

# 旗滨集团：新周期，新成长

太平洋建材分析师：闫广  
执业资格证书编码：S1190518090001

- **浮法业务推动业绩弹性。**我们判断，2021年浮法玻璃行业将延续高景气度，公司作为国内浮法原片龙头，集规模、渠道及品牌等优势于一体，充分受益行业景气度上行；同时公司纯碱、石油焦等原燃料可以做到集采，价格低于行业平均，随着石英砂自供比例不断提升，成本优势突出；而公司产能位于经济发达的东南沿海区域，下游需求旺盛且价格优势明显，形成天然的区位优势，价格不断走高的背景下，2021年浮法业绩具有高弹性；
- **乘政策东风，加码光伏领域。**在“碳达峰、碳中和”目标指引下，未来光伏行业有望保持快速发展，预计“十四五”期间全球年均新增装机量达到150-170GW，同时随着双玻组件渗透率不断提升，光伏玻璃的需求将维持高增长，基于光伏行业的高景气度，公司通过转产及新建生产线快速提升光伏玻璃产能，目前公司已经跟隆基开展合作，预计到2022年末公司光伏玻璃产能将超过6000吨/天，随着公司产能释放将受益光伏行业高景气度，为公司带来新的业绩增长点。
- **产业链延伸有望迎突破，2021年可期。**目前公司电子玻璃高端产品已经试验性生产，21年有望实现商业化量产，技术瓶颈突破后或加速扩产；同时中性硼硅药用玻璃一期已经于21年1月末投产，随着技术瓶颈的突破以及产品的问世，公司药玻二期扩建已经提上日程，电子玻璃与中性硼硅管国产替代空间广阔，公司依托资源、渠道、成本等优势有望快速抢占市场份额，未来产品结构更加优化，高端产品提升公司竞争壁垒，有望迎估值提升周期。
- **投资建议：**公司浮法主业提供业绩支撑，产业链延伸带来新的成长性，我们调整2020-2022年公司归母净利润为19.02 (+41.2%)、33.2亿元 (+74.3%)、39.6亿元 (+19.5%)，对应EPS分别为0.71、1.23、1.47元，对应20-22年PE估值分别为20.4、11.7和9.8倍，低估值、高分红对长期投资者极具吸引力，维持“买入”评级，上调目标价至22.14元。
- **风险提示：**地产投资大幅下滑，供给端大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨等

# 目录

一

浮法业务推升业绩弹性

二

产业链延伸带来新的成长性

三

高分红回馈股东，提升长期投资价值

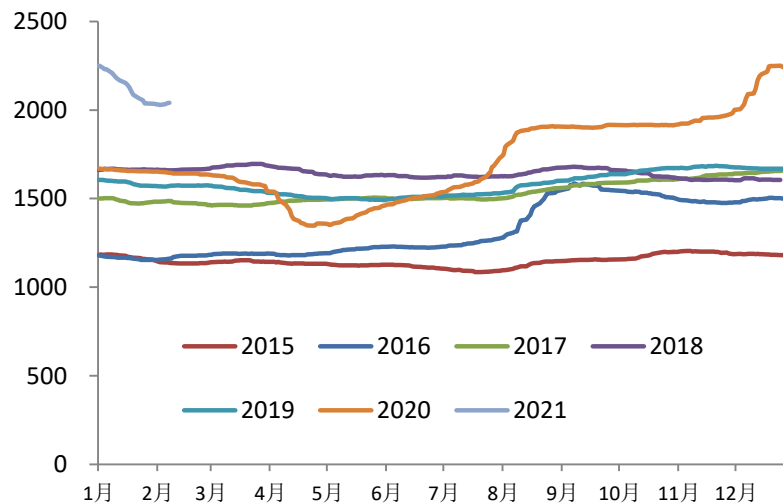
四

投资建议与风险提示

## ➤ 2021年浮玻将延续高景气度

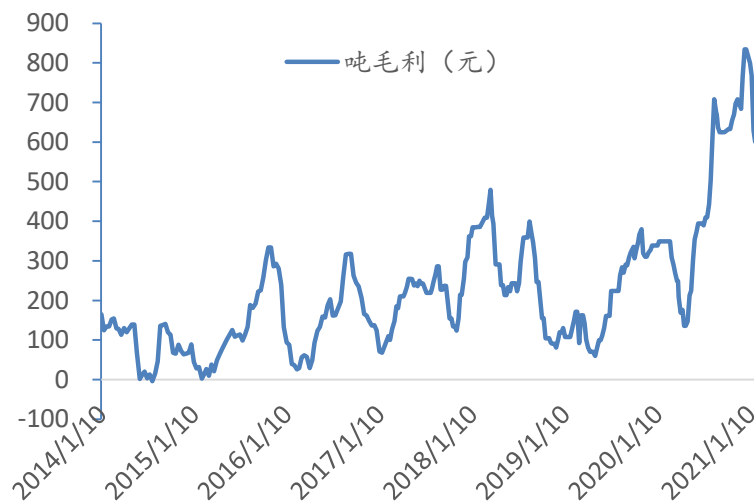
- 2020年Q4在年前赶工期的支撑下，价格不断推涨突破2200元/吨，创近年来新高；沙河地区燃煤薄板吨毛利接近800元/吨，企业盈利弹性持续提升。而浮法玻璃高价格过度至2021年，将奠定行业开年价格高基数，同时春节淡季价格调整幅度有限，随着开春后需求复苏，价格有望稳步上行，目前沙河及周边地区已经开始提价。

图表1：2021年浮法玻璃全国均价高基数开启



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

图表2：沙河地区部分燃煤薄板生产线盈利情况

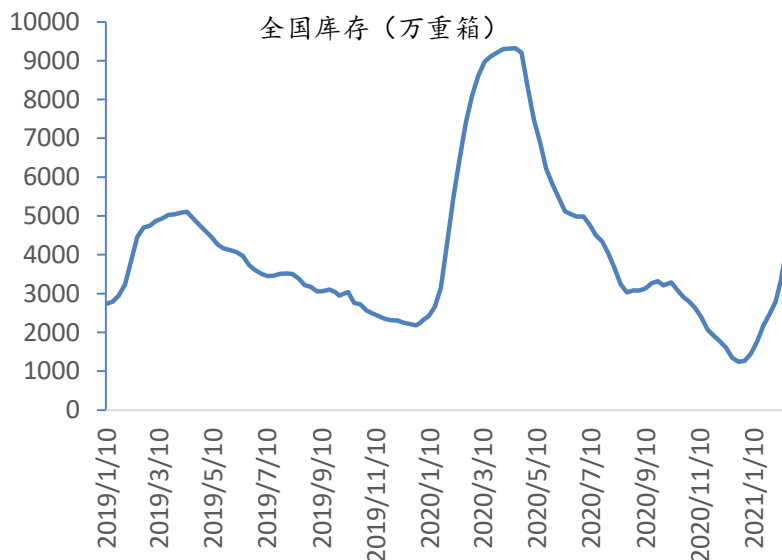


资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## ► 2021年浮玻将延续高景气度

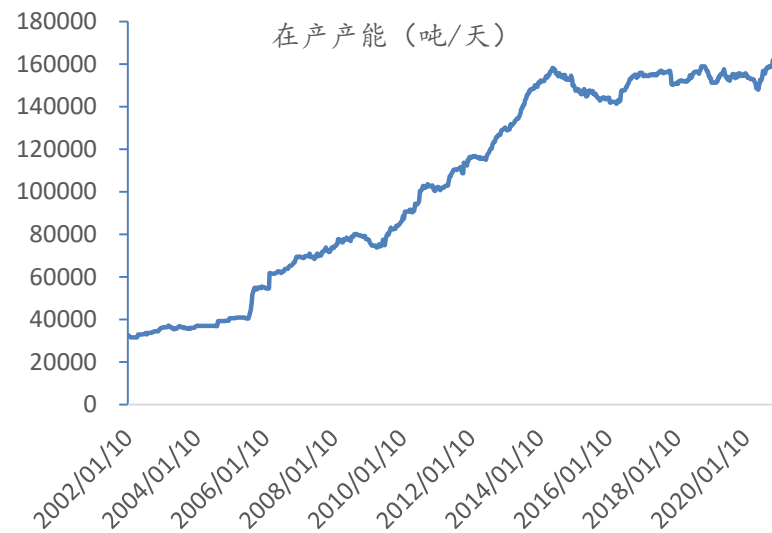
- 2020年四季度在赶工期的支撑下，玻璃行业库存持续走低，到12月末降至1240万重箱左右，创近年来新低；而春节淡季库存季节性累库，春节假期一周后库存约4530万重箱，与2019年同期基本持平，但目前年产产能约9.83亿重箱，较2019年同期增加约7300万重箱，产能大幅增加的背景下库存基本持平，表明行业需求依旧强劲有支撑。

### 图表3：全国浮法玻璃库存情况



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

### 图表4：浮法玻璃在产产能小幅提升



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

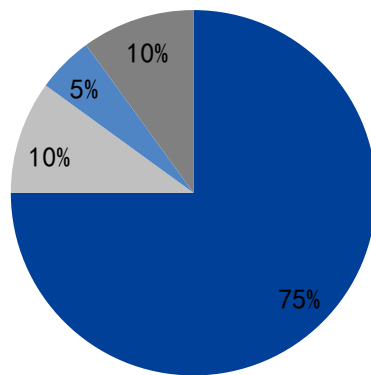
## 浮法业务推升业绩弹性

### ➤ 下游需求与地产强相关

- 浮法玻璃约70%-75%的需求来自于房地产，其广泛应用于门窗、幕墙及装饰领域，其次是汽车、家电及出口等，而玻璃的实际应用靠近地产竣工端，因此浮法玻璃需求与地产周期强相关；同时随着汽车车窗、天窗面积日益增大，汽车单车玻璃的用量也在稳步提升。

图表5：浮法玻璃下游需求分布占比

■ 房地产 ■ 汽车 ■ 家电 ■ 其他



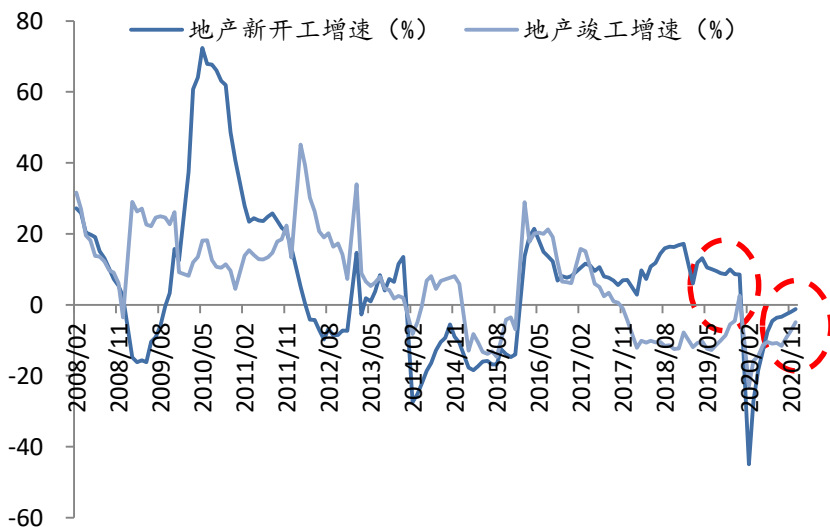
资料来源：玻璃行业协会，太平洋证券研究院

# 浮法业务推升业绩弹性

## ➤ 地产端需求有望保持稳定

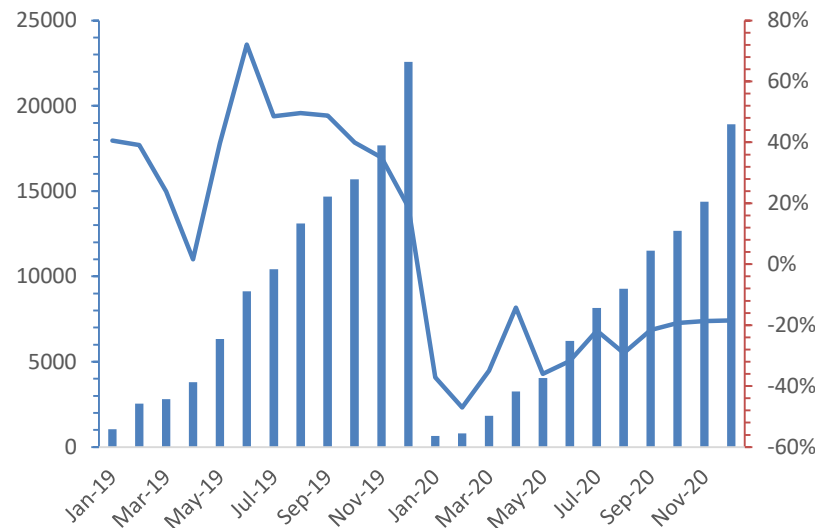
- 从2019年下半年起，地产新开工开始加速向竣工终端传导，竣工周期支撑玻璃需求，但由于2020年H1疫情影响，竣工节奏再次被打乱，直到下半年才重回加速传导。我们认为，18-20年地产销售面积均超过17亿平米，而随着交房周期的到来，新开工有望继续加速向竣工端传导，地产端需求有望保持稳定。
- 从中国建筑公布的竣工数据来看，其竣工面积占全国竣工面积的20-25%，从2020年下半年以来逐月恢复，表明新开工依旧在有效向竣工端传导。

图表6：地产新开工有望加速向竣工传导



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表7：中国建筑竣工面积及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## ➤ 地产端需求有望保持稳定

- 近年来，随着开窗面积变大以及双、三层玻璃的广泛使用，单位建筑面积的玻璃用量在稳步提升；考虑到地产新开工向竣工端加速传导，我们假设2021年地产竣工增速为5%，单位建筑面积玻璃用量为0.69重箱/平米，我们测算，预计2021年地产端玻璃用量约6.6亿重箱，保持稳定增长。

图表8：测算2021年地产端对浮法玻璃用量

时间	房屋累计竣工面积（万平米）	平板玻璃产量（万重箱）	平均库存（万重箱）	假设地产用量占比	地产用量（万重箱）	单位建筑面积玻璃用量（重箱/平米）
2015	100,039	73,863	3,406	70%	49,320	0.49
2016	106,128	77,403	3,289	70%	51,880	0.49
2017	101,486	79,024	3,276	70%	53,023	0.52
2018	93,550	86,864	3,225	70%	58,547	0.63
2019	95,942	92,670	4,002	70%	62,068	0.65
2020	91,218	94,572	4,268	70%	63,213	0.69
2021E	95,779			70%	66,088	0.69

资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

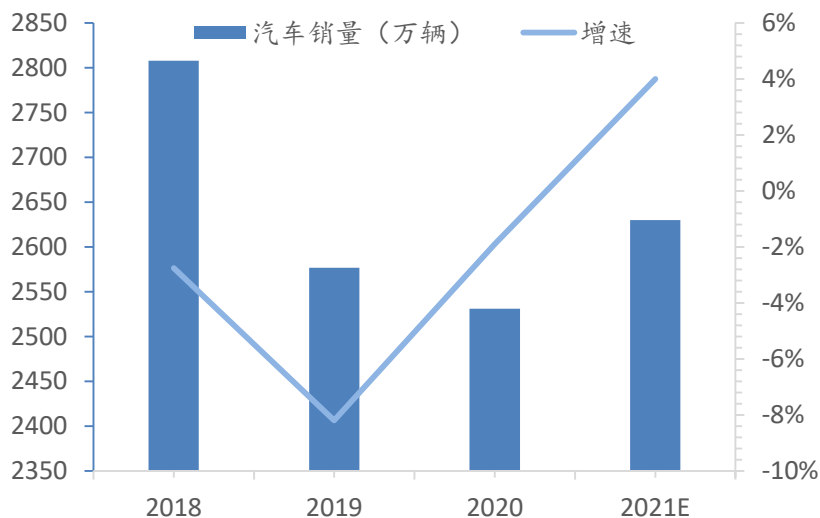


## 浮法业务推升业绩弹性

### ➤ 汽车消费触底回升

- 2020年以来国家出台一系列政策促进汽车消费，2020年下半年起汽车消费逐月好转，根据中汽协测算，预计2021年我国校车销量有望达到2630万辆，同比增长约4%；而随着汽车开窗面积变大，玻璃的用量也在逐步提升，目前单车玻璃用量约5.2平方米左右；同时到2020年底我国汽车保有量约2.81亿量，按照5%的替换率测算，我们预计2021年我国汽车玻璃用量约5245万重箱，若考虑出口用量，则消费量更大。

图表9：近几年我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，太平洋证券研究院

图表10：我国汽车玻璃用量测算

内容	测算
预计2021年汽车销量 (万辆)	2630
我国2020年末汽车保有量 (亿量)	2.81
保有量替换率	5%
合计总量 (万辆)	4035
单车玻璃用量 (平方米)	5.2
汽车玻璃厚度 (毫米)	5
单车玻璃用量转换成重量 (吨)	0.65
每年汽车玻璃用量 (万重箱)	5245.5

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 浮法业务推升业绩弹性

- ▶ 海外经济加速恢复，出口有望继续好转
- 根据IMF的最新预测，预计2021年全球经济同比增长5.5%，其中发达国家经济增速为4.3%，新兴及发展中国家为6.3%；从主要经济体来看，预计美国经济增长4.1%，欧盟增长4.2%，日本增长3.1%，英国增长4.5%，中国增长8.1%，印度增长11.5%，俄罗斯增长3%，随着疫情影响边际减弱，预期全球经济将触底反弹。

图表11：国际货币基金组织对全球主要经济体GDP预测

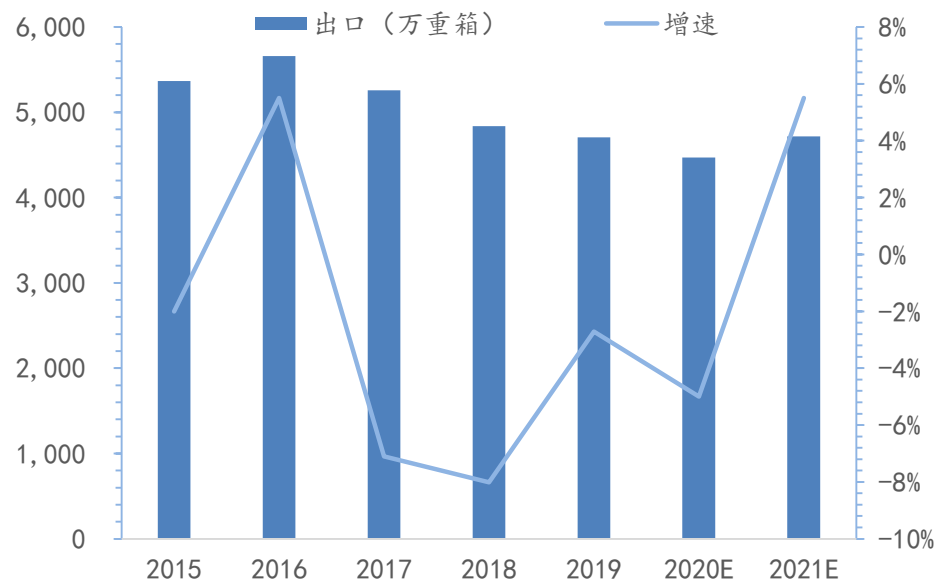
(real GDP, annual percent change)	ESTIMATE			PROJECTIONS		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>World Output</b>	-3.5	5.5	4.2			
<b>Advanced Economies</b>	-4.9	4.3	3.1			
United States	-3.4	5.1	2.5			
<b>Euro Area</b>	-7.2	4.2	3.6			
Germany	-5.4	3.5	3.1			
France	-9.0	5.5	4.1			
Italy	-9.2	3.0	3.6			
Spain	-11.1	5.9	4.7			
Japan	-5.1	3.1	2.4			
United Kingdom	-10.0	4.5	5.0			
Canada	-5.5	3.6	4.1			
Other Advanced Economies	-2.5	3.6	3.1			
<b>Emerging Markets and Developing Economies</b>	-2.4	6.3	5.0			
<b>Emerging and Developing Asia</b>	-1.1	8.3	5.9			
China	2.3	8.1	5.6			
India	-8.0	11.5	6.8			
ASEAN-5	-3.7	5.2	6.0			
<b>Emerging and Developing Europe</b>	-2.8	4.0	3.9			
Russia	-3.6	3.0	3.9			
<b>Latin America and the Caribbean</b>	-7.4	4.1	2.9			
Brazil	-4.5	3.6	2.6			
Mexico	-8.5	4.3	2.5			
<b>Middle East and Central Asia</b>	-3.2	3.0	4.2			
Saudi Arabia	-3.9	2.6	4.0			
<b>Sub-Saharan Africa</b>	-2.6	3.2	3.9			
Nigeria	-3.2	1.5	2.5			
South Africa	-7.5	2.8	1.4			
<b>Memorandum</b>						
<b>Low-Income Developing Countries</b>	-0.8	5.1	5.5			

Source: IMF, World Economic Outlook Update, January 2021

## 浮法业务推升业绩弹性

- 海外经济加速恢复，出口有望继续好转
- 受疫情影响，预计2020年玻璃出口规模同比下滑；而随着海外经济的复苏，2021年海外出口有望重回正增长，从美国房屋销售来看，2020年美国二手房销售达到564万套，创2006年以来新高，流动性充裕下，美国房地产市场有望维持火热。

图表12：以5MM厚度测算平板玻璃出口规模



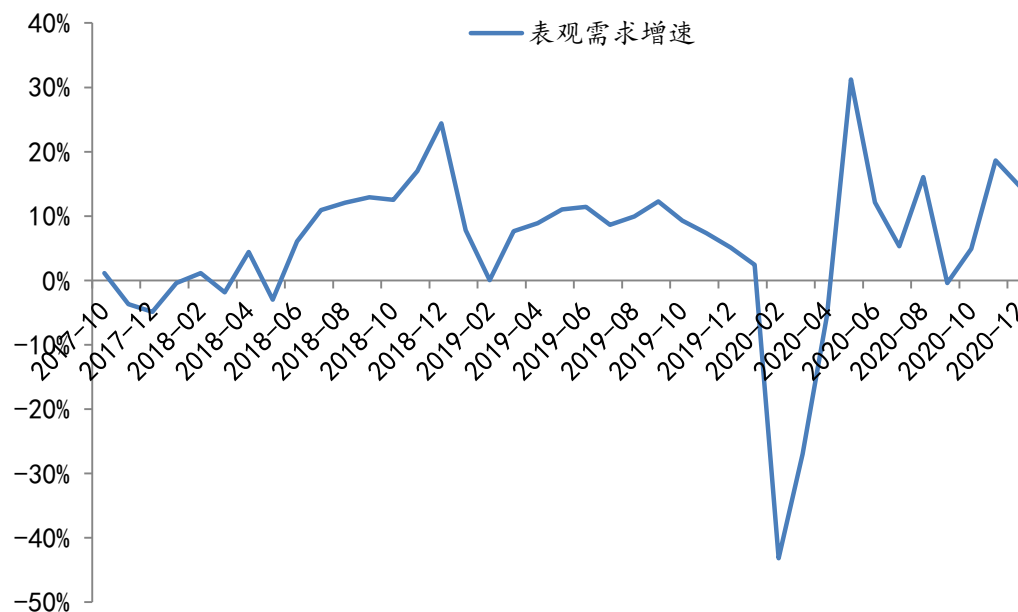
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 浮法业务推升业绩弹性

### ➤ 2021年玻璃需求有支撑

- 从玻璃的表观需求来看，我们测算，2020年5月份以来需求增速保持正增长，行业库存持续下降与价格上涨与之相互验证，春节淡季过后，新开工仍将有效向竣工端传导，同时，随着开窗面积的增大、双层、三层玻璃应用的普及，单位面积使用的玻璃逐步增加，汽车及出口端的复苏，2021年玻璃需求端仍将保持稳定。

图表13：国内平板玻璃每月表观需求增速



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## ➤ 2021年供给端或偏紧，产能置换政策带来新机遇

- 由于从2021年1月1日起，停产2年及以上以及3年内累计停产2年以上的生产线不再具备复产指标，这标志着僵尸产能将永久退出，生产线复产难度将增加，行业将进入存量产能博弈阶段。按照窑炉正常的冷修复产节奏，我们测算，2021年行业产能或净减少约1600吨/天，若考虑到旗滨、南玻、信义以及中国玻璃部分生产线转产光伏背板，则2021年建筑玻璃供给更偏紧。

图表14：近几年国内浮法产能变化情况

	新点火		冷修复产		冷修停产		净变化	
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)
2016	6	5200	16	10780	10	5830	12	10150
2017	6	3800	13	7600	26	15380	-7	-3980
2018	5	2850	18	12410	22	13350	1	1910
2019	3	2550	17	10700	18	11700	2	1550
2020	9	6150	25	16600	23	15430	11	7320
2021E	5	3307	15	9280	22	14200	-2	-1613

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

# 浮法业务推升业绩弹性

## ➤ 2021年供给端或偏紧，产能置换政策带来新机遇

- 根据我们统计，仍有不少生产线窑龄即将到期或已到期，考虑到生产效率及安全性，2021年有望进入冷修周期。

图表15：2021年具备冷修可能的生产线

计划冷修	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
1	山东	金晶集团滕州二线	600	于2021. 2. 1冷修
2	安徽	信义芜湖一线	500	于2021. 2. 8冷修
3	河北	河北沙河安全公司三线	500	2007年11月投产
4	四川	台玻集团成都二线	900	2008年1月投产
5	黑龙江	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司（二线）	600	2010年12月投产
6	河北	秦皇岛北方集团工业园二线	600	2010年1月投产
7	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
8	河北	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产
9	河北	河北沙河德金玻璃有限公司二线	500	2010年2月投产
10	河北	沙河长城玻璃有限公司五线	900	2010年6月投产
11	江苏	中国玻璃东台二线	600	2010年3月投产
12	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
13	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	2010年7月投产
14	山东	金晶集团三线	450	2010年11月投产
15	浙江	浙江玻璃股份有限公司一线	400	2010年8月投产
16	福建	福耀集团福清二线	450	2010年6月投产
17	浙江	福莱特嘉兴一线	600	2011年1月投产
18	广东	江门信义一线	600	2011年1月投产
19	河北	河北迎新玻璃行唐三线	800	2011年2月投产
20	江苏	吴江南玻一线	700	2011年6月投产
21	福建	漳州旗滨四线	800	2011年8月投产
22	福建	漳州旗滨六线	800	2012年7月投产

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

# 浮法业务推升业绩弹性

## ➤ 2021年供给端或偏紧，产能置换政策带来新机遇

- 从产能增加的角度来看，按照20Q4以来的高盈利及即将实施的产能置换政策，具备复产能力的生产线基本都已经复产，未来新增产能难度就加大，2021年计划新点火的生 产线均是2020年产能置换线，冷修及复产生产线基本都是存量产能博弈。

图表16：2021年新点火及复产生产线

计划新点火	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
1	贵州	贵州黔玻永太新材料公司置换线	727	计划2021年12月点火
2	辽宁	信义玻璃营口有限公司置换线	800	计划2021年12月31日点火
3	辽宁	中玻（朝阳）新材料有限公司置换线	900	计划2021年10月点火
4	辽宁	凌海聚源微晶新材料有限公司置换线	380	计划2021年12月点火
5	黑龙江	中建材佳星（黑龙江）有限公司置换线	500	计划2021年3月点火
计划复产	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
1	辽宁	本溪迎新玻璃有限公司三线	900	2021. 1. 8
2	湖北	武汉明达（原亿钧）玻璃有限公司	700	2021. 1. 28
3	河南	中国洛阳浮法玻璃集团五线	230	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
4	河北	河北沙河迎新玻璃厂四线	500	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
5	四川	台玻集团成都一线	700	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
6	四川	南玻（成都三线）	1000	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
7	山西	山西利虎黎城一线	500	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
8	陕西	中国玻璃陕西二线	450	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
9	河北	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
10	湖北	湖北三峡新型建材公司三线	700	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
11	河南	安阳安彩一线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
12	河南	河南中联三线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
13	江苏	台玻东海改造一线	800	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
14	江苏	中国玻璃东台一线	600	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
15	天津	天津台玻有限公司	700	预计2021年下半年复产，建筑级白玻

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院



## ➤ 2021年需求稳定，供给收缩或占主导

- 从玻璃供需情况来看，我们判断，由于新的产能置换政策以及浮法产能转产光伏的催化，2021年供给收缩逻辑或占主导，而需求端有望保持稳定，供需紧平衡态势使得行业高景气度延续。

图表17：国内玻璃供需平衡表测算

	平板玻璃产量 (万重箱)	实际增速	平均库存 (万重箱)	5mm出口 (万重箱)	汽车销量 (万辆)	增速	汽车玻璃需求 (万重箱)	建筑需求 (万重箱)	增速	其他需求
2015	73862.7	-6.81%	3406	5365.0	2,459.80	4.7%	3197.74	49319.69	-8.2%	12574.3
2016	77403.0	4.79%	3289	5660.3	2,802.80	13.7%	3643.64	51879.80	5.2%	12930.3
2017	79023.5	2.09%	3276	5258.0	2,887.90	3.1%	3754.27	53023.25	2.2%	13712.0
2018	86863.5	9.92%	3225	4836.8	2,808.10	-2.8%	3650.53	58546.95	10.4%	16604.3
2019	92670.2	6.68%	4002	4705.5	2,576.90	-8.2%	3349.97	62067.74	6.0%	18545.0
2020	94572.3	2.05%	4268	4470.2	2,531.10	-1.9%	3290.43	63213.01	1.8%	19330.6
2021E	93513.0	-1.12%	3000	4707.1	2,630.00	3.9%	3419.00	66088.00	4.5%	16298.9

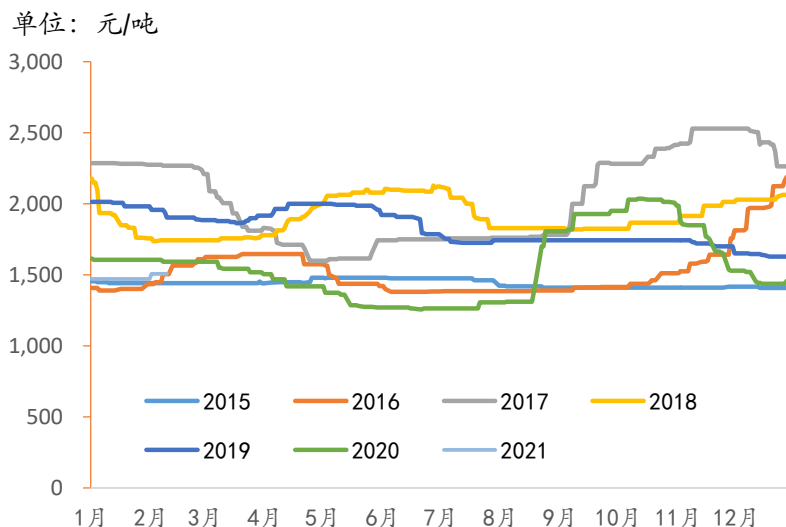
资料来源：Wind，太平洋证券研究院



## ► 成本或仍维持低位，推升盈利弹性

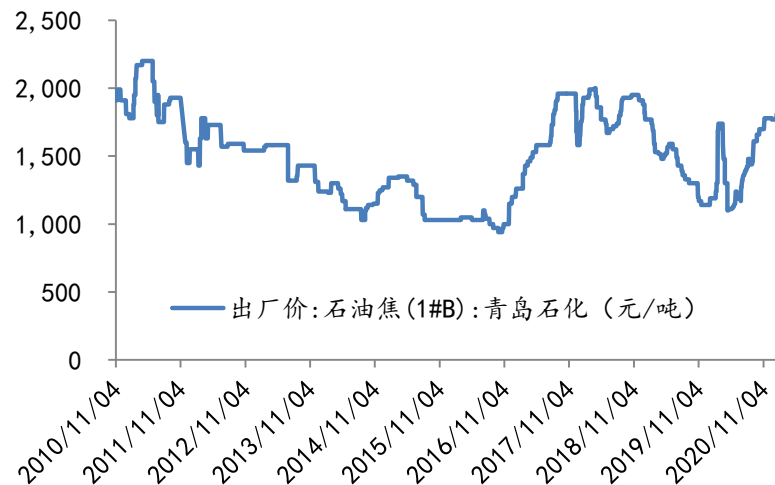
- 目前纯碱价格约1500元/吨左右，要低于过去几年价格中枢300-500元/吨（纯碱价格每下跌100元/吨，玻璃箱成本节约1元/重箱），由于信义、旗滨等行业龙头具有海外纯碱采购通道，到位价预计不超过1800元/吨，国内价格过高企业将采购海外纯碱，因此国内纯碱价格或仍将低位震荡；同时石油焦跟随原油价格波动，近期价格有所上涨（石油焦价格每下跌100元/吨，玻璃箱成本也节约1元/重箱），能源成本或有所上升。
- 对于有库存能力的大企业来说，可以在原材料低价时锁定未来一定时期的成本，因此随着价格反弹，龙头企业的受益程度更大。

图表18：2020年以来全国纯碱价格维持低位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表19：石油焦价格跟随原油价格波动



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

# 浮法业务推升业绩弹性

## ► 成本或仍维持低位，推升盈利弹性

- 我们按照当前燃料价格，测算沙河地区不同燃料体系下生产成本，由于原材料价格与以往同期有所下降，因此成本较以往更低，价格上涨企业盈利弹性十足。

图表20：以沙河地区为例测算不同燃料下的生产成本

项目	单位	含税单价	生产单吨玻璃耗能	单位成本（元）	备注
煤制气	元/吨	605	0.35	211.75	秦皇岛动力末煤平仓价(截止2021/2/20)
重油	元/吨	2369	0.2	473.8	燃料油期货结算价(截止2021/2/20)
石油焦	元/吨	2010	0.22	442.2	青岛石化石油焦出厂价(2021/2/20)
天然气	元/方	2.63	200	526	36城市管道天然气价格
重质纯碱	元/吨	1507	0.22	331.54	全国重质纯碱平均价(截止2021/2/20)
石英砂	元/吨	200	0.69	138	以沙河地区数据计算
白云石	元/吨	95	0.17	16.15	以沙河地区数据计算
石灰石	元/吨	95	0.06	5.7	以沙河地区数据计算
长石	元/吨	224	0.05	11.2	以沙河地区数据计算
芒硝	元/吨	564	0.01	5.64	以沙河地区数据计算
水	元/吨	3.56	0.66	2.35	以沙河地区数据计算
电	元/度	0.57	13	7.41	以沙河地区数据计算
工资福利	元/吨			50	以沙河地区数据计算
环保	元/吨			60	以沙河地区数据计算
制造费用	元/吨			100	以沙河地区数据计算
生产成本（煤）	元/吨			939.74	47元/重量箱
生产成本（油）	元/吨			1201.79	60元/重量箱
生产成本（石油焦）	元/吨			1170.19	58.5元/重量箱
生产成本（气）	元/吨			1253.99	62.7元/重量箱

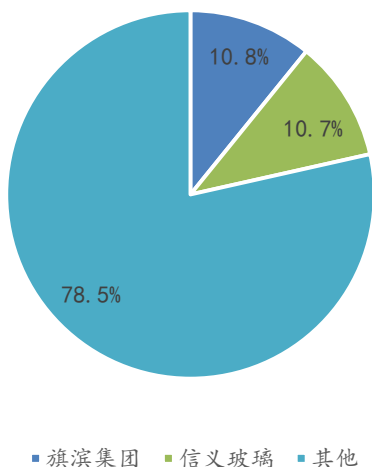
资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## 浮法业务推升业绩弹性

### ➤ 旗滨集团规模及区位优势明显，受益行业景气度回升

- 目前公司有26条浮法生产线，分别位于福建漳州、广东河源、湖南郴州及醴陵、浙江绍兴以及马来西亚五个基地，占当前国内在产产能约10.8%，为国内最大浮法玻璃生产企业之一，在行业严控新增产能的背景下，规模优势十分明显；
- 公司主要布局华东和华南地区，具有显著的区位优势。由于玻璃运输半径限制，区位属性明显。公司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。公司在两大经济圈均有生产基地，并且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。

图表21：旗滨集团占当前在产产能比例约10%



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表22：各区域玻璃产品主要流向

各区域产品主要流向分析

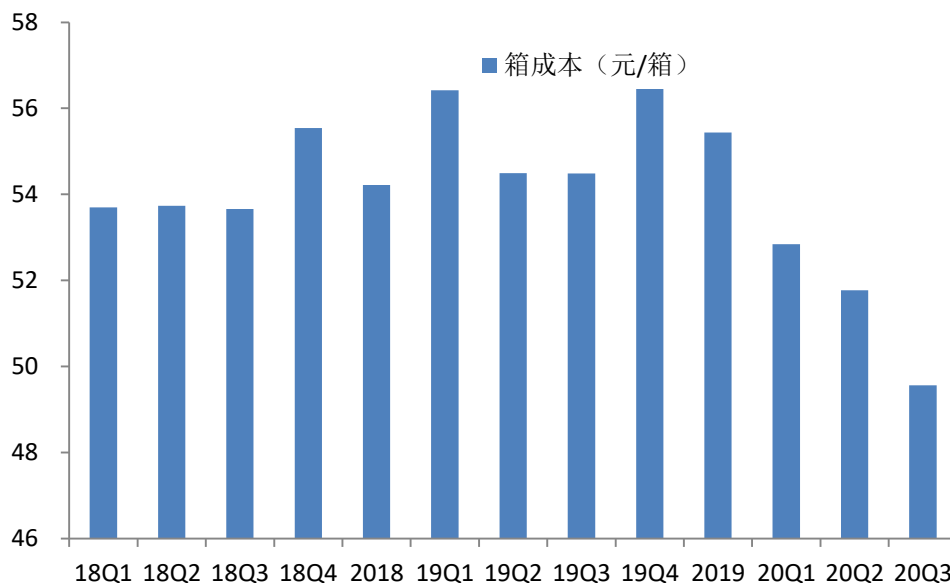


资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

## ➤ 多重优势造就成本壁垒

- 公司规模优势使得公司在原材料及能源采购过程中具备集采优势，例如纯碱采购价格低于市场平均价；同时公司打通海外纯碱以及石油焦的采购渠道，要远低于国内市场采购价格；此外公司硅砂自给率不断提升，从过去的50%提升至目前的80%左右，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。近几年公司不断改进生产工艺，通过冷修技改提升产线生产效率。
- 我们测算，在同等燃料下，相较于竞争对手，公司具有5-7元/重箱的成本优势，因此多重优势造就了成本护城河。

图表23：公司近3年箱成本变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 浮法业务推升业绩弹性

### ► 节能深加工业务发展迅速

- 公司节能深加工业务自2018年投产以来，产能快速扩张，目前已形成广东、浙江、湖南、马来西亚的节能深加工基地，天津武清基地建设中；根据统计局数据显示，2016-2019年国内中空玻璃符合增速为11.2%，到2020年城镇绿色建筑占新建建筑的玻璃将达到50%，国家大力推广节能建筑玻璃拉动单层及双层中空Low-E玻璃的需求，公司依托原片的规模优势，市占率将快速提升，目前节能玻璃规模已位居行业前三，为公司带来新的业绩增长点。

图表24：公司节能深加工产能扩张情况

项目	产线	产能	备注
广东节能一期	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年	2018年6月份商业化运营
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年	
广东节能二期	1条镀膜线	135万m <sup>2</sup> /年	2019年11月份投产，投资额1.4亿元（自有资金8000万元）
	4条中空线	125万m <sup>2</sup> /年	
浙江绍兴节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年	2018年7月份商业化运营
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年	
	2条镀膜线	480万m <sup>2</sup> /年	
浙江长兴节能	8条中空线	240万m <sup>2</sup> /年	投资约6亿元，20年下半年陆续投产
	钢化夹层玻璃	20万m <sup>2</sup> /年	
	钢化玻璃	15万m <sup>2</sup> /年	
马来西亚节能	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年	2019年实现商业化运营
	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	2020年1月底投产
	3条中空线	95万m <sup>2</sup> /年	
湖南节能二期	1条镀膜线	500万m <sup>2</sup> /年	项目总投资约1.82亿元，资金自筹，建设周期预计1年
	2条中空线	50万m <sup>2</sup> /年	
天津武清节能	2条镀膜线	480万m <sup>2</sup> /年	项目总投资约6亿元，资金自筹，建设周期预计2年
	8条中空线	240万m <sup>2</sup> /年	
		其他玻璃35万平方米	

# 浮法业务推升业绩弹性

## ➤ 浮法业务业绩弹性测算

- 目前公司浮法产能约1.2亿重箱，考虑到公司转产光伏的生产线以及冷修生产线，预计2021年浮法产能约1.06亿重箱，2021年玻璃价格有望维持高景气度，按照箱净利25/30/35元测算，预计浮法业绩分别为26.6、32及37.3亿元，弹性十足。

图表25：公司浮法业务业绩弹性测算

产能（亿重箱）	冷修及转产抵消（亿重箱）	单箱净利			业绩弹性		
		保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
1.2	0.135	25	30	35	26.6	32.0	37.3

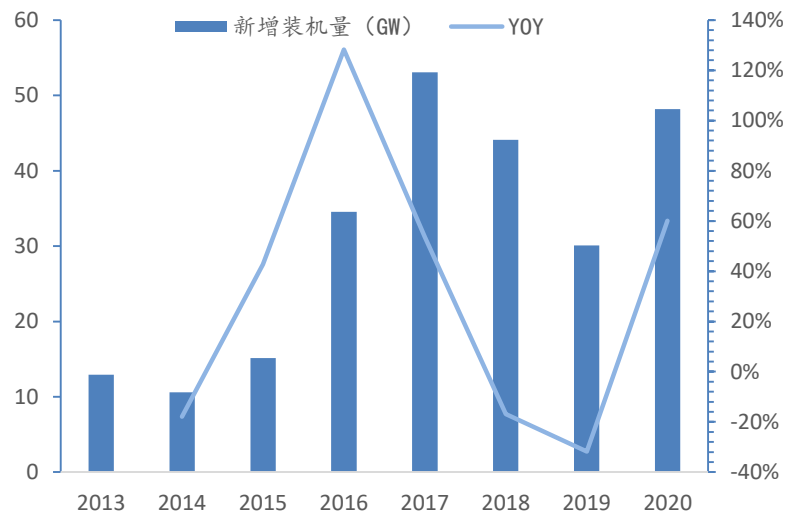
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 产业链延伸带来新的成长性

### ➤ 乘政策东风，加码光伏玻璃

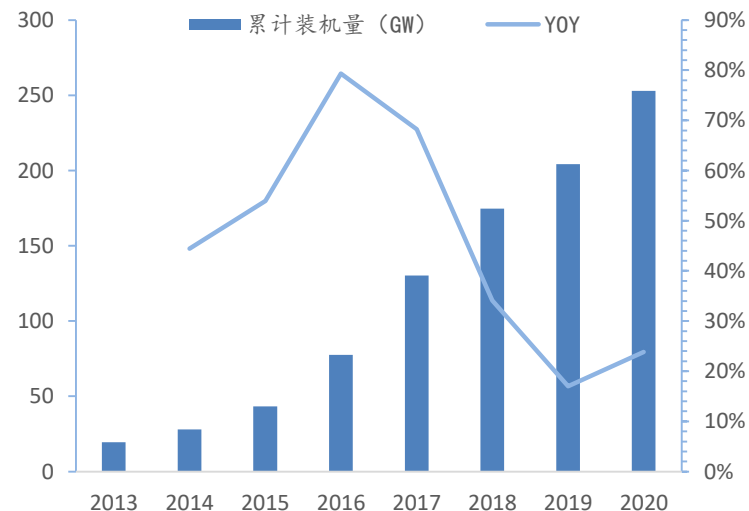
- 根据中国“二氧化碳”排放力争于2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和的目标，到2030年，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上；因此，发展可再生能源势在必行，而太阳能有清洁、安全、取之不尽等优势，已成为发展最快的可再生能源。
- 2020年我国光伏新增装机48.2GW，同比增长60%，其中Q4在抢装的支撑下，新增装机29.4GW，同比增长108.5%。我们认为，2021年进入碳达峰启动元年，光伏新增装机有望保持快速发展。

图表26：2013-2020年我国光伏新增装机量



资料来源：国家能源局，太平洋证券研究院

图表27：2013-2020年我国光伏累计装机量



资料来源：国家能源局，太平洋证券研究院

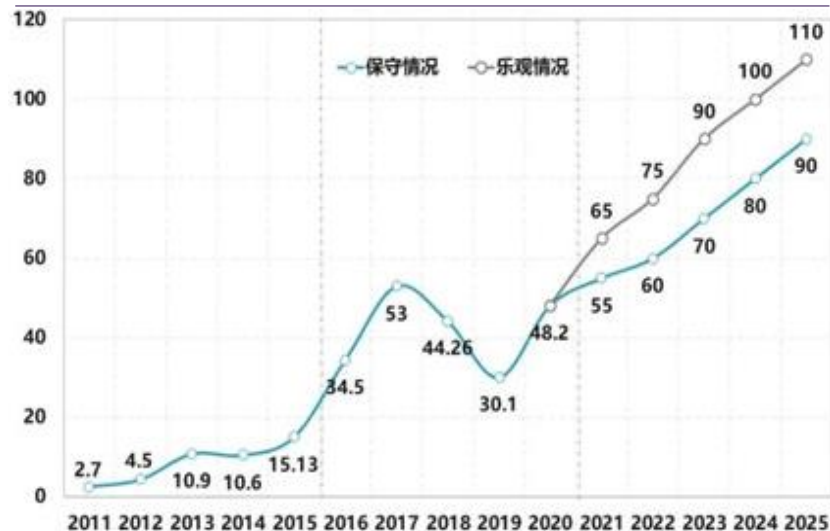


# 产业链延伸带来新的成长性

## ➤ 乘政策东风，加码光伏玻璃

- 根据中国光伏行业协会的预测，为达到2030年碳达峰的目标，预计“十四五”期间，我国光伏年均新增装机或在70-90GW，其中2021年装机55-65GW；按照2020年光伏新增装机量来看，中国新增装机量约占全球的37%，在多国“碳中和”的目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约210-260GW，其中2021年装机150-170GW，相较于“十三五”，装机量再上一台阶，将推动整个行业快速发展。

图表28：2021-2025年我国新增光伏装机预测



资料来源：CPIA，太平洋证券研究院

图表29：2021-2025年全球新增光伏装机预测



资料来源：CPIA，太平洋证券研究院



# 产业链延伸带来新的成长性

## ► 乘政策东风，加码光伏玻璃

- 根据未来全球光伏新增装机量、双玻组件渗透率提升以及单位组件对应光伏玻璃需求；我们测算得出，1GW组件对应传统单玻（3.2mm）的光伏玻璃需求为5.4万吨，对应双玻（2.0mm）的光伏玻璃需求为6.9万吨。则按照2021年全球新增装机量160GW测算，则全球需求光伏玻璃约1250万吨，同比增长约26%。
- 截止2020年末，全国光伏玻璃约166条，日熔量约28000吨/天，假设按照80%的良率测算，则实际有效产能约为22400吨/天，则全年日熔量为817.6万吨。

图表30：组件与光伏玻璃需求测算

参数	单位	传统单玻	传统双玻
光伏玻璃厚度	MM	3.2	2
单吨光伏玻璃对应面积	平方米/吨	125	200
组件用玻璃成品良率	%	76%	71.30%
所需光伏玻璃面积（166/60片	平方米	1.66	3.32
组件功率	W	325	335
1GW组件对应光伏玻璃面积	平方米	5107692	9910448
1GW组件对应光伏玻璃重量	万吨	5.4	6.9

资料来源：CPIA，太平洋证券研究院，注：双玻按2mm测算

图表31：全球光伏需求对应光伏玻璃需求测算

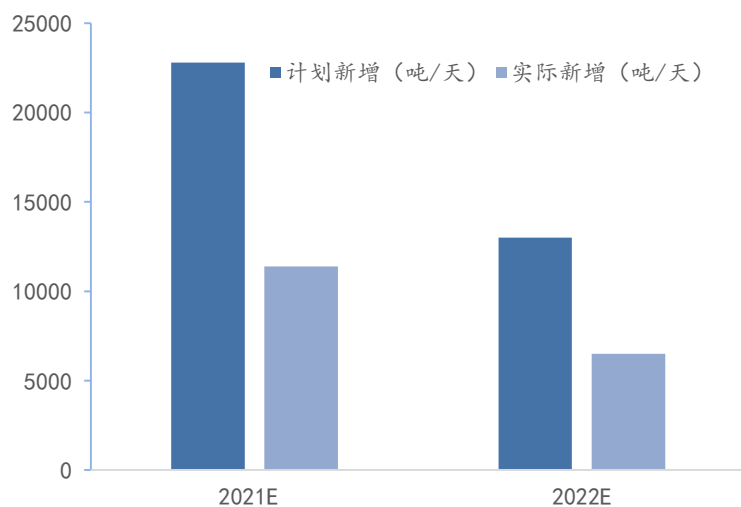
参数	单位	2020A	2021E	2022E
国内装机量	GW	48.2	60	75
增速			24.5%	25.0%
全球装机量	GW	130	160	200
增速			23.1%	25.0%
容配比	组件容量/ 逆变器容量	1.3	1.3	1.3
对应组件规模	GW	169	208	260
双玻渗透率		30.0%	40.0%	48.0%
双玻装机量	GW	50.7	83.2	124.8
单玻装机量	GW	118.3	124.8	135.2
对应2.0MM双玻需求	万吨	352.36	578.23	867.34
对应3.2MM单玻需求	万吨	636.04	670.99	726.91
光伏玻璃总需求	万吨	988.40	1249.21	1594.24
增速			26.4%	27.6%

资料来源：CPIA，太平洋证券研究院

## ➤ 乘政策东风，加码光伏玻璃

- 由于国内光伏玻璃占全球光伏玻璃8成以上，所以全球光伏玻璃供给主要来自中国，按照我们测算的2020年全球光伏玻璃需求约988万吨，假设由国内全部供应，则国内约818万吨产能，缺口约为170万吨。由于供给短缺，所以光伏玻璃价格一路走高，3.2mm光伏玻璃从6月份22-23元/平米上涨至12月底的46-47元/平米，2mm光伏玻璃从20元/平米上涨至37-38元/平米，价格持续上行推升企业盈利弹性，我们测算，按照12月份末价格，光伏玻璃净利接近20元/平米。
- 由于光伏玻璃短缺，一方面各企业加大新建生产线力度，据不完全统计，2021、2022年计划新建产能约为22800吨/天、13000吨/天，考虑到产品良率及建设周期等因素，假设当年实际产能增加不超过计划的50%，测算下来21年供给仍有缺口；另一方面部分企业将浮法超白生产线转产用于光伏组件背板以缓解供给紧张的格局。

图表32：2021-2022全国计划新建光伏玻璃产能



资料来源：各公司官网，公司公告，行业协会，太平洋证券研究院

图表33：部分浮法生产线转产光伏背板

企业	生产线	产品品类	产能 (吨/天)	备注
信义玻璃	广西北海电子一线	转产超白	500	2020年Q4已转产
	广西北海电子二线	转产超白	500	2020年Q4已转产
旗滨集团	湖南郴州超白线	超白	1000	一窑两线350吨已转产
	福建漳州一线	转产超白	1000	预计21年Q2转产
中国玻璃	福建漳州七线	转产超白	500	预计21年Q2转产
	江苏宿迁线	转产超白	600	预计21年Q1转产
金晶科技	陕西一线	转产超白	400	预计21年Q1转产
	滕州一线	超白	600	
	金晶一线	超白	600	
南玻	金晶五线	超白	600	
	河北二线	超白	900	
	咸宁一线	超白	700	
	成都二线	超白	700	

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院

## ➤ 乘政策东风，加码光伏玻璃

- 考虑到光伏行业高景气度以及光伏玻璃短缺局面，同时根据近期工信部颁布的玻璃产能置换政策的修订稿，光伏玻璃新建产能将不需要产能置换，因此旗滨集团发力加码光伏玻璃，目前公司计划转产3条生产线以及新建3条生产线，预计到2022年末，公司光伏玻璃产能将突破6000吨/天；假设单位净利回落至10元/平米，假设全部生产2mm厚度的玻璃，理想状态下预计利润可达到35亿，未来将成为新的业绩增长点。

图表34：公司光伏玻璃产能建设进度

地区	生产线	产品品类	产能（吨/天）	备注
湖南	郴州超白线	超白	1000	一窑两线350吨已转产
湖南	郴州压延线	新建压延	1200	新建光伏生产线，计划2021年Q3投产
福建	漳州一线	转产超白	1000	预计21年Q2转产
福建	漳州七线	转产超白	500	预计21年Q2转产
福建	计划压延线	新建压延	1200	初步计划扩建压延线，预计22年投产
浙江	新建浮法超白	新建超白	1200	预计22年投产
合计			6100	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 产业链延伸带来新的成长性

### ➤ 布局电子玻璃，国产替代空间十足

- 2019年7月公司一期65吨/天超薄高铝电子玻璃投产，并于2020年4月实现商业化运营，目前公司一强产品可以达到稳定量产，二强产品处于试生产过程中，2021年有望迎来商业化量产。
- 目前国内超薄高铝电子玻璃市场被康宁、旭硝子等海外龙头占据，国内企业占比仅约10%左右，国内高端手机几乎均采用采用康宁的产品，其“大猩猩”六代产品售价在200元/平方米以上，而国内同等产品质量的原片售价仅约140-150元/平方米，我们测算高端机国产替代对应的市场空间约3500万平米，约50亿元规模，因此，在中美贸易战加剧的背景下，国产替代空间非常大。
- 根据公司电子玻璃项目内部回报率来看，一期65吨/天生产线预计营收4.08亿元，净利润1.57亿元，净利率达到36%，盈利能力非常突出；我们认为，2021年随着高端产品突破量产，公司有望加速拓展电子玻璃二期，扩大产能丰富产品品类，高端产品技术壁垒更高，未来有望推动估值提升。

## 产业链延伸带来新的成长性

### ► 进军中性硼硅管领域，产品高端化提升竞争力

- 公司一期25吨/天中性硼硅管项目已于2021年1月末点火投产，根据内部回报率来看，该项目预计营收1亿元，净利润3300万元，净利率同样超过30%；同时公司计划在浙江绍兴基地投资4.71亿元，新建2条25t/d中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线，加速产能扩张步伐。
- 国家药监局于2017年颁布的一致性评价政策明确要求：仿制药使用的包装材料要与原研药一致，水针剂的药物全部使用中性硼硅玻璃；国内约95%以上药物为仿制药，因此国内低硼硅转中硼硅市场广阔，2019年国内拉管销量约30万吨，但只有约10%是中硼硅管，若未来提升至50%占比，也有将近15万吨的市场。目前国内90%以上中性硼硅管由海外肖特、康宁、NEG提供；国内仅有沧州四星、凯盛君恒有能力生产，但相较于海外巨头，差距还是比较明显；康宁售价约2.3-2.5万元/吨，肖特售价约2.8万元/吨，假设未来15万吨的中硼硅管替换需求，则市场空间约40亿元，若考虑疫苗及药瓶行业的自生发展，则市场空间更大，由此可见国产替代空间也十分广阔。
- 旗滨集团经过多年技术积累，随着一期生产线点火投产，有望快速实现技术突破完成量产，抢占行业市场份额，同时进一步提升行业产品结构，高端化产品占比提升，提升抵御周期波动的能力。

图表35：公司中性硼硅管项目建设情况

地区	生产线	产品品类	产能	备注
湖南郴州	一期	中性硼硅管	25吨/天	投资1.55亿元，已于2021年1月份末点火投产
浙江绍兴	二期	中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线	2条25吨/天	项目计划投资4.7亿元，建设周期1年，预计2021年下半年开工建设

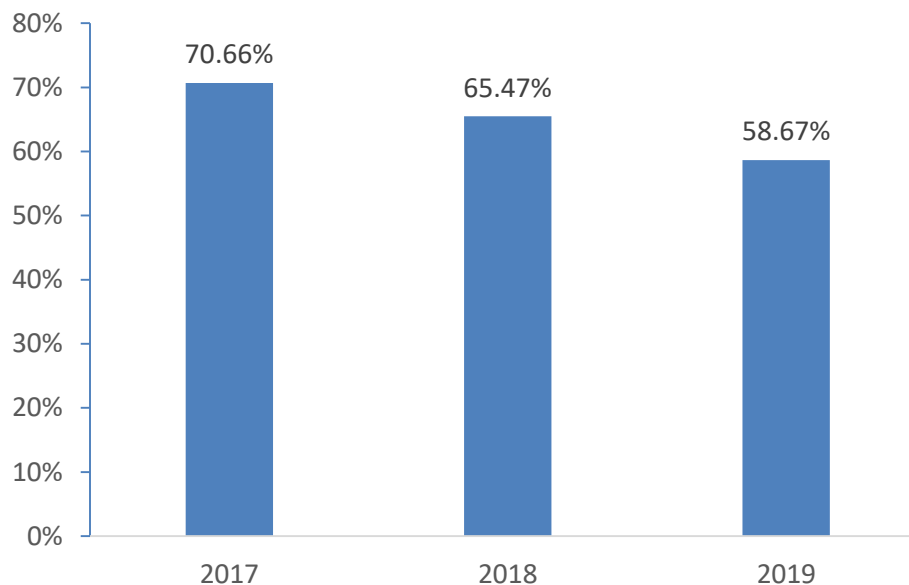
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 高分红回馈股东，提升长期投资价值

### ➤ 2017-2020年分红不低于可分配利润的50%

- 公司承诺在满足现金分红条件的基础上，结合公司持续经营和长期发展，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%，其中2017-2019年公司现金分红比例分别为70.66%、65.47%、58.67%；其中2018年若考虑回购股份则分红比例将达到78.75%，公司持续用高分红回馈股东，提升长期投资价值。

图表36：2017-2019年公司分红比例



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



- 浮法业务推动业绩弹性。**我们判断，2021年浮法玻璃行业将延续高景气度，公司作为国内浮法原片龙头，集规模、渠道及品牌等优势于一体，充分受益行业景气度上行；同时公司纯碱、石油焦等原燃料可以做到集采，价格低于行业平均，随着石英砂自供比例不断提升，成本优势突出；而公司产能位于经济发达的东南沿海区域，下游需求旺盛且价格优势明显，形成天然的区位优势，价格不断走高的背景下，2021年浮法业绩具有高弹性。
- 乘政策东风，加码光伏领域。**在“碳达峰、碳中和”目标指引下，未来光伏行业有望保持快速发展，预计“十四五”期间全球年均新增装机量达到150-170GW，同时随着双玻组件渗透率不断提升，光伏玻璃的需求将维持高增长，基于光伏行业的高景气度，公司通过转产及新建生产线快速提升光伏玻璃产能，目前公司已经跟隆基开展合作，预计到2022年末公司光伏玻璃产能将超过6000吨/天，随着公司产能释放将受益光伏行业高景气度，为公司带来新的业绩增长点。
- 产业链延伸有望迎突破，2021年可期。**目前公司电子玻璃高端产品已经试验性生产，21年有望实现商业化量产，技术瓶颈突破后或加速扩产；同时中性硼硅药用玻璃一期已经于21年1月末投产，随着技术瓶颈的突破以及产品的问世，公司药玻二期扩建已经提上日程，电子玻璃与中性硼硅管国产替代空间广阔，公司依托资源、渠道、成本等优势有望快速抢占市场份额，未来产品结构更加优化，高端产品提升公司竞争壁垒，有望迎估值提升周期。
- 投资建议：**公司浮法主业提供业绩支撑，产业链延伸带来成长性，我们调整2020-2022年公司归母净利润为19.02 (+41.2%)、33.2亿元 (+74.3%)、39.6亿元 (+19.5%)，对应EPS分别为0.71、1.23、1.47元，对应20-22年PE估值分别为20.4、11.7和9.8倍，低估值、高分红对长期投资者极具吸引力，维持“买入”评级，上调目标价至22.14元。

图表37：旗滨集团盈利预测

■ 盈利预测和财务指标：↕				
	2019A↕	2020E↕	2021E↕	2022E↕
营业收入(百万元)↕	9306	10644	13204	14809
(+/-%)↕	14.47	17.87	25.10	26.75
归母净利润(百万元)↕	1346	1902	3315	3961
(+/-%)↕	11.49	41.24	74.29	19.50
摊薄每股收益(元)↕	0.52	0.71	1.23	1.47
市盈率(PE)↕	24.62	20.44	11.73	9.81

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 风险提示



- 一、地产投资大幅下滑，需求低迷
- 二、新建产能增多，产能冲击超预期
- 三、原燃材料价格大幅上涨，成本攀升风险
- 四、贸易战加剧带来不确定性影响



## 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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。