



Research and  
Development Center

# 浮法原片王者，积极布局转型升级

—— 旗滨集团（601636.sh）深度报告

2019年06月14日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

## 证券研究报告

### 公司研究——首次覆盖

#### 旗滨集团 (601636.sh)



首次评级

#### 旗滨集团相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2019. 6. 13)

收盘价 (元)	3.70
52 周内股价波动区间(元)	3.13-4.86
最近一月涨跌幅(%)	2.11
总股本(亿股)	26.88
流通 A 股比例(%)	97.93
总市值(亿元)	99.46

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

## 浮法原片王者，积极布局转型升级

### 深度报告

2019 年 06 月 14 日

#### 本期内容提要：

- ◆ **玻璃供需基本面或将好转：**在新增产能已被有效遏制的背景下，玻璃产线冷修和复产成为影响供给的主导力量。随着行业盈利下滑，企业冷修意愿提升，复产动力不足，玻璃行业的有效供给存收缩预期。近两年，受房企“高周转”战略以及资金紧张的影响，地产竣工面积低迷。当前房企资金压力有所缓解，施工节奏已明显加快，未来房地产领域对玻璃的需求有望提升。
- ◆ **国内浮法原片龙头，转型升级步伐加快：**公司目前是国内产能最高的原片生产企业，且产线主要分布在华东和华南等需求旺盛地区，产品销量和售价均具备支撑。公司也在积极推进产业延伸和转型升级，并已取得较大进展，利润空间有望进一步打开。此外公司硅砂自给率较高，在当前硅砂资源紧张的情况下，将成为其竞争优势。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计旗滨集团 19-21 年摊薄 EPS 为 0.49 元、0.56 元和 0.57 元。选取 A 股中部分玻璃制造公司做对比，旗滨集团浮法玻璃业务盈利能力较强。南玻 A 的生产结构与旗滨集团较为相似，主要经营玻璃原片和建筑玻璃深加工业务。我们预测旗滨集团 2019 年 PE 为 8 倍，远低于南玻 A 的 17 倍。考虑到随着公司生产结构不断升级，高附加值产品占比持续提升，未来估值仍有上升空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**行业产线冷修超预期；下游需求超预期；原燃材料价格下跌明显；公司转型升级进展顺利等。
- ◆ **风险因素：**下游需求不及预期；行业冷修复产超预期或冷修产能不及预期；原燃材料成本上升；新业务拓展不及预期；环保、安全等不确定因素对产量的负面影响；汇率波动风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	7,585.00	8,378.31	9,475.58	9,947.28	10,121.86
增长率 YoY %	8.96%	10.46%	13.10%	4.98%	1.76%
归属母公司净利润(百万元)	1,142.65	1,207.66	1,320.42	1,497.66	1,524.04
增长率 YoY%	36.83%	5.69%	9.34%	13.42%	1.76%
毛利率%	32.06%	28.79%	28.00%	29.19%	29.21%
净资产收益率 ROE%	17.44%	16.49%	16.85%	16.93%	14.71%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.45	0.49	0.56	0.57
市盈率 P/E(倍)	9	8	8	7	7
市净率 P/B(倍)	1.41	1.31	1.23	1.04	0.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 06 月 13 日

## 目 录

投资聚焦	2
公司简介：浮法玻璃行业领军者	3
深耕玻璃行业多年，规模不断壮大	3
业绩暂时承压，盈利能力仍然较强	4
玻璃行业：需求回暖叠加冷修高峰，行业景气度有望回升	6
玻璃行业概述	6
供给：行业步入冷修高峰，供给端继续收缩预期较高	7
需求：房屋“新开工-竣工”剪刀差或将修复，玻璃需求有望上行	13
成本：纯碱价格仍将高位，燃料成本压力有所缓解	16
价格：玻璃价格虽处下行通道，但回升拐点已临近	17
公司各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间	18
国内浮法原片龙头，占据区位优势	18
转型升级进展顺利，拓宽产业布局	20
成本优势领先行业，硅砂资源充足	21
注重股东回报，值得投资者信赖	21
盈利预测与估值	23
盈利预测	23
相对估值与投资评级	24
风险因素	25

## 表 目 录

表 1：旗滨集团发展历程	3
表 2：近年来玻璃行业供给端影响政策	8
表 3：2017 年冷修玻璃产线统计	9
表 4：2018 年冷修玻璃产线统计	10
表 5：2018 年我国玻璃产线冷修复产情况	12
表 6：公司浮法产线情况	19
表 7：公司已建和拟建节能玻璃项目	20
表 8：公司历年现金分红情况	22
表 9：旗滨集团盈利预测	23
表 10：旗滨集团可比公司估值	24

## 图 目 录

图 1：旗滨集团股权结构(截至 2019 年 3 月 31 日)	4
图 2：旗滨集团 2013-2019Q1 营业收入及变化情况	5
图 3：旗滨集团 2013-2019Q1 归母净利润及变化情况	5
图 4：旗滨集团 2018 年各业务营收占比	5
图 5：旗滨集团 2013-2019Q1 毛利率及净利率变化情况	5
图 6：浮法玻璃生产工艺	6
图 7：平板玻璃下游需求占比	6
图 8：2012-2019 浮法玻璃总产能与在产产能(亿重量箱)	7
图 9：2012-2019 平板玻璃产量与增长率(亿重量箱, %)	7
图 10：房屋新开工面积与房屋竣工面积关系	14
图 11：商品房期房和现房销售面积对比	14
图 12：房地产建筑工程投资额及同比变化(亿元)	15
图 13：房地产土地购置面积变化情况(万平方米, %)	15
图 14：玻璃生产成本构成	16
图 15：玻璃原材料构成	16
图 16：2012-2019 全国重质纯碱市场价(元/吨)	17
图 17：2014-2019 重油及石油焦价格(元/吨)	17
图 18：全国主要城市浮法玻璃价格(元/重量箱)	17
图 19：2016-2018 年公司玻璃产销情况(万重箱)	18
图 20：玻璃价格对比(元/重箱)	18
图 21：2018 年公司玻璃原片生产成本构成	21
图 22：公司四大硅砂矿	21

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑

在新增产能已被有效遏制的背景下，玻璃产线冷修和复产成为影响供给的主导力量。自 2018 年下半年开始，行业盈利下滑，企业冷修意愿提升，复产动力不足，玻璃行业的有效供给存收缩预期。近两年，受房企“高周转”战略以及资金紧张的影响，房屋新开工面积高企，而竣工面积持续低迷。当前房企资金压力有所缓解，施工节奏已明显加快，未来房地产领域对玻璃的需求有望提升。公司目前是国内产能最高的原片生产企业，且产线主要分布在华东和华南等需求旺盛地区，产品销量和售价均具备支撑。公司也在积极推进产业延伸和转型升级，并已取得较大进展，利润空间有望进一步打开。此外公司硅砂自给率较高，在当前硅砂资源紧张的情况下，将成为其核心优势。

### 与市场不同之处

- 市场对行业供给是否收缩仍有疑虑。我们认为，目前行业内较多产线均属于“超龄服役”，且当前行业盈利情况并未明显好转，从产品品质和经济角度来考虑，产线集中冷修情况出现概率仍然较大。
- 旗滨集团向深加工领域延伸具备自身优势，一方面其管理团队拥有丰富的经验；另一方面依托品牌、资金和原片产业优势，切入相关领域阻力相对较小。
- 旗滨集团硅砂自给率较高，目前拥有四家石英砂矿，使得硅砂采购成本明显低于市场平均水平。此外，随着国家对非煤矿山治理的不断深入，硅砂矿山进入门槛也在提高，拥有充足的硅砂资源，可以保证公司未来用砂安全。

### 股价催化剂

行业产线冷修超预期；下游需求超预期；原燃材料价格下跌明显；公司转型升级进展顺利等。

### 盈利预测与投资评级

我们预计旗滨集团 19-21 年摊薄 EPS 为 0.49 元、0.56 元和 0.57 元。选取 A 股中部分玻璃制造上市公司做对比，旗滨集团浮法玻璃业务盈利能力较强，且 PE (TTM) 为 9 倍，远低于行业平均水平 (46 倍)。南玻 A 的生产结构与旗滨集团较为相似，主要经营玻璃原片和建筑玻璃深加工业务。我们预测旗滨集团 2019 年 PE 为 8 倍，远低于南玻 A 的 17 倍。考虑到随着公司生产结构不断升级，高附加值产品占比持续提升，未来估值仍有上升空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险因素

玻璃行业下游需求不及预期风险；玻璃行业冷修复产超预期或冷修产能不及预期；原燃材料成本上升风险；新业务拓展不及预期风险；环保、安全等不确定因素对产量的负面影响；汇率波动风险。

## 公司简介：浮法玻璃行业领军者

### 深耕玻璃行业多年，规模不断壮大

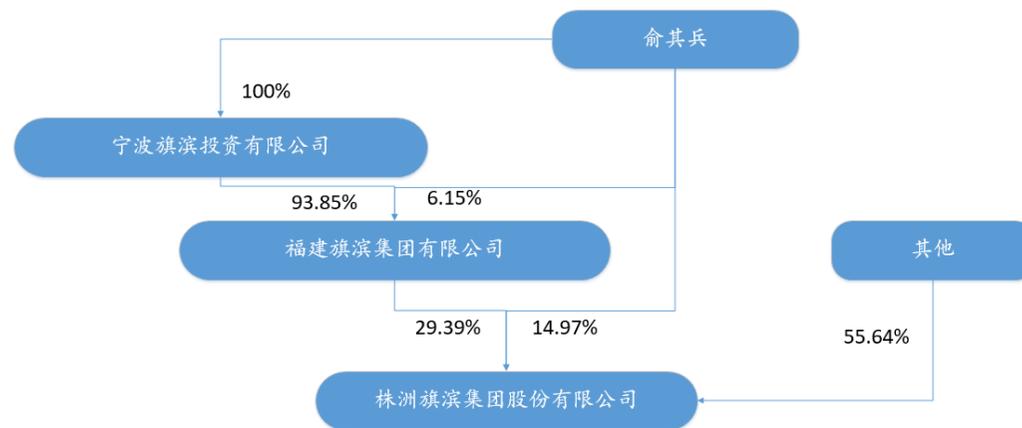
旗滨集团成立于 1988 年，2005 年公司开始进军玻璃行业，正式更名为“株洲旗滨玻璃集团有限公司”。2011 年，公司在上海证券交易所上市，股票代码为 601636.SH。公司主营业务包括玻璃原片制造与销售、玻璃新材料研发以及玻璃深加工，是一家以生产、销售平板玻璃及节能工程玻璃为主的大型现代化企业。公司目前在湖南醴陵、湖南郴州、广东河源、福建漳州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴、马来西亚森美兰州拥有 8 个原片生产基地，26 条在产优质浮法玻璃生产线，1 条在建 65 吨/日高性能电子玻璃生产线。此外，公司的广东节能、浙江节能和马来西亚节能项目已完成基本建设，逐步投入商业化运营。

**表 1：旗滨集团发展历程**

时间	事件
1988	公司成立
2005	株洲旗滨玻璃集团有限公司正式成立，进军玻璃行业
2010	完成股份制改造，株洲旗滨玻璃集团有限公司改制为株洲旗滨集团股份有限公司。
2011	株洲旗滨集团股份有限公司在上海交易所 A 股主板挂牌上市，股票代码 601636
2012	公司株洲生产基地与漳州玻璃公司被中国证监会批准为玻璃期货交割厂库
2014	漳州旗滨玻璃有限公司在新加坡注册成立全资子公司——旗滨集团（新加坡）有限公司，正式切入海外市场
2017	旗滨集团（马来西亚）玻璃有限公司首片玻璃出炉，公司进入试运营阶段。
2018	在“金玻奖”第五届中国玻璃行业品牌评选活动中，旗滨集团再度荣获“原片玻璃影响力品牌”大奖
2018	广东节能、浙江节能、马来西亚节能项目完成基本建设，逐步投入商业化运营

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

截至 2019 年 3 月 31 日，公司注册资本为 26.88 亿元，其中福建旗滨集团有限公司和自然人俞其兵先生分别持股 29.39% 和 14.97%。俞其兵先生直接和间接持有福建旗滨集团有限公司 100% 股权，合计持有公司 44.36% 股份，是公司的实际控制人。

**图 1：旗滨集团股权结构(截至 2019 年 3 月 31 日)**


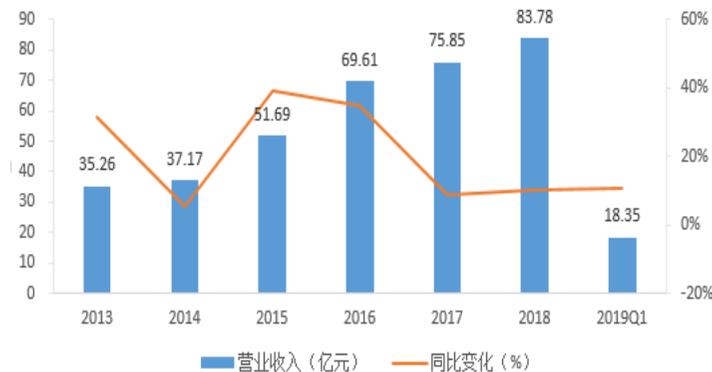
资料来源：公司公告，天眼查，信达证券研发中心整理

### 业绩暂时承压，盈利能力仍然较强

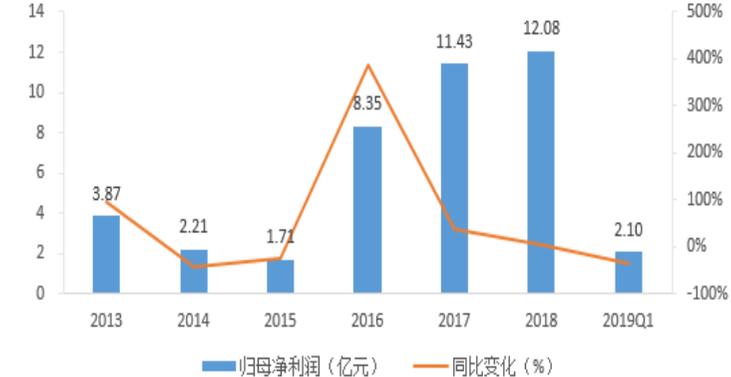
公司主要业务为玻璃原片制造与销售、玻璃新材料研发和玻璃深加工。2018 年公司实现营业收入 96.55 亿元（内部未抵消前），其中玻璃生产加工业务 86.11 亿元，占未内部抵消收入的 89.18%；物流业务 0.52 亿元，占比 0.54%；贸易业务 9.93 亿元，占比 10.28%。

公司业绩在 2015 年达到低点后，随着玻璃行业景气回暖而不断提升，并于 2018 年达到历史峰值。2018 年，公司实现营业收入 83.78 亿元，较上年同期增长 10.46%；实现归母净利润 12.08 亿元，较上年同期增长 5.69%。进入 2019 年，受玻璃行业景气下滑的影响，公司盈利增长势头减缓，但营收仍在增长。2019 年一季度，公司实现营业收入 18.35 亿元，同比增长 10.67%；实现归母净利润 2.10 亿元，同比减少 34.95%。

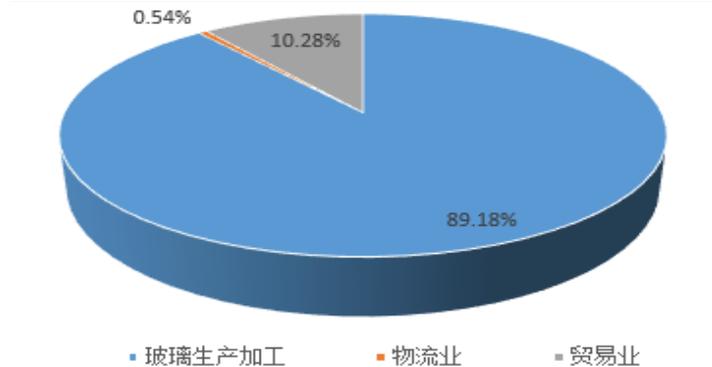
公司盈利能力有所下降，但仍处历史较高水平。2018 年，公司销售毛利率为 28.79%，较上年同期减少 3.27 个百分点；销售净利率为 14.41%，较上年同期减少 0.64 个百分点。2019 年一季度，公司销售毛利率为 24.39%，销售净利率为 11.42%。

**图 2：旗滨集团 2013-2019Q1 营业收入及变化情况**


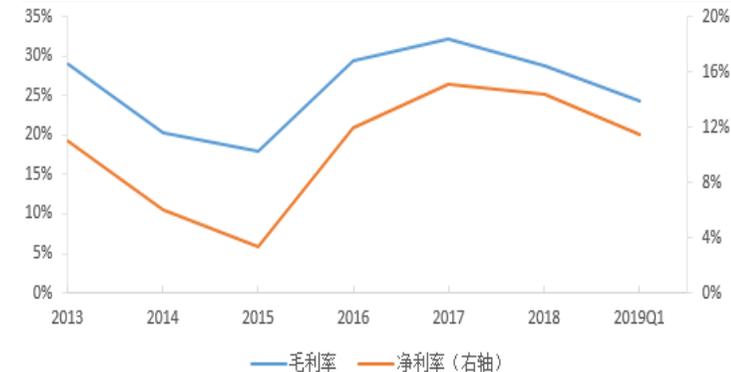
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3：旗滨集团 2013-2019Q1 归母净利润及变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 4：旗滨集团 2018 年各业务营收占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：旗滨集团 2013-2019Q1 毛利率及净利率变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

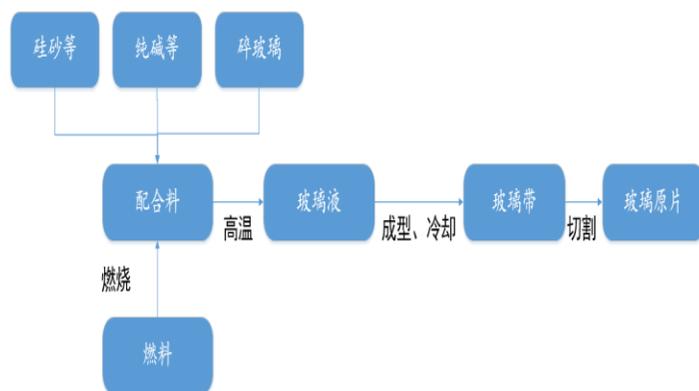
## 玻璃行业：需求回暖叠加冷修高峰，行业景气度有望回升

### 玻璃行业概述

玻璃是一种非晶无机非金属材料，一般是用多种无机矿物(如：石英砂、硼砂、硼酸、重晶石、碳酸钡、石灰石、长石、纯碱等)为主要原料，另加入少量辅助原料制成的，主要成分为二氧化硅和其他氧化物。现代玻璃制造工艺种类较多，包括浮法工艺、压延工艺、引上法和平拉法等，由于生产的玻璃产品质量优越，浮法工艺已成为我国玻璃企业使用的主流生产方式。

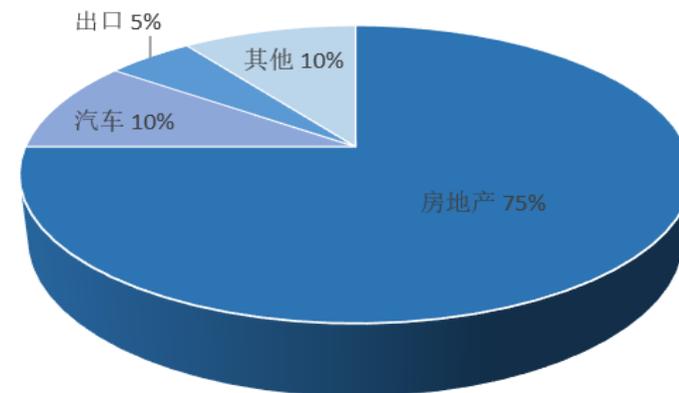
平板玻璃下游主要用途包括：房地产（门窗、幕墙、隔断、镜片等装饰）、汽车制造领域、出口以及用于其他领域生产和应用。其中房地产、汽车制造和出口是主要应用领域，占比分别为 75%、10%和 5%，可以看出玻璃需求与下游房地产行业最为相关。

图 6：浮法玻璃生产工艺



资料来源：信达证券研发中心整理

图 7：平板玻璃下游需求占比



资料来源：信达证券研发中心整理

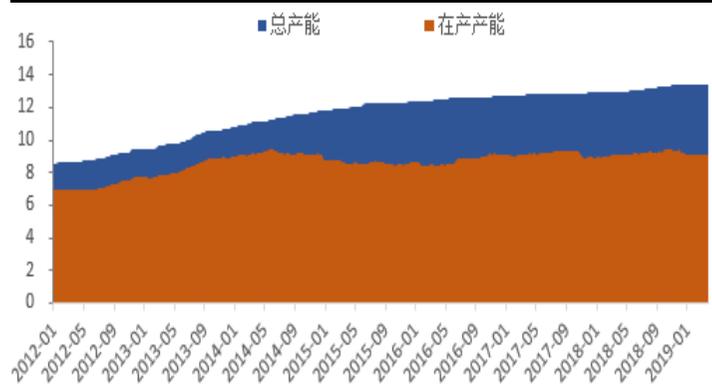
## 供给：行业步入冷修高峰，供给端继续收缩预期较高

### 产能增速放缓，总体利用率较低

我国平板玻璃总产能处于持续扩张态势，近年来增速虽有所降低，但产能利用率仍在低位。玻璃行业进入门槛较低，以往当行业处于景气周期时，大批资本涌入，致使玻璃产能快速增加。2016年后，在国家去产能政策指引下，同时叠加环保政策逐步趋严，玻璃行业产能扩张速度得到一定遏制。然而原先火热的市场行情导致产能的扩张速度已经远远超过需求的增长速度，供需缺口不断拉大，自2014年开始产能利用率持续处于低位。截至2019年4月我国浮法生产线共计372条，产能为13.39亿重量箱，其中：在产产线232条，产能为9.12亿重量箱，较2018年底减少1.51%，产能利用率仅为68.09%。

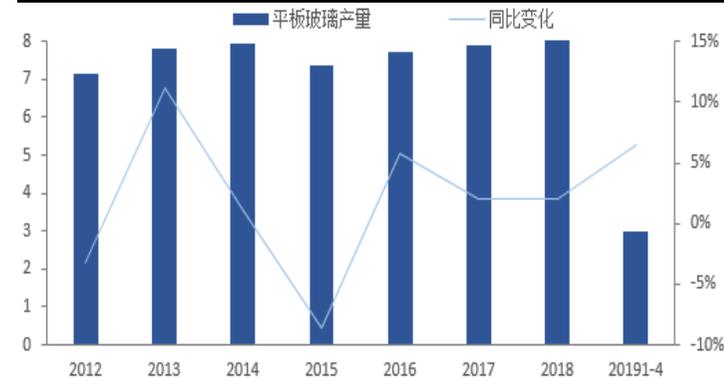
伴随着2016年下半年玻璃行业新一轮景气周期的来临，产品价格出现上涨，平板玻璃的产量也有所恢复。2018年，我国平板玻璃产量为8.69亿重量箱，同比增长2.1%；2019年1-4月，我国平板玻璃产量为3.00亿重量箱，同比增长6.4%。

图 8：2012-2019 浮法玻璃总产能与在产产能（亿重量箱）



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 9：2012-2019 平板玻璃产量与增长率（亿重量箱，%）



资料来源:万得, 信达证券研发中心

### 企业盈利压力较大，有效供给有望收缩

玻璃生产过程需要高温加热配合料，熔窑寿命期限一般为 8-10 年，超过这一期限需进行冷修。由于玻璃熔窑冷修复产成本较高，玻璃窑一经开窑，必须长期保持生产状态，因此玻璃供给具有刚性。玻璃行业供给端变化主要由三方面组成，分别为新增产能、冷修和复产。

### 产业政策趋严，新增产能有限

随着玻璃行业供给侧改革不断深化，新增产能已非影响供给的主要因素。2016 年 5 月，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34 号文)，在 2020 年底以前，严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。产能置换政策也更加严格，2018 年 1 月，工信部印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》要求，环境敏感区的平板玻璃建设项目，置换比例不低于 1.25，且用于置换的淘汰产能，在建设项目投产前必须关停。2018 年 8 月，工信部、发改委联合印发《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》，要求从严审核产能置换方案，坚决禁止新增产能。从政策执行情况来看，新增产能的扩张确实得到了一定程度的控制。

**表 2: 近年来玻璃行业供给端影响政策**

时间	政策	内容
2011.05	《关于抑制平板玻璃产能过快增长引导产业健康发展的通知》	要求严格市场准入管理，严控新增产能。新上平板玻璃建设项目必须经国家主管部门核准
2012.07	《平板玻璃工业“十二五”发展规划》	“十二五期间”玻璃工业将坚持总量控制，继续严格控制平板玻璃产能盲目扩张，淘汰落后产能，提高生产集中度
2013.10	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	提出了平板玻璃等产能过剩行业分业施策意见,并提出严禁建设新增产能项目、全面清理整顿已建成的违规产能、淘汰落后产能
2014.09	《平板玻璃行业准入条件(2014 年本)》	2017 年年底前，严禁建设新增平板玻璃产能的项目
2015.04	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	继续做好产能等量或减量置换工作，严禁钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃行业新增产能，明确这些行业的产能置换办法
2016.05	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	计划到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间;水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右等
2016.11	《控制污染物排放许可证实施方案》	排污许可证制度全面施行
2016.12	《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	水泥、玻璃、钢铁、煤炭等行业实行产能等量置换或减量置换，推进平板玻璃“煤改气”、“煤改电”
2017.02	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》	组织开展水泥、玻璃行业专项督查，对落后产能进行清理整顿

2017.07	《固定污染排污许可分类管理名录（2017年版）》	要求平板玻璃企业于2018年1月1日起全面实施排污许可证制度，无排污许可证企业无法生产
2017.12	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	环境敏感区的平板玻璃建设项目，置换比例不低于1.25，且用于置换的淘汰产能，在建设项目投产前必须关停
2018.01	《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告》	2018年6月1日起，“2+26”城市平板玻璃行业将执行新的大气污染物特别排放限值要求，即氮氧化物（以NO <sub>2</sub> 计）400mg/Nm <sup>3</sup> 、二氧化硫100mg/Nm <sup>3</sup> 、颗粒物20mg/Nm <sup>3</sup>
2018.8	《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃新增产能的通知》	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

资料来源：各部委网站，地方政府网站，信达证券研发中心整理

### 行业盈利下滑，冷修高峰已至

受行业盈利维持高位影响，冷修高峰期虽有迟到，但并未缺席。玻璃窑的使用周期一般为8-10年，但企业可以通过热修等方法适当提高窑炉使用寿命，因此这一数据并不固定。在2009-2011年行业上行周期中，有较多生产线投产，理论上2017、2018年将是冷修高峰期。不过从实际情况来看，在2017-2018上半年行业高盈利驱动下，企业在不断推迟冷修节点。2017年共有26条产线冷修，合计产能15380/d，但有8条是受河北地区环保高压影响被动停产，2018年上半年仅有6条产线冷修。2018年下半年开始供需基本面渐转宽松，玻璃价格持续阴跌，年底厂商出现集中停产，最终2018年共有21条产线冷修，合计产能12600t/d。

表 3：2017 年冷修玻璃产线统计

	所在省份	产线名称	日熔量（吨）	冷修时间
1	四川	四川玻璃股份有限公司	330	
2	江西	江西萍乡浮法二厂	500	
3	河北	沙河安全五线	500	
4	福建	漳州旗滨一线	900	2017.03
5	浙江	浙玻长兴一线	800	2017.03
6	河北	河北南玻一线	600	2017.04
7	山东	山东巨润一线	700	2017.05
8	河北	河北长城三线	500	2017.05
9	河北	迁安耀华	500	2017.06
10	湖南	醴陵旗滨五线	500	2017.08
11	河北	永年耀威	500	2017.08

12	湖北	湖北三峡四线	950	2017.11
13	江苏	中国玻璃宿迁二线	500	2017.11
14	河北	河北安全六线	700	2017.11
15	河北	河北德金三线	800	2017.11
16	河北	河北长城四线	500	2017.11
17	安徽	安徽方兴科技二线	500	2017.11
18	河北	河北安全五线	500	2017.11
19	河北	河北德金四线	800	2017.11
20	河北	河北长城六线	700	2017.11
21	河北	河北长红一线	600	2017.11
22	河北	河北长红二线	600	2017.11
23	河北	河北吉恒源	600	2017.11
24	新疆	新疆信源玻璃有限公司	350	2017.11
25	广西	南宁浮法玻璃有限公司	350	2017.12
26	浙江	福莱特嘉兴一线	600	2017.12
	合计		15380	

资料来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心整理

**表 4：2018 年冷修玻璃产线统计**

	所在省份	产线名称	日熔量 (吨)	冷修时间
1	浙江	杭州建新浮法玻璃余杭线	600	2018.01
2	安徽	芜湖信义二线	500	2018.02
3	广东	华尔润江门一线	900	2018.03
4	河北	河北德金五线	200	2018.04
5	广东	广东英德鸿泰一线	600	2018.06
6	安徽	安徽凤阳玻璃二线	600	2018.06
7	海南	中航三鑫海南一线	600	2018.08
8	河北	河北鑫利二线	550	2018.08
9	河北	河北元华二线	1000	2018.08
10	河北	河北迎新二线	450	2018.08
11	河北	河北迎新三线	600	2018.09
12	安徽	芜湖信义三线	700	2018.11

13	安徽	安徽蓝实集团一线	600	2018.11
14	陕西	中国玻璃陕西一线	350	2018.11
15	山西	山西利虎黎城二线	600	2018.11
16	山东	中国玻璃威海三线	450	2018.11
17	河北	河北润安一线	700	2018.12
18	山西	山西利虎交城三线	500	2018.12
19	河北	耀华北方一线	500	2018.12
20	江苏	昆山长江玻璃三线	700	2018.12
21	湖北	荆州亿钧玻璃二线	900	2018.12
	合计		12600	

资料来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心整理

行业盈利下滑叠加窑龄到期，企业冷修意愿提升，冷修高峰在 2019 年仍将延续。根据冷修周期，2019 年仍有较多产线超龄服役。未及时冷修的产线虽仍能生产，但存在安全质量隐患，同时也将增加维护成本，因此冷修延迟时间有限。根据工信部数据，2019 年一季度，平板玻璃行业实现营业收入 187.5 亿元，同比增长 7.6%；受价格下跌及成本上升影响，利润同比下降 24.1%，实现利润 27.4 亿元。因此我们认为，在行业景气下行的背景下，行业冷修产能有望增加。从实际情况来看，2018 年 11 月开始行业冷修高峰已逐步显现。

### 企业复产意愿不高，供给难以放量

冷修复产增量来源集中在 2017 年后冷修产线。玻璃生产线冷修时间通常为半年左右，在行业景气度较高的 2017 年和 2018 年上半年未复产的产线，后续仍难以复产。2018 年全国共有 12 条玻璃产线复产，合计产能 7650t/d，但多集中在盈利情况较好的上半年。

我们从盈利、环保和成本三个方面展开分析，认为在多重因素制约下冷修复产产能有限：1、从 2018 年生产线复产的节奏来看，大部分生产线选择在盈利水平较好的上半年进行复产点火，而当前行业盈利仍无改善迹象，企业复产动力不足；2、由于环保压力和不同省区对用煤指标的控制，部分生产线复产难度较大，如：2017 年 11 月沙河地区集中停产冷修的多条生产线至 2019 年 5 月尚未复产；3、由于工业排放限值等环保要求的提高，玻璃企业环保成本支出也在增加，此外当前耐火材料价格涨幅较大，进一步推高了复产成本。

**表 5：2018 年我国玻璃产线冷修复产情况**

	所在省份	产线名称	日熔量 (吨)	点火时间	冷修时间
1	河北	永年耀威玻璃有限公司一线	500	2018.01	2017.08
2	福建	漳州旗滨一线	1000	2018.01	2017.03
3	江西	江西安源玻璃萍乡二线	500	2018.02	2017.01
4	河北	廊坊金彪玻璃有限公司二线	600	2018.02	2015.05
5	湖南	醴陵旗滨五线	500	2018.03	2017.08
6	湖北	湖北三峡新型建材股份有限公司三峡四线	9500	2018.04	2017.11
7	浙江	嘉兴福莱特玻璃有限公司一线	600	2018.05	2017.12
8	云南	云南腾冲二线	700	2018.05	
9	河北	南和县长红玻璃有限公司一线	600	2018.06	2017.11
10	安徽	信义芜湖二线	700	2018.07	2018.02
11	广东	广东英德鸿泰一线	600	2018.09	2018.06
12	安徽	安徽凤阳二线	600	2018.11	2016.03
	合计		7650		

资料来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心整理

在新增产能被严格限制的背景下，冷修和复产产能之间的博弈成为影响行业供给的主导因素。在国家政策影响下，行业内新点火产能进一步减少，总产能增量迅速下行，玻璃产能供给周期整体被“熨平拉长”。玻璃价格和行业盈利情况直接影响冷修净增量（复产产能-冷修产能）的变化，2018 年上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。2019 年一季度玻璃行业整体运行状况并不理想，厂商复产动力有限，有效供给难以放量。

## 需求：房屋“新开工-竣工”剪刀差或将修复，玻璃需求有望上行

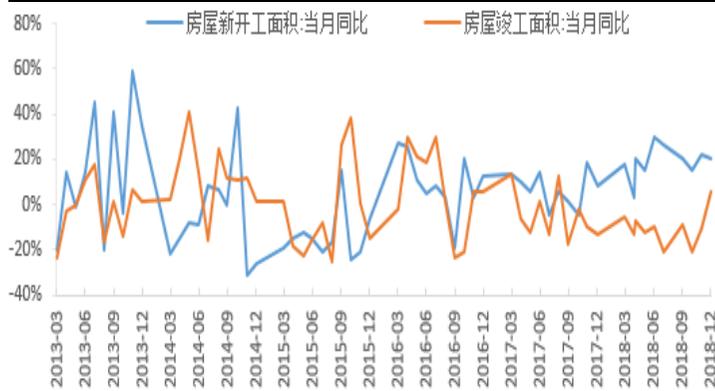
### 房地产施工节奏加快，带来玻璃需求增量

房地产是玻璃下游最主要的应用领域，安装玻璃是房地产工程竣工前的最后一道工序，因此房屋竣工面积直接反映了玻璃的需求量。由于从原片生产到加工为建筑玻璃，再到玻璃安装，最后房屋竣工，需要耗费一定时间，从而玻璃需求与房屋竣工面积存在 1 个季度左右的时间差。

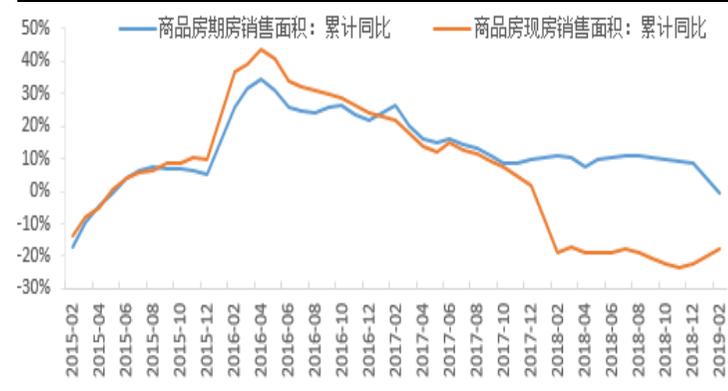
房屋竣工面积相对新开工面积的滞后期在拉长，虽然房屋新开工面积持续高企，但房地产领域对玻璃需求却在减缓。根据历史数据分析，房屋竣工面积增速相对于新开工面积增速存在 1 年左右的滞后期，因此房屋新开工面积通常是预测玻璃未来一段时间需求量相对较好的指标。然而从 2016 年年初至今房屋新开工面积一直处于上升通道，但房屋竣工面积增速却在逐渐下滑。2018 年，房屋新开工面积累计为 209,342 万平方米、同比增长 17.2%，房屋竣工面积累计为 93,550 万平方米、同比减少 7.8%。

我们认为房屋新开工面积高速增长的原因，主要有两方面：一是由于经过一轮拿地高潮，房企土地储备较多，为避免缴纳闲置费，新开工面积增长有其必然性；二是由于在国家金融去杠杆的大背景下，房企融资渠道收缩明显，为加快资金回笼，同时也为抢在行业下行拐点到来之前加紧销售，因此房企推盘意愿强烈。2018 年之前，商品房期房销售面积和现房销售面积增速较为一致，但 2018 年二者出现较大分化，期房销售面积为 14.06 亿平方米、同比增长 8.70%，现房销售面积为 3.10 亿平方米、同比减少 22.40%。

房屋竣工面积增速低迷最主要还是受到房企“高周转”战略以及资金紧张的影响，为缓解资金压力，开发商有意调整施工节奏，放缓施工进度。

**图 10：房屋新开工面积与房屋竣工面积关系**


资料来源：万得，信达证券研发中心

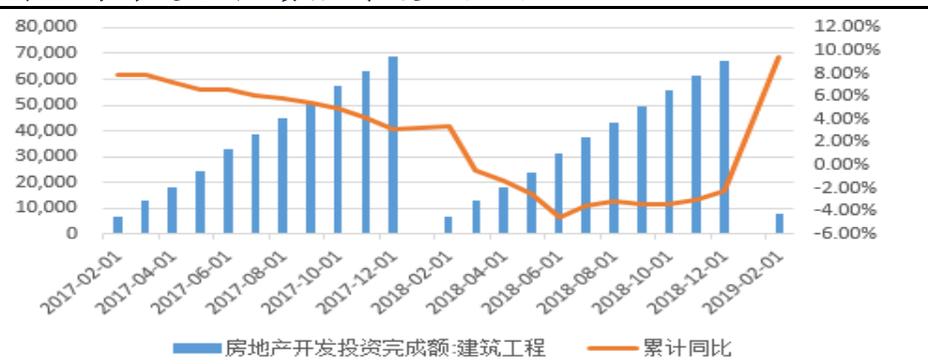
**图 11：商品房期房和现房销售面积对比**


资料来源：万得，信达证券研发中心

房企融资难度降低，资金压力将有所缓解。当前我国货币政策稳健中性、松紧适度，保持流动性合理充裕。2018年已经历数次降准，整体融资环境有所改善，2019年一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿元，比上年同期增加 40.07%。根据 21 世纪经济报道数据，2019 年年初，多家房企公布的融资成本均比之前有所降低，再次出现了企业债利率不足 4% 的融资。2019 年 1-4 月份，房地产开发企业到位资金 52466 亿元，同比增长 8.9%，较上年同期提升 6.8 个百分点。

房企现有资金有望更集中在当前项目建设中。由于房地产调控力度不减，市场预期不断向下，房企投资更加趋于谨慎，拿地热情降低、节奏放缓。2019 年 1-4 月份，房地产开发企业土地购置面积为 3582 万平方米，同比下降 33.80%，而 2018 年全年为增长 14.25%。

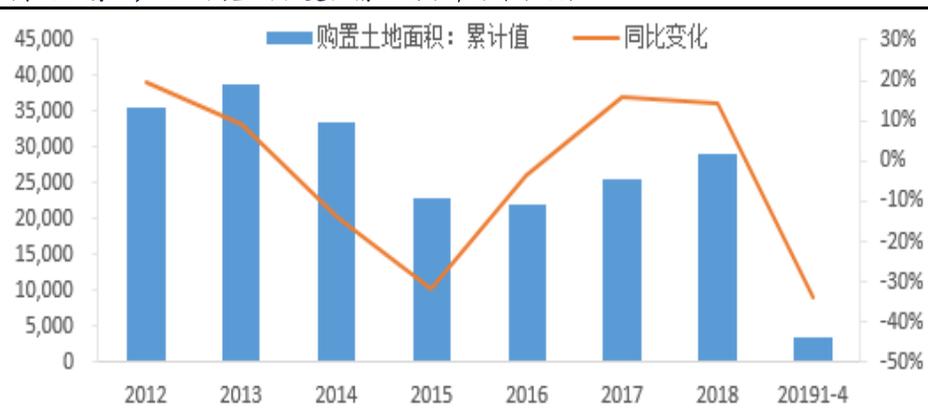
2019 年 1-4 月，全国房地产开发投资 34217 亿元，同比增长 11.9%，超出此前市场预期。其中施工环节的建筑工程投资明显提升，达到 19704 亿元，同比增长 9.1%，上年同期则为减少 1.4%。我们认为，当前地产链节奏已处于由新开工向施工环节传导过程中，新开工-竣工面积剪刀差存在修复预期，后期玻璃需求有望提升。

**图 12: 房地产建筑工程投资额及同比变化 (亿元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

房地产投资以及新开工面积仍然处于高位, 韧性十足, 对后市玻璃需求形成支撑。2019年1-4月, 我国房地产开发投资完成额为34217亿元, 同比增长11.90%; 房地产新开工面积58552万平方米, 同比增长13.10%。

从中长期来看, 虽然2019年起房企拿地速度放缓, 但近两年仍有较多存量土地, 玻璃消费大幅下滑的节点尚未到来。2017年以来, 我国购置土地面积增速持续高位。2017年, 全国土地购置面积共25,508万平方米, 同比增长15.80%; 2018年, 全国土地购置面积共29,142万平方米, 同比增长14.25%。

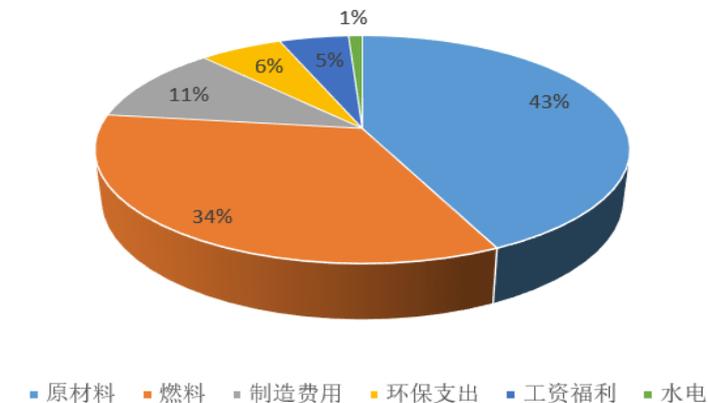
**图 13: 房地产土地购置面积变化情况 (万平方米、%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 成本：纯碱价格仍将高位，燃料成本压力有所缓解

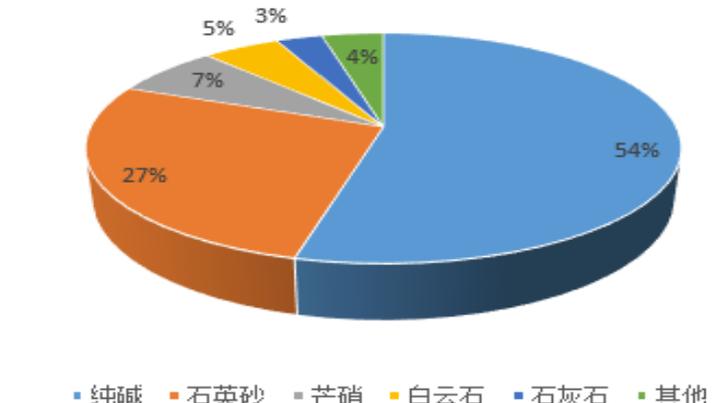
平板玻璃的生产成本主要由原材料和燃料构成，根据中国产业信息网数据，原材料占到生产成本的 43%，而纯碱占到原材料成本的 54%，燃料成本占生产成本的 34%。因此，纯碱和燃料价格变化是影响玻璃企业盈利水平的两个重要因素。

图 14：玻璃生产成本构成



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

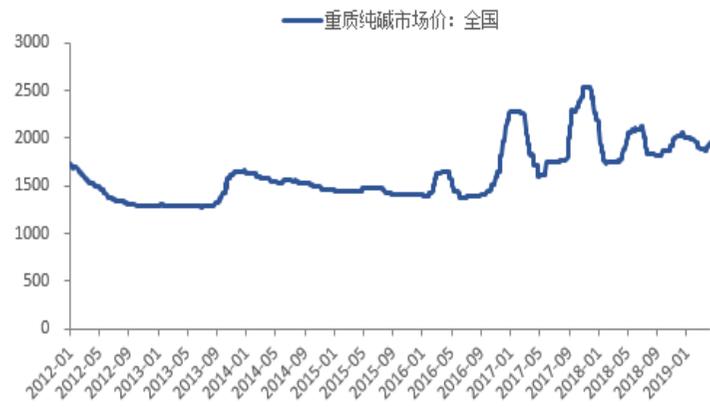
图 15：玻璃原材料构成



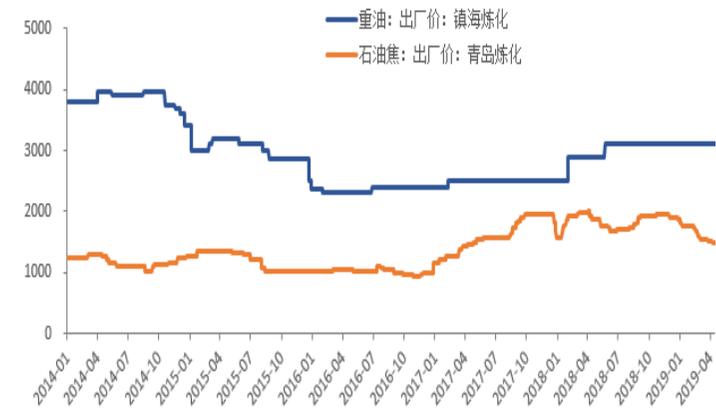
资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

纯碱价格大幅回调概率较小。2016 年以来纯碱价格一路震荡上行，截至 2019 年 5 月，重质纯碱全国市场价达到 1993 元/吨。纯碱下游消费结构主要是平板玻璃、日用玻璃、氧化铝、洗涤剂、化学品等，其中玻璃占总需求的 55%。前文我们已经分析，随着地产竣工面积的修复，玻璃后期需求有望提升，进而带动纯碱需求。而在供给端，根据百川资讯数据，2019 年国内基本没有新增产能，产能增速放缓。随着国家对化工企业在安全、环保领域的整治，我们认为，长期看纯碱供需将维持紧平衡，价格仍将高位。

石油焦和重油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，其价格与原油关系较为密切。由于全球经济增速放缓，石油价格缺乏大幅上涨基础。目前石油焦价格持续下行，玻璃行业燃料端成本压力有所缓解。截至 2019 年 5 月 22 日，青岛石化石油焦出厂价为 1570 元/吨，同比下调 11.30%。

**图 16：2012-2019 全国重质纯碱市场价（元/吨）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

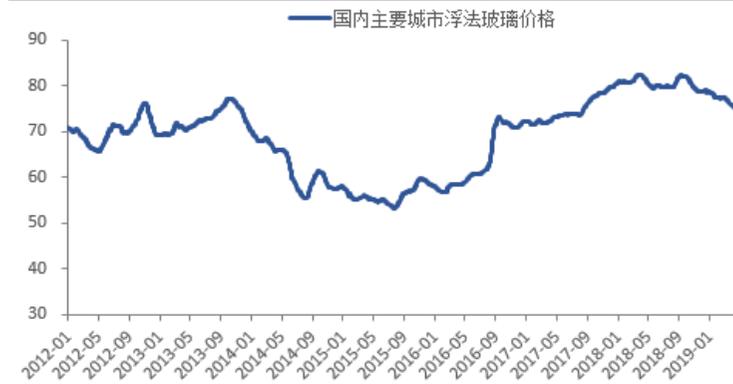
**图 17：2014-2019 重油及石油焦价格（元/吨）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 价格：玻璃价格虽处下行通道，但回升拐点已临近

自 2018 年下半年开始，玻璃价格不断走低，截至 2019 年 5 月 17 日，全国主要城市浮法玻璃价格为 74.06 元/重量箱，较年初降低 5.78%。

供需格局改善拐点或已不远，玻璃价格回升可期。从供给端来看，伴随国家对行业产能的控制、行业逐渐步入冷修高峰、企业复产意愿不高，有效供给将继续收缩。而在需求端，随着融资环境好转，地产产业链逐渐由新开工向施工传导，新开工-竣工面积剪刀差存在修复预期，这将利好玻璃需求。

**图 18：全国主要城市浮法玻璃价格（元/重量箱）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

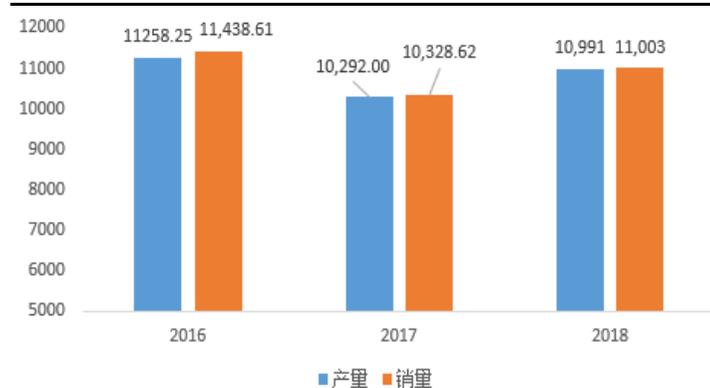
## 公司各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间

### 国内浮法原片龙头，占据区位优势

公司目前是国内最大的原片生产企业。截至 2019 年 5 月，公司在湖南醴陵、湖南郴州、广东河源、福建漳州、浙江绍兴、浙江平湖、浙江长兴、马来西亚森美兰州拥有 8 个原片生产基地，26 条优质浮法玻璃生产线，日熔化量达到 17600 吨，位居全国首位。2018 年，漳州一线、长兴一线、醴陵五线技术改造完成复产，集团生产各种平板玻璃 10,991 万重箱，同比增加 6.79%，占全国总产量的 12.65%。

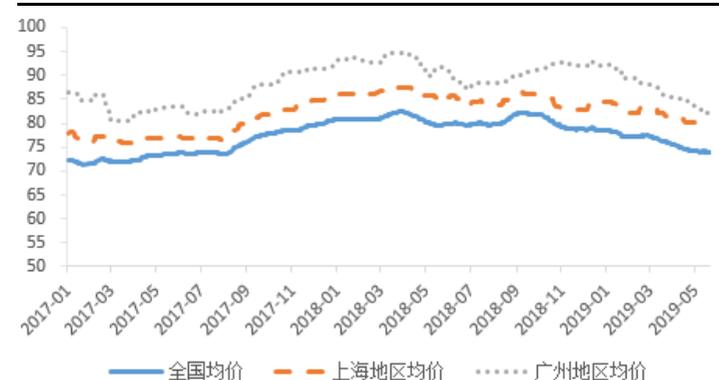
公司产能布局具备区域优势。公司国内产线主要分布在华东和华南地区，可以直接辐射珠三角和长三角两个需求最旺盛的市场，两个地区玻璃价格也一直引领全国，公司产品销量和售价均具备支撑。2018 年，公司在华东地区营收达到 41.12 亿元，占总营收的 49.62%；在华南地区营收达到 23.00 亿元，占总营收的 27.75%。截至 2019 年 5 月 23 日，在国内重点城市浮法玻璃价格统计中，全国平均价格为 73.96 元/重箱，华南广州浮法玻璃均价达到 82.23 元/重箱，位居全国首位；华东上海浮法玻璃均价达到 80.72 元/重箱，位居第二位。

图 19：2016-2018 年公司玻璃产销情况（万重箱）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：玻璃价格对比（元/重箱）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**表 6：公司浮法产线情况**

序号	地区	所属企业	产线名称	产能 (d/t)	状态
1	福建漳州	漳州旗滨	漳州一线	1000	在产
2	福建漳州	漳州旗滨	漳州二线	600	停产
3	福建漳州	漳州旗滨	漳州三线	600	在产
4	福建漳州	漳州旗滨	漳州四线	800	在产
5	福建漳州	漳州旗滨	漳州五线	600	在产
6	福建漳州	漳州旗滨	漳州六线	600	在产
7	福建漳州	漳州旗滨	漳州七线	700	在产
8	福建漳州	漳州旗滨	漳州八线	800	在产
9	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵一线	600	在产
10	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵二线	500	在产
11	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵三线	900	在产
12	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵四线	600	在产
13	湖南醴陵	醴陵旗滨	醴陵五线	500	在产
14	湖南郴州	郴州旗滨	郴州超白产线	1000	在产
15	广东河源	河源旗滨	河源一线	800	在产
16	广东河源	河源旗滨	河源二线	600	在产
17	浙江绍兴	绍兴旗滨	陶堰一线	600	在产
18	浙江绍兴	绍兴旗滨	陶堰二线	600	在产
19	浙江长兴	长兴旗滨	长兴一线	800	在产
20	浙江长兴	长兴旗滨	长兴二线	800	在产
21	浙江长兴	长兴旗滨	长兴三线	600	在产
22	浙江长兴	长兴旗滨	长兴四线	600	在产
23	浙江平湖	平湖旗滨	平湖一线	500	在产
24	浙江平湖	平湖旗滨	平湖二线	600	在产
25	马来西亚森美兰州	马来西亚旗滨	马来一线	600	在产
26	马来西亚森美兰州	马来西亚旗滨	马来二线	600	在产
合计				17600	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 转型升级进展顺利，拓宽产业布局

在行业产能过剩的背景下，单纯扩充产能已并非浮法原片企业发展的良性选择。当前玻璃原片产品同质化较为严重，竞争激烈，因此提升产品附加值，向下游延伸产业链，是企业提升利润空间的有效途径。近年来，旗滨集团积极推进产业延伸和转型升级。一方面，公司冷修复产的产线均需进行技改，转型生产高附加值产品。另一方面，自 2016 年开始，公司加速进军节能玻璃、超白低铁玻璃、高性能电子玻璃领域，并不断取得突破。

公司高端产品横向布局已取得丰硕成果。公司郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司 1000 吨光伏光电材料基板生产线已于 2018 年 9 月点火，主要用于生产高端电子及光伏超白玻璃。根据公司公告，郴州光伏光电玻璃项目预计将为公司每年带来 1.2-1.5 亿元的净利润。醴陵旗滨日熔量 65 吨的高性能电子玻璃生产线仍在有序建设当中，有望在 2019 年 6 月份点火。根据公司公告，电子玻璃产线投入商业化运营后，净利润将达到 15,692 万元/年。

公司大力发展节能玻璃深加工领域，培育未来成长新动能。我国玻璃深加工水平较低，根据中金普华产业研究院数据，我国玻璃深加工率仅为 40%，与发达国家的 80% 相比，有较大差距。当前我国政府也对建筑节能越发重视，2017 年 3 月，住建部发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，要求：加快提升建筑节能标准，有序推进新建绿色建筑和现有建筑节能改造。面对巨大市场空间，公司积极响应国家政策，成功切入节能玻璃市场，已在广东河源、浙江绍兴和马来西亚森美兰州芙蓉市建成三个节能玻璃生产基地，并于 2018 年二季度开始逐步投入商业化运营。2019 年，为进一步扩大节能玻璃产能和优化区域布局，旗滨集团拟投资新建广东节能玻璃二期项目和湖南醴陵节能玻璃项目。

**表 7：公司已建和拟建节能玻璃项目**

序号	项目名称	产能	预计年均营业收入	预计年均净利润	状态
1	广东节能	1 条镀膜线、3 条中空线；预计中空玻璃年产能 125 万平方米、单片镀膜玻璃年产能 135 万平方米	20,398 万元	2,239 万元	在产
2	浙江节能	1 条镀膜线、3 条中空线；预计中空玻璃年产能 125 万平方米、单片镀膜玻璃年产能 135 万平方米	20,010 万元	2,117 万元	在产
3	马来西亚节能	1 条镀膜线、3 条中空线；预计中空玻璃年产能 125 万平方米、单片镀膜玻璃年产能 135 万平方米	22,046 万元	2,466 万元	在产
4	广州节能二期	1 条镀膜线、4 条中空线；预计中空玻璃年产能 125 万平方米、单片镀膜玻璃年产能 135 万平方米	29,769 万元	2,543 万元	拟建
5	湖南节能	2 条镀膜线、3 条中空线；预计中空玻璃年产能 95 万平方米、单片镀膜玻璃年产能 600 万平方米	34,077 万元	2,217 万元	拟建

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 成本优势领先行业，硅砂资源充足

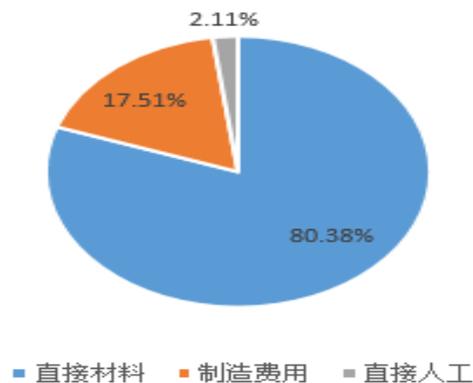
2018年，公司玻璃原片生产成本中，直接材料占比达到了80.30%，因此成本缩减的关键在于原材料价格的控制。与业内其他企业相同，公司在生产过程中用量较大、成本占比较高的也分别是纯碱、燃料和硅砂。

公司是国内目前纯碱用量最大的玻璃生产企业，采用集团集中采购模式，具有较强的议价能力。此外，公司会根据对市场的预判，在纯碱价格低位之时，进行提前备货，从而消化价格大幅上涨的风险。

公司燃料结构由石油焦、重油和天然气组成，其中石油焦占比最高，价格也相对便宜。

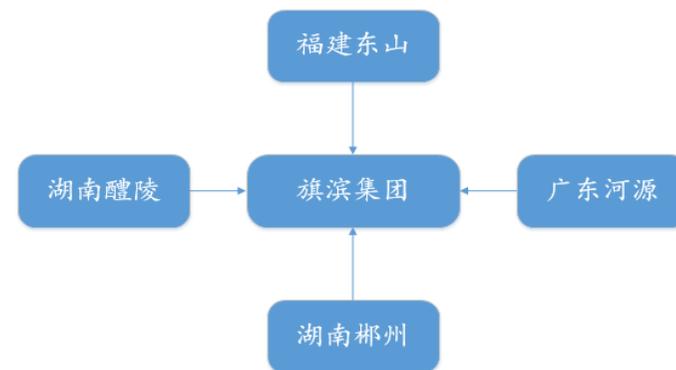
公司成本端核心优势在于硅砂自给率较高。近年来，由于国家安全、环保执法力度的加大，部分石英砂矿被迫关停，致使玻璃行业的硅砂供应紧张，采购价格上涨。而公司自身拥有四家石英砂矿，分别位于福建漳州东山、广东河源、湖南郴州和湖南醴陵（其中醴陵石英砂矿为2019年新购，并计划新建一条年产60万吨的石英砂生产线），因此硅砂采购成本明显低于市场平均水平。福建东山、广东河源均是全国知名优质硅砂生产基地，为公司产品向高端产品转型创造了良好条件。随着硅砂矿山进入门槛提高，拥有充足的硅砂资源，不仅能有效控制生产成本，而且可以保证战略用砂安全，将成为公司持续前行的内生动力。

图 21：2018 年公司玻璃原片生产成本构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：公司四大硅砂矿



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 注重股东回报，值得投资者信赖

上市以来，旗滨集团十分重视给予投资者稳定、持续、合理的增值及回报。2017年6月，公司发布《未来五年（2017年-2021年）股东回报规划》，在满足各项规定和现金分红条件下，公司每年会进行一次现金分红，且不低于当年实现的可分配利润的50%。自2011年上市以来，公司已实施7次现金分红（仅2014年未分红），占公司累计合并报表归属母公司净利润的52.44%。2018年12月17日，基于在回馈投资者方面的优异表现，公司被上海证券交易所首次纳入上证红利指数名单。

2018 年公司现金分红比例再创历史新高。2018 年度公司现金分红 7.91 亿元（税前每股 0.3 元），占公司合并报表归属母公司净利润的 65.47%，此外当年公司已实施回购股份数量为 42,146,050 股，支付的总金额约为 1.6 亿元(含交易手续费)，按照监管部门的规定，该部分回购金额可以视同当年度的现金分红。以上两项合计，公司 2018 年度的现金分红比例高达 78.75%。

**表 8：公司历年现金分红情况**

分红年度	现金分红额（含税，亿元）	归母净利润（元）	现金分红占归母净利润比例(%)
2011 年度	1.00	2.08	48.02%
2012 年度	0.69	1.97	35.15%
2013 年度	1.25	3.87	32.26%
2014 年度		2.21	
2015 年度	1.01	1.716	58.96%
2016 年度	4.02	8.35	48.22%
2017 年度	8.07	11.43	70.66%
2018 年度	7.91	12.14	65.47%
2018 年度已回购	1.60		13.28%
上市后合计	25.57	43.70	58.50%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

根据旗滨集团目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 19-21 年营业收入分别为 94.76、99.47 和 101.22 亿元，同比增长 13.10%、4.98%和 1.76%；毛利率为 28.00%、29.19%和 29.21%。根据公司 5 月 27 日股本计算，我们预计旗滨集团 19-21 年摊薄 EPS 分别为 0.49 元、0.56 元和 0.57 元。以 2019-06-13 收盘价 3.70 元，对应的 19-21 年 PE 分别为 8X、7X 和 7X。

表 9：旗滨集团盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	83.78	94.76	99.47	101.22
同比（%）	10.46	13.10	4.98	1.76
其中：玻璃原片业务（亿元）	84.34	89.26	89.26	89.26
同比（%）	10.14	5.83	0	0
其中：玻璃加工业务（亿元）	1.77	6.20	8.86	10.85
同比（%）	不适用	250.28	42.90	22.46
其中：电子玻璃业务（亿元）	0	1.5	3.5	3.5
同比（%）	不适用	不适用	133.33	0
营业成本（亿元）	59.66	68.22	70.44	71.66
同比（%）	16.32	14.35	3.25	1.73
毛利率（%）	28.79	28.00	29.19	29.21

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

## 相对估值与投资评级

在上市公司中，我们选取南玻 A、金晶科技和耀皮玻璃作为可比公司。当前旗滨集团 PE (TTM) 为 9 倍，明显低于可比公司均值 (46 倍)，但可比公司生产结构中建筑原片业务占比普遍较少，多以深加工业务为主，估值较高。旗滨集团主营玻璃原片生产销售，产品周期性较强，因此估值长期低于行业平均水平。

旗滨集团玻璃原片业务盈利能力较强。2018 年，公司浮法玻璃业务毛利率为 26.72%，明显高于金晶科技的 14.64%、耀皮玻璃的 18.50%。

南玻 A 的生产结构与旗滨集团较为相似，主要经营玻璃原片和建筑玻璃深加工业务。我们预测旗滨集团 2019 年 PE 为 8 倍，远低于南玻 A 的 17 倍。考虑到随着公司生产结构不断升级，高附加值产品占比持续提升，未来估值仍有上升空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 10：旗滨集团可比公司估值**

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
000012.SZ	南玻 A	4.61	0.28	0.33	0.35	31	17	14	13
600586.SH	金晶科技	3.15				56			
600819.SH	耀皮玻璃	5.17				50			
行业均值						46			
601636.SH	旗滨集团	3.70	0.49	0.56	0.57	9	8	7	7

资料来源：除旗滨集团为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为 2019 年 6 月 13 日收盘价

## 风险因素

- 1、玻璃行业下游需求不及预期风险。玻璃行业需求以房地产为主，若下游需求未如期回暖，则行业景气度将持续走弱，企业盈利遭受冲击。
- 2、玻璃行业冷修复产超预期或冷修产能不及预期。在新增产能受到制约的情况下，玻璃产线冷修复产和冷修是影响供给的重要变量。若企业复产进度超预期或冷修情况不及预期，玻璃价格将面临继续下滑的风险。
- 3、原燃材料成本上升风险。公司玻璃生产成本中原燃材料占比较高，相关材料价格波动将直接影响企业盈利水平。
- 4、新业务拓展不及预期风险。公司节能玻璃深加工和电子玻璃业务尚处拓展阶段，若项目推进不及预期，利润将难以释放。
- 5、环保、安全等不确定因素对产量的负面影响。玻璃生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的生产经营产生负面影响。
- 6、汇率波动风险。公司在海外有一定业务布局，若因当地汇率波动造成汇兑损失，将侵蚀公司部分利润。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,099.09	2,083.09	2,243.08	2,254.82	2,483.65
货币资金	681.20	434.83	470.16	446.55	657.33
应收票据	34.90	51.41	58.14	61.04	62.11
应收账款	46.79	86.00	97.26	102.11	103.90
预付账款	17.87	38.05	43.51	44.93	45.70
存货	593.85	705.29	806.50	832.69	847.11
其他	724.49	767.50	767.50	767.50	767.50
<b>非流动资产</b>	10,617.05	10,754.45	11,295.60	12,832.68	14,152.97
长期股权投资	39.54	37.25	37.25	37.25	37.25
固定资产(合计)	7,870.44	8,339.61	8,869.57	9,016.96	9,010.49
无形资产	845.75	823.53	845.98	854.13	856.89
其他	1,861.32	1,554.06	1,542.80	2,924.34	4,248.33
<b>资产总计</b>	12,716.13	12,837.55	13,538.68	15,087.50	16,636.62
<b>流动负债</b>	1,991.45	2,593.88	2,765.30	2,816.46	2,841.54
短期借款	280.32	490.45	490.45	490.45	490.45
应付票据	65.00	214.61	245.40	253.38	257.76
应付账款	708.99	703.20	804.10	830.21	844.59
其他	937.15	1,185.63	1,225.35	1,242.43	1,248.75
<b>非流动负债</b>	3,647.12	2,673.61	2,673.61	2,673.61	2,673.61
长期借款	1,915.57	1,483.37	1,483.37	1,483.37	1,483.37
其他	1,731.55	1,190.24	1,190.24	1,190.24	1,190.24
<b>负债合计</b>	5,638.58	5,267.49	5,438.91	5,490.08	5,515.15
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	7,077.56	7,570.05	8,099.76	9,597.42	11,121.46
<b>负债和股东权益</b>	12,716.13	12,837.55	13,538.68	15,087.50	16,636.62

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,585.00	8,378.31	9,475.58	9,947.28	10,121.86
同比(%)	8.96%	10.46%	13.10%	4.98%	1.76%
归属母公司净利润	1,142.65	1,207.66	1,320.42	1,497.66	1,524.04
同比(%)	36.83%	5.69%	9.34%	13.42%	1.76%
毛利率(%)	32.06%	28.79%	28.00%	29.19%	29.21%
ROE%	17.44%	16.49%	16.85%	16.93%	14.71%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.45	0.49	0.56	0.57
P/E	9	8	8	7	7
P/B	1.41	1.31	1.23	1.04	0.89
EV/EBITDA	5.27	5.18	4.74	4.31	4.16

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	7,585.00	8,378.31	9,475.58	9,947.28	10,121.86
营业成本	5,153.43	5,966.11	6,822.17	7,043.76	7,165.70
营业税金及附加	143.88	117.03	132.36	138.94	141.38
销售费用	46.03	107.51	121.59	127.64	129.88
管理费用	790.41	507.38	573.83	602.39	612.96
研发费用	0.00	310.50	351.16	368.64	375.11
财务费用	103.96	100.00	102.48	100.27	103.67
减值损失合计	67.75	59.66	6.90	7.96	8.61
投资净收益	0.05	32.74	30.30	21.03	28.03
其他	69.66	106.28	91.11	99.97	95.54
<b>营业利润</b>	1,349.26	1,349.15	1,486.51	1,678.67	1,708.11
营业外收支	2.63	-2.11	-13.69	-8.16	-8.17
<b>利润总额</b>	1,351.89	1,347.05	1,472.82	1,670.51	1,699.94
所得税	210.12	139.38	152.40	172.85	175.90
<b>净利润</b>	1,141.78	1,207.66	1,320.42	1,497.66	1,524.04
少数股东损益	-0.87	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	1,142.65	1,207.66	1,320.42	1,497.66	1,524.04
EBITDA	2,312.77	2,387.94	2,613.05	2,874.92	2,973.34
EPS(当年)(元)	0.42	0.45	0.49	0.56	0.57

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2,351.84	2,066.38	2,494.50	2,709.73	2,789.12
净利润	1,141.78	1,207.66	1,320.42	1,497.66	1,524.04
折旧摊销	836.60	914.43	1,035.97	1,107.03	1,173.16
财务费用	124.28	126.47	104.26	97.37	100.25
投资损失	-0.05	-32.74	-30.30	-21.03	-28.03
营运资金变动	53.15	-256.80	39.86	7.86	-1.59
其它	196.09	107.37	24.29	20.83	21.29
<b>投资活动现金流</b>	-1,330.85	-872.54	-1,564.20	-2,635.96	-2,478.09
资本支出	-1,412.10	-1,056.64	-1,594.49	-2,657.00	-2,506.12
长期投资	0.00	42.00	30.30	21.03	28.03
其他	81.25	142.10	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-1,194.70	-1,390.42	-902.18	-112.51	-108.56
吸收投资	212.92	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,642.40	173.04	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	557.00	924.88	902.18	112.51	108.56
<b>现金流净增加额</b>	-180.92	-191.96	35.33	-23.61	210.78

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。