



主体稳健双翼腾飞，浮法龙头展现新增增长点

——旗滨集团 (601636.SH) 首次覆盖报告

增持 (首次)

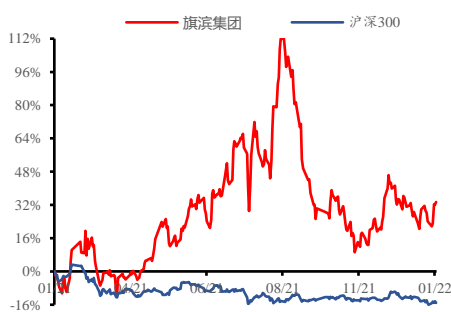
行业: 建筑材料
日期: 2022年1月26日

分析师: 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人: 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价 (元)	17.75
12mth A 股价格区间 (元)	28.17-11.91
总股本 (百万股)	2,686.29
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	476.82

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

投资摘要

浮法龙头，“一体两翼”打造新增长点。公司作为浮法玻璃龙头，积极布局产业链上下游相关产业，主营浮法玻璃稳定发展，积极进入光伏、电子、药用玻璃赛道，打造新增长点。2021年前三季度，公司实现营业收入107.66亿元，同比增长64.24%，实现归母净利润36.58亿元，同比增长200.85%。

主体业务稳健，产业链一体化优势明显。公司浮法玻璃业务稳健发展，截至2020年底，日熔化量达17600吨，是国内浮法玻璃原片龙头企业之一。公司重视产业链一体化建设，原料方面，自有砂矿保证了原料供给数量和质量的稳定性；深加工领域，节能玻璃产能和销量持续增长，2020年产量、销量同比增长均在90%以上，累计产销率98.1%，成为公司重要的营收增长点。

“两翼”齐飞，切入玻璃市场高端赛道。公司积极进入光伏、电子、药用玻璃赛道。光伏玻璃方面，公司整合资源，以郴州旗滨为基础打造光伏玻璃产业平台，转产浮法产线加上新建压延产线全部投产后，产能预计可达8500吨/天，或将跻身行业前列；电子玻璃方面，公司取得技术突破，所产电子玻璃抗弯强度 $>600\text{MPa}$ ，透过率 $\geq 92\%$ ，性能优秀；药用玻璃方面，公司顺应“国产、材料双替代”趋势，积极扩充产能，在湖南、浙江新建药用玻璃及药用玻璃素管产线。

盈利预测与估值

公司凭借浮法玻璃行业龙头规模优势，以现有业务、资源为基础，加强前瞻性业务的产品线研发能力，稳健踩准向高端产品过渡的步伐节奏，最终形成中端-中高端-高端相结合的产品布局。我们预测公司2021-2023年分别实现营业收入139.38亿元、169.33亿元、201.76亿元，实现归母净利润49.20亿元、52.62亿元、60.24亿元，EPS分别为1.83/1.96/2.24元/股，对应当前股价，估值分别为10/9/8倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

原材料成本大幅上升风险；新产品拓展不及预期；产能投放不及预期。

数据预测与估值

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9644	13938	16933	20176
年增长率	3.6%	44.5%	21.5%	19.1%
归母净利润	1825	4920	5262	6024
年增长率	35.6%	169.5%	7.0%	14.5%
每股收益 (元)	0.69	1.83	1.96	2.24
市盈率 (X)	18.45	9.61	8.98	7.85
市净率 (X)	3.63	3.28	2.41	1.84

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年01月19日收盘价)

目 录

1 旗滨集团：浮法龙头，“一体两翼”打造新增长点	4
1.1 发展迅速，全产业链综合布局.....	4
1.2 股权结构稳定，俞其兵为实际控制人.....	5
1.3 营收快速增长，盈利能力较强.....	5
1.4 “一体两翼”中长期规划，战略目标明确.....	7
2 主体业务稳健发展，上下游一体化优势显著	8
2.1 下游需求仍有支撑，节能玻璃有望成为新的增长点.....	8
2.1.1 地产竣工支撑，玻璃需求稳健.....	8
2.1.2 碳中和推动玻璃产业升级，节能玻璃市场潜力巨大.....	9
2.2 玻璃行业龙头，规模效应凸显.....	11
2.2.1 规模优势摊薄费用，盈利能力行业领先.....	11
2.2.2 浮法为基，广泛布局，节能玻璃业绩可期.....	13
3 “两翼”齐飞，切入玻璃市场高端赛道	14
3.1 统筹自身光玻资源，战略明晰积极扩张.....	14
3.1.1 光伏行业市场广阔，拉动光伏玻璃需求上升.....	14
3.1.2 资源整合，打造光伏玻璃产业平台.....	16
3.2 扩产能注重科研投入，电子玻璃市场抢占先机.....	18
3.2.1 “国产替代”趋势显现，市场空间逐步打开.....	18
3.2.2 产能放量叠加技术突破，竞争优势凸显.....	19
3.3 药用玻璃“双替代”，顺应趋势积极布局.....	20
3.3.1 国产替代叠加材料升级，药用玻璃市场容量扩大.....	20
3.3.2 依托自身优势，积极布局药用玻璃.....	21
4 盈利预测与估值	22
5 风险提示	25
原材料成本大幅上升风险.....	25
新产品研发拓展不及预期.....	25
产能投放不及预期.....	25

图

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司股权结构（截至 2022 年 1 月）.....	5
图 3 近年公司营业收入及同比增速.....	6
图 4 近年公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5 公司毛利率和净利率变动.....	6
图 6 公司主要业务营收结构.....	7
图 7 近年公司分产品毛利率、净利率.....	7
图 8 “一体两翼四保障”战略布局.....	8
图 9 房屋竣工面积及增速.....	8
图 10 房屋新开工面积与竣工面积累计同比.....	8
图 11 浮法玻璃总产能.....	9
图 12 浮法玻璃库存.....	9
图 13 浮法平板玻璃价格.....	9

图 14 节能玻璃使用率	11
图 15 2021 年前三季度各公司三项费用率	11
图 16 2021 前三季度重点玻璃企业销售毛利率对比	12
图 17 漳州旗滨玻璃有限公司图片	12
图 18 优质浮法玻璃生产量及增速	13
图 19 优质浮法玻璃原片销售量及增速	13
图 20 中国光伏装机量预测	15
图 21 全球光伏装机量预测	15
图 22 漳州光伏转至郴州旗滨	16
图 23 新一代超白浮法玻璃优势	17
图 24 2020 年电子玻璃市场份额（按收入）	19
图 25 旗滨集团开发支出	20
图 26 旗鲨系列电子玻璃	20

表

表 1 玻璃深加工、产业升级相关政策	10
表 2 2020 年节能玻璃产销情况	14
表 3 玻璃深加工、产业升级相关政策	15
表 4 旗滨转产、新建生产线	17
表 5 旗滨玻璃电子玻璃生产线情况	19
表 6 药品包装材料相关政策文件	20
表 7 公司药用玻璃生产线	21
表 8 公司收入拆分	22
表 9 可比公司估值	24

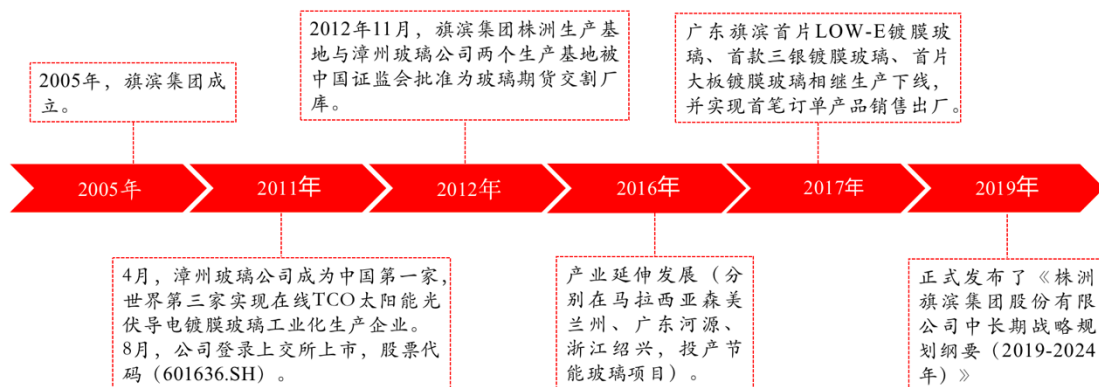
1 旗滨集团：浮法龙头，“一体两翼”打造新增

长点

1.1 发展迅速，全产业链综合布局

公司成立于 2005 年，收购原株洲光明玻璃厂进军玻璃行业，2011 年在上交所 A 股上市。2011 年 4 月，漳州玻璃公司成为中国第一家、世界第三家实现在产 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃工业化生产企业；8 月，公司注册上交所上市。2012 年 11 月，旗滨集团株洲生产基地与漳州玻璃公司两个生产基地被中国证监会批准为玻璃期货交割厂库。2016 年，公司产业延伸发展，分别在马来西亚森美兰州、广东河源、浙江绍兴，投产节能玻璃项目。2017 年，广东旗滨首片 LOW-E 镀膜玻璃、首款三银镀膜玻璃、首片大板镀膜玻璃相继生产下线，并实现首笔订单产品销售出厂。2019 年，公司正式发布了《株洲旗滨集团股份有限公司中长期战略规划纲要（2019-2024 年）》，推进浮法规模扩张计划，巩固和扩大规模化优势，通过稳健的财务管理手段、兼并收购重组与投融资策略完善区域布局、产品布局、产业链（上下游）布局，争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30% 以上、节能玻璃产能规模增加 200% 以上。并且以现有业务、产品、资源为基础，加强可转化业务和前瞻性业务的产品线研发能力，稳健踩准向高端产品过渡的步伐节奏，最终形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局。目前，公司已成为一家集浮法玻璃、节能建筑玻璃、高铁超白玻璃、光伏光电玻璃、电子玻璃、药用玻璃研发、生产、销售为一体的创新型国家高新技术企业。

图 1 公司发展历程

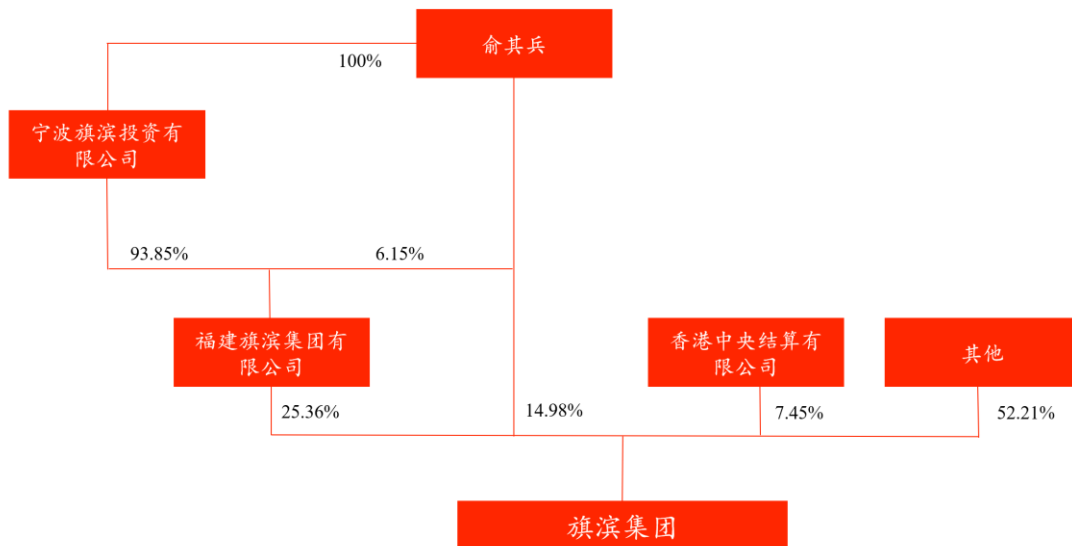


资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

1.2 股权结构稳定，俞其兵为实际控制人

公司的实际控制人俞其兵共持有旗滨集团 40.34%的股份，其中直接持股 14.98%，控股股东福建旗滨集团有限公司持股 25.36%，香港中央结算公司持有 7.45%股份。

图 2 公司股权结构（截至 2022 年 1 月）

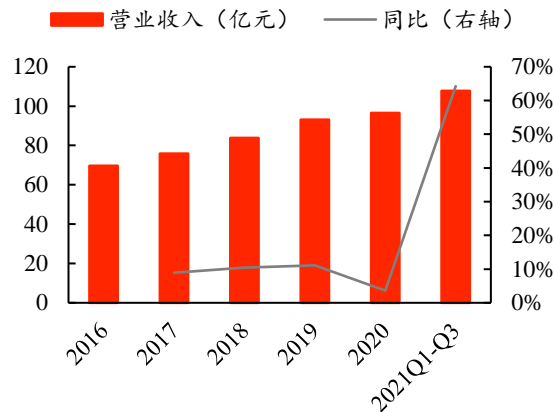


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 营收快速增长，盈利能力较强

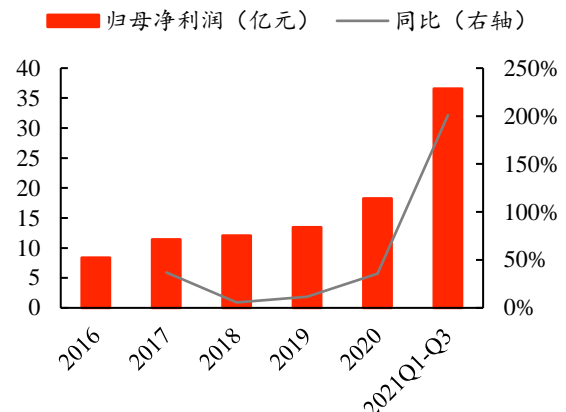
21 年前三季度营收净利增长迅速。公司充分发挥龙头企业规模优势，推进玻璃原片产品结构和技术升级，提升公司整体盈利水平。2020 年，公司实现营业收入 96.44 亿元，同比增长 3.63%，实现归母净利润 18.25 亿元，同比增长 0.36%。2021 年前三季度，受益于地产竣工支撑和营销结构优化，公司实现营业收入 107.66 亿元，同比增长 64.24%，实现归母净利润 36.58 亿元，同比增长 200.85%。

图 3 近年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

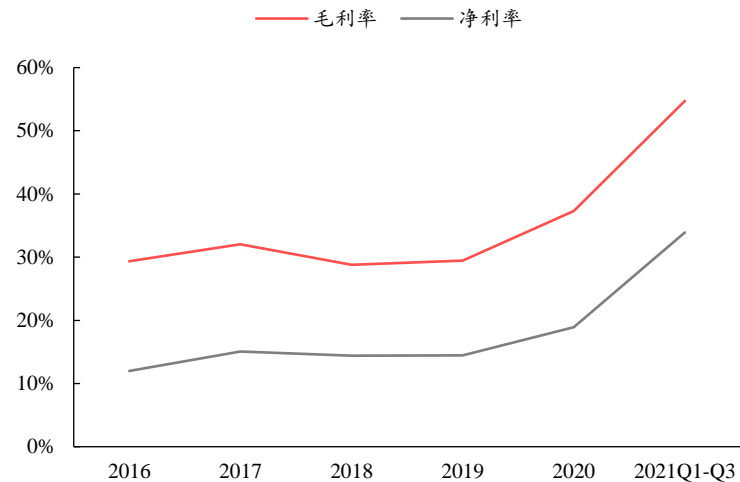
图 4 近年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

毛利率净利率整体提升。公司全面开展多种专项提升计划，以质量提升、优等品提升、设备管理提升、能耗管理提升、环保提升等为目标，做强浮法玻璃产业，提升自身竞争力。2018 年以来，公司毛利率和净利率整体提升，毛利率从 2018 年的 28.79% 提升至 2020 年的 37.28%，2021 年前三季度又进一步提升至 54.72%；净利率从 2018 年的 14.41% 提升至 2020 年的 18.91%，2021 年前三季度又进一步提升至 33.91%。

图 5 公司毛利率和净利率变动

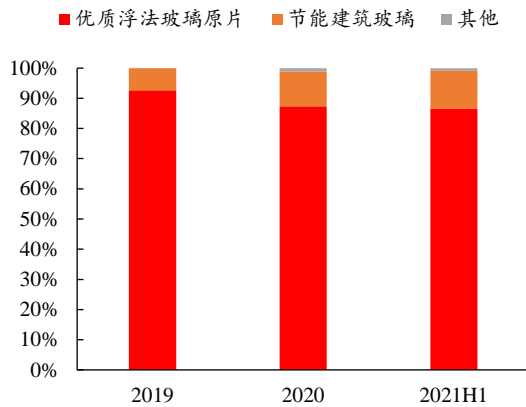


资料来源：Wind，上海证券研究所

浮法玻璃为主要营收来源，盈利能力不断上升。分产品来看，2020 年，公司优质浮法玻璃实现营业收入 84.28 亿元，绿色建筑节能玻璃实现营收 11.1 亿元，其他收入 1.07 亿元，分别占总营收的 87.39%、11.50% 和 1.11%。从毛利率来看，浮法玻璃毛利率和节能建筑玻璃毛利率均提升，2020 年浮法玻璃原片毛利率达到

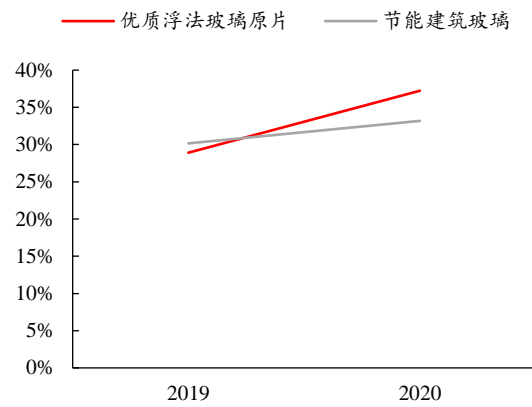
37.23%，较 2019 年提升 8.32 个百分点，毛利率超过节能建筑玻璃。

图 6 公司主要业务营收结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 7 近年公司分产品毛利率、净利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.4 “一体两翼”中长期规划，战略目标明确

2019 年，公司发布《中长期发展战略规划纲要（2019-2024 年）》，提出未来 5 年战略发展目标：争取在 2021 年实现营业收入超过 100 亿元，2024 年争取实现营业收入超过 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，积极、继续履行分红承诺。

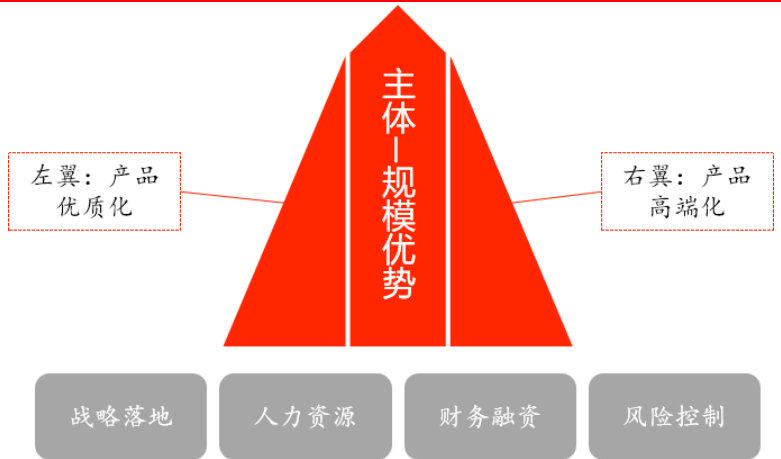
与此同时，公司也提出为确保“一体两翼”战略变革的平稳实现，公司积极建立以战略落地、人力资源、财务融资、风险控制为立足点的战略保障体系。

主体：规模发展。推进浮法规模扩张，稳固、扩大规模优势，完善区域布局、产品布局，整合产业链上下游。通过资源整合实现原材料供应渠道、供应价格、供应质量的稳定性与领先性，全面推进营收增长、成本控制、利润提升三大计划，实现中长期增量目标。

左翼：产品优质化。充分发挥自身工艺优势，持续提升产品质量，将质量和技术优势转化为经济效益。实现产品质量、工艺技术、节能降耗、环保管理等处于行业领先水平。

右翼：产品高端化。以现有业务、产品、资源为基础，加强可转化业务和前瞻性业务的产品线研发能力，稳健踩准向高端产品过渡的步伐节奏，最终形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局。

图8 “一体两翼四保障”战略布局



资料来源：公司公告，上海证券研究所

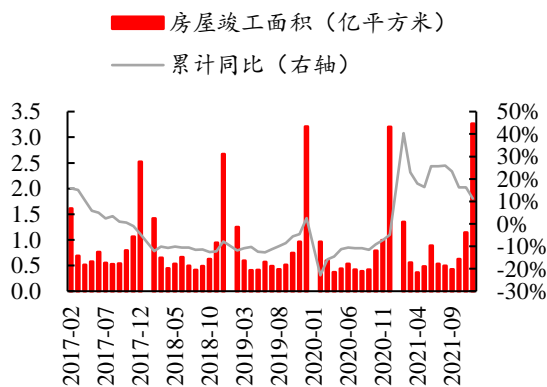
2 主体业务稳健发展，上下游一体化优势显著

2.1 下游需求仍有支撑，节能玻璃有望成为新的增长点

2.1.1 地产竣工支撑，玻璃需求稳健

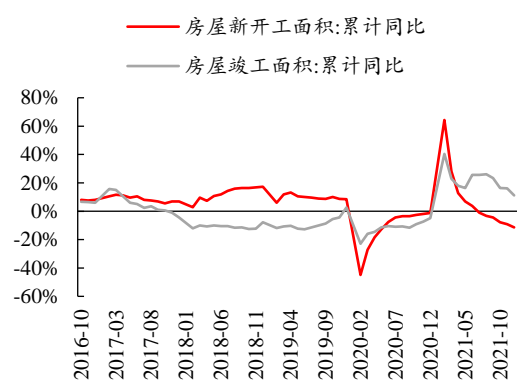
地产竣工支撑，玻璃需求有望提升。2017年开始，房屋新开工和竣工面积累计同比剪刀差逐步拉大，交付压力之下，2021年竣工数据持续改善。2021年，全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.20%，12月单月，全国房屋竣工面积3.27亿平方米，同比增长1.91%。预计2022年上半年竣工数据仍有支撑，能够带动玻璃需求提升。

图9 房屋竣工面积及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

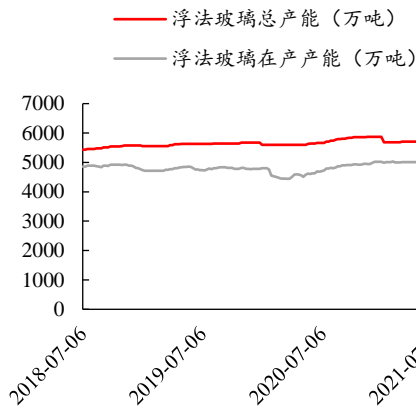
图10 房屋新开工面积与竣工面积累计同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

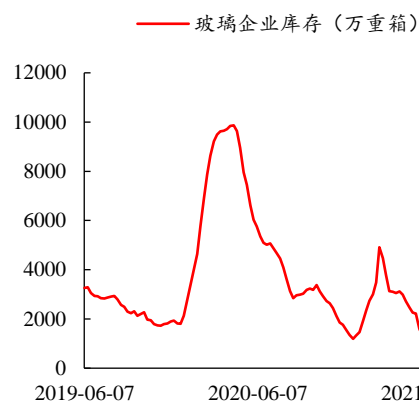
下游需求提振，玻璃库存有所回落。2021 年至今，浮法玻璃在产产能整体稳定，截至 2021 年 12 月 31 日，全国浮法玻璃（剔除僵尸产线）总产能约有 5867.55 万吨，在产产能约有 5200.05 万吨。与此同时，双碳政策之下，玻璃行业新产能受限，地产竣工等下游需求提升带动玻璃企业补库存，整体来看，2021 年 11 月地产竣工数据改善带动玻璃行业库存下降，从 11 月 19 日的 4700 万重箱下降至 12 月 24 日的 3555.27 万重箱。

图 11 浮法玻璃总产能



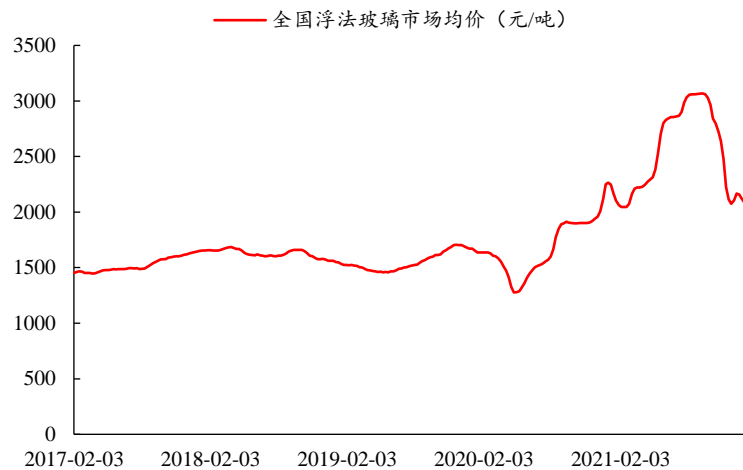
资料来源：iFind，上海证券研究所

图 12 浮法玻璃库存



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 13 浮法平板玻璃价格



资料来源：iFind，上海证券研究所

2.1.2 碳中和推动玻璃产业升级，节能玻璃市场潜力巨大

双碳政策推动下玻璃行业迎来结构调整。为推进玻璃深加工行业的发展，优化产业结构，相关部门持续发布文件支持 Low-E、真（中）空玻璃发展，中空玻璃、Low-E 玻璃获得良好的发展机遇。2021 年 12 月 31 日，工信部发布《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》，其中将半导体用高纯石英玻璃制品、三银

高性能节能玻璃、硼硅 4.0 防火玻璃列入重点新材料首批次应用示范指导目录。

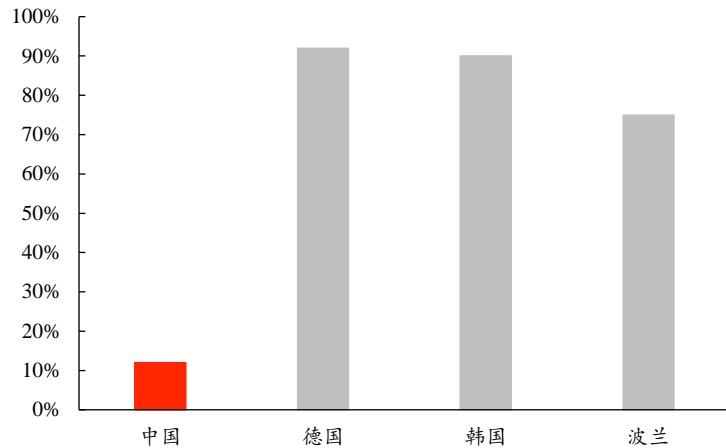
表 1 玻璃深加工、产业升级相关政策

时间	发布部门	文件名称	涉及内容
2009/12	工信部	《工业和信息化部关于抑制产能过剩和重复建设引导平板玻璃行业健康发展的意见》	国内玻璃深加工率不足 30%，显著低于世界平均 55%的水平；必须在保增长中更加注重结构调整和转变发展方式
2009/12	工信部	《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	重点发展超薄超厚超白优质浮法玻璃及 LOW-E、ITO 导电膜玻璃等深加工产品。
2016/05	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	发展高端玻璃，推广应用 Low-E 玻璃板材、真（中）空玻璃、安全玻璃、个性化幕墙、光伏光热一体化玻璃制品；积极发展建筑用防火玻璃板材、电致变色玻璃等新产品。
2019/9	工信部	《关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见》	加快平板玻璃产业转型升级，推广清洁高效生产工艺，实施绿色化、智能化改造，鼓励研发应用全流程质量在线监测、诊断与优化系统。

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

推行节能建筑，节能玻璃市场打开。中国是世界第二大能源消耗国，根据前瞻产业研究院数据，从建筑全生命周期来看，能耗占全国能源消费量比重为 46.5%。推进建筑绿色节能，降低建筑运行能耗，能够有效减少能源消耗，中国建筑节能玻璃使用率不足 20%，德国使用率为 92%，韩国则为 90%，波兰达到 75%，与其他国家相比，中国建筑节能玻璃使用率存在较大的差距。随着国家政策的推动、社会节能意识不断提高，未来中国建筑行业节能玻璃渗透率会有较大的提升，由此带来的节能玻璃市场空间也将进一步提升。

图 14 节能玻璃使用率



资料来源：《我国 Low-E 节能玻璃推广应用现状分析》(张萌等)，上海证券研究所

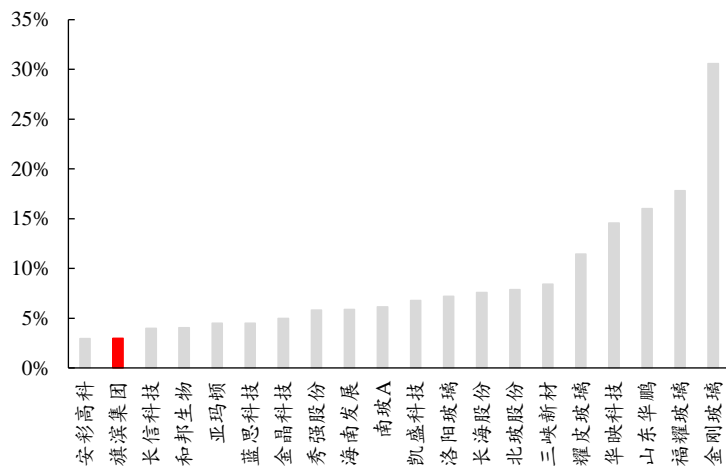
2.2 玻璃行业龙头，规模效应凸显

2.2.1 规模优势摊薄费用，盈利能力行业领先

浮法玻璃产能处于行业龙头地位，规模优势明显。公司拥有 8 大原片生产基地，26 条在产优质浮法玻璃生产线，分布于醴陵、郴州、河源、漳州、绍兴、平湖、长兴、马来西亚森美兰州，日融化量达 17600 吨，是国内浮法玻璃原片龙头之一。

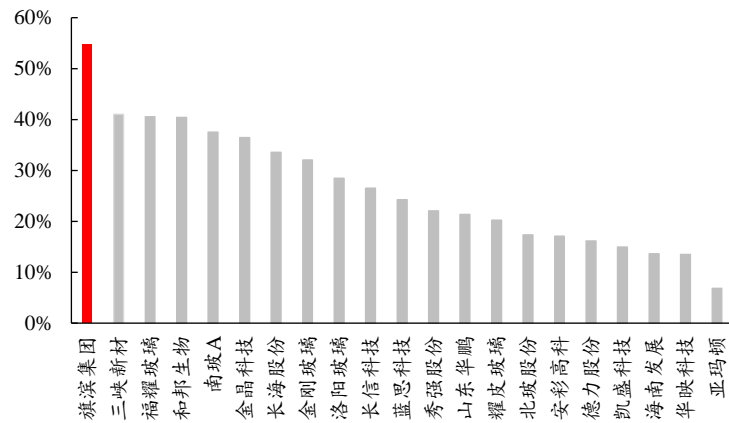
规模优势显著，盈利能力突出。2021 年前三季度，公司销售毛利率从 2020 年底的 37.28% 提升至 54.72%，位于行业领先地位。公司销售、管理、财务三项费用合计占营业总收入比重不到 5%，成本管控运营能力优秀。

图 15 2021 年前三季度各公司三项费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16 2021 前三季度重点玻璃企业销售毛利率对比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司自有砂矿，上游原材料供给稳定，对外依赖程度低。公司在湖南、福建、广东三省拥有多座石英矿以及石英砂加工生产线，同时在马来西亚拥有石英砂生产基地，预计开采期达到 20 年。自有砂矿保证了上游原料供给数量和质量的稳定性，打通产业链上下游，降低公司对外依赖程度。

自有码头吞吐量巨大，物流环节控制能力强。港口码头对于玻璃企业而言是重要的物流资源，原材料的购进、跨区域的资源调配以及产成品的输出都需要强大的物流支撑。公司在福建漳州拥有与生产线配套的三个共计 40000 吨级海港码头，总体吞吐量可以达到每年 230 万吨，可以满足企业日常需求，降低物流成本。同时，由于玻璃的易破损特性，对于物流质量要求较高，自有码头可以保障公司对于物流质量的把控，加强物流环节的控制能力。

图 17 漳州旗滨玻璃有限公司图片

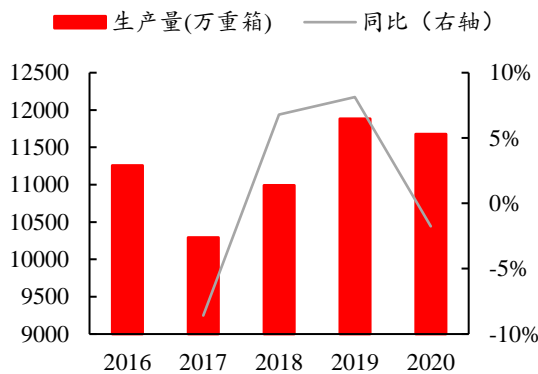


资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

2.2.2 浮法为基，广泛布局，节能玻璃业绩可期

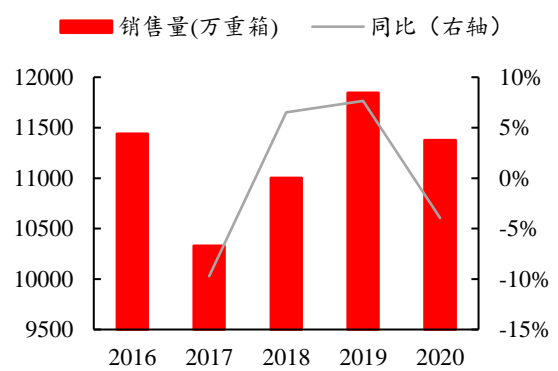
依托浮法优势，上下游联动。建筑节能玻璃在玻璃原片的基础上深加工而来，公司可凭借其作为浮法玻璃龙头的产能优势，为节能玻璃提供大量高质量原片；与此同时，节能玻璃相较于浮法平板玻璃有着更高的附加价值，可以反哺公司自身浮法原片业务，上下游联动形成浮法玻璃与节能玻璃的协同效应。2017-2019年，公司优质浮法玻璃原片生产量和销售量均增长，生产量从2017年的10292万重箱增长至2019年的11885万重箱，销量从2017年的10329万重箱增长至2019年的11845万重箱。

图 18 优质浮法玻璃生产量及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 19 优质浮法玻璃原片销售量及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

布局节能建筑玻璃，静待业绩绽放。公司进入节能玻璃领域时间早，投建产线多，产能大，伴随市场对节能建筑玻璃需求的快速增加，公司节能建筑玻璃业绩有望进一步升高。2020年，湖南节能一期项目建成部分已投入商业化运营，长兴节能、天津节能以及湖南节能二期扩建项目正在建设之中；2021H1，长兴节能、天津节能正加快建设进度，部分产能已投入商业化运营。根据公司年报，2020年公司建筑节能玻璃收入11.1亿元，同比2019年上涨65.92%；公司2020年产量2233万平米，同比增长90.8%，累计产销率98.1%，与上年同比增加1.9%，产量大幅增长的同时，产销率保持稳定。可以预计，在建项目完成建设，产能放量后，节能玻璃业绩会带来较大的提升。

表 2 2020 年节能玻璃产销情况

生产线	产量 (万平米)		销量 (万平米)		产销率	
	2020 年累计	同比	2020 年累计	同比	2020 年累计	同比
广东节能	631	51.9%	615	50.6%	97.4%	-0.8%
浙江节能	861	37.7%	862	40.9%	100.2%	2.3%
马来节能	223	71.8%	211	98.1%	94.6%	12.6%
湖南节能	518	-	503	-	97%	-
合计	2233	90.8%	2191	94.5%	98.1%	1.9%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

3 “两翼”齐飞，切入玻璃市场高端赛道

3.1 统筹自身光玻资源，战略明晰积极扩张

光伏玻璃是光伏组件上的必要组成，分为面板与背板，构成光伏组件的最外层结构，主要起到保护组件以及透光的作用。

3.1.1 光伏行业市场广阔，拉动光伏玻璃需求上升

光伏发电成重要替代，带动光伏玻璃需求增长。“双碳目标”下政策利好光伏产业发展，支持性政策以及“光伏发电量占比”等规定将为中国光伏产业打开更广阔的市场空间。截至 2020 年底，中国光伏发电累计并网装机量 253GW，中长期看，“碳达峰、碳中和”大背景下，光伏发电作为能源结构改革和能源替代的重要方向，终端需求持续成长具有较强的确定性。光伏玻璃作为光伏组件不可缺少的部分，其市场需求受到光伏产业支撑，预计中长期内将会有进一步提升。

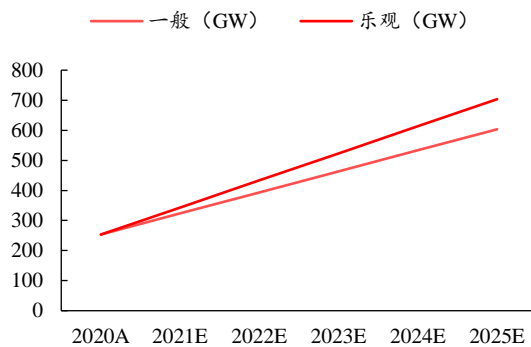
表 3 玻璃深加工、产业升级相关政策

时间	发布部门	文件名称	涉及内容
2020/09	财政部	关于《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知	对可再生能源发电项目在合理利用小时数内进行资金补贴。
2021/04	能源局	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	各省级能源主管部门组织核准（备案）一批新增风电、光伏发电项目。
2021/05	能源局	《国家能源局关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	2021 年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到 11% 左右，后续逐年提高，确保 2025 年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到 20% 左右。
2021/06	发改委	《国家发展改革委关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》	鼓励各地出台针对性扶持政策，支持光伏发电、陆上风电、海上风电、光热发电等新能源产业持续健康发展。

资料来源：中国政府网，国家能源局网站，上海证券研究所

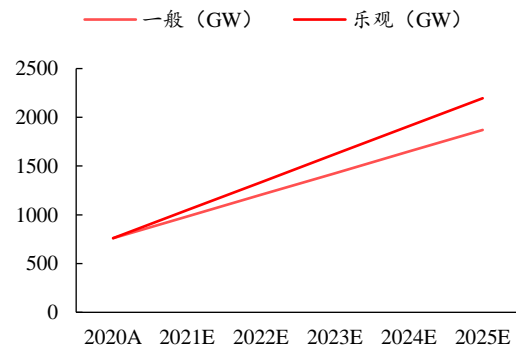
根据国际能源署（IEA）数据，2020 年全球光伏累计装机容量 760.4GW，中国累计装机容量 253.4GW。根据中国光伏行业协会数据，十四五期间，国内年均新增光伏装机规模 70-90GW，全球年均新增光伏装机规模 222-287GW。我们预计，假设乐观、一般情况，分别对应国内每年光伏新增装机容量 90GW、70GW，对应全球每年光伏新增装机容量 287GW、222GW，预计到 2025 年，一般预测下国内光伏装机量可达到 603.4GW，全球光伏装机量可达到 1870.4GW。光伏装机量增长迅速，有望带动光伏玻璃需求量上升。

图 20 中国光伏装机量预测



资料来源：中国光伏行业协会，上海证券研究所

图 21 全球光伏装机量预测



资料来源：中国光伏行业协会，上海证券研究所

3.1.2 资源整合，打造光伏玻璃产业平台

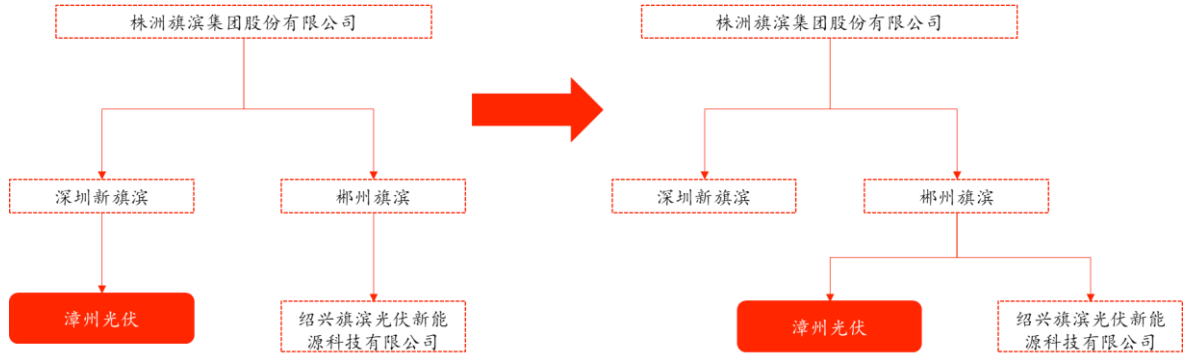
浮法玻璃产线转产光伏玻璃，积极利用已有产能。玻璃透光率与光伏组件发电效率正向相关，超白压延玻璃相比浮法玻璃有着更高的透光性，因此光伏组件更多选用超白压延玻璃。提高浮法玻璃的透光性，使之达到或者超过超白压延玻璃的透光性，浮法玻璃便可以用于光伏组件。

从玻璃的化学性质角度出发，玻璃的透光性能与其含铁量、氧化还原程度有关，在玻璃厚度相同的前提下，玻璃透光性与玻璃含铁量、氧化还原程度均成负相关关系。除此以外，玻璃的压花、镀膜等同样会影响其透光率。因此，减少原料的含铁量、降低氧化还原程度、采用不同的后期加工工艺，均可以增加浮法玻璃的透光性。

从原料的角度来看，可以通过采用更加高纯度的硅砂、更优化的原料配比等方式降低含铁量。从生产线的角度看，通过控制燃烧气氛、监控空气燃烧比，则可以控制氧化还原程度，达到提升玻璃透光率的目的。

建立光伏玻璃发展平台，整合资源，积极扩张。公司依照集团制定的光伏玻璃产业规划，做大做强光伏玻璃产业，确定以郴州旗滨作为光伏玻璃产业发展平台，通过股权划转、转产、投建等方式，整合公司光伏玻璃生产资源，积极扩张光伏玻璃产能。公司将子公司深圳市新旗滨科技有限公司（简称“深圳新旗滨”）所持漳州旗滨光伏新能源科技有限公司（简称“漳州光伏”）100%股权内部划转至全资子公司郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司（简称“郴州旗滨”），整合光伏产业资源，打造郴州旗滨光伏玻璃产业发展平台。公司将郴州、漳州多条浮法玻璃生产线转产光伏玻璃，并在绍兴、郴州、东山、宁波投资新建压延玻璃产线，快速扩张光伏玻璃产能，表现出强烈的扩张意愿。转产浮法产线加新建压延玻璃产线，全部投产后产能可达 8500 吨/天，预计将跻身行业前列。

图 22 漳州光伏转至郴州旗滨



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 4 旗滨转产、新建生产线

生产线	地点	预计日融量（吨/日）	来源
郴州旗滨	湖南	1000	转产
漳州一线	福建	1000	转产
漳州七线	福建	500	转产
郴州旗滨 1200t 光伏组件高透材料生产线项目	湖南	1200	新建
绍兴 1200t/d 光伏高透材料及深加工项目	浙江	1200	新建
宁波 1200t/d 光伏玻璃生产线（两条）	浙江	2400	新建
东山 1200t/d 光伏玻璃生产线	福建	1200	新建

资料来源：公司公告，Wind，上海证券研究所

技术破局，特有产品打造独有竞争优势。旗滨集团在超白浮法玻璃的制造上取得突破，目前旗滨研发的超白玻璃透光率可达94%以上，新一代超白光伏镀膜玻璃的透过光谱曲线可优化适配各类高效电池响应曲线，获得更高功率输出，提升光伏组件的发电效率。此外，新一代超白玻璃具备高强度的特点，在双玻组件替代单玻组件，玻璃面板、背板厚度不断降低的大趋势下，新一代超白玻璃具备显著的竞争优势。

图 23 新一代超白浮法玻璃优势



资料来源：旗滨集团公众号，上海证券研究所

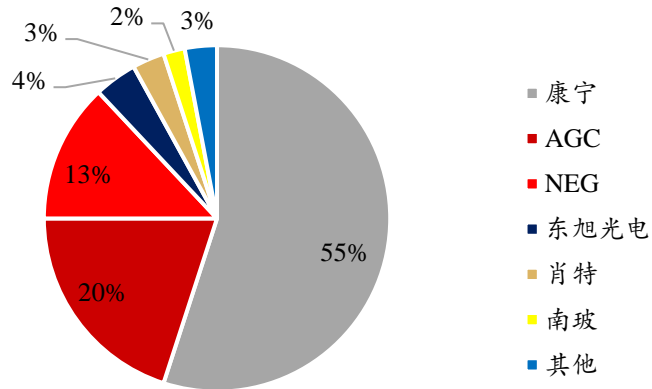
3.2 扩产能注重科研投入，电子玻璃市场抢占先机

电子玻璃指主要应用于电子领域、光电子领域的高技术产品，应用场景主要为手机、平板电脑盖板玻璃、智能穿戴设备、液晶电视、智能汽车中控等。

3.2.1 “国产替代”趋势显现，市场空间逐步打开

国产替代成趋势，国产电子玻璃有望打开行业空间。全球电子玻璃市场常年被海外企业垄断，美国康宁、日本旭硝子（AGC）、电气硝子（NEG）占据九成左右市场份额。电子玻璃需求主要来自于下游智能终端制造商，受“断芯”事件影响，国内智能设备终端厂商对“产业链可控”的重视程度增加；同时，中央经济工作会议也强调了产业链可控的重要性，在此带动下，国内电子设备厂商采购有望更加倾向于选择国内品牌，国产电子玻璃市场空间有望打开。

图 24 2020 年电子玻璃市场份额（按收入）



资料来源：华经情报网，上海证券研究所

电子玻璃市场具备广阔成长空间。根据 Maia Research and Analysis 统计数据及测算，2016 年全球电子玻璃市场空间为 79 亿美元，至 2020 年成长到 84 亿美元。全球电子玻璃市场规模成长迅速，国产电子玻璃成长空间广阔。

3.2.2 产能放量叠加技术突破，竞争优势凸显

投建高性能电子玻璃生产线，2020 年 4 月商业化运营。为加快技术升级、促进产品高端化、提升市场综合竞争能力，公司于 2018 年宣布投产一条 65 吨/天的高性能电子玻璃生产线，总投资 3.72 亿元，2020 年 4 月，该生产线正式商业化运营。2021 年 6 月，公司发布公告，宣布在现有超薄高铝电子玻璃生产线运营管理经验的基础上，新增投资建设一条高性能电子玻璃生产线，项目总投资 49495 万元，建设周期 13 个月，预计 2022H2 建成，2023 年产能有望放量。

表 5 旗滨玻璃电子玻璃生产线情况

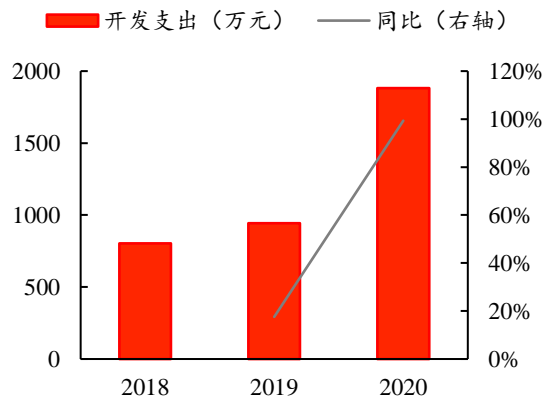
项目	投资金额 (亿元)	产能 (吨/天)	状态
高性能电子玻璃生产线 (一期)	3.72	65	商业化运营
高性能电子玻璃生产线 (二期)	4.95	65	在建

资料来源：公司公告，上海证券研究所

注重科研投入，电子玻璃取得技术突破。旗滨集团注重科技研发，在生产技术、产品研发方面投入巨大，在电子玻璃产品研发方面取得重大成果。2020 年开发支出达到 1881.24 万元，同比

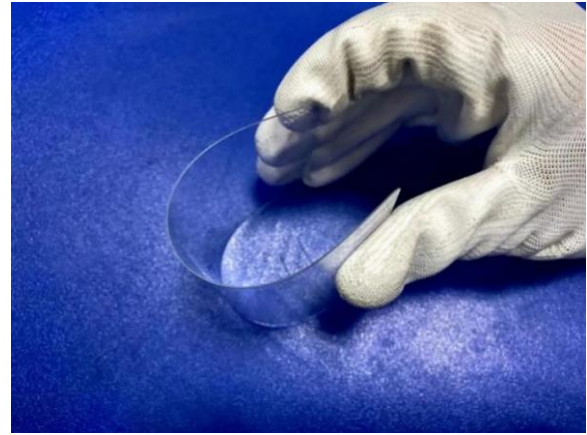
2019 年增幅达到 99.33%。2021 年 7 月，旗滨集团携旗鲨系列电子玻璃亮相第二届汽车车载显示盖板及光学贴合高峰论坛，该款玻璃专门应用于车载、手机、工控盖板，具备良好的透过率、机械强度、抗划伤性能，抗弯强度>600MPa，透过率≥92%，抗刮擦铅笔硬度可达 9H。

图 25 旗滨集团开发支出



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 26 旗鲨系列电子玻璃



资料来源：旗滨集团公众号，上海证券研究所

3.3 药用玻璃“双替代”，顺应趋势积极布局

药用玻璃主要用于药品的储存与运输，稳定性与安全性要求高。按照制造工艺，可以分为管制瓶与膜制瓶，模制瓶采用模具灌入制造，管制瓶则需要先制造玻璃管，再加工成瓶；按照制成材料，药用玻璃可以分为硼硅玻璃与钠钙玻璃，相比于钠钙玻璃，硼硅玻璃安全性与稳定性更强，硼硅玻璃按照硼含量高低可以分为高硼硅玻璃、中硼硅玻璃、低硼硅玻璃三种，硼含量越高，则稳定性与安全性越高。中硼硅药用玻璃已成为国际公认的安全药品包装材料，其对应产品主要是管制瓶。

3.3.1 国产替代叠加材料升级，药用玻璃市场容量扩大

国产替代叠加材料升级，国产中硼硅玻璃或走“双替代”道路。模制瓶方面，国内市场龙头企业为山东药玻。管制瓶方面，德国肖特、美国康宁、日本 NEG 等国外企业为全球主要中硼硅药用玻璃管厂商。近年来，药品包装材料安全性受重视程度提升，相关政策不断推出，推动中硼硅玻璃替代钠钙玻璃，中硼硅玻璃市场容量将持续扩大。由此看来，中国药用玻璃市场将会同时进行国产替代进口、中硼硅玻璃替代钠钙玻璃的进程。

表 6 药品包装材料相关政策文件

时间	部门	文件	内容
2016/08	食药监总局	《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批	药包材、药用辅料应按程序与药品注册申请关联申报和审评审批。药包

		批有关事项的公告》	材、药用辅料生产企业应对产品质量负责。
2017/02	中国医药包装协会	《医药包装工业十三五发展建议》	加快注射剂包装由低硼硅玻璃瓶向中（性）硼硅玻璃瓶转换，完成液体注射剂由低硼硅玻璃向中（性）硼硅玻璃的转换
2017/12	食药监总局	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂。（参比制剂使用中硼硅玻璃）
2020/05	国家药监局	《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》	已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价；药品上市许可持有人应当按照《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等相关技术指导原则开展注射剂一致性评价研究。

资料来源：国家药品监督管理局网站，中国医药包装协会，上海证券研究所

中硼硅玻璃需求成长空间大。在“一致性评价”的推动下，中硼硅玻璃渗透率将逐步提高。根据智研资讯，2020年中国药用玻璃行业市场规模已达234亿元，而中硼硅玻璃渗透率仅为7%-8%，未来中硼硅玻璃具备较大成长空间。

3.3.2 依托自身优势，积极布局药用玻璃

投建药用玻璃项目，有望成为新增长点。公司依托自身技术创新能力以及先进的管理理念，积极扩展产品类目，优化公司产品结构。公司顺应中硼硅玻璃“双替代”的市场趋势，投产药用玻璃项目，进入药用玻璃市场。2019年，公司计划在湖南郴州投资建设中性硼硅药用玻璃项目，建设规模为3窑8线，窑炉出料量100吨/天；2020年，公司计划在浙江绍兴市投建两条25吨/天中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线。2021年1月，湖南药玻中性硼硅药用玻璃项目一期日融化量25吨生产线点火，4月进入试产阶段；2021年11月，湖南郴州二期40吨/天中性硼硅药用玻璃素管生产线项目进入建设期。预计药用玻璃及素管产线建成后，将逐渐放量，伴随市场强大的需求拉动，药用玻璃有望成为旗滨集团新的增长点。

表7 公司药用玻璃生产线

地点	生产线	产能
湖南	中性硼硅药用玻璃项目	100吨/天

浙江 中性硼硅药用玻璃
及制瓶生产线 2*25 吨/天

资料来源：公司公告，上海证券研究所

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们对公司的主要假设如下：

浮法玻璃方面，由于 2021 年浮法玻璃价格走高，提升玻璃行业整体毛利率，2021 年前三季度公司整体毛利率接近 55%。根据公司长期规划，2024 年产能相比 2018 年产能增加 30%，在此基础上，我们预计，2021-2023 年，公司优质浮法玻璃业务产能稳中有增的情况，营业收入分别同比变动 30.63%、-8.33%、-9.25% 至 110.09 亿、100.92 亿和 91.59 亿元。

节能玻璃方面，受益于国家推动玻璃深加工以及“碳中和”需求拉动等因素，节能玻璃需求逐步打开。截至 2021 年前三季度，公司长兴节能、天津节能产线正加快建设进度，部分产能已投入商业化运营。我们预计 2021-2023 年，公司节能玻璃营业收入将同比变动 163.89%、23.96%、25.77% 至 29.29 亿、36.31 亿、45.66 亿元，毛利率将稳定在 33-35%。

光伏玻璃方面，公司转产、投产光伏玻璃生产线将在 2022 年、2023 年陆续放量。虽然 2021 年下半年已经用于光伏组件企业，但对整体营收贡献率不高，预计光伏玻璃业务在 2022 年和 2023 年会有较大的增长，营业收入预计能分别达到 26.60 亿元、57 亿元。

电子玻璃和药用玻璃都处于等待技术突破以及打破海外企业垄断的阶段，短期内对营收贡献有限，我们预计电子、药用玻璃业务在 2022 和 2023 年分别贡献营业收入 5.50 亿元和 7.50 亿元。

综合来看，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 139.38、169.33、201.76 亿元，分别同比增长 44.53%、21.49%、19.15%；归母净利润分别为 49.20、52.62、60.24 亿元，同比增长分别为 169.5%、7.0%、14.5%。

表 8 公司收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收				
收入 (亿元)	96.44	139.38	169.33	201.76
yoy	3.64%	44.53%	21.49%	19.15%
成本 (亿元)	60.49	69.17	91.58	112.62
yoy	-7.88%	14.34%	32.40%	22.97%
毛利率	37.28%	50.38%	45.92%	44.18%

优质浮法玻璃

收入 (亿元)	84.28	110.09	100.92	91.59
yoy	-1.18%	30.63%	-8.33%	-9.25%
成本 (亿元)	52.90	49.54	48.44	46.71
yoy	-12.74%	-6.35%	-2.22%	-3.58%
毛利 (亿元)	31.37	60.55	52.48	44.88
yoy	27.21%	93.02%	-13.33%	-14.48%
毛利率	37.23%	55.00%	52.00%	49.00%

节能玻璃

收入 (亿元)	11.10	29.29	36.31	45.66
yoy	65.86%	163.89%	23.96%	25.77%
成本 (亿元)	7.41	19.63	23.60	29.68
yoy	58.68%	164.85%	20.26%	25.77%
毛利 (亿元)	3.68	9.67	12.71	15.98
yoy	82.18%	162.67%	31.47%	25.77%
毛利率	33.18%	33.00%	35.00%	35.00%

光伏玻璃

收入 (亿元)		26.60	57.00
yoy			114.29%
成本 (亿元)		15.96	31.35
yoy			96.43%
毛利 (亿元)		10.64	25.65
yoy			141.07%
毛利率		40.00%	45.00%

电子玻璃、药用玻璃及其他

收入 (亿元)		5.50	7.50
yoy			36.36%
成本 (亿元)		3.58	4.88
yoy			36.36%
毛利 (亿元)		1.93	2.63
yoy			36.36%
毛利率		35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司在“一体两翼”中长期发展规划指导下，依托浮法玻璃产业龙头企业优势，重视产业链上下游一体化建设，从优质浮法玻璃加速向节能建筑玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等领域拓展。

从可比公司估值来看，2021-2023 年行业平均估值分别为 13/11/9 倍，公司重视产品优质化与高端化，积极拓宽产品类目、优化产品结构，提前布局光伏、电子、药用玻璃市场，积极切入高端细分领域，后期公司发展动能有望进一步跃升。目前来看，我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.83/1.96/2.24 元/

股，对应当前股价，2021/2022/2023 年旗滨集团估值分别为 10/9/8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9 可比公司估值

股票代码	证券简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
		1.17								
000012.SZ	南玻 A	9.13	0.25	0.73	0.94	1.16	29.08	12.48	9.67	7.86
600586.SH	金晶科技	9.01	0.23	1.22	1.56	1.82	28.06	7.37	5.76	4.96
600819.SH	耀皮玻璃	5.59	0.19	0.29	0.33	0.37	31.60	19.28	16.94	15.11
	行业平均						29.58	13.04	10.79	9.31

资料来源：Wind 一致预期，上海证券研究所

5 风险提示

原材料成本大幅上升风险

公司产品的主要原燃料包括燃料、纯碱和硅砂等，原燃料成本占产品成本的比重较大。原材料价格若大幅上涨将给公司带来成本上升的风险。

新产品研发拓展不及预期

公司持续加大节能玻璃、电子玻璃、光伏玻璃等产品的研发投入，若新产品拓展不及预期，或新产品研发不及市场需求变化，将会对公司收入带来影响。

产能投放不及预期

公司多条玻璃生产线在建，若新增产能投放不及预期，将会影响未来公司收入。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	910	291	2674	6306
应收票据及应收账款	272	229	325	442
存货	1007	1326	2007	2777
其他流动资产	1124	1245	1305	1380
流动资产合计	3312	3092	6312	10905
长期股权投资	43	48	53	58
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8118	9121	10018	10811
在建工程	1105	2105	3105	3405
无形资产	1040	1260	1530	1850
其他非流动资产	708	708	708	708
非流动资产合计	11013	13241	15414	16831
资产总计	14326	16333	21725	27736
短期借款	1268	0	0	0
应付票据及应付账款	1045	436	552	525
合同负债	156	69	92	113
其他流动负债	1260	320	320	320
流动负债合计	3728	825	964	957
长期借款	494	494	494	494
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	566	566	566	566
非流动负债合计	1060	1060	1060	1060
负债合计	4788	1885	2024	2017
股本	2686	2686	2686	2686
资本公积	2116	2116	2116	2116
留存收益	4848	9767	15029	21053
归属母公司股东权益	9473	14393	19655	25679
少数股东权益	64	55	47	41
股东权益合计	9537	14448	19702	25719
负债和股东权益合计	14326	16333	21725	27736

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	3118	4138	5767	6369
净利润	1824	4910	5254	6018
折旧摊销	987	887	987	1087
营运资金变动	87	-1834	-658	-924
其他	220	174	184	188
投资活动现金流量	-1120	-3453	-3342	-2696
资本支出	-1141	-3251	-3300	-2650
投资变动	3	-205	-45	-50
其他	18	3	3	4
筹资活动现金流量	-1599	-1304	-42	-42
债权融资	-286	0	0	0
股权融资	66	0	0	0
其他	-1379	-1304	-42	-42
现金净流量	402	-619	2384	3631

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9644	13938	16933	20176
营业成本	6049	6917	9158	11262
营业税金及附加	126	167	203	242
销售费用	87	70	102	121
管理费用	721	976	1270	1513
研发费用	412	558	677	807
财务费用	129	27	20	-25
资产减值损失	-138	-140	-145	-150
投资收益	2	3	3	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	2097	5645	6039	6917
营业外收支净额	-1	-1	0	0
利润总额	2096	5644	6039	6917
所得税	272	734	785	899
净利润	1824	4910	5254	6018
少数股东损益	-2	-10	-8	-6
归属母公司股东净利润	1825	4920	5262	6024

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	37.3%	50.4%	45.9%	44.2%
净利率	18.9%	35.3%	31.1%	29.9%
净资产收益率	19.3%	34.2%	26.8%	23.5%
资产回报率	12.7%	30.1%	24.2%	21.7%
投资回报率	16.8%	30.0%	23.4%	20.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	3.6%	44.5%	21.5%	19.1%
EBIT 增长率	41.0%	133.9%	5.2%	12.8%
归母净利润增长率	35.6%	169.5%	7.0%	14.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	1.83	1.96	2.24
每股净资产	3.53	5.36	7.32	9.56
每股经营现金流	1.16	1.54	2.15	2.37
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.67	0.85	0.78	0.73
应收账款周转率	68.96	60.83	52.14	45.63
存货周转率	6.01	5.21	4.56	4.06
偿债能力指标				
资产负债率	33.4%	11.5%	9.3%	7.3%
流动比率	0.89	3.75	6.55	11.39
速动比率	0.60	2.14	4.47	8.49
估值指标				
P/E	18.45	9.61	8.98	7.85
P/B	3.63	3.28	2.41	1.84
EV/EBITDA	10.99	7.56	6.77	5.52

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。