

# 旗滨集团（601636）：后来居上，继往开来

## ——旗滨集团深度报告

2021年07月02日

强烈推荐/维持

旗滨集团 公司报告

**后来居上长期专注原片，打造成本领先核心竞争优势。**旗滨集团可以称之为后来居上的行业黑马，从进入玻璃行业到成为浮法原片产能最大的企业，仅仅用了十余年时间，公司能够实现后来居上，依靠的是长期专注原片业务之下，第一利用行业低谷逆势扩张产能提升市占，实现规模快速增长获取规模成本优势；第二产能布局靠近市场，交通便利运费成本低；第三原材料硅砂自给率高品质好，享有原料供应安全和成本优势。

**股权激励+高分红，旗滨的本质是干事创业平台化公司。**在已上市的传统玻璃企业中，旗滨集团使用股权激励频次最高。公司2015年以来保持着至少50%左右的现金股利支付比例，与股东共享发展成果。公司通过股权激励加高分红的方式组织起了一支干事创业的铁军，并成为利益分享的平台，公司战略进取心强、战略方向判断精准并且执行力强，为实现基业长青打下基础。

**“碳中和”推动小企业退出，公司市占将有进一步提升。**“碳中和”目标的设立对于作为传统排碳大户的玻璃行业来讲将是新一轮影响更为长远的供给侧改革，无力改善燃料结构和升级环保处理设施的中小企业将逐渐退出行业，旗滨市占率中长期看处于持续提升的通道。

**围绕玻璃主业积极延伸，二次创业成长路径清晰。**公司目前正积极向产业链下游进行延伸，布局的节能玻璃、电子盖板玻璃、药用玻璃以及光伏玻璃中长期需求增长空间广阔，基于自身在玻璃行业的深厚技术积淀，以及作为干事创业平台所带来的强大战略进取心和执行力，我们看好其在“二次创业”方向上的快速成长，公司基本面也正因此迎来质的改变。

**盈利预测与投资评级：**预计公司2021到2023年的营业收入为153.02、192.60和227.89亿元，归属于母公司的净利润为47.96、55.50和65.83亿元，对应的EPS分别为1.79、2.07和2.45元，对应的动态PE分别为10倍、9倍和7倍，维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示：**产能置换政策放松、竣工需求下滑，新品拓展不力

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,305.76	9,644.09	15,302.36	19,259.99	22,788.55
增长率(%)	11.07	3.64	58.67	25.86	18.32
归母净利润(百万元)	1,346.43	1,825.36	4,796.24	5,549.82	6,583.13
增长率(%)	11.45	35.51	162.98	15.71	18.62
净资产收益率(%)	16.35	19.27	39.82	36.83	35.28
每股收益(元)	0.52	0.69	1.79	2.07	2.45
PE	34.81	26.09	10.14	8.76	7.39
PB	5.91	5.13	4.04	3.23	2.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

公司主要产品分三大类：优质浮法玻璃、在线LOW-E镀膜玻璃和LOW-E镀膜玻璃基片。公司是国内玻璃企业龙头，拥有全国最高的浮法玻璃原片产能。

资料来源：公司公告，wind

### 未来3-6个月重大事项提示：

-

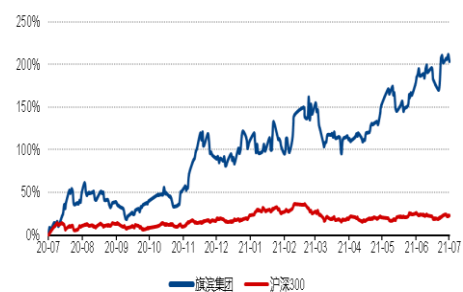
### 发债及交叉持股介绍：

-

### 交易数据

52周股价区间(元)	18.77-6.08
总市值(亿元)	486
流通市值(亿元)	486
总股本/流通A股(万股)	268,622/268,622
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.41

### 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

### 研究助理：韩宇

010-66554042

hanyu\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

## 目 录

1. 后来居上长期专注原片，打造成本领先核心竞争优势 .....	4
1.1 规模成本：行业底部逆势扩张，实现规模迅速增加 .....	5
1.2 区位布局：产能布局靠近市场，交通便利运费成本低 .....	6
1.3 原材料自给：硅砂高自给率保产品品质、供应安全和成本优势 .....	7
2. 股权激励频次高效果好，旗滨的本质是干事创业平台化公司 .....	8
3. “碳中和”下小企业加速退出，成本领先助市占进一步提升 .....	9
4. 围绕玻璃主业积极延伸，二次创业成长路径清晰 .....	11
4.1 节能玻璃渗透率不断提升，旗滨乘势而起 .....	12
4.2 产品高端化瞄准盖板玻璃和药玻，进军光伏玻璃，玻璃综合制造龙头蔚然兴起 .....	13
4.2.1 进军盖板玻璃，有望成国产替代的排头兵 .....	13
4.2.2 政策推动产品结构升级，药玻紧抓机遇期抢占市场 .....	14
4.2.3 看好旗滨进军光伏玻璃，传统玻璃企业或将重塑行业格局 .....	15
5. 盈利预测与投资评级 .....	17
6. 风险提示 .....	17
相关报告汇总 .....	19

## 插图目录

图 1：旗滨集团营收构成（2020 年年报） .....	4
图 2：旗滨集团毛利构成（2020 年年报） .....	4
图 3：旗滨集团是最专精于浮法原片制造的企业 .....	5
图 4：旗滨集团浮法玻璃单位成本行业领先 .....	5
图 5：旗滨集团产能变化情况 .....	6
图 6：旗滨集团平均单线日熔量领先行业 .....	6
图 7：旗滨集团产能布局在全国玻璃消费最旺盛华东和中南区域 .....	7
图 8：旗滨集团营收来源分区域变化情况 .....	7
图 9：华东、中南和西南地区平板玻璃产量占全国 68%左右 .....	7
图 10：浮法玻璃成本结构（以燃料采用天然气为例） .....	8
图 11：旗滨集团硅砂采购价格显著低于同业 .....	8
图 12：旗滨集团硅砂矿靠近自身生产基地和玻璃消费核心市场 .....	8
图 13：旗滨集团股权激励业绩目标完成情况较好 .....	9
图 14：我国平板玻璃碳排放主要来自于化石燃料燃烧 .....	10
图 15：我国平板玻璃燃料使用以石油焦为主 .....	10
图 16：我国玻璃行业集中度相较于水泥和玻纤仍有差距 .....	11
图 17：旗滨集团中长期市占提升的逻辑推演 .....	11
图 18：旗滨集团研发支出占营收的比例 2016 年起稳步提升 .....	12
图 19：节能玻璃的主要分类 .....	12
图 20：旗滨集团节能玻璃销售规模迅速增长 单位：万平米 .....	13

图 21: 节能玻璃的成本构成 .....	13
图 22: 视窗防护屏组成结构 .....	13
图 23: 手机是盖板玻璃的主要应用领域 .....	14
图 24: 盖板玻璃以铝硅玻璃为主 .....	14
图 25: 2011-2020 年全球光伏年度新增装机规模以及 2021-2030 年新增规模预测 (单位: GW) .....	16
图 26: 2011-2020 年国内光伏年度新增装机规模以及 2021-2030 年新增规模预测 (单位: GW) .....	16
图 27: 双玻组件的渗透率将持续提升 .....	16
图 28: 182 和 210 尺寸的硅片占比将持续提升 .....	16

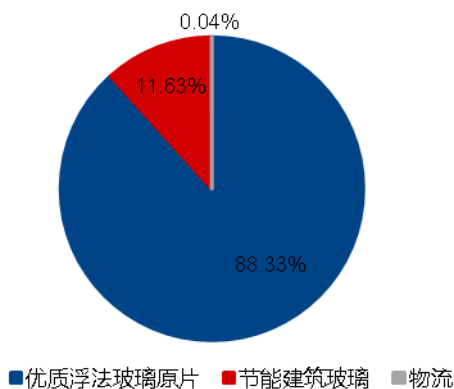
## 表格目录

表 1: 旗滨集团 10 年时间跃居浮法原片产能第一企业 .....	4
表 2: 旗滨集团电子玻璃投资项目情况 .....	14
表 3: 旗滨集团药用玻璃投资项目情况 .....	15
表 4: 旗滨集团光伏玻璃产能扩张规划 .....	16

## 1. 后来居上长期专注原片，打造成本领先竞争优势

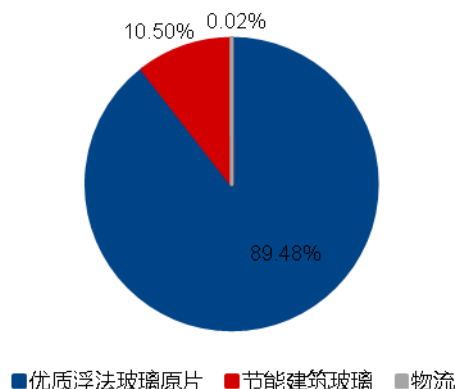
旗滨集团成立于 1988 年，公司于 2005 年通过收购株洲玻璃厂的方式进入玻璃行业，并于 2011 年在上交所上市，公司目前已成为国内浮法玻璃原片生产的龙头企业，目前有在产的浮法玻璃生产线 26 条，日融化量达到 17800 吨，是国内产能最大的浮法玻璃生产商。

图1：旗滨集团营收构成（2020 年年报）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：旗滨集团毛利构成（2020 年年报）



资料来源：wind，东兴证券研究所

浮法玻璃是平板玻璃的一种，是根据生产玻璃的浮法工艺而命名，浮法工艺 20 世纪 50 年代由英国玻璃厂商皮尔金顿所发明，我国浮法玻璃技术由洛阳玻璃厂在 20 世纪 80 年代自主研制成功，由于浮法工艺在相同产品质量的情况下可以满足对平板玻璃多样化的厚度要求，并且生产效率高且单位产品消耗较低，因此一经开发成功便在国内受到业界欢迎进入高速发展时期，目前我国浮法玻璃占平板玻璃的产量已经达到 90%，成为稳定且主流的平板玻璃生产工艺。

在我国浮法玻璃的发展历史上，旗滨集团的确可以称之为后来居上的行业黑马，从进入玻璃行业到成为浮法原片产能最大的企业，仅仅用了十余年的时间，公司在产品同质化较强，竞争门槛相对不高，且经营杠杆高周期性较强的行业中实现后来者居上，我们认为与公司本身的核心竞争力密不可分，我们认为旗滨的核心竞争力可以总结为：**在强大的战略进取心和战略执行力下长期专注原片所带来的综合成本领先。**

表1：旗滨集团 10 年时间跃居浮法原片产能第一企业

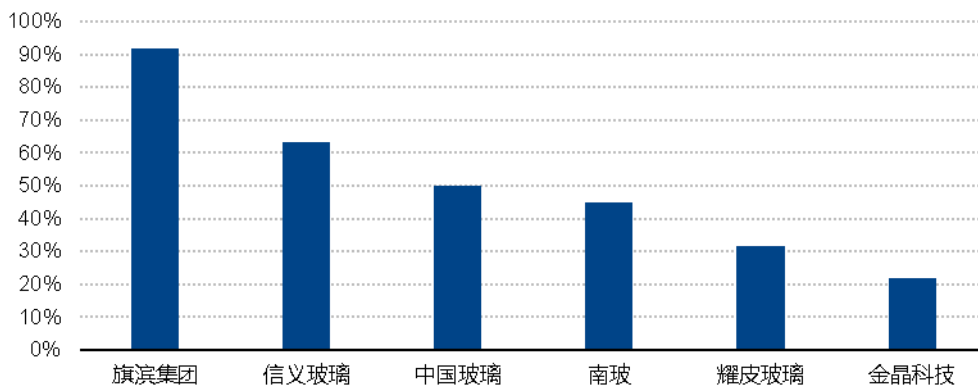
排名	2011 年	2020 年
1	华尔润	旗滨集团
2	台玻集团	信义玻璃
3	中国玻璃	凯盛科技
4	南玻集团	台玻集团
5	浙江玻璃	河北迎新
6	信义玻璃	南玻集团
7	金晶科技	望美集团
8	福耀玻璃	中国玻璃

9	沙河安全	金晶科技
10	<b>旗滨集团</b>	武汉长利

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

旗滨集团综合成本的领先来自于三个方面, 一是规模成本优势: 行业底部逆势扩张, 规模优势带来原材料和能源集采成本低; 二是区位优势: 产能布局靠近市场, 运输成本较低; 三是原材料自给优势: 砂石自给率高保障生产安全和低成本。

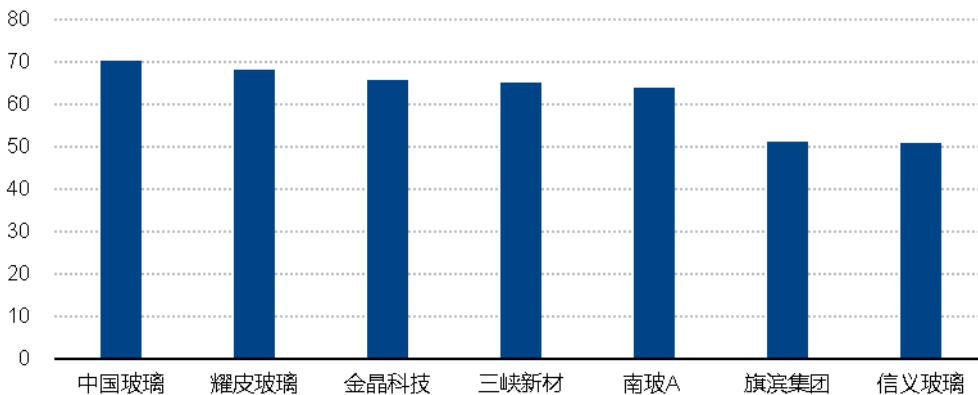
图3: 旗滨集团是最专精于浮法原片制造的企业



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图4: 旗滨集团浮法玻璃单位成本行业领先

单位: 元/重量箱



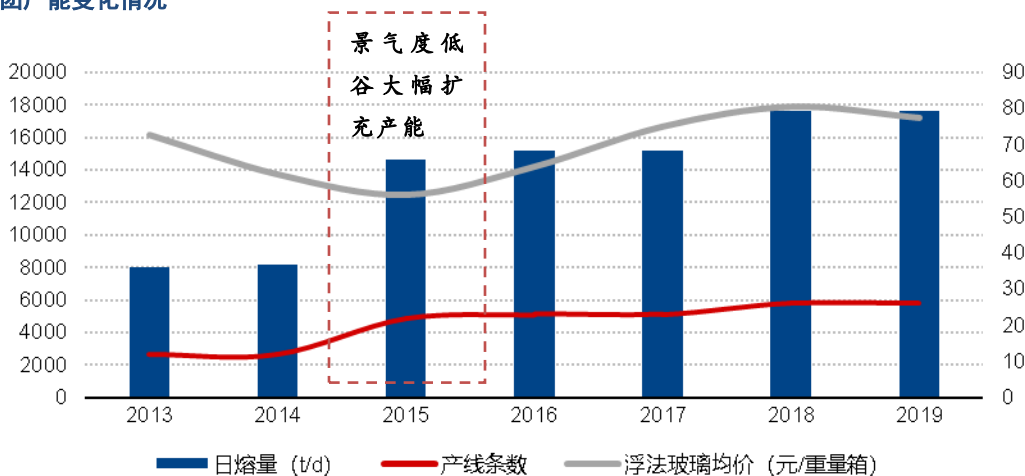
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

### 1.1 规模成本: 行业底部逆势扩张, 实现规模迅速增加

旗滨集团具备敏锐的战略眼光和强大的战略执行力, 敢于在行业底部逆势扩张。公司历史上有两次具备里程碑意义的成功收购, 一是公司 2005 年收购因经营不善而亏损严重的株洲玻璃厂进入玻璃行业, 规模进入行业前十之后于 2011 年登录资本市场; 二是 2013 年公司在行业景气度低谷之时收购破产倒闭的浙江玻璃 (2015 年正式装入上市公司), 自身产能规模大幅增长 77%而晋升行业前三甲。

对株洲玻璃和浙江玻璃的成功收购使得公司产能规模迅速扩张, 原材料和能源集采成本获得相对于行业的比较优势, 另一方面, 公司所收购资产较为优质, 单线规模符合产线大型化趋势, 有助于降低单线能量消耗从而降低制造成本。

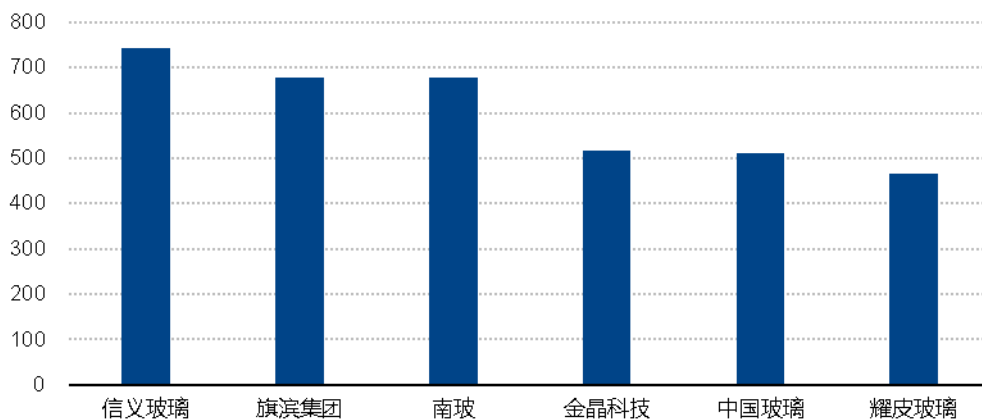
图5: 旗滨集团产能变化情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 旗滨集团平均单线日熔量领先行业

单位: t/d



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.2 区位优势: 产能布局靠近市场, 交通便利运费成本低

株洲玻璃和浙江玻璃在被整合之前分别是华南和华东区域市场的玻璃龙头企业, 成功整合使得旗滨集团能够利用所收购企业的渠道资源和客户积累迅速打开市场 (受制于运输半径, 玻璃以地销为主, 厂商一般拥有稳定客户群), 目前公司在国内有湖南醴陵、湖南郴州、福建漳州、广东河源、浙江绍兴、浙江长兴、浙江平湖七大生产基地, 其中浙江省内的三个基地靠近国内玻璃消费的最大市场华东区域, 位于湖南、福建和广东的四个基地则可在覆盖华中和华南市场的同时获得进入西南市场的便利, 目前公司在华东和华南区域的收入已占到集团总收入的 80%左右, 是绝对的核心市场, 公司目前在这两个区域的市占率均已超过 30%。而华

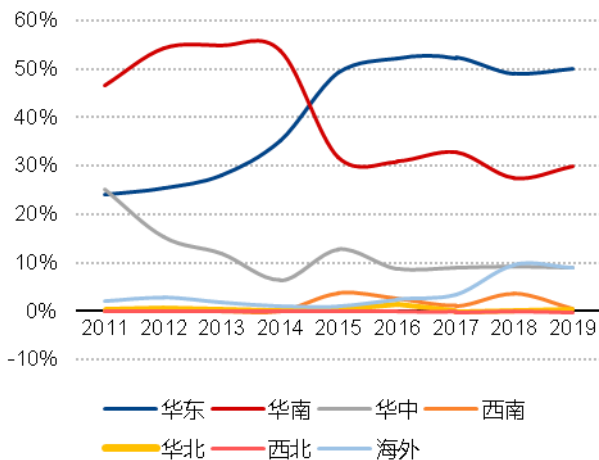
东、中南以及西南（对应公司报表中的华南和华东区域）也是全国玻璃需求较为旺盛的区域，区域价格处于全国高地，平板玻璃产量占全国的比例高达 68%，

图7：旗滨集团产能布局在全国玻璃消费最旺盛华东和中南区域



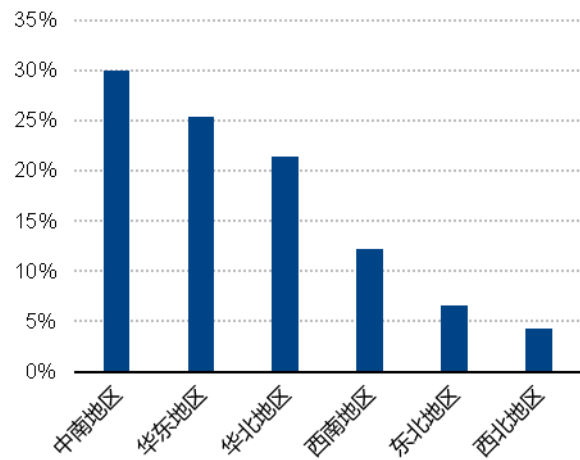
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：旗滨集团营收来源分区域变化情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：华东、中南和西南地区平板玻璃产量占全国 68%左右



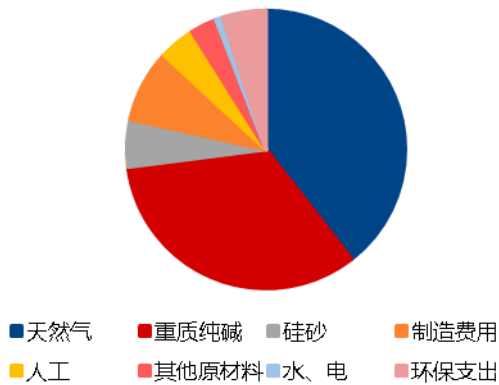
资料来源：wind，东兴证券研究所

公司产能基地拥有强大的交通运输资源以节省运输费用。公司漳州基地拥有的 5000 吨级、3000 吨级、30000 吨级的三个海运码头，且紧邻沈海高速路，产品可直销长三角、珠三角以及国外市场，醴陵基地紧邻京港澳、沪昆、平汝三条高速公路，绍兴玻璃公司、长兴玻璃公司、平湖玻璃公司拥有丰富的河流资源和发达的公路交通资源。

### 1.3 原材料自给：硅砂高自给率保产品品质、供应安全和成本优势

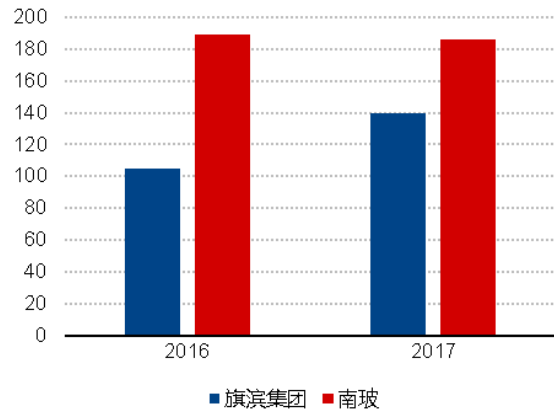
原料和燃料是浮法玻璃成本的最大构成项，约占到 70-80%（根据燃料使用的不同有所差异）。原料成分主要包含硅砂和纯碱等，这其中纯碱是同质化的化工品，各个企业的采购价格、渠道和供应品质差别不大，而硅砂属自然界矿物，且不同地区品位不同，会对浮法原片的产品品质产生较大影响，旗滨集团自进入行业之初便重视硅砂资源的战略储备，目前已经在福建漳州、广东河源、湖南醴陵以及湖南郴州布局了靠近生产基地且对外交通便利的 4 个高品位硅砂矿，基本实现了硅砂原料的自给，确保了原料供应的安全，并且保证了浮法原片的产品品质和成本优势，数据表明，公司硅砂原料的采购价格显著低于同业。

图10：浮法玻璃成本结构（以燃料采用天然气为例）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：旗滨集团硅砂采购价格显著低于同业



资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：旗滨集团硅砂矿靠近自身生产基地和玻璃消费核心市场



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

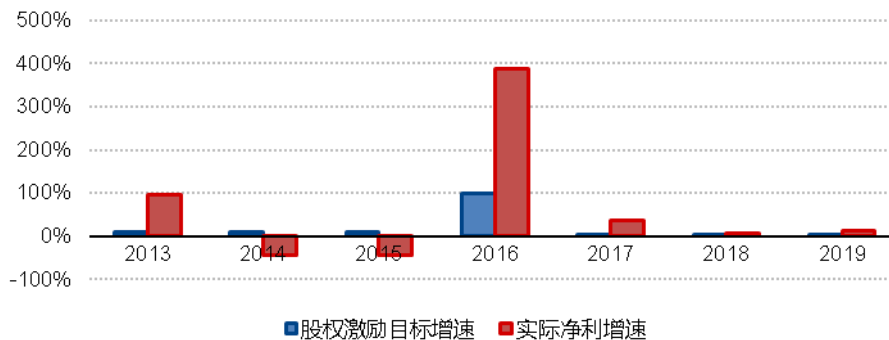
## 2. 股权激励频次高效果好，旗滨的本质是干事创业平台化公司

股权激励作为一种股东与管理层及员工共享公司发展成果的手段，不仅能够对公司未来发展方向和发展速度给予内外部人一个共同的指引，而且能够真正让被激励的管理层和员工参与到公司的决策、管理中来，通过

利益绑定, 股权激励能够很大程度减少委托代理关系所带来的逆向选择行为, 使得公司战略决策能够符合整体利益并能得到更好的落实, 管理层和员工也能分享到公司发展带来的收益。

**股权激励汇聚行业人才, 共同干事创业。**在已上市的传统玻璃企业中, 旗滨集团使用股权激励频次最高, 上市后的第二年公司便推出激励范围包括董事、高管、核心技术和骨干人员在内的大范围股权激励计划, 激励期结束后公司又接连续作两次, 上市后到 2019 年的时间里一直有股权激励计划覆盖。领先行业的激励机制吸引了不少玻璃行业的资深从业者和一批优秀的职业经理人加盟共同创业, 董事会和管理层成员丰富的行业经验对公司把握行业机遇实现弯道超车式发展贡献了重要作用。从旗滨集团业绩考核期的表现来看, 公司股权激励业绩完成度较好, 除 2014-2015 年受到玻璃行业景气度大幅下滑的大环境拖累而业绩负增之外, 其余时间公司实际净利润增速均大于考核目标。

**图13: 旗滨集团股权激励业绩目标完成情况较好**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

通过股权激励的方式吸引人才加盟入股, 旗滨集团组织起了一支在玻璃行业干事创业的铁军, 并使自身成为一个利益分享的平台, 公司平台化之下, 战略进取心强、战略方向判断精准并且战略执行力强, 为公司实现弯道超车和进一步实现基业长青打下基础。

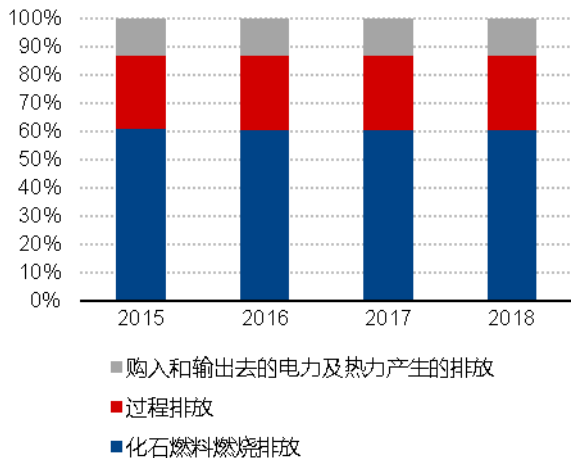
### 3. “碳中和”下小企业加速退出, 成本领先助市占进一步提升

据百度百科, “碳中和”是指国家、企业、产品、活动或个人在一定时间内直接或间接产生的二氧化碳或温室气体排放总量, 通过植树造林、节能减排等形式, 以抵消自身产生的二氧化碳或温室气体排放量, 实现正负抵消, 达到相对“零排放”。

**“碳中和”是更为长远的供给侧改革, 将使小企业加速退出。**我国已明确在 2030 年之前实现“碳达峰”, 在 2060 年之前实现“碳中和”的目标。我们认为“碳中和”目标的设立对于作为传统排碳大户的建材行业来讲将是新一轮影响更为持续和长远的供给侧改革, 就玻璃行业来讲, 玻璃生产制造过程中的碳排放主要集中在三个部分: 化石燃料燃烧排放、过程排放、购入和输出出去的电力及热力产生的排放, 分别占总排放量的 60.49%、26.44%和 13.08%。根据玻璃行业碳排放所呈现的特点, 我们认为玻璃行业的碳减排主要有两种途径, 一是改善燃料结构, 使用低碳燃料; 二是对生产设备进行环保升级改造, 严格执行能耗及污染物排放标准。就改善燃料结构来讲, 目前使用的燃料主要有石油焦、煤制气、天然气以及重油等, 这四种燃料中, 目前单位热值低、碳氧化率高导致污染较大的石油焦由于价格便宜而使用占比最大, 而天然气这种单位热值高、碳氧化率低、污染小且生产出的玻璃质量最高的清洁燃料则因为价格较为昂贵而使用占比相对较低, 随着“碳中和”

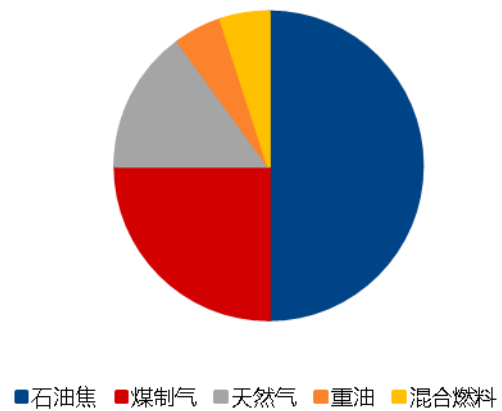
的推进，行业排放标准将日益提升，天然气的使用占比将逐渐升高，这将抬升企业制造成本，另一方面，行业排放标准趋严的背景之下，对生产设备进行环保升级改造的支出也将推升企业成本，总之，“碳中和”推进下环保标准的持续提升将推动中小企业加速退出，具备生产设备环保升级的资金实力和技术储备，以及燃料结构中天然气占比大或已完成天然气燃烧系统改造的企业将获得这部分中小企业退出所留下的产能置换指标和对应的市场份额。

图14：我国平板玻璃碳排放主要来自于化石燃料燃烧



资料来源：《我国平板玻璃行业碳排放现状及减排措施》，东兴证券研究所

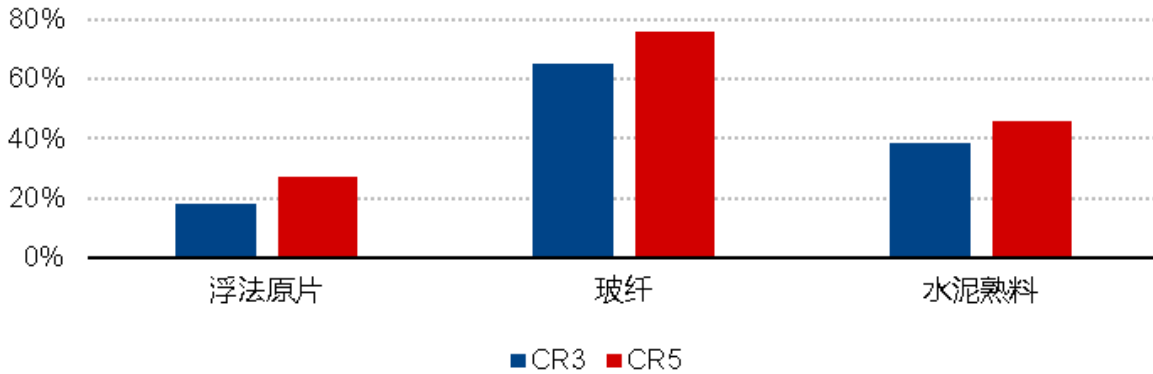
图15：我国平板玻璃燃料使用以石油焦为主



资料来源：中国玻璃期货网，东兴证券研究所

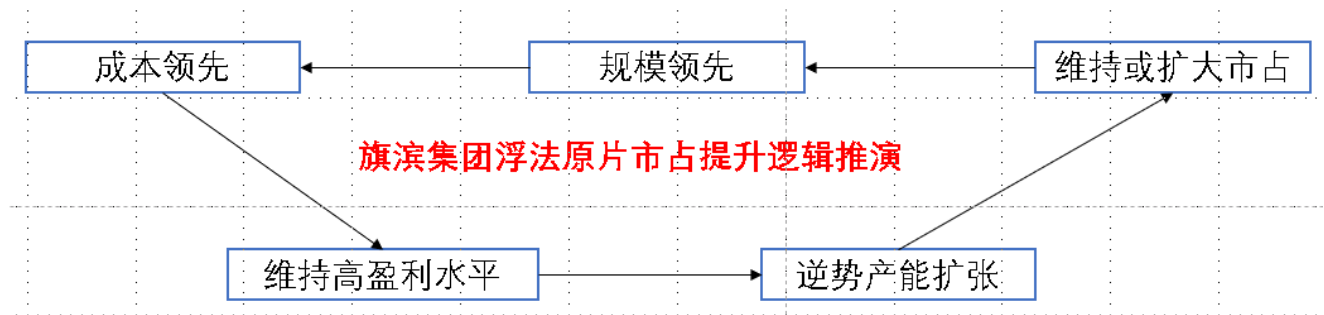
**成本领先本质上意味着规模扩张能力强，看好旗滨长期市占率提升。**就浮法原片业务而言，其位于玻璃产业链的上游，经营杠杆较高，具有较强的周期性，再加之本身行业集中度不高，CR3、CR5 分别仅为 18%、27%，低于同为强周期属性的水泥行业的 38.65%、45.71%，玻纤行业的 65%、76%，因而即便是行业龙头企业，也更多的是价格的接受者，那么对于玻璃企业而言，深耕成本端，通过不断降低成本在行业整体不景气时保持一定的盈利水平，从而保持一个稳健的资产负债表，始终拥有逆势或者顺势把握先机扩产的机会，进而才能充分享受行业景气度上行时的量价齐升，并不断巩固规模优势，实现规模扩张和成本下降的闭环，从这个角度上来讲，成本领先本质上为规模扩张提供了基础，作为拥有行业最强成本领先优势的公司之一，旗滨 2010 年以来保持了行业领先的毛利率水平，受益于供给侧改革推动的浮法原片价格中枢抬升，毛利水平也在 2016-2020 年一路攀升，从中长期看，“碳中和”的推行对玻璃行业来讲意味着新一轮更为持久的供给侧改革，无力改善燃料结构和升级环保处理设施的中小原片企业将逐渐退出行业。与此同时，随着我国城镇化率的继续稳步提升以及新能源汽车推广带来单车玻璃用量上升，分别占到浮法玻璃总需求 70%和 20%左右的地产和汽车行业需求将保持相对平稳，中小原片企业退出市场所留出的市场份额和产能指标为旗滨等龙头企业进行整合创造了条件，我们看好“碳中和”带来的供给侧改革下公司市占水平在中长期的稳步提升。

图16: 我国玻璃行业集中度相较于水泥和玻纤仍有差距



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图17: 旗滨集团中长期市占提升的逻辑推演

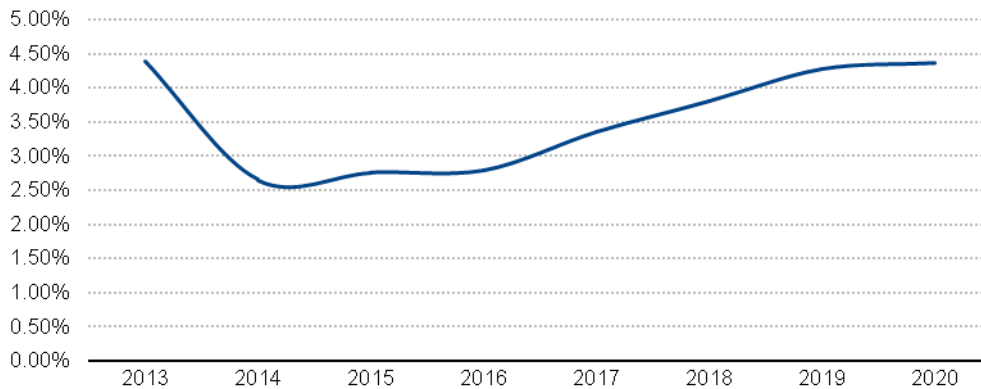


资料来源: 东兴证券研究所

#### 4. 围绕玻璃主业积极延伸, 二次创业成长路径清晰

2009年的“四万亿”需求刺激催生出浮法玻璃行业无序的产能扩张, 供给的大幅增加造成行业供需严重失衡, 2014-2015年玻璃行业景气度陷入谷底, 旗滨集团归母净利润连续两年大幅负增, 2016-2018年公司进入战略调整期, 战略方向从做大转向做强, 也是在2016年公司加大研发力度, 积极向深加工节能玻璃, 以及光伏光电玻璃、药用玻璃等高端产品方向进行延伸。2019年公司发布《株洲旗滨集团股份有限公司中长期发展规划纲要(2019-2024年)》(下称“中长期战略规划纲要”)公司将积极向产业链上下游进行延伸, 力争实现深加工产品和高端化产品比例的不不断提升。按照公司规划, 要争取在2021年实现营收超过100亿, 2024年营收超135亿元, 2021年、2024年净资产收益率均不低于同行业对标企业80分位值水平。“中长期战略规划纲要”的发布标志着二次创业的开始, 向下游节能深加工进行延伸、进军光伏玻璃和提升药玻、电子玻璃等高端化产品比例的成长路径非常清晰。

图18：旗滨集团研发支出占营收的比例 2016年起稳步提升

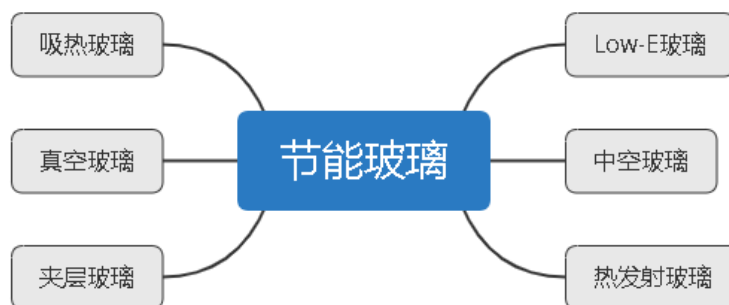


资料来源：wind，东兴证券研究所

#### 4.1 节能玻璃渗透率不断提升，旗滨乘势而起

节能玻璃是浮法玻璃的下游，是以玻璃原片为基材，以物理或化学方法对玻璃进行再加工，制成具有新的结构、功能或形态和高附加值的玻璃制品，主要分为镀膜玻璃、中空玻璃、夹层玻璃等。

图19：节能玻璃的主要分类

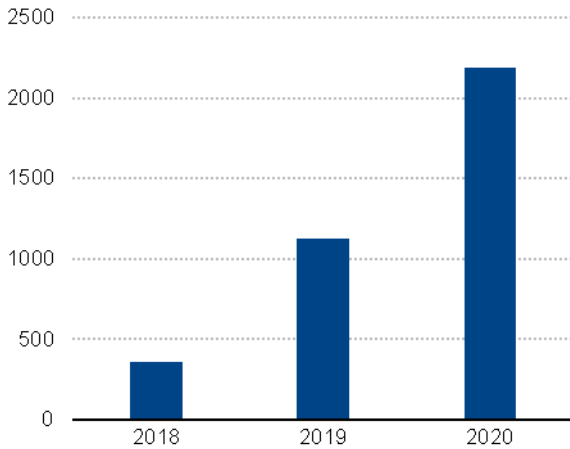


资料来源：wind，东兴证券研究所

节能玻璃渗透率提升空间大，市场规模进入快速提升期。在门窗、墙体、屋面和地面四大建筑物围护结构中，门窗的绝热性最差，能耗约占建筑围护部件总能耗的 40-50%，在采暖或空调的条件下，冬季单玻窗所损失的热量约占供热负荷的 30%-40%，夏季因太阳辐射热透过单玻窗射入室内而消耗的冷量约占空调负荷的 20-30%，可以看到单层玻璃的使用是建筑物能耗高企的主要原因之一。建筑节能玻璃具有良好的保温及遮光性能，可以显著降低建筑物能耗，目前我国所有建筑物中低辐射节能玻璃的使用比例只有 8%左右，而欧美等发达国家已达到 85%，提升空间巨大，根据《玻璃工业“十三五”发展指导意见》，2020 年我国新建建筑 Low-E 节能玻璃的使用率将由 2015 年的 15-20%快速提升至 70%以上，未来随着“碳中和”政策的不断推进和人均收入提升推动建筑品质升级，我国建筑节能标准将不断提升，节能玻璃在新建建筑和既有建筑中的渗透率提高将并行，节能玻璃市场规模将进入快速提升期。

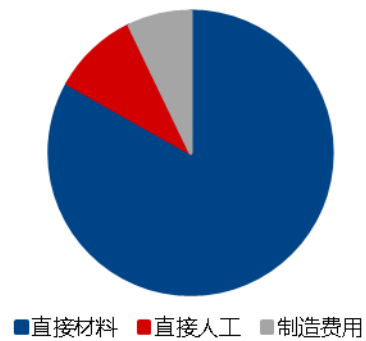
原片规模化优势和良好客户基础助力节能深加工快速放量。节能玻璃的制造在产业链上属于玻璃深加工环节, 其原料为浮法玻璃原片, 旗滨长期深耕于原片环节, 目前已具备领先于行业的规模化成本优势, 浮法原片作为原材料占到节能玻璃生产成本的 80%以上, 原材料的完全自给和规模成本优势赋能节能玻璃产品具备高性价比, 再加之下游深加工厂本身品牌力欠缺, 而公司品牌和产品已有较高知名度和良好客户基础, 公司节能玻璃持续放量, 公司目前在广东、湖南、浙江、天津、马来西亚布局了四个节能玻璃生产基地, 拥有节能玻璃产能 2370 万平/年, 另有两个生产基地在建, 预计未来 2-3 年的产能增幅在 50%以上。

图20: 旗滨集团节能玻璃销售规模迅速增长 单位: 万平米



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图21: 节能玻璃的成本构成



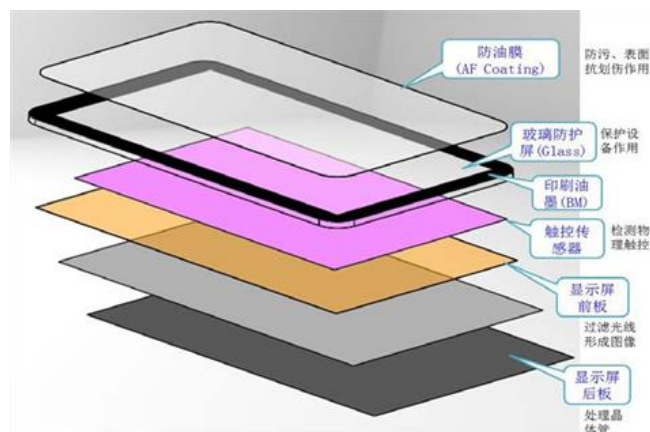
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 4.2 产品高端化瞄准盖板玻璃和药玻, 进军光伏玻璃, 玻璃综合制造龙头蔚然兴起

### 4.2.1 进军盖板玻璃, 有望成国产替代的排头兵

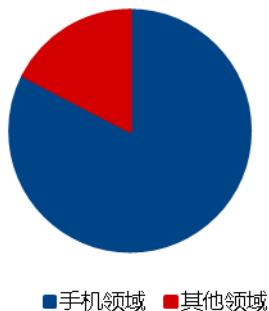
盖板玻璃最大应用端是手机, 高铝硅盖板玻璃是主流。盖板玻璃是触摸屏的保护层, 下游主要应用领域包括消费电子产品、工业控制以及汽车中控屏, 其中手机占了盖板玻璃需求的 70%左右, 是其最大的应用领域。盖板玻璃主要有高铝硅盖板玻璃和钠钙硅玻璃两种, 高铝硅玻璃由于更好的强度、韧性, 具备更好的抗跌落性能, 并且耐划伤、耐摩擦, 在盖板玻璃使用量中的占比越来越高, 目前已经成为主流的盖板玻璃。

图22: 视窗防护屏组成结构



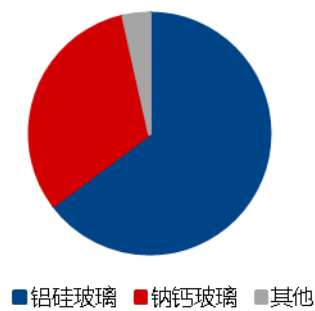
资料来源：蓝思科技招股书，东兴证券研究所

图23：手机是盖板玻璃的主要应用领域



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图24：盖板玻璃以铝硅玻璃为主



资料来源：华商情报网，东兴证券研究所

国内盖板基片市场规模 46 亿，国产替代空间大。2017 年玻璃盖板行业消费量为 2285 万平方米左右，我国高铝硅盖板玻璃产业主要以蓝思科技、伯恩光学以及信濠光电等深加工企业为主，而原片市场基本被美国康宁、德国肖特以及日本旭硝子所垄断，三家合计占比在 90% 左右，其中康宁占比在 60% 左右，国内最大的盖板玻璃加工企业蓝思科技采购康宁大猩猩玻璃的均价在 250-300 元/平之间，而肖特、日本旭硝子在等在 100-200 元/平之间，国内企业售价则在 100 元/平之下，取 200 元/平的均价，则国内盖板玻璃基片市场的规模在 46 亿左右，这其中绝大部分为高铝硅玻璃，且市场基本被国外厂商占据，国产替代的空间十分巨大。

盖板玻璃项目已进商业化运营阶段，估值与业绩双升可期。公司 65t/d 浮法成型超薄电子玻璃已于 2020 年 4 月进入商业化运营阶段，目前良品率和品牌度处稳步提升过程中，且已产生盈利，目前电子玻璃盖板基片工艺分为浮法和溢流法两种，康宁采用溢流法工艺，在此领域对技术和市场皆具备垄断地位，而旗滨的技术路线是浮法，我们认为旗滨作为传统浮法玻璃企业选择绕开溢流法而从浮法进行突破的路径是正确的，因为相较于溢流法来讲，浮法更容易获取规模成本优势，并且公司在浮法技术上有良好的储备，具备很好的技术改良和迁移能力，更能够获取性价比优势从而迅速切入下游客户。盖板玻璃属于高端玻璃品种，国产替代空间大，盈利水平高，传统浮法玻璃企业凭借成本优势和技术积累切入浮法工艺赛道抢占外资市场份额的路径正确且清晰，旗滨市场份额将进入快速提升期，公司盖板玻璃原片板块有望迎来估值和业绩的双升。

表2：旗滨集团电子玻璃投资项目情况

项目名称	产能规模	技术路线	计划投资额(亿元)	预计营收	预计净利润	预计净利率
高性能电子玻璃生产线项目(一期)	65 吨/天	天然气全氧燃烧浮法成型	37,200 万元	平均 40,768 万元/年	平均 15,692 万元/年	38.49%
高性能电子玻璃生产线项目(二期)	65 吨/天	-	49,495 万元	-	-	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 4.2.2 政策推动产品结构升级，药玻紧抓机遇期抢占市场

钠钙玻璃和低硼硅玻璃目前是我国药用玻璃的主流。药用玻璃是药用包装材料的一种，由于玻璃具有良好的化学稳定性，并且通过调整配方就可以改变玻璃的化学和耐辐射性质，因而是药品包装的理想材料，被广泛

用在注射剂、生物药品、粉针剂、冻干剂以及口服液等领域。药用玻璃分为钠钙玻璃、低硼硅玻璃、中硼硅玻璃以及高硼硅玻璃四种, 我国目前应用的主流是钠钙玻璃和低硼硅玻璃。

**仿制药一致性评价推动中硼硅玻璃需求高增。**2019年10月国家食药监局发布的《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》中对注射剂药品包装材料和容器的要求表述为“不得低于参比试剂”, 国外药用玻璃的主要包装材料为中硼硅玻璃, 而我国90%以上是仿制药, 国内药用玻璃消耗的玻管有90%以上是低硼硅和钠钙玻璃, 仿制药一致性评价的推行正在推动药用玻璃包装材料向海外发达国家看齐, 中硼硅玻璃需求快速提升。目前我国玻管年使用量在30万吨左右, 按照90%以上的仿制药比例计算中硼硅玻管的渗透空间, 按照20000元/吨的价格测算, 那么未来市场规模在54亿左右。

**中硼硅管的国产替代大有可为, 旗滨顺势而为抢占市场。**在中硼硅药用瓶领域, 国内企业主要以进口肖特、康宁等国外厂商生产的玻管然后进行二次加工为主, 目前尚不能在中硼硅玻管生产领域实现国产替代, 并且由于产能受限, 国外厂商每年可出口至国内的中硼硅管仅2万吨左右, 国内中硼硅管处于严重供不应求的状态。旗滨计划建设两条25t/d中性硼硅药用玻璃及深加工生产线, 目前高管团队皆已自筹资金跟投药玻项目, 公司将利用自身长期深耕于玻璃行业的技术积淀, 以及作为玻璃行业干事创业平台型企业对人才的吸引力, 立足于自身技术创新, 有望实现中硼硅玻管的国产化, 顺势而为用更具性价比的产品抢占这一高端玻璃领域的国产替代广阔市场。2021年1月, 公司一期25吨中性硼硅药用玻璃点火, 目前良品率稳步提升。

**表3: 旗滨集团药用玻璃投资项目情况**

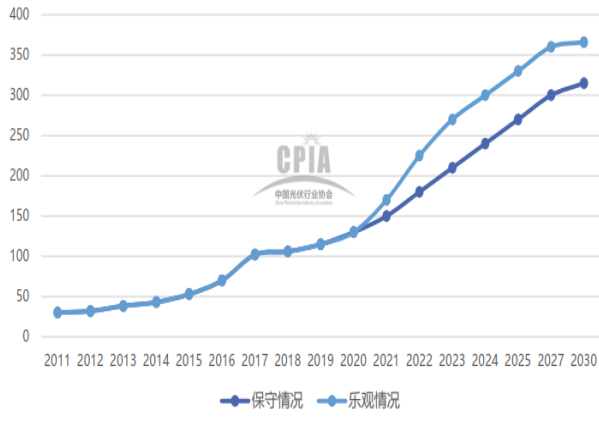
项目名称	产能规模	技术路线	计划投资额(亿元)	预计营收	预计净利润	预计动态投资回收期
中性硼硅药用玻璃一期项目	1条25t/d	丹纳法拉管工艺	15,528万元	平均10,029万元/年	平均3,300万元/年	3.74年
中性硼硅药用玻璃二期项目	2条25t/d	丹纳法拉管工艺	47,085万元	-	-	-

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 4.2.3 看好旗滨进军光伏玻璃, 传统玻璃企业或将重塑行业格局

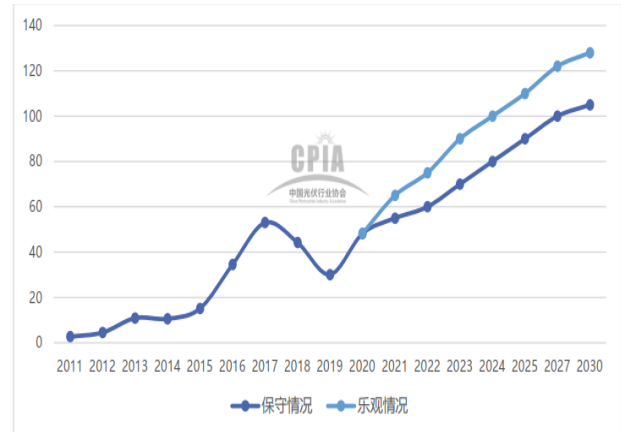
**光伏玻璃需求处于快速增长期, 新产能增速快, 未来格局或生变。**根据2020年版《中国光伏产业发展路线图》, 全球看, 未来随着光伏度电成本的下降以及绿色能源渗透率的不断提升, 光伏市场将快速增长, 国内看, 碳达峰碳中和政策推动下, 2030年我国非化石能源占一次能源消费的比重将达到25%左右, 推动“十四五”期间光伏年均新增装机保持在70-90GW, 不论是全球还是国内光伏装机都呈现出加速的态势, 叠加近年来双玻组件占比不断提升, 光伏需求快速增长直接拉动了光伏玻璃需求, 加剧光伏玻璃供需失衡, 工信部选择不再将光伏玻璃与传统浮法玻璃一起纳入严格的产能置换政策之中, 而是采取举行新建产能听证会的形式灵活放开光伏玻璃新建产能限制, 根据各公司产能投放计划, 2021-2022光伏玻璃新增产能增速将分别达到60%和30%左右, 其中中建材、旗滨集团、南玻A、金晶科技等传统玻璃企业占比较大, 传统玻璃企业光伏玻璃产能的快速增长或将在短期压低光伏玻璃价格, 加之下游光伏组件厂商也有增加供应商分散供应风险的需求, 我们认为市场份额可能不再高度集中于福莱特和信义光能两家企业, 未来行业竞争格局可能生变。

图25: 2011-2020 年全球光伏年度新增装机规模以及 2021-2030 年新增规模预测 (单位: GW)



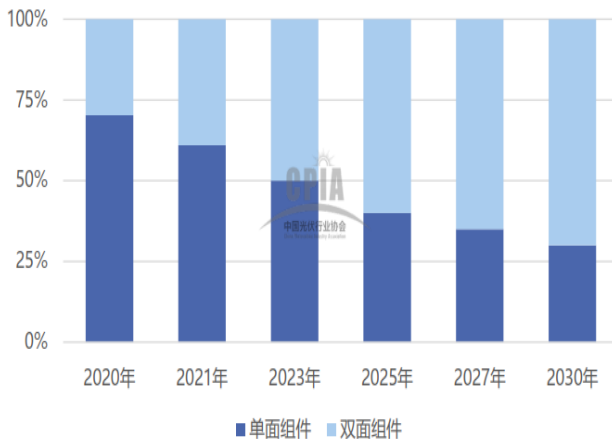
资料来源:《中国光伏产业发展路线图》, 东兴证券研究所

图26: 2011-2020 年国内光伏年度新增装机规模以及 2021-2030 年新增规模预测 (单位: GW)



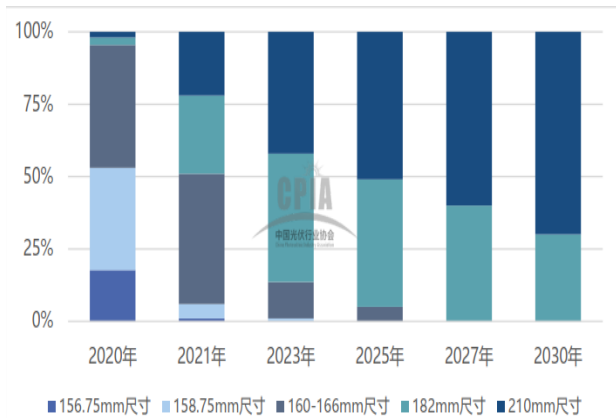
资料来源:《中国光伏产业发展路线图》, 东兴证券研究所

图27: 双玻组件的渗透率将持续提升



资料来源:《中国光伏产业发展路线图》, 东兴证券研究所

图28: 182 和 210 尺寸的硅片占比将持续提升



资料来源:《中国光伏产业发展路线图》, 东兴证券研究所

新产能顺应下游技术趋势, “转产+新建”两部走扩张光伏玻璃产能。在度电成本下降这一行业发展大势的推动下, 光伏硅片目前呈现出向着 210 和 182 大尺寸进行发展的趋势, 硅片尺寸的加大需要对应更大的光伏玻璃单线规模以及尺寸切割设备, 技术的更迭为旗滨这样的传统玻璃企业提供了进入行业的契机, 而目前光伏玻璃的行业领先企业由于老线占比多更新速度慢, 所以技术更迭对新进入者来说也是后发优势, 此外, 在成本上, 公司坐拥优质砂矿, 在原料超白砂上能够实现一定程度上的自给, 且较大的单线规模也能获取较大幅度的成本优势。在光伏玻璃的产能规划方面, 公司采取“转产+新建”的策略, 目前已有 850t/d 超白浮法产能转产光伏玻璃, 2021 年还将有 1650t/d 的产能转产, 公司目前已规划 5 条合计 6000t/d 光伏玻璃产能, 预计到 2022 年光伏玻璃总产能 8400t/d。

表4: 旗滨集团光伏玻璃产能扩张规划

项目名称	产能规模 (T/D)	技术路线	产能取得方式	投产时间
湖南郴州二线	350+650	超白浮法	原有产线转产	350 T/D 2020 年 8 月

				已转产, 650 T/D 预计 2021年7月转产
福建漳州一线	350	超白浮法	原有产线转产	预计2021年7月转产
福建漳州一线	550	超白浮法	原有产线转产	预计2021年7月转产
福建漳州七线	600	超白浮法	原有产线转产	2021年3月已转产
新建2条1200t/d光伏玻璃生产线及配套码头工程(浙江宁波)	1200*2	超白浮法	新建	预计2022年投产
新建1200t/d光伏玻璃生产线(福建漳州)	1200	超白压延	新建	预计2022年投产
1200t/d光伏高透背板材料及深加工项目(浙江绍兴)	1200	超白压延	新建	预计2022年投产
1200t/d光伏组件高透基板材料生产线(湖南资兴)	1200	超白压延	新建	预计2022年投产

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

旗滨集团是国内浮法原片产能最大的玻璃龙头公司, 在我国浮法玻璃的发展历史上, 公司可以称之为后来居上的行业黑马, 从进入玻璃行业到成为浮法原片产能最大的企业, 仅仅用了十余年的时间, 这背后的核心驱动力我们认为是在强大的战略进取心和战略执行力下长期专注原片所带来的综合成本领先, 这同时也是公司的核心竞争力。往后看, 我们认为旗滨的成长路径有两方面, 一是“碳中和”下小企业加速退出, 公司市占水平将得到进一步提升, 二是公司近年来正步入“二次创业”周期, 大举进军玻璃深加工及产品高端化领域, 节能玻璃、电子盖板玻璃、药用玻璃以及光伏玻璃皆为中长期需求增长空间广阔的领域, 公司基于自身在玻璃行业的深厚技术积淀, 以及自身作为干事创业平台所带来的强大战略进取心和执行力, 我们看好公司在“二次创业”方向上的快速成长, 公司基本面也正因为迎来质的改变。

预计公司2021到2023年的营业收入为153.02、192.60和227.89亿元, 归属于母公司的净利润为47.96、55.50和65.83亿元, 对应的EPS分别为1.79、2.07和2.45元, 对应的动态PE分别为10倍、9倍和7倍, 维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

## 6. 风险提示

产能置换政策放松、竣工需求下滑, 新品拓展不力

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	2505	3312	6337	9657	11327	<b>营业收入</b>	9306	9644	15302	19260	22789
货币资金	488	910	1530	2889	2710	<b>营业成本</b>	6566	6049	7677	10075	11959
应收账款	115	140	210	264	312	营业税金及附加	121	126	199	250	296
其他应收款	21	22	35	43	51	营业费用	129	87	168	347	456
预付款项	112	67	115	162	228	管理费用	514	721	1071	1252	1458
存货	673	1007	1178	1380	1638	财务费用	112	129	125	146	76
其他流动资产	803	755	3019	4602	6013	研发费用	371	412	689	963	1139
<b>非流动资产合计</b>	10560	11013	11803	12373	12826	资产减值损失	-13.9	-138.3	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	39	43	43	43	43	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8422	8118	9388	10019	10530	投资净收益	1.15	2.45	120.00	120.00	130.00
无形资产	871	1040	977	919	864	加:其他收益	119.6	118.15	118.15	118.15	118.15
其他非流动资产	354	388	0	0	0	<b>营业利润</b>	1581	2097	5495	6374	7561
<b>资产总计</b>	13065	14326	18140	22030	24154	营业外收入	3.65	4.78	20.00	20.00	21.00
<b>流动负债合计</b>	3093	3728	5001	5867	4399	营业外支出	16.64	6.09	15.00	15.00	15.00
短期借款	938	1268	2158	2303	0	<b>利润总额</b>	1568	2096	5500	6379	7567
应付账款	545	975	1157	1518	1966	所得税	222	272	704	829	984
预收款项	63	0	228	568	939	<b>净利润</b>	1346	1824	4796	5550	6583
一年内到期的非流动负债	854	300	300	300	300	少数股东损益	-1	-2	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	1728	1060	1025	1025	1025	归属母公司净利润	1346	1825	4796	5550	6583
长期借款	1113	494	494	494	494	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>负债合计</b>	4821	4788	6026	6892	5424	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	8	64	64	64	64	营业收入增长	11.07	3.64%	58.67%	25.86%	18.32%
实收资本(或股本)	2688	2686	2686	2686	2686	营业利润增长	17.16	32.69%	161.99	15.99%	18.62%
资本公积	1948	2116	2116	2116	2116	归属于母公司净利润增长	11.49	35.57%	162.76	15.71%	18.62%
未分配利润	3247	4188	5866	8086	10720	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	8237	9473	12045	15068	18659	毛利率(%)	29.44	37.28%	49.83%	47.69%	47.52%
<b>负债和所有者权益</b>	13065	14326	18140	22030	24154	净利率(%)	14.46	18.91%	31.34%	28.82%	28.89%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润率(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)	10.31	12.74%	26.44%	25.19%	27.26%
2019A						2020A	2021E	2022E	2023E	<b>偿债能力</b>	
<b>经营活动现金流</b>	2017	3118	3393	5364	6658	资产负债率(%)	37%	33%	33%	31%	22%
净利润	1346	1824	4796	5550	6583	流动比率	0.81	0.89	1.27	1.65	2.57
折旧摊销	984.89	986.67	801.60	937.44	1053.5	速动比率	0.59	0.62	1.03	1.41	2.20
财务费用	112	129	125	146	76	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	-29	-25	-70	-54	-48	总资产周转率	0.72	0.70	0.94	0.96	0.99
预收账款增加	-68	-63	228	340	371	应收账款周转率	93	76	88	81	79
<b>投资活动现金流</b>	-902	-1120	-1336	-1506	-1496	应付账款周转率	14.91	12.68	14.35	14.40	13.08
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.69	1.79	2.07	2.45
投资收益	1	2	120	120	130	每股净现金流(最新摊薄)	0.02	0.15	0.23	0.51	-0.07
<b>筹资活动现金流</b>	-1051	-1599	-1437	-2499	-5341	每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.53	4.48	5.61	6.95
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	-370	-619	0	0	0	P/E	34.81	26.09	10.14	8.76	7.39
普通股增加	-1	-1	0	0	0	P/B	5.91	5.13	4.04	3.23	2.61
资本公积增加	56	168	0	0	0	EV/EBITDA	19.49	15.73	7.80	6.56	5.38
<b>现金净增加额</b>	64	399	620	1359	-179						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	旗滨集团（601636）：“V”型反转下半年将延续，产品高端化引领成长	2020-08-12
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。

## 研究助理简介

### 韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。2020wind金牌分析师第3名团队和2020东方财富最佳建材行业分析师第3名团队核心成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526