

# 旗滨集团-产品升级+产业链延伸，浮法龙头再出发

太平洋建材分析师：闫广  
执业资格证书编码：S1190518090001

# 目录

一

需求：实际需求稳中有升，竣工回暖锦上添花

二

供给：新增产能冲击有限，期待冷修高峰期

三

成本：原料及环保成本抬升，龙头竞争优势凸显

四

盈利：短期处于上升通道，有望延续至明年初

五

旗滨集团：全面升级，高分红具备长期吸引力

- **需求并不差，竣工好转更为锦上添花：**从跟踪数据来看，行业表观需求稳步增长，与近期龙头企业高产销率相符，7月份地产竣工数据大幅回暖，8月由于低基数原因增速大概率转正，竣工好转更为需求锦上添花，提升市场信心。
- **环保限产+冷修高峰期或带来产能进一步收缩：**过去3年，行业在产产能基本处于动态平衡，新增产能冲击十分有限，按窑龄计算，19-20年大量生产线将进入冷修周期，因此产能收缩是大概率事件；同时目前沙河限产16%，唐山限产20%，环保高压下，限产常态化，国庆之后北方即将进入采暖季，限产有望延续。
- **价格上升通道，高盈利有望延续至明年初：**6月份以来，价格触底回升，进入“金九银十”旺季，需求回暖企业库存持续下降，尤其在行业会议召开背景下，价格持续推涨，目前价格仍处上升通道，而纯碱价格受前期产能释放短期波动不大，企业高盈利有望延续至明年初。
- **低估值、高分红，向上弹性十足：**过去2年公司业绩均稳定在10亿元以上，分红比例在70%左右，若按照70%的分红比例测算，目前股息率在8%以上，公司通过产品结构调整，产业链延续，抗周期能力大幅提升；目前公司PB仅1.3x，估值处于历史底部，公司Q3、Q4业绩增长确定性强，低估值、高分红，向上弹性十足。
- **投资建议：**预计19-21年EPS分别为0.48 (+6.5%)、0.53 (+10%)、0.6 (+15%)元，对应当前PE估值分别为，对应当前动态PE分别为7.5、6.8、6倍，低估值、高分红对长期投资者极具吸引力，给予“买入”评级。

# 需求：实际需求稳中有升，竣工回暖锦上添花

## 玻璃实际需求并不差，远没竣工数据表现的那么差

- 平板玻璃约60-70%的下游应用在房地产上，其次汽车、出口应用接近20%，且实际应用靠近竣工端，从统计数据来看，2018年行业整体产量增加（统计局增速2.1%），但出口（下滑8%左右）及汽车用量（下滑3.8%）都在下滑，可以看出实际应用在地产业上的玻璃总量是在增加的，远没有地产竣工数据表现的那么差。

### 建筑玻璃实际需求测算

	平板玻璃产量 (万重箱)	统计局增速	实际增速	库存 (万重箱)	4mm出口 (万重箱)	汽车产量 (万辆)	增速	汽车玻璃需求 (万重箱)	建筑需求 (万重箱)	增速
2008	55184.6	6.50%		2301	5552.4	961.54	6.5%	973.56	46357.7	
2009	56073.3	1.70%	1.61%	1798	3328.6	1,382.68	47.8%	1399.96	49546.7	6.9%
2010	63026.1	10.90%	12.40%	1509	3479.6	1,865.40	31.9%	1888.72	56148.8	13.3%
2011	73788.7	15.80%	17.08%	2018	3745.2	1,919.10	3.0%	1943.09	66082.4	17.7%
2012	71416.6	-3.20%	-3.21%	2779	3526.4	2,059.70	6.3%	2085.45	63025.8	-4.6%
2013	77898.6	11.21%	9.08%	2798	3909.2	2,387.42	18.4%	2417.27	68774.1	9.1%
2014	79261.7	1.10%	1.75%	3186	4380.3	2,372.50	7.1%	2402.16	69293.2	0.8%
2015	73862.7	-8.60%	-6.81%	3406	4292.0	2,483.80	2.7%	2514.85	63649.9	-8.1%
2016	77403.0	5.80%	4.79%	3289	4528.2	2,819.31	13.1%	2854.55	66731.3	4.8%
2017	79023.5	3.50%	2.09%	3276	4206.4	2,994.20	3.2%	3031.63	68509.5	2.7%
2018	86863.5	2.10%	9.92%	3225	3869.4	2,796.80	-3.8%	2831.76	76937.3	12.3%

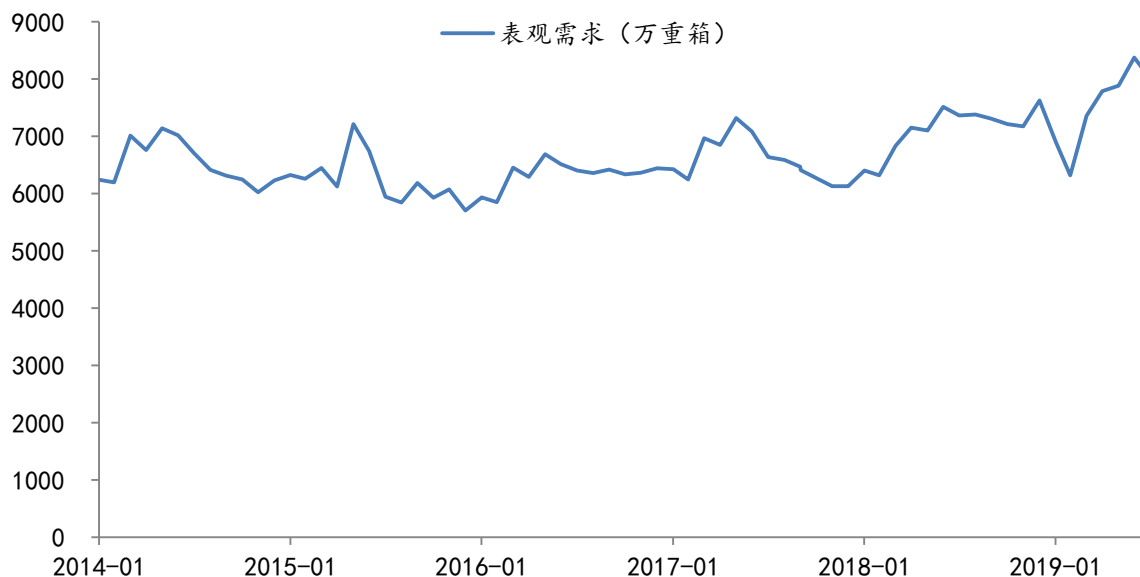
资料来源：wind，统计局，太平洋证券研究院

## 需求：实际需求稳中有升，竣工回暖锦上添花

从玻璃的表观需求来看，16年以来需求稳中有升，过去的7月份需求同比增长8.7%，淡季需求依然保持稳健，究其原因，玻璃的需求从哪里来？

- 一是近几年建筑开窗面积成扩大化趋势，且多使用双层、三层玻璃，因此单位建筑面积使用的玻璃面积在增加
- 二是下游需求结构有所变化，过去70%以上产量应用于地产领域，但目前应用在地产的比例降至60-70%，用在电子、汽车、家电等领域的占比提升。

### 我国平板玻璃每月表观需求

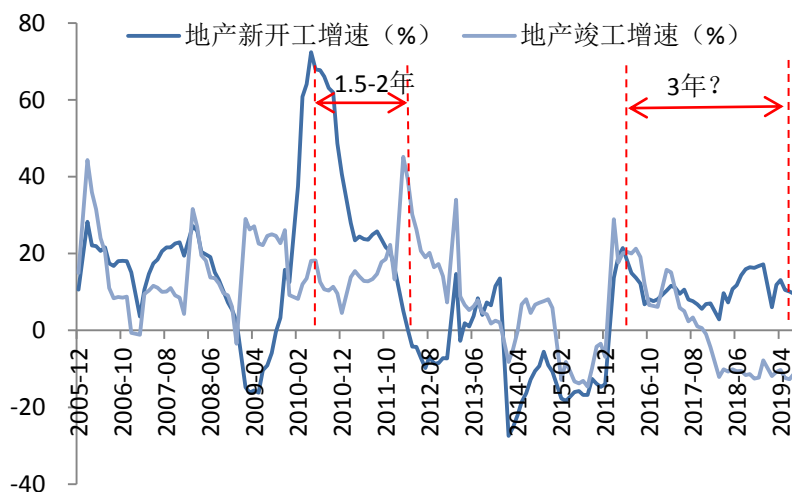


# 需求：实际需求稳中有升，竣工回暖锦上添花

## 实际需求并不差，竣工复苏更为锦上添花

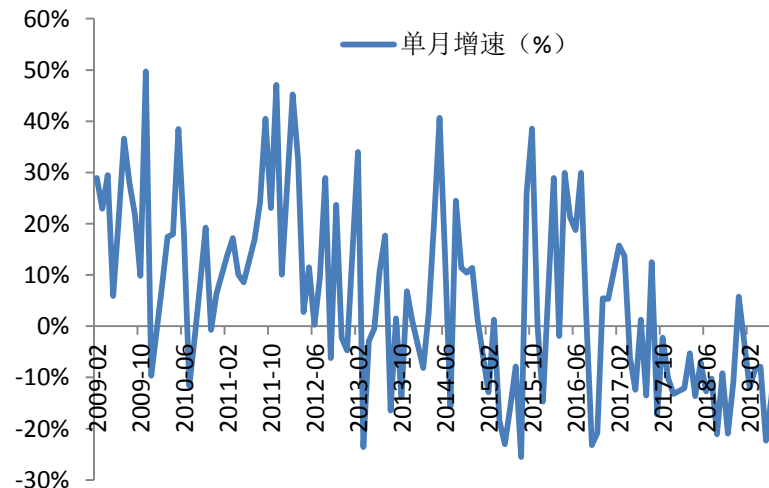
- 由于过去两年金融去杠杆，导致地产企业融资收紧，优先“抢开工”导致新开工与竣工持续背离，7月份单月竣工数据大幅收窄来看，由于18年8月份竣工面积基数较低，今年8月份竣工增速大概率转正，下半年新开工将有效向施工-竣工传导，我们认为，若竣工端好转，将为需求锦上添花。

### 地产新开工与竣工持续背离



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

### 房地产单月竣工增速

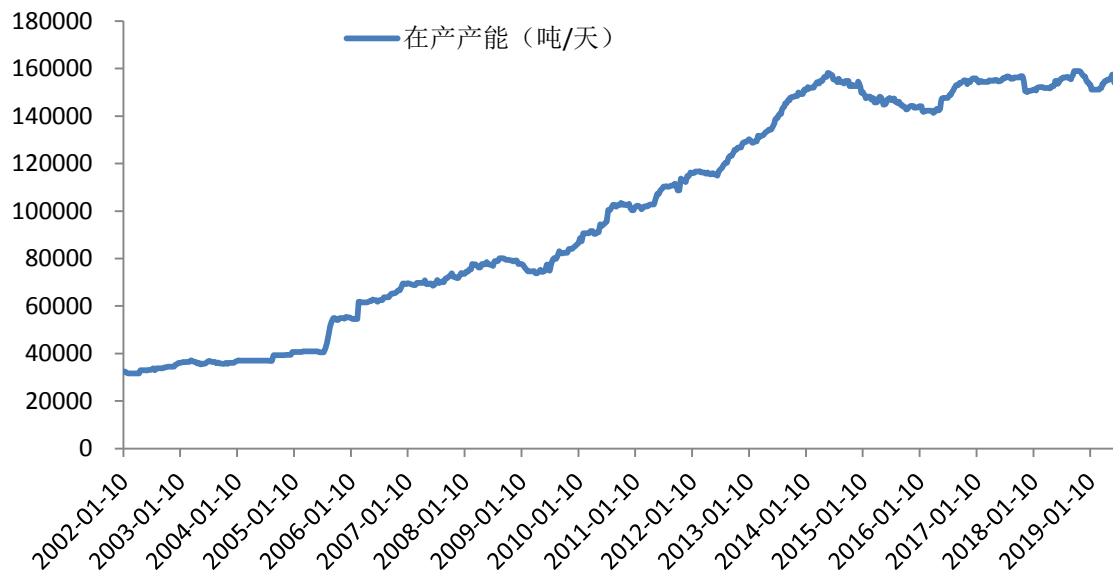


资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

## 供给：新增产能冲击有限，期待冷修高峰期

- 2016年之后，平板玻璃在产产能整体波动不大，基本处于动态平衡；在行业严控新增产能及环保趋严的背景下，新增产能冲击十分有限。按窑龄7-8年的寿命周期来看，19-20年即将进入冷修高峰期，虽然企业会通过热修等措施延迟冷修时间，但不会超过一年。
- 根据我们统计，Q4新点火及冷修复产产能合计约5100吨/天，若2019年具备冷修条件的生产线全部进入冷修，则有望减少12630吨/天产能，净减少7530吨/天。

### 平板玻璃在产产能



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

# 供给：新增产能冲击有限，期待冷修高峰期

- 2019年预计新点火及冷修复产产能

	新点火		冷修复产		备注 (2019H2、2020年预测产能见下表)
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	
2016	9	7200	22	13480	
2017	4	2700	13	7200	
2018	5	2850	18	12410	
2019.8	2	1450	14	9300	
2019E	4	2750	20	13100	若考虑国外产能回流，目前仅信义马来西亚产品回流国内，信义马来西亚基地有共有3条浮法生产线，共3200吨/日，按照50%本地销售比例来算，假设剩余的50%产能全部回流国内，则增加约1600吨/日产能；
2020E	4	3600	6	4200	2020年复产生产线优先考虑大企业，沙河生产线复产难度较大

	新点火		冷修复产	
	地址	生产线	地址	生产线
2019H2	1	福耀本溪玻璃有限公司	辽宁	河北润安二线
	2	福建龙泰实业有限公司一线	福建	信义张家港一线
	3		河北	云南海生玻璃有限公司二线
	4		江苏	江西萍乡浮法玻璃厂
	5		云南	河北沙河长红玻璃有限公司二线
	6		江西	大连亿海新材料有限公司

	新点火		冷修复产	
	地址	生产线	地址	生产线
2020E	4条线	信义北海4条线	广西	天津耀皮一线
	1		天津	江门信义三线
	2		广东	重庆福耀玻璃有限公司二线
	3		重庆	金晶集团滕州三线
	4		山东	信义张家港二线
	5		江苏	青海耀华玻璃有限公司



# 供给：新增产能冲击有限，期待冷修高峰期

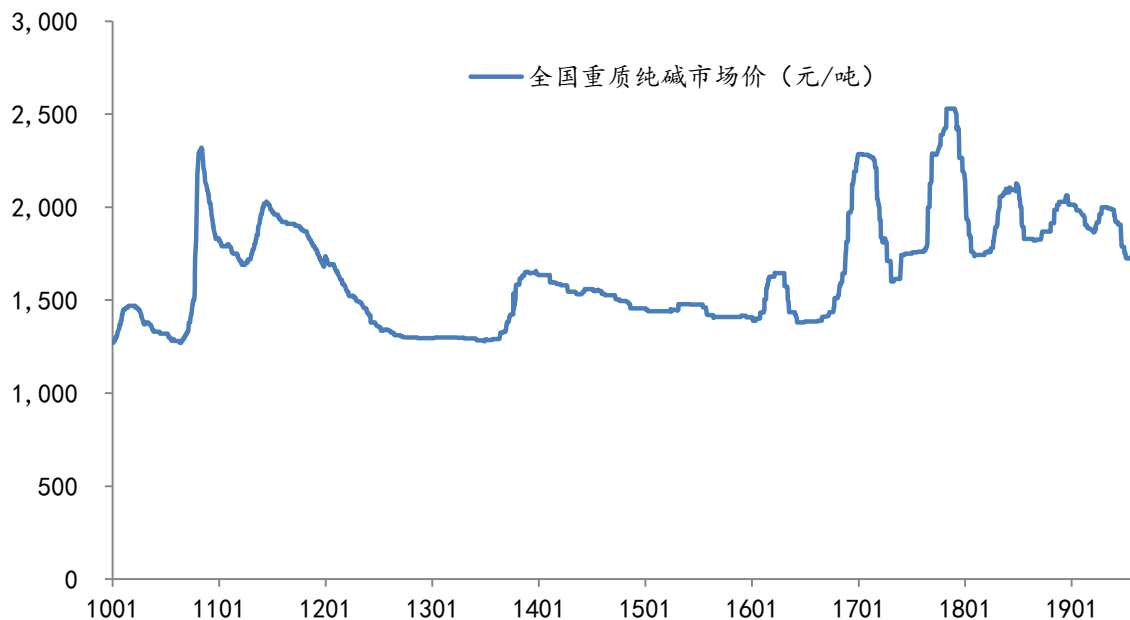
- 2019年具备冷修条件的生产线(目前沙河限产16%，唐山地区限产20%)

编号	生产线	日熔化量(吨)	备注
1	荆州亿钧玻璃有限公司二线	900	2019年1月15日放水冷修，5月28日已复产
2	广州富明玻璃有限公司	500	2019年1月15日放水冷修
3	河北润安建材二线	700	2019年5月12日放水冷修
4	江门信义二线	900	2019年6月1日放水冷修
5	天津耀皮一线	500	2019年6月5日放水冷修
6	江门信义三线	900	2019年6月9日放水冷修
7	重庆福耀玻璃有限公司二线	600	2019年6月12日放水冷修
8	金晶集团滕州三线	600	2019年6月13日放水冷修
9	青海耀华玻璃有限公司	600	2019年6月26日放水冷修
10	重庆瑜虎玻璃二线	600	2019年6月30日放水冷修
11	青岛圣戈班有限公司	600	2019年7月1号放水冷修
12	河北沙河鑫利玻璃有限公司一线	500	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
13	河北沙河安全公司二线	550	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
14	沙河海生玻璃有限公司一线	700	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
15	河北沙河正大公司三线	800	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
16	河北沙河德金玻璃有限公司四线	800	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
17	沙河长城玻璃有限公司六线	700	沙河因环保原因要关停的6条燃煤生产线之一
18	本溪迎新玻璃有限公司一线	600	迎新集团因为沙河地区已经停了3条线，其他基地是否停产还要看窑炉情况，
19	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司(二线)	600	2010年12月投产
20	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产
21	河北沙河德金玻璃有限公司一线	600	2009年4月投产
22	河北沙河鑫利玻璃有限公司一线	500	沙河地区几条生产线主要是2009年投产的，热修有可能也无法推迟，大概率冷修
23	中国玻璃威海一线	450	2007年10月投产
24	金晶集团三线	450	2010年11月投产
25	天津台玻有限公司	700	2006年7月投产
26	中国玻璃东台一线	600	2009年9月投产
27	信义芜湖一线	500	芜湖三线复产后放水冷修，2009年9月投产，计划19年Q2-Q3冷修
28	浙江玻璃股份有限公司二线	600	2007年9月投产
29	江西宏宇能源一线	700	2011年11月投产
30	虎门信义三线	600	2007年6月投产
31	华尔润江门三线	1050	19年6月6日起，阶段性热修
32	明达玻璃(成都金堂)有限公司一线	500	2009年4月投产
33	明达玻璃(成都金堂)有限公司二线	700	2010年2月投产
34	台玻集团成都一线	700	2004年12月投产
35	台玻集团成都二线	900	2008年1月投产
36	陕西神木瑞诚实业有限公司二线	700	2011年9月份投产
37	中国玻璃陕西二线	450	2004年5月投产
38	中国洛阳浮法玻璃集团五线	230	2006年3月投产
	合计	24080	

## 成本上升加大中小企业生存压力

- 纯碱的价格中枢较过去明显提升，叠加环保投入成本（以旗滨为例，双环保系统运行，箱环保成本增加2元），企业成本持续上涨，因此对于资金实力较为薄弱的中小企业，生存压力加大，尤其窑龄到期的生产线，冷修后复产难度增大，或带来产能收缩。

### 全国重质纯碱均价



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## 成本：原料及环保成本抬升，龙头竞争优势凸显

- 环保趋严的背景下，越来越多的生产线使用天然气，整体成本上升明显，有成本作为支撑，企业对价格大幅波动的容忍度更低，此轮环保成本抬升+替换清洁燃料，龙头企业成本边际变化小于中小企业，同时现金流更有优势。

### 沙河地区不同燃料下的生产成本

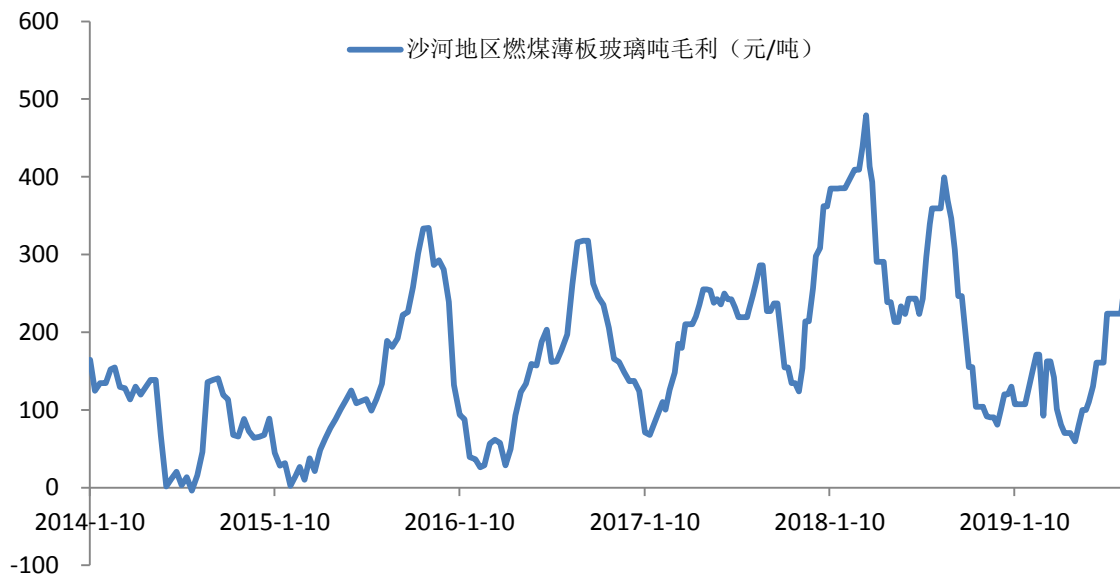
项目	单位	单价	生产单吨玻璃耗能	单位成本(元)	备注
煤制气	元/吨	602.00	0.35	210.70	秦皇岛动力末煤平仓价(截止2019/6/27)
石油焦	元/吨	1550.00	0.22	341.00	青岛石化出厂价(截止2019/6/27)
重油	元/吨	2724.00	0.20	544.80	燃料油期货结算价(截止2019/6/27)
天然气	元/方	2.90	217.00	629.30	石家庄工业天然气市场价(截止2019/6/27)
重质纯碱	元/吨	1786.00	0.22	392.92	全国重质纯碱平均价(截止2019/6/27)
石英砂	元/吨	200.00	0.69	138.00	以沙河地区数据测算
白云石	元/吨	95.00	0.17	16.15	以沙河地区数据测算
石灰石	元/吨	95.00	0.06	5.70	以沙河地区数据测算
长石	元/吨	224.00	0.05	11.20	以沙河地区数据测算
芒硝	元/吨	564.00	0.01	5.64	以沙河地区数据测算
水	元/吨	3.56	0.66	2.35	以沙河地区数据测算
电	元/度	0.57	13.00	7.41	以沙河地区数据测算
工资福利	元/吨			50.00	以沙河地区数据测算
环保	元/吨			60.00	以沙河地区数据测算
制造费用	元/吨			100.00	以沙河地区数据测算
生产成本(煤)	元/吨		50.00	1000.07	即50.00元/重量箱
生产成本(石油焦)	元/吨		56.52	1130.37	即56.52元/重量箱
生产成本(重油)	元/吨		66.71	1334.17	即66.71元/重量箱
生产成本(天然气)	元/吨		70.93	1418.67	即70.93元/重量箱

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## 盈利：短期处于上升通道，有望延续至明年初

- 15-18年沙河地区企业盈利波动周期大概是1年左右，17年11月份由于排污许可证问题沙河地区集中停产9条生产线，导致供给阶段性收缩，企业盈利大幅上涨，而盈利抬升激活更多的生产线复产，导致18-19年盈利周期缩短。
- 我们认为，目前在产产能基本都符合环保标准，因环保原因再有生产线集中停产的概率较小，目前沙河限产16%，唐山限产20%（由于国庆原因），供给收缩导致盈利提升；但目前在库存持续去化，需求回暖的背景下，价格处于上升通道，高盈利有望延续至明年初，若冷修高峰期到来，价格上行周期有望更长。

### 沙河地区燃煤薄板盈利情况



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## 规模及区位优势

- **规模优势：**目前公司生产线达到27条，其中色玻生产线6条，分布在福建、广东、湖南、浙江及马来西亚，合计日熔量达17865吨/天，产能占比达10%。同时，公司平板玻璃品种齐全，覆盖高中低端玻璃，高端产品占比达30-35%，未来仍将逐步提升。我们认为，在行业严控新增产能的背景下，公司当前规模优势十分明显。
- **区位优势：**公司产能主要位于华东和华南地区，产品输出主要面向长三角和珠三角两大经济带，一方面两个区域经济发达，需求较好；另外一方面，华东及华南区域产品价格领先于全国均价。公司的多个生产基地位于沿海省市，配备有船运码头，运输成本较陆运更低。综合来看，公司生产基地及消费市场均靠近两大经济带，区位优势突出且无法复制。

## 我国平板玻璃流向

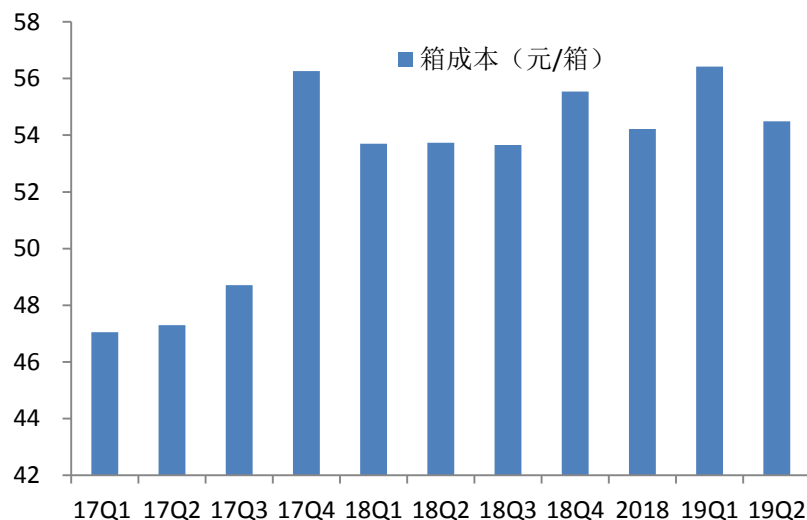
各区域产品主要流向分析



## 资源优势

- 公司硅砂资源丰富，环保趋严大背景下优势更加明显。硅砂在玻璃原料中占比大约是60%，随着近年来生态环保不断趋严，违法开采的砂矿企业被大量关停，导致硅砂价格一路上涨，由过去的50、60元/吨上涨至200元/吨以上，成本端上涨无形增加了企业生产成本。而公司在广东河源和福建东山均拥有硅砂矿，自给率可以达到50%-60%，自己开采硅砂的成本要远低于市场价，相比竞争对手，在环保大背景下，资源优势更加凸显；
- 同时公司纯碱采购较市场均价低50-100元/吨

## 公司单季度箱成本变动情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 产业链延伸

- 公司深加工业务发展迅速，2019H1河源及绍兴基地共实现净利润约1000万元，实现扭亏为盈，预计全年可贡献3000万左右；同时公司正积极扩建广东、浙江节能二期，并在湖南新建节能玻璃基地，提升在节能玻璃领域的竞争力及市占率，预计20年节能玻璃产值将达10亿元，打造新的业绩增长点。
- 郴州超白浮法、醴陵超薄电子玻璃已经投产，公司产品多元化、高端化，实现上下游优势互补，不断提升综合竞争力。

旗滨集团产业链延伸项目

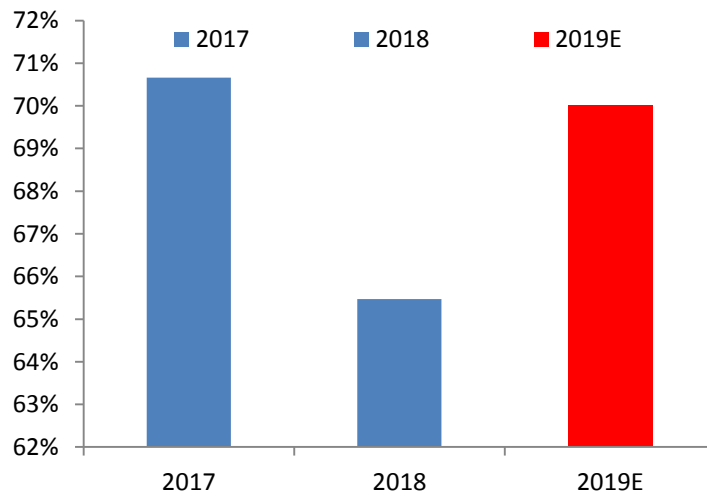
项目	产线	产能
广东节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
浙江节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
马来西亚节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年
湖南节能	2条镀膜线	600万m <sup>2</sup> /年
	3条中空线	95万m <sup>2</sup> /年
郴州旗滨	超白浮法	1000t/d
醴陵旗滨电子玻璃	高性能电子超薄玻璃生产线	65t/d

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 高分红，高股息

- 未来5年分红比例不低于可分配利润的50%，提升长期投资价值。公司承诺未来五年（2017-2021年）每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可分配利润的50%，2017、2018年公司分红比例分别为70.66%、65.47%（若考虑回购股份将达到78.75%）。
- 我们测算，按照当前约100亿元的市值计算，假设按照50%的分红计算，目前股息率超过6%，若按照去年70%的分红比例，当前股息率超过8%，对长期投资者极具吸引力，公司业绩已经连续3年稳定在10亿元以上，抗周期能力明显提升。

### 公司分红比例



资料来源：wind，太平洋证券研究院



## 投资建议

- 进入“金九银十”旺季，下游需求有所恢复，行业库存持续下降，尤其在行业会议推动下，各地价格持续推涨。由于纯碱价格处于低位，企业盈利持续提升；我们判断，由于低基数因素，8月份单月地产竣工增速有望转正，这有助于提振市场信心；
- 我们认为，由于近年来环保趋严与原燃料价格上升，行业盈利持续分化，具有规模、资金、渠道及产品结构等优势龙头企业，抗周期能力逐步提升，其盈利的稳定性大幅提高，从跟踪数据来看，下半年公司盈利稳定增长确定性高，随着流动性宽松，盈利稳定、低估值且高分红的玻璃龙头有望迎来估值修复，弹性十足。

## 公司盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8378	9221	9676	9954
(+/-%)	10.45	10.06	4.93	2.87
净利润(百万元)	1208	1286	1412	1622
(+/-%)	5.73	6.46	9.79	14.87
摊薄每股收益(元)	0.46	0.48	0.53	0.60
市盈率(PE)	8.24	7.50	6.80	6.00

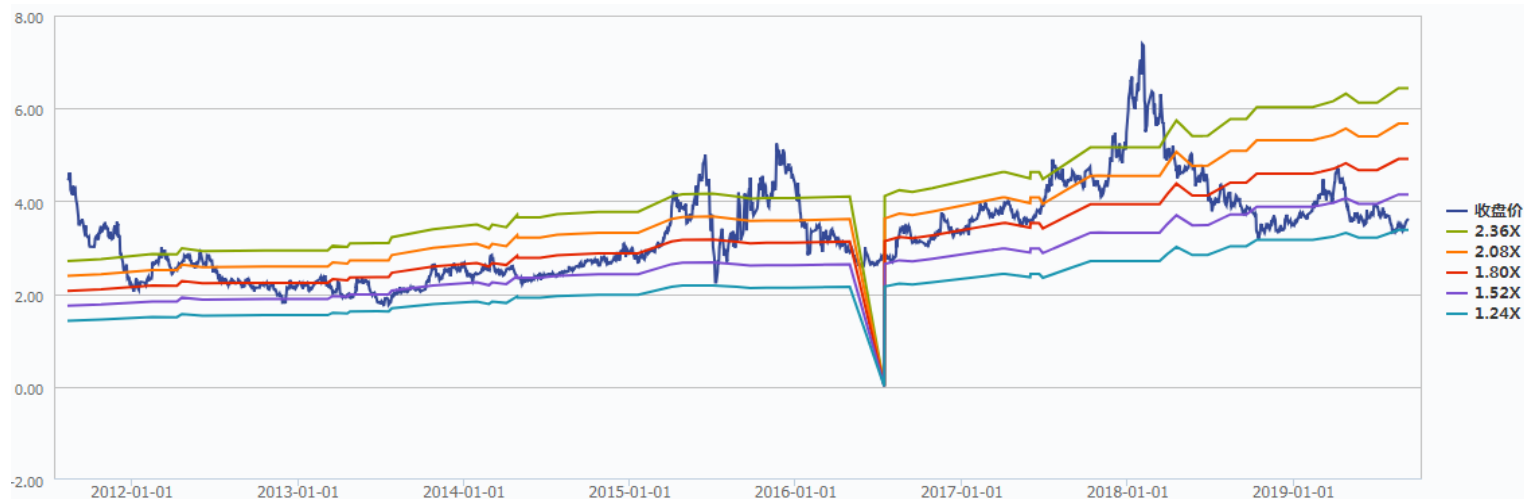
资料来源：wind，太平洋证券研究院 收盘价截止2019/9/11

# 旗滨集团：全面升级，高分红具备长期吸引力

## 投资建议

- 进入“金九银十”旺季，下游需求有所恢复，行业库存持续下降，尤其在行业会议推动下，各地价格持续推涨。由于纯碱价格处于低位，企业盈利持续提升；我们判断，由于低基数因素，8月份单月地产竣工增速有望转正，这有助于提振市场信心；
- 我们认为，由于近年来环保趋严与原燃料价格上升，行业盈利持续分化，具有规模、资金、渠道及产品结构等优势龙头企业，抗周期能力逐步提升，其盈利的稳定性大幅提高，从跟踪数据来看，下半年公司盈利稳定增长确定性高，随着流动性宽松，盈利稳定、低估值且高分红的玻璃龙头有望迎来估值修复，弹性十足。

## 旗滨集团PB-Band



资料来源：wind，太平洋证券研究院

## 投资建议

- 预计19-21年EPS分别为0.48 (+6.5%)、0.53 (+10%)、0.6 (+15%)元，对应当前PE估值分别为，对应当前动态PE分别为7.5、6.8、6倍，低估值、高分红对长期投资者极具吸引力，给予“买入”评级。

## 公司盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8378	9221	9676	9954
(+/-%)	10.45	10.06	4.93	2.87
净利润(百万元)	1208	1286	1412	1622
(+/-%)	5.73	6.46	9.79	14.87
摊薄每股收益(元)	0.46	0.48	0.53	0.60
市盈率(PE)	8.24	7.50	6.80	6.00

资料来源：wind，太平洋证券研究院 收盘价截止2019/9/11

## 风险提示



- 风险一：地产投资大幅下滑，需求不及预期
- 风险二：原燃料价格大幅上涨，成本端承压
- 风险三：玻璃生产线集中复产，供给冲击加大

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

### 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。