玻璃总产能与有效产能保持高度同步：2002 年 1 月到 2009 年 4 月，玻璃总产能稳步提升，从 1.98 亿重箱问题提升为 5.60 亿重箱，有效产能为 4.56 亿重箱，其中 2005 年 4 月与 12 月有两次较为集中的产能投放。在 2009 年 4 月以前，玻璃总产能与有效产能基本保持同步，一方面原因是国内玻璃产能基本在 2001 年以后投产，按照 8-10 年的窑龄期来算，基本没有产能需要进行冷修；另一方面，国内需求旺盛，玻璃行业处于成长期，景气度较好，停产冷修对厂商来说代价巨大。同时，由于产能从无到有建设时间较长，产能投放后对价格往往会形成一定冲击，在 2009 年以前，产能增速与价格往往呈负相关。

图表 7. 玻璃产能供给情况



资料来源：万得，玻璃信息网，中银国际证券

#### 1.2 2009 年以后有效产能与价格相关

地产需求与政策驱动了 2009 年以来的三轮周期：2009 年以后，玻璃行业成长期结束，周期属性开始凸显，厂商对产能供给控制能力明显提升，行业产能供给周期基本以三年为一周期循环。三轮产能周期基本与下游需求扩充重合。其中 2009 年 6 月-2012 年 6 月伴随着四万亿政策刺激需求快速增长，产能迅速增加，周期尾声至 2012 年，政府出台《关于进一步加强工业节能工作的意见》，明确淘汰 9000 万重箱玻璃产能，行业产能开始缩减。2012 年 6 月-2015 年 6 月伴随着房地产第二轮施工周期，期间有较多的产能投放，但随着周期尾声华利润倒闭，企业开始逐步减少盲目的产能投资。2015 年 6 月份以来，玻璃产能重新扩张，一方面由房地产周期驱动，另一方面由于环保整治导致大宗商品价格提升，反推企业放慢冷修进度。总产能的供给逐步平稳，产能供给周期基本由地产与政策驱动，随着地产周期逐步平稳，玻璃的产能周期也有所弱化。



图表 8. 2009 年以来玻璃三轮产能供给周期

	一轮周期	二轮周期	三轮周期
起始	2009 年 4 月	2012 年 6 月	2015 年 6 月
终止	2012 年 6 月	2015 年 6 月	现在
总产能/亿重箱	5.60	12.06	13.39
有效产能/亿重箱	4.56	8.59	9.08
历时	34 个月	36 个月	45 个月

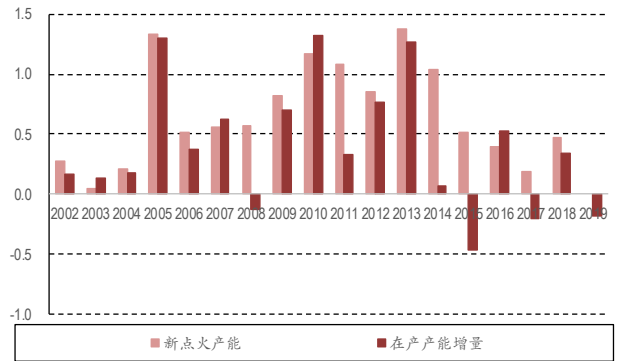
资料来源：万得，玻璃信息网，中银国际证券

图表 9. 玻璃总产能与有效产能增速



资料来源：万得，玻璃信息网，中银国际证券

图表 10. 有效产能增量弹性更大(单位：亿重箱)



资料来源：万得，玻璃信息网，中银国际证券

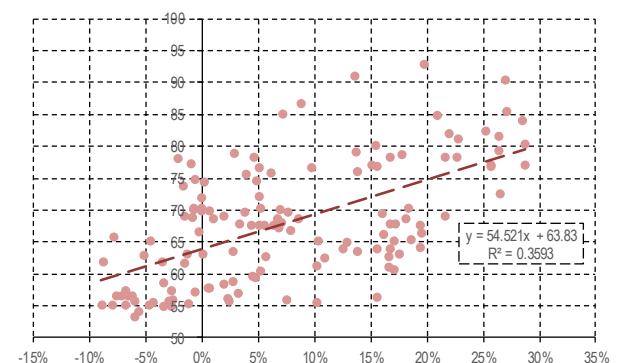
2009 年以来，企业对产能控制能力明显增强，产能供给与玻璃价格走势开始呈现高度相关：从绝对数量上看，玻璃集中投产的高峰期是 2011-2014 年，也就是当前绝大多数产能尚未到达冷修停工期。事实上，玻璃产能寿命弹性较大，大部分产能实际可以工作 12-15 年，因此是否停产完全取决于厂商的选择。在 2009 年以前，需求强劲，厂商最优选择就是扩产，而且产能从无到有的建设需要一定的时间，众多厂商往往在价格高峰期盈利较高开始扩产，等到产能投放价格已经开始下滑，产能投放往往滞后于行情，因此价格与产能供给呈负相关。2009 年以后，企业入手产能增多，也有少部分产能达到冷修期，企业有更高的自由度根据当前的价格决定冷修或者复产，因此行业供给对价格的反应更为灵敏，供给与价格走势开始呈高度相关。随着企业控制产能自由度的提升，可以发现在产产能的弹性明显大于总产能弹性，2009 年以后，从总产能的口径来看，陆续有新产能投放，其中 2010 年年底与 2013 年年底是小高峰，但是实际产能却走出了三个明显的周期。因此在产能扩张期，一般伴随着新产能点火以及原有冷修产能的复产；产能收缩期则是新产能点火减少并且企业集中进行冷修。由于产能供给开始跟随价格，逐步实现量价同步，我们认为影响玻璃企业盈利的关键变量即为价格。

图表 11. 2009 年产能增速与价格变动同向



资料来源：万得，玻璃信息网，玻璃期货网，中银国际证券

图表 12. 2009 年后产能增速与价格变动高度相关



资料来源：万得，玻璃信息网，玻璃期货网，中银国际证券

### 1.3 周期尾声，内部波动加剧

周期末端“熨平拉长”，增量信息减少，厂商更为敏感，周期内部波动加剧：当前玻璃产能周期处于 2009 年以来第三轮周期的末期。与以往周期不同，随着下游地产政策趋严，需求逐步趋稳；新增产能也被严格限制，新点火产能进一步减少，总产能增量迅速下行，玻璃产能供给周期也被“熨平拉长”。2018 年初行业产能增速下滑，第三轮周期进入尾声，但下游需求趋稳以及 2018 年相关政策有所减少使得行业并未进入下一轮周期。市场增量信息减少，价格处于历史相对高位，产能又未完全到达冷修窑龄期，厂商完全只能根据市场行情来判断是否停产，其行为对于市场的反应更加敏感：2018 年下半年开始由于玻璃价格仍处于高位，厂商开始集中复产；随着下半年价格持续阴跌，2018 年底厂商又出现集中停产，导致 2019 年初玻璃价格有所企稳。在原有以需求与政策驱动的周期内，又出现以价格和库存已厂商行为驱动的更短的周期。

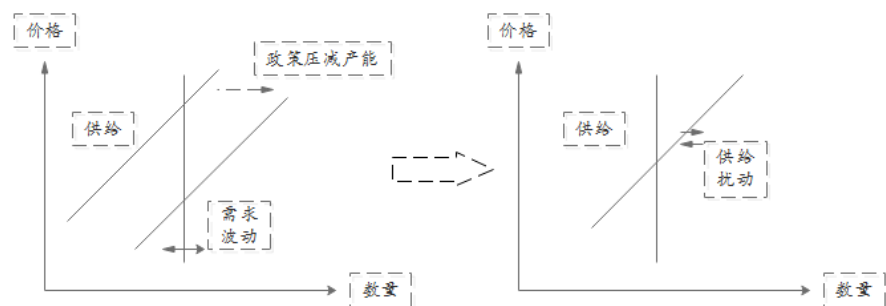
图表 13. 近年来玻璃行业环保相关政策

政策名称	时间	部门	主要内容
《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	2013 年 10 月	国务院办公厅	凡是未按规定开展产能置换导致新增产能的，要严肃查处，国土、环保、质检等部门和金融机构一律不予支持
《2016 年工业节能监察重点工作计划》	2016 年 3 月	工业与信息化部	将在水泥、玻璃、陶瓷、化工、钢铁、电解铝等产业，督察能耗限额标准的执行情况
《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	2016 年 5 月	国务院办公厅	2020 年底前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料等项目，计划到 2020 年再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能
《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	2016 年 12 月	国务院	水泥、玻璃、钢铁、煤炭等行业实行产能灯亮或减量置换，推进平板玻璃“煤改气”、“煤改电”
《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督察方案》	2017 年 2 月	环保部	组织开展水泥、玻璃行业的专项督察、清理整顿落后产能
《固定污染源排污许可分类管理名录》	2017 年 7 月	环保部	2017 年上半年完成电力、造纸两个行业排污许可证的核发，下半年完成水泥、玻璃等十三个行业的核发
《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	2018 年 1 月	工信部	除西藏地区外，其他地区水泥产能减量置换，部分产能不得置换，不得批小建大
《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃新增产能的通知》	2018 年 8 月	工信部、发改委	严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口，不得以其他任何名义、任何方式备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目；各

资料来源：国务院、工信部、环保部、中银国际证券

库存与价格等短期指标是短期内的主要变量：按照当前普通玻璃产能日熔量 600 吨来算，年产能约 20 万吨，400 万重箱。单产能投入约 6.9 亿元，折旧期限为 10 年。当前平板玻璃均价为 80 元/重箱，单箱材料、燃料与人工成本约为 40 元，参照平板玻璃龙头旗滨集团的其他数据，扣除折旧、期间费用等后，当前单箱平板玻璃毛利润约 22-23 元，净利润约 6-7 元，若不考虑财务费用，单箱净利润约 12 元。这意味着若单箱价格下降为 71 元左右，大多数普通企业无法盈利，冷修数量将明显增多。相比需求波动，供给对价格反应更为敏感，行业供给曲线将随着库存与价格来回波动。

图表 14. 产能供给由政策与需求驱动变为价格与库存扰动



资料来源：万得，中银国际证券

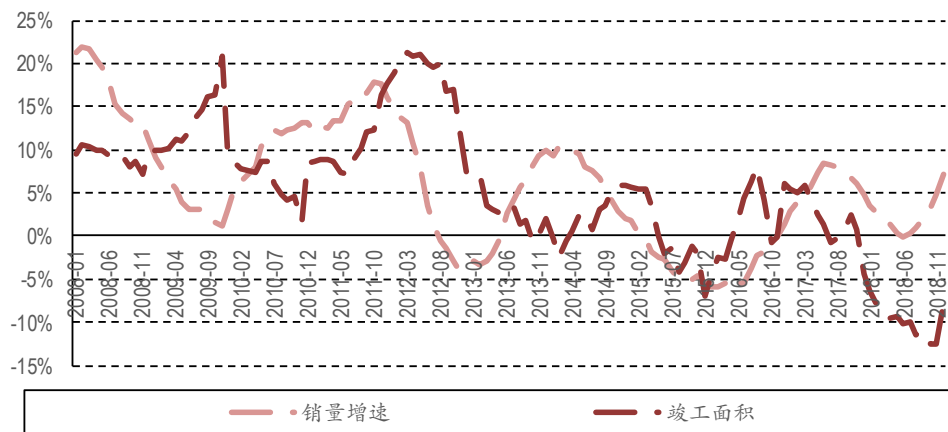
中短期来看，库存与价格依然是产能供给的主要扰动因素：从当前的时点来看，2010年-2013年是平板玻璃产能投放的高峰期，理论上2018-2020年应该是冷修高峰期，但事实上玻璃产能寿命弹性较大，实际产能可以达到12-15年，真正冷修高峰期有可能在2022年才到来，当前的冷修成为企业控制产能或者市场博弈的一个手段。因此，短期内若政策与需求未有明显变动，则**库存、价格等短期因素都是影响企业产能供给的扰动因素**；中期来看，**2019年到2022年地产需求或者政策的变动依然可以驱动一轮供给周期**；长期来看，随着产能真正冷修期的到来，2022年以后行业产能投资将迎来真正的高峰，而价格与产能供给的传导滞后性或许有所提升，周期进一步拉长。

## 2. 玻璃行业的需求周期

### 2.1 市场普遍认识：玻璃的需求与地产竣工有关

因玻璃进场时间较晚，普遍认为玻璃需求与地产竣工有关：平板玻璃在施工过程中，处于中后期进场的建材。建筑结果主体施工需经过基础工程-地下结构-房屋主体结构施工。作为幕墙使用的玻璃往往是在主体结构施工即将结束的时候进场，而装饰装修用的玻璃则应等到主体结构施工结束后进场。因此市场普遍认为玻璃的需求与竣工面积有较为密切的关系。

图表 15.玻璃销量与竣工增速相关性并不高



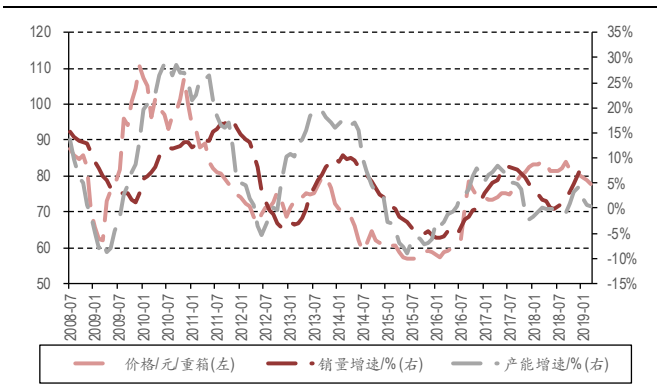
资料来源：万得，国家统计局，建筑玻璃与工业玻璃协会，中银国际证券

数据表明玻璃销量与地产竣工周期同步性较差，需求来源有其他驱动方式：但事实上平板玻璃的销量增速与竣工面积增速有较大幅度的背离。2008年以来，平板玻璃销售经历过2008年12月到2012年9月、2012年9月到2015年2月、2015年2月到2018年6月三轮完整的周期，而竣工面积对应的三轮周期分别是2010年10月到2013年11月、2013年11月到2015年12月、2015年12月至今。总体来看，玻璃销量领先于竣工面积增速，两者同步性并不是很高，一方面原因是作为玻璃需求来源之一的幕墙施工是在竣工之前，另一方面是对应建材的采购并不一定都是在主体结构竣工后才开始的。但是我们认为竣工增长其实并不是玻璃需求增长的主要原因，地产对玻璃需求有其他的驱动方式。

### 2.2 新的框架：地产销售是先导，产品价格是驱动

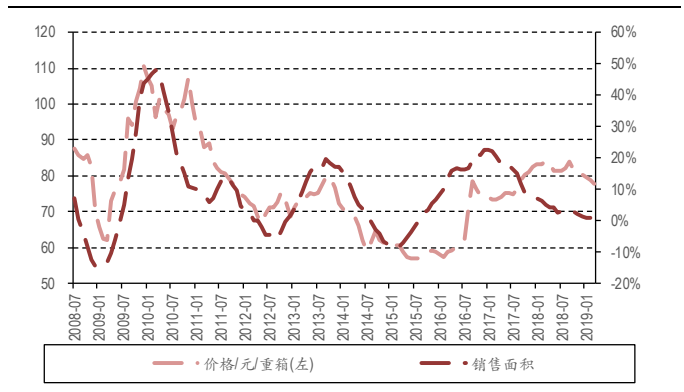
价格是关键变量，价格、产能、销量三者高度协同：由上文分析我们可知，2009年以后，由于新增产能逐步减少，部分产能逐步进入冷修期，厂商对产能供给的控制能力进一步提升，产能与价格的变动高度相关，基本实现同步共振。同时，价格又是需求提升的信号，因此随着玻璃市场逐步成熟，厂商的供应可以较好的满足市场的需求，销量增长与产能的增长有较高的匹配度。从数据上表现为平板玻璃价格、产能、销量三个数据之间有高度的协同性。

图表 16. 价格、产能、销量三者高度协同



资料来源：万得，玻璃期货网，玻璃信息网，建筑玻璃与工业玻璃协会，中银国际证券

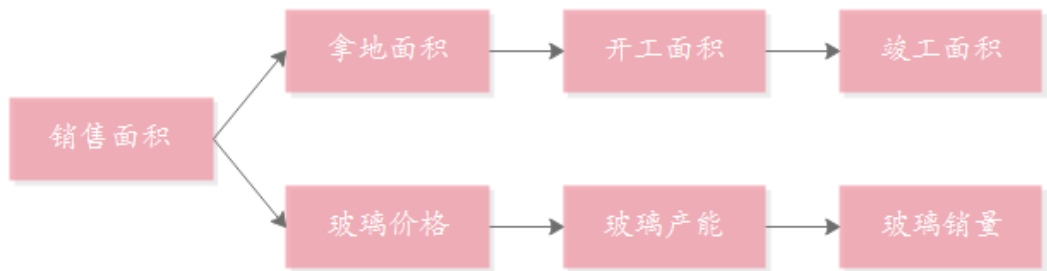
图表 17. 价格与地产销售面积同步性较高



资料来源：万得，玻璃期货网，国家统计局，中银国际证券

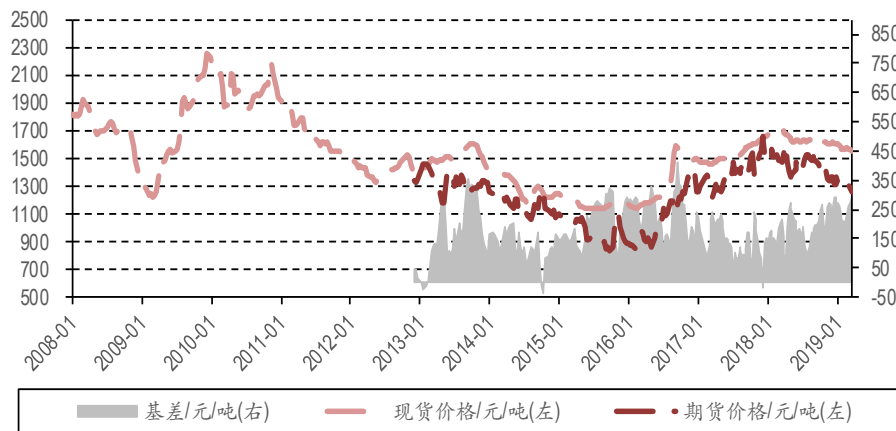
商品房销售面积与玻璃价格同步性最高，其他数据存在时滞：玻璃的主要需求来自房地产，因此需求启动的信号依然是地产数据。比较几类地产数据后，我们认为商品房销售面积增速是与玻璃价格同步性最高。开工面积、竣工面积等其他数据与平板玻璃价格有类似的周期但都存在或多或少的时滞。

图表 18. 销售面积是需求启动的起点



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 玻璃期货价格引导现货价格



资料来源：万得，中银国际证券



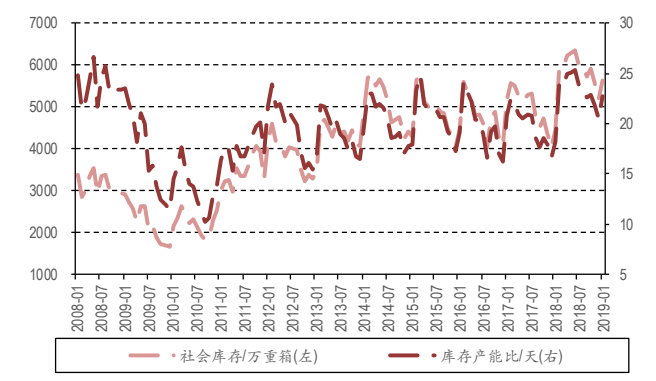
地产需求通过期货传导影响了玻璃的价格，进而驱动厂商扩产：房地产的周期起点是商品房销售面积，商品房销售加速开发商回款，促进下一轮土地成交、开发、施工，也是玻璃需求提升的起点。而玻璃市场有期货市场，价格发现机制较为成熟。因此在期货市场的驱动下，玻璃现货价格与实际商品房销售的增速有较好的相关性。价格驱动了玻璃厂商短期内扩产，并且产量与销量同时提升。而另一端地产销售面积的增长则引导房企增加拿地，促进开工与竣工。因此最终的玻璃销量表现出来是处于开工与竣工中间的一个数据，实际上，玻璃销量的先导指标其实是地产销售，关键的驱动力还是价格。

### 3. 玻璃行业的库存周期

#### 3.1 库存特征：趋势稳定，季节性明显

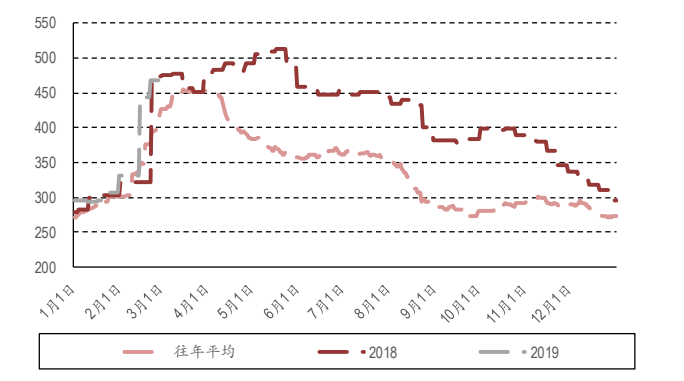
库存总体稳定，季节性较强：国内平板玻璃行业较为成熟，库存量也是一个相对较为稳定的指标，社会库存量基本稳定在 5,000-6,000 万吨的水平，库存产能比基本在 20 天左右水平上下波动。但是总体来看库存指标季节性较强。从玻璃生产的角度来看，一旦生产线开工，产品便源源不断的生产出来，春节期间施工需求较少，往往伴随着库存着库存增长最为明显。春季开工后，东南地区往往雨水较多，施工进度较慢，往往库存保持相对高位。进入三季度后施工旺季逐步到来，库存水平逐步下行，至年底为全年低谷。

图表 20. 库存水平总体稳定，季节性较强



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 21. 春季为历年库存高峰期



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

#### 3.2 库存对价格的影响：通过产能影响价格

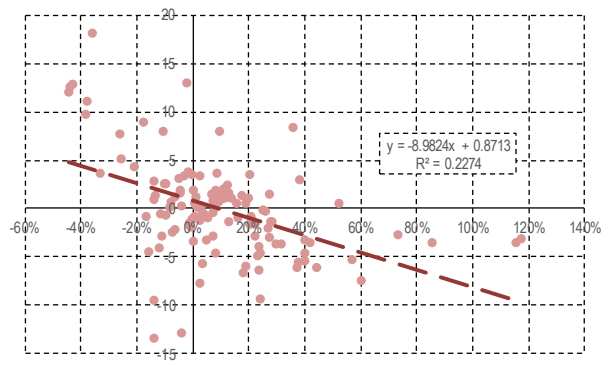
库存与玻璃价格波动有显著的负相关性：根据上文分析，从中长期的角度来看，玻璃价格发现的机制较为健全，有一定的预期引导作用，玻璃价格与商品房销售的趋势重合度较高。从短期来看，玻璃价格与库存有较密切的关系。我们对 2008 年以来的价格走势进行滤波，并且对波动项与社会库存增速进行比较，可以发现库存与价格波动有显著的负相关性。

图表 22. 玻璃价格波动项的提取



资料来源：玻璃期货网，中银国际证券

图表 23. 玻璃库存与价格波动显著负相关



资料来源：卓创资讯，玻璃期货网，中银国际证券

**库存通过影响供给对价格影响的传导路径顺畅：**短期价格提升，企业冷修放缓，产能增加，导致未来库存增多，供给提升，厂商压价去库存；此后又导致厂商短期内增加冷修数量，库存减少。随着厂商对市场节奏把握逐步提升，库存通过产能供给对价格影响的传导路径更加顺畅。而库存波动的根本原因除了季节以外，还有厂商整体对市场需求判断的失真。单个厂商可以正确的判断市场的形势，但是所有厂商集体判断并行动时，往往导致整体供需调整过度。

### 3.3 节后库存提升明显，价格有一定压力

**2019 年春季库存量上升明显，沙河禁运政策是其中原因：**2019 年春节后，玻璃厂商库存增长水平高于往年，根据卓创资讯的数据，往年同期重点监测省份规模以上厂商库存平均值为 450.81 万重箱，当前为 495.13 万重箱。春节过后，厂商库存持续走高。企业冷修意愿不足，出货量不及预期以及河北沙河地区禁运政策导致出货受阻是当前库存提升的主要原因。

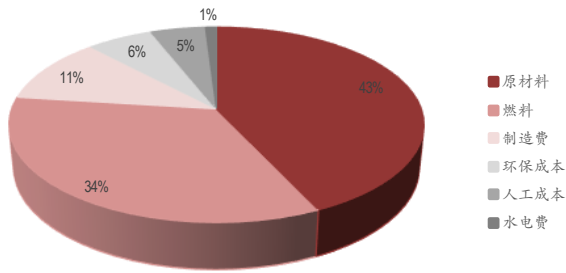
**企业冷修意愿不足，渠道短期补库意愿不足，未来价格有一定压力：**从中长期趋势来看，当前房地产销售尚未明显回暖，期货市场对价格的预期难以明显调升，需求难有明显改善，价格难有大幅度提升。从短期角度来看，当前玻璃价格依然处于相对高位，企业进行冷修意愿不足，导致当前产品供给较多。需求端则由于南方阴雨天气大致施工需求不足，回南天玻璃也难以保存，渠道补库存意愿较低，出货量有所减少，库存量有所提升。当前情况下预计厂商有下调价格清库存的需求，玻璃短期内价格存在一定压力。

## 4. 玻璃行业的成本周期

### 4.1 纯碱与燃料是主要波动因素

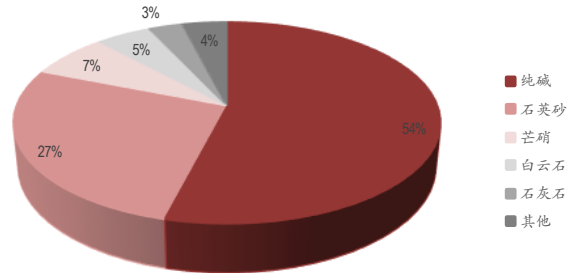
**燃料与原材料占成本比例高，燃料价格与纯碱价格是影响成本的主要因素：**玻璃的制造成本以原材料、燃料成本、制造费用、环保成本、人工成本以及水电费构成。其中原材料和燃料成本是大头，分别占制造成本的 43% 与 34%。在燃料构成中，目前玻璃厂商企业主要使用重油、石油焦、天然气、煤制气四种动力燃料。其中天然气最贵，但相对应的环保成本最小；煤制气最便宜，但是热值相对较低；石油焦使用最广泛。玻璃生产的主要原材料有纯碱、石英砂、芒硝、白云石等。其中纯碱和石英砂占原材料成本的大头，分别占原材料成本的 54% 与 27%。在平板玻璃制造成本构成中，除了燃料以及纯碱，其他材料占比较小，价格波动也比较低，因此燃料价格和纯碱价格是影响玻璃成本的主要因素。

图表 24. 玻璃制造成本结构



资料来源：玻璃信息网，中银国际证券

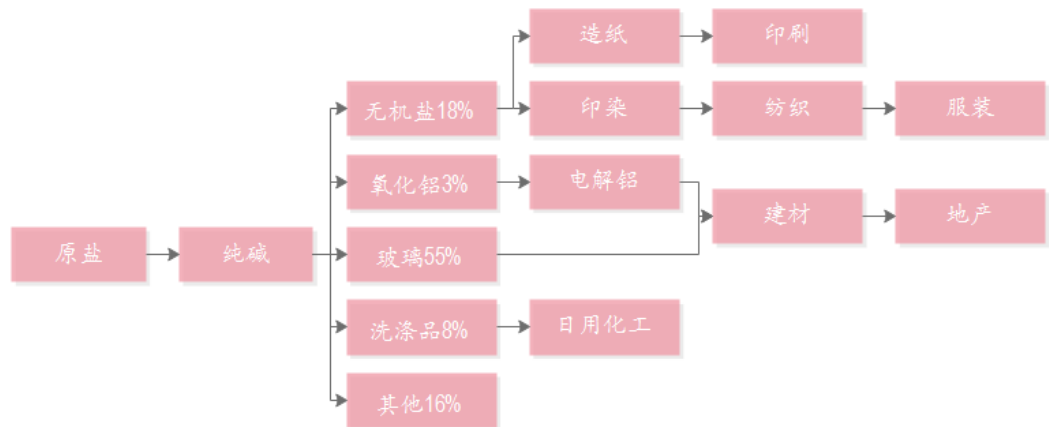
图表 25. 玻璃原材料构成



资料来源：玻璃信息网，中银国际证券

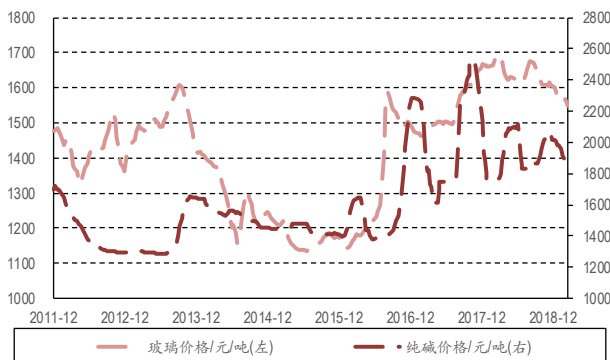
纯碱成本较为稳定，价格驱动力主要来自于下游玻璃：纯碱上游为原材料盐与氨气，成本相对较为稳定。下游需求端有无机盐、氧化铝、玻璃、洗涤用品等行业，其中玻璃消耗纯碱占比最大，达到55%，因此玻璃需求对纯碱的影响最大。根据我们分析，玻璃的产量销量与价格有较高的协同性，这也导致了玻璃行业景气时期会对纯碱价格造成一定的拉动作用。总体上纯碱价格走势与玻璃有一定相关性，但有所滞后。

图表 26. 纯碱相关产业链



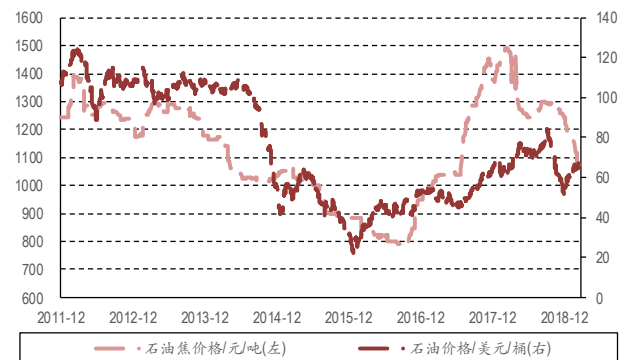
资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 纯碱(重碱)价格与玻璃有一定相关性



资料来源：万得，中国氯碱网，中银国际证券

图表 28. 石油焦价格与石油价格相关性较强



资料来源：万得，金联创，OPEC，中银国际证券



**石油焦使用更为普遍，与石油价格相关性较强：**石油焦是玻璃生产企业使用量最大的燃料之一，作为石油的提炼产物，石油焦的价格与原油关系较为密切。2018 年四季度石油价格深度回调，对应石油焦同期跌幅达到 4.6%，每吨价格下滑 60 元，对玻璃生产行业的成本压力也是一个改善。由于石油市场参与者更多，价格的判断难度更大，因此燃料是玻璃成本变动的最主要来源。玻璃生产一般采用的是重硫（#4-#5）的石油焦，生产一重箱平板玻璃平均需要 90,000 大卡的热量，每公斤石油焦热值为 8,500 大卡，平均每重箱需要 10.55 公斤石油焦，每吨石油焦价格下降 100 元，每重箱玻璃生产成本下降 1.06 元。

#### 4.2 成本的波动远小于销售价格

**成本波动影响较小，利润水平主要还是价格主导：**2008 年以来，单吨石油焦均价波动范围为 1,000-1,400 元/吨，因此石油焦对单重箱玻璃成本的影响基本不可能超过 4 元。制造单吨玻璃平均使用纯碱 210 公斤，每重箱使用量为 10.5 公斤，2008 年至今纯碱价格波动范围为 1,500-2,500 元/吨，纯碱对单重箱玻璃成本的影响基本不可能超过 10 元。总体来看，石油焦与纯碱两大原料价格总体较为平稳，按照单重箱使用量计算，石油焦与纯碱成本之和基本稳定在 30 元/重箱的水平，最高不超过 40 元，相比玻璃单重箱价格波动范围达到 30 元，原料价格波动比较平缓。2011 年以来，玻璃的成本价差基本稳定在 40-50 元/重箱，主要波动依然和价格走势有关，因此我们认为玻璃企业盈利水平基本与产品价格有较强的关联性。

图表 29. 玻璃原料价差与价格高度同步



资料来源：万得，中国氯碱网，金联创，OPEC，中银国际证券

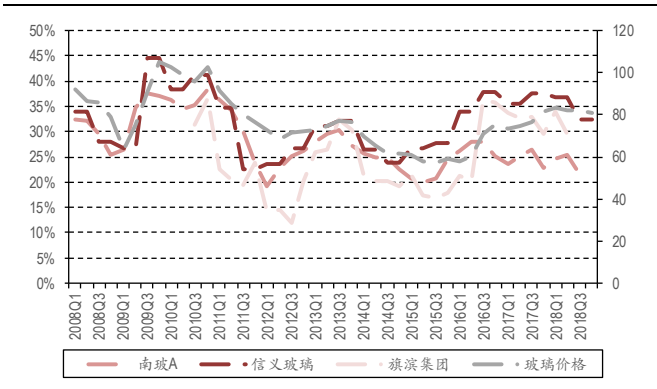


### 三、公司业绩与板块估值复盘

#### 1. 价格是决定企业盈利的关键因素

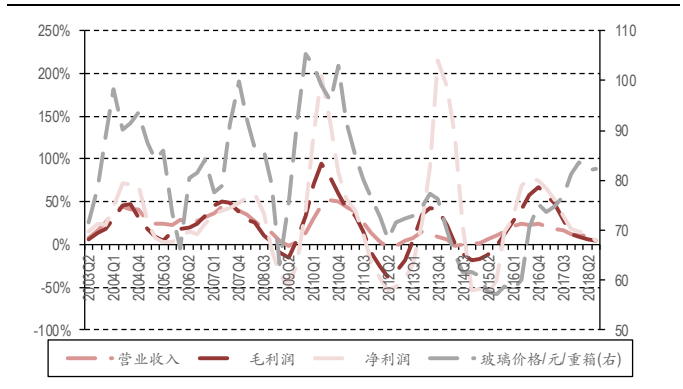
**决定企业盈利的核心因素是平板玻璃的价格：**平板玻璃价格对企业出货量，毛利率等指标都有较大影响，因此价格便是企业盈利最重要的指标。从指标上来看，价格可以敏感的反应需求，而玻璃企业供给对价格反应更为敏感，因此平板玻璃企业表现往往量价同步；同时平板玻璃成本相对价格波动较为稳定，因此价格是影响企业盈利的最重要指标。从根本原因来讲，是因为平板玻璃生产同质化很高，只要质量过关，下游客户在选择产品时最大的考虑因素便是价格，生产商很难通过差异化竞争获得比其他厂商更高的议价能力，只能被动接受行业价格的波动。

图表 30. 行业龙头毛利率与玻璃价格同步



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

图表 31. 业绩增速水平与玻璃价格同步



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

**信义、旗滨、南玻的关键利润指标以及业绩增速均与玻璃有明显的同向关系：**在玻璃板块中我们选取信义、旗滨、南玻三家平板玻璃业务占比较高的企业进行比较，可以发现无论是哪一家企业，关键的利润指标诸如毛利率、净利率、营业利润率，或者营收增速、毛利增速、净利润增速都与平板玻璃价格有明显的同向关系。

#### 2. 玻璃行业历史估值复盘

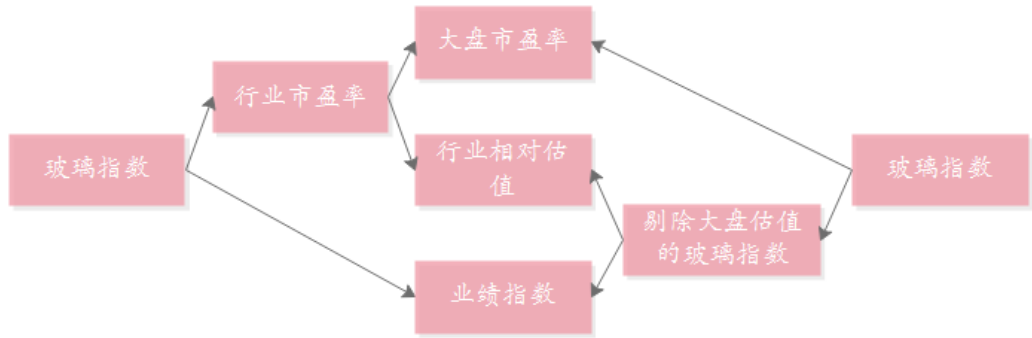
##### 2.1 三因子分析玻璃板块业绩与估值

**行业指数可以分解为市场估值、板块估值、板块业绩三个指标进行分析：**玻璃板块历史上的表现有较多的数据可以追溯。我们将玻璃板块指数拆解玻璃板块业绩指数与玻璃板块平均市盈率，其中玻璃板块平均市盈率又进一步拆解成大盘平均市盈率和玻璃板块相对大盘平均市盈率将玻璃指数拆分为三个指数的乘积后，我们可以分析究竟是市场情绪，还是板块情绪，还是板块业绩带动玻璃板块上涨。

**玻璃板块盈利波动较大，2000 年至今复合增长率高于其他板块：**将玻璃指数除以玻璃板块市盈率，得到玻璃板块的盈利指数，2000 年至今，玻璃板块企业盈利平均增长 14.61 倍，年均复合增长率 15.16%，盈利波动周期性明显。根据上文的分析，玻璃板块业绩周期的主要驱动力是价格，房地产周期带动了玻璃板块的盈利周期，并且这种周期性在 2009 年之后开始显现。相比玻璃板块，大盘其他板块业绩表现要平缓得多，从 2000 年至今，大盘其他板块上市公司盈利平均增长 6.74 倍，年均复合增长率 11.37%，整体走势趋于平稳。

**2009 年以后行业相对估值周期属性体现，且领先于业绩增速：**将玻璃板块市盈率除以大盘市盈率可以得到玻璃板块相对估值。当前玻璃板块相对估值为大盘的 1.60 倍，处于局部低位。复盘历史上玻璃板块相对估值，可以发现 2009 年以前玻璃行业相对估值基本在 1 倍水平波动，板块不存在明显高估，指数增长主要由业绩驱动。2009 年以后，玻璃板块周期属性开始显现，相对估值也呈现明显的周期，相对估值高位可以到达 6-7 倍，低点在 1 倍左右。且相对估值与行业盈利增速周期并不一致，估值提升领先于业绩增速 1 年左右。

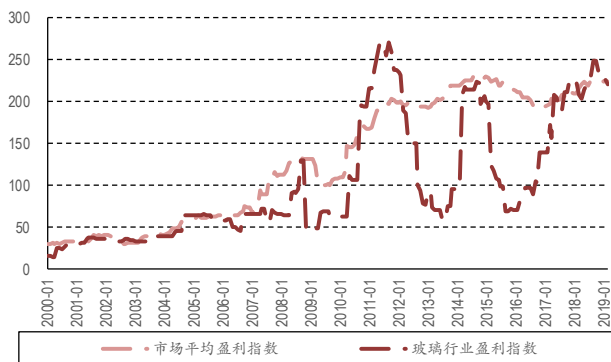
图表 32. 将玻璃板块指数从两个角度进行拆分



资料来源：万得，中银国际证券

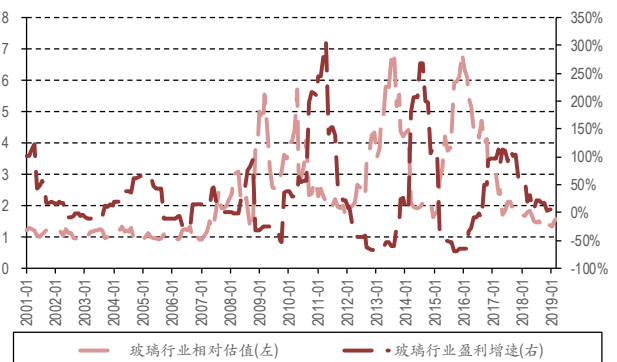
**当前玻璃板块相对估值以及业绩增速均处于底部，成长空间仍存：**当前玻璃板块盈利增速处于底部，约为 6%；而相对大盘估值为 1.6 倍，同样处于历史低位。我们认为中长期来看，玻璃板块业绩的驱动依然有赖于房地产需求的带动；而相对估值的提升则需要相应政策预期来体现。考虑当前无论是相对大盘估值还是盈利增速，玻璃板块均处于底部，相对大盘表现弱势，未来业绩于相对估值均有一定投资机会，板块投资价值依然存在。

图表 33. 玻璃行业盈利周期性明显



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 平均利润率与玻璃价格同步



资料来源：万得，中银国际证券

## 2.2 水泥与玻璃走势类似，但玻璃稍弱

**2009 年以后，玻璃板块相对大盘表现趋于稳定：**将玻璃板块除以大盘估值，可以得到一个玻璃指数剔除大盘估值的指标，该指标其实就是玻璃板块的业绩指数乘以玻璃板块的相对估值，可以衡量板块相对大盘走势的强弱。可以发现玻璃板块剔除大盘估值后，该指标在 2009 年以前一直处于稳步增长的状态，也表明了行业处于成长期。2009 年以后，玻璃板块周期属性显现，行业进入成熟期，板块相对大盘表现也趋于稳定。2009 年以来玻璃指数扣除大盘估值后一直在 400 点左右波动。

水泥板块走势与玻璃类似，错峰限产等政策红利使得 2017 年以来水泥板块表现强势：我们把水泥板块指数也来做相同的处理，水泥板块剔除大盘估值后，走势与玻璃板块相近。2009 年行业指数处于稳步增长的状态，也可以反映行业处于成长期。2009 年以后，水泥板块周期水泥也开始显现，水泥板块相对大盘趋于稳定，2009 到 2017 年期间板块扣除大盘估值后一直在 300 点左右波动。但与玻璃板块有一点不同，2017 年以来水泥行业实行严格的错峰、限产以及行业自律，水泥供给受限，落后产能淘汰。在此环境下产品涨价，头部企业进一步集中，作为行业龙头的上市公司估值与业绩同步提升。2017 年至今，水泥指数剔除大盘估值后指数从 300 点左右提升到 500 点左右，我们认为水泥板块相对大盘的强势表现的根本原因在于政策红利体现，当前政策红利释放接近尾声，后续该指标大概率在 500 点的水平波动。

图表 35. 玻璃与水泥长期走势类似



资料来源：万得，中银国际证券

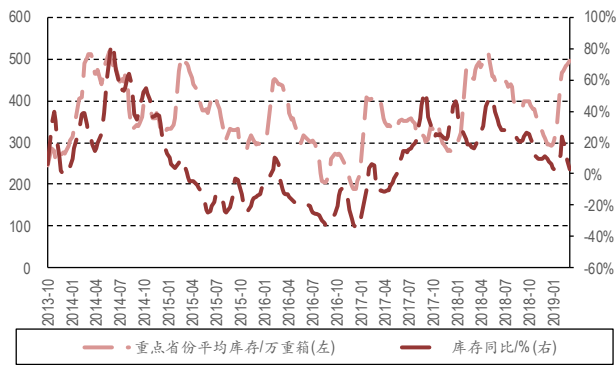
玻璃限制新增产能政策由于企业冷修等原因被弱化，因此板块走势不如水泥强势：玻璃行业 2017 年同样面临着政策约束，严格控制新增产能等。但是股票走势却不如水泥强劲，我们认为主要的原因是玻璃行业进入门槛相对较低，在政策限制以前新增产能相对比较容易，行业产能供给过剩较为严重。因此限产后供给过剩依然存在，企业依然可以通过控制生产线冷修的节奏来控制供给，因此政策的效果一定程度被弱化，政策红利也不如水泥板块显著，因此玻璃板块相对大盘不如水泥板块那么强势。未来玻璃指数相对大盘的提升，需要更强的政策红利或者更深刻的行业格局变化来带动，而不是简单的地产需求周期驱动。

### 3. 当前时点如何看玻璃

#### 3.1 短期看库存：压价去库仍存，价格有望企稳

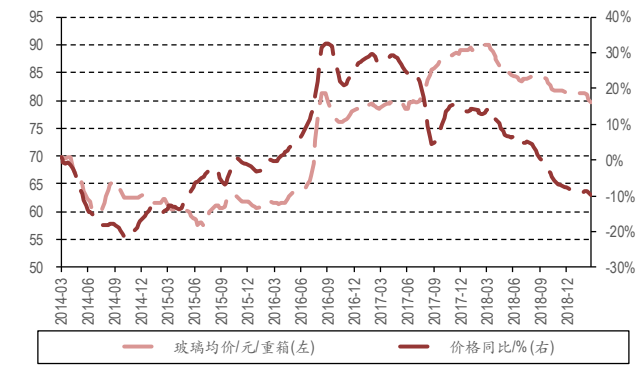
短期厂商压价去库存，冷修加速，施工需求回升，价格继续下跌后有望逐步企稳：2019 年春节后，玻璃行业库存加速提升，并有超过往年的趋势。但由最近几周的情况来看，尽管部分经销商补库存意愿不足，但是厂商已经通过压价的方式清除一部分库存，最新的库存数据依然在上升，但同比增速已经有所放缓。后续厂商仍有可能通过压价主动去库存，持续阴跌的价格或将导致部分企业冷修，行业供给再减少；需求端随着东南沿海地区阴雨天气减少，施工需求有望回升；供需实现平衡，价格短期内企稳。

图表 36. 玻璃行业库存同比增速出现放缓



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 37. 近期厂商压价去库存价格加速下滑

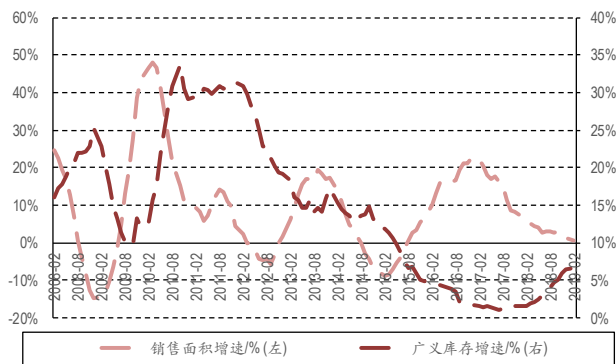


资料来源：玻璃期货网，中银国际证券

### 3.2 中期看地产：销售局部改善，新周期仍需等待

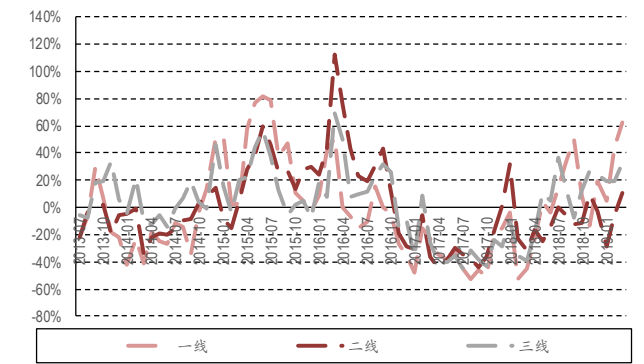
当前部分地区商品房成交有所改善，房企资金面紧张的情况得到了缓解：中长期看，玻璃行业新周期启动有赖于地产销售重新回暖。当前从总量看，房地产销售仍未回暖，1-2月份商品房销售面积1.41亿平，同比减少3.63%，增速继续环比下滑；广义库存62.61亿平，同比增加6.69%。但从局部来看，销售有边际好转：四大一线城市3月份至今商品房销售面积254万平，同增62.3%；主要二线城市3月份至今销售542万平，同增10.95%；一二线城市商品房销售增速连续两个月明显改善。结合二手房成交回暖的数据分析，我们认为当前一二线城市成交改善的主要原因是部分置换需求得到了释放。资金面同样显现出房企现状有所改善：尽管百城土地成交面积依然下滑，但是土地成交溢价率已经从2018年10月份的4.55%提升到2019年2月份的11.11%。地产相关信托产品收益率近期也小幅下滑。说明当前局部地区一手房销售改善，房企资金面紧张的情况得到了缓解。

图表 38. 总体销售下滑库存回升趋势不变



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

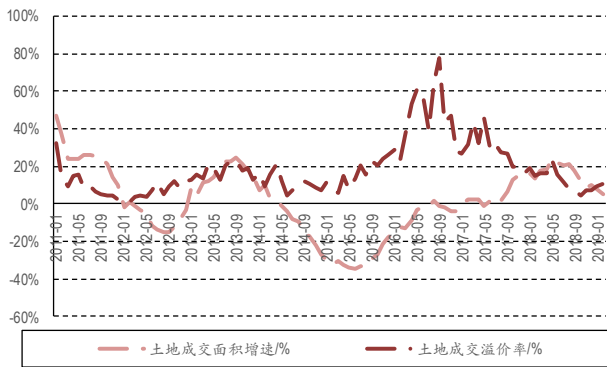
图表 39. 头部城市销售情况有所改善



资料来源：万得，中银国际证券

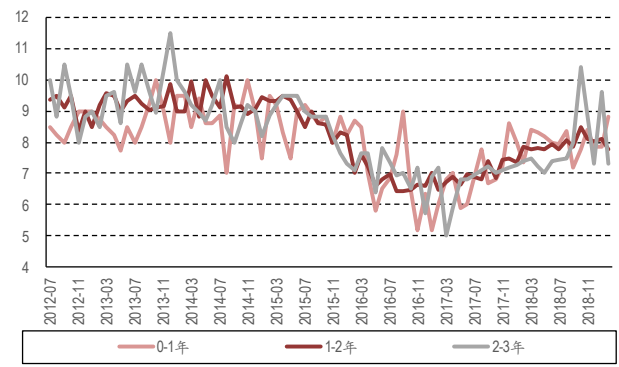
中期来看，商品房销售需要更长时间的恢复，未来周期可能被“拉长熨平”，玻璃需求趋势性的回升或许需要更长时间的等待：中长期看玻璃需求改善有赖于地产销售的回暖，从时间窗口看过去的三年一周期，当前有可能是销售新周期的起点，而且房企销售与资金面都有所改善。但我们认为当前只是政策边际放松下局部地区需求的释放。根据统计局数据，2019年1-2月份30大主要城市商品房销售面积仅0.21亿平，占全国比例为14.66%，全国大多数地区商品房销售依然在恶化。2016年的房地产销售高峰透支了较多需求，商品房销售的进一步回暖需要更长的时间来恢复需求以及政策层面更为强力的刺激。未来地产作为刺激经济的工具的可能性会越来越小，销售周期更有可能被“拉长熨平”，与基建、地产等其他周期一样。

图表 40. 土地成交量为改善但溢价率有好转



资料来源：万得，中银国际证券

图表 41. 地产信托产品收益率小幅下滑

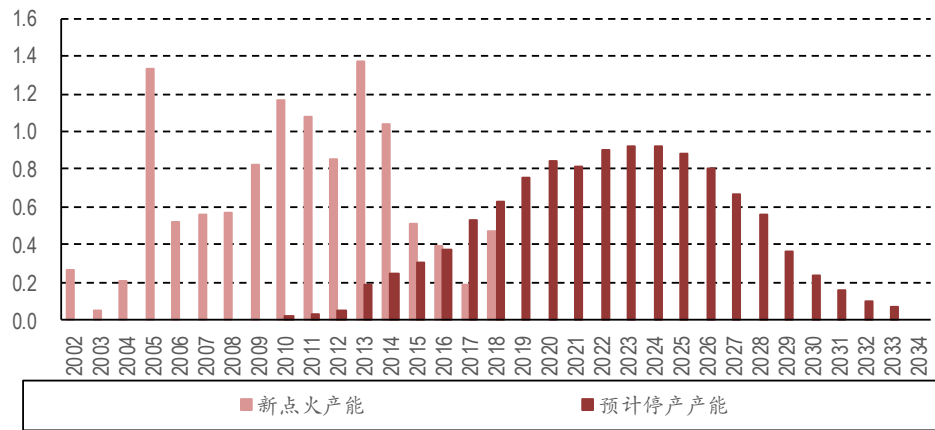


资料来源：万得，中银国际证券

### 3.3 长期看产能：产能退出有望加速行业整合

长期看 2024 年左右预计将是产能熄火高峰期，产能减量将带来产品重定价，行业集中度加速提升，头部企业有望充分受益：2010 年到 2013 年是平板玻璃新点火产能高峰期，大部分产能的寿命是 8-10 年，但有更多的企业继续生产到 12-15 年。不考虑 2019 年后新点火平板玻璃产能，假设实际上大多数厂商将生产线持续使用至 12-15 年，我们估计 2024 年左右将是平板玻璃停产的高峰期。随着国家对水泥玻璃产能的进一步严格控制，未来“减量产能置换”的形式将更为普遍，行业产能将迎来真正的减量，与水泥错峰限产类似，产能的减量将导致产品重新定价，价格或许未来不再单方面以来地产需求。与此同时落后产能加速淘汰，行业集中度加速提升，头部企业盈利有望改善，对应在股票市场上相对大盘的表现也有望进一步提升。

图表 42. 玻璃产能供给情况与停产测算



资料来源：卓创资讯，中银国际证券



## 投资建议

**业绩估值双低位，龙头仍有投资价值：**当前玻璃板块业绩与估值均处于历史相对低位，长期看行业集中度仍有待进一步提升，板块仍有投资价值。玻璃原片龙头市场集中度高，未来行业进一步整合，有望率先受益，推荐平板玻璃龙头，成本优势较强的**旗滨集团**、建议关注模制品细分行业龙头**山东药玻**。

**上游原材料价格调整相关受益标的：**平板玻璃竞争激烈，厂商难以用差异化竞争来获得优势。降本是企业竞争的一种方式，开拓相关新业务提升产品附加值或沿产业链拓宽公司盈利空间都是玻璃企业较好的经营方式，推荐玻璃深加工行业龙头**南玻A**，建议关注**信义玻璃**。



## 重点推荐

### 南玻 A

**推荐理由:** 公司玻璃、电显、光电三大业务板块建设完善。当前玻璃价格仍处高位，玻璃业务占比较高，盈利能力依然客观；电显业务成长迅速，在智能手机进一步普及以及国产部件替代的催化下电显业务有较高增长空间；随着光伏新政进一步执行，当前新增装机量减少，政策有放松预期，光电业务增速有望重启。公司产业链覆盖齐全，整体依然有一定投资价值，维持**增持**评级。

**业绩预测:** 预计 2018-2020 年，公司营收分别为 396.43、463.82、528.76 亿元；归母净利润分别为 13.79、16.64、20.94 亿元；EPS 为 0.38、0.46、0.58 元。

### 旗滨集团

**推荐理由:** 公司是平板玻璃行业龙头，标的纯正。公司国内在广东等四省八个基地共有 26 条生产线。国外马来产能已经落地点火。目前公司产能已全面释放。作为行业龙头，公司产品市占率较高，年分红比例较高，是不可多得的现金奶牛，有一定的投资价值。当前地产销售有所回暖，竣工有回升预期，玻璃出货量与价格有望回升，公司作为行业龙头有望充分受益。

**业绩预测:** 预计 2019-2021 年，公司营收分别为 91.64、96.67、101.51 亿元；归母净利润分别为 13.61、14.47、15.71 亿元；EPS 为 0.51、0.54、0.58 元。



## 风险提示

1. **下游需求进一步下滑**：当前房地产销售只是局部改善，总体销售依然下滑，存量住房依然上升。居民需求透支后总体销售有进一步下滑可能。商品房销售下滑会影响玻璃价格进而影响整个企业盈利。
2. **厂商盲目乐观变相扩产**：当前玻璃价格依然处于历史高位，厂商普遍觉得有利可图，放缓冷修节奏或者通过产能置换变现增加有效产能。结果是导致行业库存提升，短期内价格继续承压，厂商需通过压价主动去库存。
3. **原材料价格波动影响成本**：纯碱价格受玻璃行情影响较大。但原油市场参与者较多，价格变动难以把握，原油价格的超预期上涨依然会积压玻璃厂商利润空间，影响行业盈利的。



附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601636.SH	旗滨集团	买入	4.48	120.43	0.43	0.45	10.5	10.0	2.82
000012.SZ	南玻 A	增持	5.54	129.14	0.29	0.38	19.2	14.6	3.13
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	24.33	601.61	1.26	1.64	19.4	14.8	8.05
600529.SH	山东药玻	未有评级	25.50	108.37	0.62	0.80	41.2	31.7	8.06
002623.SZ	亚玛顿	未有评级	18.52	29.63	(0.14)	0.50	(128.9)	37.0	13.85
300093.SZ	金刚玻璃	未有评级	7.50	16.20	0.08	0.09	90.5	88.1	4.21
600586.SH	金晶科技	未有评级	3.63	52.94	0.10	0.33	36.6	11.0	3.00
601865.SH	福莱特	未有评级	14.60	233.90	0.22	0.23	66.7	63.5	1.88
0868.HK	信义玻璃	未有评级	9.00	359.51	1.00	1.06	9.0	8.5	4.66

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 3 月 29 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



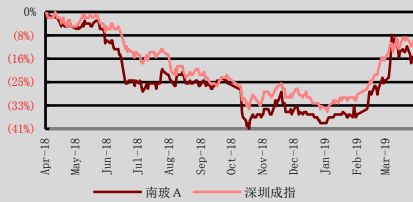
000012.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.54

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.2	12.4	38.8	(12.7)
相对新华富时 A50 指数	0.6	2.7	2.0	(5.9)

发行股数(百万)	2,863
流通股(%)	62
总市值(人民币 百万)	15,863
3个月日均交易额(人民币 百万)	125
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
前海人寿保险股份有限公司-海利年年	15

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以 2019 年 3 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

- 《南玻 A》20180828
- 《南玻 A (000012.SZ): 玻璃价格大幅上涨, 单季度毛利率创新高》20091020
- 《南玻 A (000012.SZ): 拥有玻璃和光伏两大完整产业链》20090921

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃制造

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

# 南玻 A

## 玻璃行业老牌劲旅, 三大业务助力远航

公司玻璃、电显、光电三大业务板块建设完善, 玻璃盈利能力依然客观, 电显业务成长迅速, 光电业务增速有望重启。整体依然有一定投资价值。

### 支撑评级的要点

- **玻璃价格仍处高位, 产能开动盈利能力客观:** 公司立足玻璃深加工业务, 并延伸至平板玻璃生产。当前玻璃依然是公司收入最主要来源。2018 年上半年, 公司玻璃业务收入 36.33 亿元, 同增 13.49%, 收入占比 66.40%; 毛利润 10.75 亿元, 同增 7.59%, 利润占比 78.39%。尽管 2018 年玻璃价格持续阴跌, 但依然处于历史相对高位, 公司也暂时未有冷修产能, 玻璃业务有望为公司带来稳定且规模较大的盈利。
- **电显业务成长迅速, 成长能力有望保持:** 公司通过镀膜技术, 从玻璃产业延伸至电子玻璃行业。目前公司已经完成河北廊坊、湖北宜昌, 广东清远等地电子玻璃生产基地建设。电子玻璃行业随着智能手机普及有较高的成长性, 随着公司介入该行业, 目前又开启了进口替代的过程。公司电子玻业务增长迅速, 2018 年上半年收入 4.33 亿元, 同增 19.16%, 毛利润 1.42 亿元, 同增 11.99%, 已成为公司业务的重要组成部分。
- **光伏业务趋于成熟, 增速有望重启:** 公司率先从工程玻璃行业抢滩光伏玻璃, 目前已经在广东东莞、湖北宜昌、江苏吴江等地建设生产基地。产品从硅粉、硅片、压延玻璃、太阳能电池、光伏电站全产业链覆盖。当前随着光伏新政冲击渐远, 新增光伏电池装机量减少, 政策力度有一定放缓预期, 我们认为公司光伏电池业务增速有望重启。

### 估值

- 预计 2018-2020 年, 公司营收分别为 117.48、130.91、141.65 亿元; 归母净利润分别为 7.83、9.08、10.19 亿元; EPS 为 0.27、0.32、0.36 元。重新首次覆盖给予 **增持** 评级。

### 评级面临的主要风险

- 光伏政策趋严, 平板玻璃价格下跌, 汇率风险。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	8,974	10,879	11,748	13,091	14,165
变动(%)	21	21	8	11	8
净利润(人民币 百万)	798	825	783	908	1,019
全面摊薄每股收益(人民币)	0.279	0.288	0.273	0.317	0.356
变动(%)	28.1	3.5	(5.1)	16.0	12.2
全面摊薄市盈率(倍)	19.3	18.7	19.7	17.0	15.1
价格/每股现金流量(倍)	24.3	7.0	7.7	7.3	6.9
每股现金流量(人民币)	0.22	0.77	0.70	0.74	0.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	5.8	8.1	7.5	7.1
每股股息(人民币)	0.01	0.02	0.07	0.08	0.09
股息率(%)	0.3	0.4	1.3	1.5	1.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	8,974	10,879	11,748	13,091	14,165
销售成本	6,562	8,216	9,070	10,106	10,933
经营费用	1,172	1,380	1,521	1,695	1,834
息税折旧前利润	2,133	2,311	2,317	2,501	2,622
折旧及摊销	917	1,002	1,172	1,224	1,240
经营利润(息税前利润)	1,215	1,309	1,146	1,277	1,382
净利息收入/(费用)	(266)	(316)	(205)	(186)	(158)
其他收益/(损失)	40	16	15	15	15
税前利润	950	993	940	1,091	1,224
所得税	152	168	158	183	205
少数股东权益	7	3	15	16	18
净利润	798	825	783	908	1,019
核心净利润	757	809	768	893	1,004
每股收益(人民币)	0.279	0.288	0.273	0.317	0.356
核心每股收益(人民币)	0.264	0.283	0.268	0.312	0.351
每股股息(人民币)	0.014	0.022	0.070	0.080	0.090
收入增长(%)	21	21	8	11	8
息税前利润增长(%)	20	8	(12)	11	8
息税折旧前利润增长(%)	16	8	0	8	5
每股收益增长(%)	28	3	(5)	16	12
核心每股收益增长(%)	153	7	(5)	16	12

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	950	993	940	1,091	1,224
折旧与摊销	917	1,002	1,172	1,224	1,240
净利息费用	266	316	205	186	158
运营资本变动	(1,479)	(86)	(16)	33	20
税金	711	771	139	171	206
其他经营现金流	(2,082)	(705)	(96)	(142)	(195)
经营活动产生的现金流	2,241	2,463	2,377	2,496	2,613
购买固定资产净值	1,281	1,208	15	5	1
投资减少/增加	508	0	0	0	0
其他投资现金流	182	1,400	67	87	115
投资活动产生的现金流	(1,606)	192	52	82	113
净增权益	15	(1,366)	0	0	0
净增债务	267	(1,058)	0	0	0
支付股息	42	75	243	278	313
其他融资现金流	(866)	3,132	(182)	(262)	(266)
融资活动产生的现金流	(626)	634	(426)	(541)	(579)
现金变动	10	1,875	1,988	2,033	2,146
期初现金	579	587	2,463	4,451	6,484
公司自由现金流	635	2,656	2,429	2,578	2,726
权益自由现金流	35	4,730	2,247	2,316	2,460

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	587	2,463	4,451	6,484	8,630
应收帐款	1,285	1,396	1,508	1,684	1,823
库存	478	686	730	800	854
其他流动资产	228	296	391	391	391
流动资产总计	2,645	4,936	7,079	9,358	11,697
固定资产	11,458	11,541	11,407	10,524	9,412
无形资产	1,032	1,047	1,055	1,032	999
其他长期资产	2,011	2,011	981	669	575
长期资产总计	14,501	14,599	13,443	12,224	10,986
总资产	17,147	19,535	20,523	21,582	22,683
应付帐款	1,190	1,614	1,777	1,976	2,135
短期债务	4,018	3,705	3,705	3,705	3,705
其他流动负债	1,747	2,138	2,146	2,160	2,174
流动负债总计	6,955	7,456	7,628	7,840	8,014
长期借款	1,439	1,554	1,554	1,554	1,554
其他长期负债	624	1,745	1,938	2,138	2,341
股本	2,075	2,484	3,478	3,478	3,478
储备	6,054	6,295	5,925	6,572	7,296
股东权益	8,129	8,780	9,403	10,050	10,774
少数股东权益	320	321	336	352	370
总负债及权益	17,147	19,535	20,523	21,582	22,683
每股帐面价值(人民币)	2.73	2.95	2.61	2.79	2.99
每股有形资产(人民币)	5.43	5.24	5.45	5.77	6.10
每股净负债/(现金)(人民币)	1.92	1.33	0.79	0.26	(0.30)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.8	21.2	19.7	19.1	18.5
息税前利润率(%)	13.5	12.0	9.8	9.8	9.8
税前利润率(%)	10.6	9.1	8.0	8.3	8.6
净利率(%)	9.0	7.6	6.8	7.1	7.3
流动性					
流动比率(倍)	0.4	0.7	0.9	1.2	1.5
利息覆盖率(倍)	8.0	7.3	11.3	13.5	16.6
净权益负债率(%)	67.6	51.7	29.2	9.1	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.6	0.8	1.1	1.4
估值					
市盈率(倍)	19.3	18.7	19.7	17.0	15.1
核心业务市盈率(倍)	20.4	19.1	20.1	17.3	15.4
市净率(倍)	2.0	1.8	2.1	1.9	1.8
价格/现金流(倍)	24.3	7.0	7.7	7.3	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	5.8	8.1	7.5	7.1
周转率					
存货周转天数	19.4	23.0	22.7	22.3	22.0
应收帐款周转天数	52.3	46.8	46.9	47.0	47.0
应付帐款周转天数	66.2	71.7	71.5	71.4	71.3
回报率					
股息支付率(%)	5.2	7.5	25.6	25.2	25.3
净资产收益率(%)	9.9	9.4	8.5	9.2	9.6
资产收益率(%)	4.7	4.2	3.9	4.3	4.6
已运用资本收益率(%)	7.2	6.9	5.7	6.1	6.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



601636.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.48

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.5	0.2	17.9	(15.0)
相对新华富时 A50 指数	(5.9)	(4.9)	(6.0)	(14.0)

发行股数(百万)	2,688
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	12,043
3个月日均交易额(人民币 百万)	155
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以 2019 年 3 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

- 《旗滨集团》 20190330
- 《旗滨集团》 20181015
- 《旗滨集团》 20180815

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃制造

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

# 旗滨集团

## 平板玻璃原片龙头, 高股息具备安全边际

公司是平板玻璃行业龙头, 标的纯正。公司国内在广东等四省八个基地共有 26 条生产线。国外马来产能已经落地点火。目前公司产能已全面释放。作为行业龙头, 公司市占率较高, 年分红比例较高, 基本面稳健, 是不可多得的现金奶牛。

### 支撑评级的要点

- **出货量先跌后升, 吨利润指标有所下滑:** 公司 2018 平板玻璃产量 1.099 亿重箱, 同增 6.79%; 销量 1.1 亿重箱, 同增 6.53%。受竣工低位影响, 公司上半年出货量较低, 后逐步有所好转。但全年价格持续阴跌, 单箱毛利最低跌至 17 元, 净利跌至 10 元。对公司利润水平有所影响。
- **海外产能充分释放, 海外收入增长明显:** 马来产能释放, 全年海外收入 8 亿元, 同比大增 208.24%; 毛利润 1.66 亿元。假设海外收入主要来自马来, 单箱价格 80 元, 马来产能利用率接近 100%, 产能充分释放。
- **发挥企业龙头优势, 加快推进产业布局:** 公司在深加工领域逐步前进。浙江、广东、马来西亚节能玻璃深加工项目已开始运行; 郴州光伏光电基板生产线已于 2018 年 9 月点火; 醴陵高性能电子玻璃项目于 2018 年年中投入建设, 预计 2020 年投入使用。公司产业布局将持续优化。
- **竣工回升与地产销售回暖预期下龙头有望充分受益:** 当前地产销售有所回暖, 竣工有回升预期, 玻璃出货量于价格有望回升, 公司作为行业龙头有望充分受益。

### 估值

- 公司基本面稳健, 盈利能力强, 是不可多得的现金牛。预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 91.64、96.67、101.51 亿元; 归母净利润分别为 13.61、14.47、15.71 亿元; EPS 为 0.51、0.54、0.58, 维持公司**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 玻璃库存持续累加, 产品价格继续下滑, 需求回升不及预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
变动(%)	9	10	9	5	5
净利润(人民币 百万)	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
全面摊薄每股收益(人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
变动(%)	31.4	5.7	12.7	6.3	8.6
市场预期每股收益(人民币)			0.510	0.560	0.570
全面摊薄市盈率(倍)	10.5	10.0	8.8	8.3	7.7
价格/每股现金流量(倍)	12.2	5.3	5.2	5.0	4.6
每股现金流量(人民币)	0.37	0.85	0.86	0.89	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.1	4.7	4.5	4.4
每股股息(人民币)	0.29	0.30	0.33	0.35	0.38
股息率(%)	6.5	6.7	7.4	7.8	8.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
销售成本	5,153	5,966	6,594	7,004	7,355
经营费用	980	732	838	885	929
息税折旧前利润	2,293	2,361	2,577	2,655	2,753
折旧及摊销	837	914	843	874	883
经营利润(息税前利润)	1,457	1,447	1,734	1,781	1,870
净利息收入/(费用)	(104)	(100)	(133)	(79)	(22)
其他收益/(损失)	3	31	7	7	7
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
所得税	210	139	240	255	277
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
核心净利润	1,140	1,177	1,353	1,439	1,563
每股收益(人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
核心每股收益(人民币)	0.424	0.438	0.503	0.535	0.581
每股股息(人民币)	0.291	0.300	0.330	0.350	0.380
收入增长(%)	9	10	9	5	5
息税前利润增长(%)	13	(1)	20	3	5
息税折旧前利润增长(%)	8	3	9	3	4
每股收益增长(%)	31	6	13	6	9
核心每股收益增长(%)	48	3	15	6	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
折旧与摊销	837	914	843	874	883
净利息费用	104	100	133	79	22
运营资本变动	2,183	(372)	157	164	55
税金	882	674	256	280	302
其他经营现金流	1,359	(1,341)	(377)	(411)	(453)
经营活动产生的现金流	2,352	2,066	2,299	2,359	2,547
购买固定资产净值	1,412	1,057	9	3	1
投资减少/增加	9	(47)	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	91	1,225	21	27	39
投资活动产生的现金流	(1,331)	216	17	29	43
净增权益	(34)	(644)	0	0	0
净增债务	(1,642)	173	(500)	(500)	(483)
支付股息	808	807	887	941	1,022
其他融资现金流	1,289	(113)	(143)	(102)	(59)
融资活动产生的现金流	(1,195)	(1,390)	(1,530)	(1,542)	(1,564)
现金变动	(181)	(192)	777	843	1,025
期初现金	824	681	435	1,212	2,055
公司自由现金流	1,021	2,282	2,315	2,388	2,590
权益自由现金流	668	2,343	1,673	1,787	2,048

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	681	435	1,212	2,055	3,080
应收帐款	97	166	186	199	211
库存	594	705	766	804	839
其他流动资产	68	727	777	777	777
流动资产总计	2,099	2,083	2,941	3,835	4,908
固定资产	7,870	8,339	8,117	7,451	6,650
无形资产	846	824	802	776	749
其他长期资产	1,901	1,592	1,001	822	768
长期资产总计	10,617	10,754	9,920	9,049	8,167
总资产	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
应付帐款	774	918	1,012	1,074	1,127
短期债务	280	490	290	90	0
其他流动负债	937	1,186	1,215	1,239	1,270
流动负债总计	1,991	2,594	2,518	2,404	2,397
长期借款	1,916	1,483	983	483	(0)
其他长期负债	1,732	1,190	1,317	1,448	1,580
股本	2,693	2,688	2,688	2,688	2,688
储备	4,385	4,882	5,355	5,861	6,410
股东权益	7,078	7,570	8,044	8,549	9,098
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
每股帐面价值(人民币)	2.63	2.82	2.99	3.18	3.38
每股有形资产(人民币)	4.23	4.41	4.42	4.44	4.52
每股净负债/(现金)(人民币)	1.17	1.02	0.51	(0.01)	(0.56)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.2	28.2	28.1	27.5	27.1
息税前利润率(%)	19.2	17.3	18.9	18.4	18.4
税前利润率(%)	17.8	16.1	17.5	17.6	18.2
净利率(%)	15.1	14.4	14.9	15.0	15.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.8	1.2	1.6	2.0
利息覆盖率(倍)	22.1	23.6	19.4	33.6	126.2
净权益负债率(%)	45.9	36.1	17.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.5	0.9	1.3	1.7
估值					
市盈率(倍)	10.5	10.0	8.8	8.3	7.7
核心业务市盈率(倍)	10.6	10.2	8.9	8.4	7.7
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	12.2	5.3	5.2	5.0	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.1	4.7	4.5	4.4
周转率					
存货周转天数	28.6	30.7	30.5	30.3	30.2
应收帐款周转天数	4.7	7.2	7.4	7.5	7.6
应付帐款周转天数	54.8	56.2	56.0	56.0	55.9
回报率					
股息支付率(%)	68.5	66.9	65.2	65.0	65.0
净资产收益率(%)	16.1	16.0	16.9	16.9	17.3
资产收益率(%)	9.0	9.4	10.6	11.2	12.0
已运用资本收益率(%)	11.2	12.1	13.9	14.3	14.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371