

继续看多玻璃，旗滨集团逻辑再梳理

——玻璃行业深度跟踪报告之二



分析师：孙伟风、冯孟乾

联系人：陈奇凡、高鑫

2022年6月17日



证券研究报告

- 2021H2至今，流动性边际放松、地方政府“因城施策”鼓励居民购房。当前政策仍在加码，如央行下调5年期LPR和首套房商贷利率下限，随着政策效力的传导以及疫情影响消退，在21H2低基数背景下，我们认为22H2有望看到地产周期触底。

本轮地产下行周期过程中，竣工数据强于销售数据、强于新开工数据，呈现较强韧性。2022年一季度，施工期在一年以上的房地产项目投资增长速度超过10%。我们认为，伴随地产周期触底以及“保交付”持续推进，竣工修复逻辑将会继续演绎，此前相关停滞需求将会叠加释放，有望在22H2持续回暖。

玻璃是与地产竣工端绑定最深的建材品种，此前积压需求有望集中释放，弹性和确定性较高。当前行业已处周期底部，有望重回高景气，从而带动相关标的股价上涨。

- 玻璃企业股价催化因素：**1、玻璃需求逐步回升，下游深加工订单与回款均持续向好，生产企业进入去库周期，价格不断上涨（最核心因素）；2、由于市场对玻璃需求释放的一致预期较强，因此地产周期向上亦会对股价带来较强提振；3、若供给端出现冷修潮，亦将强化市场的投资信心。

- 推荐：**旗滨集团、南玻A；**建议关注：**金晶科技

- 风险提示：**浮法玻璃价格回升不及预期；原燃材料成本压力提升；企业新业务拓展不及预期。

1. 玻璃仍处周期底部，有望重回高景气

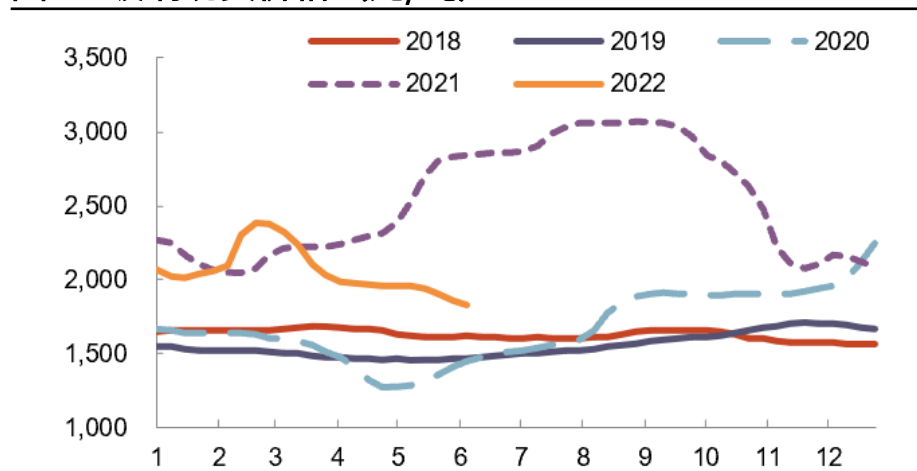
- ▣ 1.1 玻璃需求当前仍然较弱，盈利处于周期底部
- ▣ 1.2 地产周期有望见底，竣工修复带动玻璃需求释放
- ▣ 1.3 玻璃供给：维持高位，易降难增
- ▣ 1.4 周期品投资关键在供需缺口，而非中期需求趋势

1.1 玻璃需求当前仍然较弱，盈利处于周期底部

20年疫情影响消散以后，房地产前期“高周转”下的竣工修复逻辑继续演绎，带动玻璃需求快速释放，价格屡创新高。直至2021年9月，玻璃需求由强转弱，进入下行周期。原因：1、地产下行周期叠加行业去杠杆，房企资金面持续紧张，项目整体推进放缓；2、下游深加工企业主动降低订单饱和度，规避潜在回款风险。玻璃价格自2021.9.10的3068元/吨的价格高点，降至2021.12.30的2087元/吨，降幅达到32%。

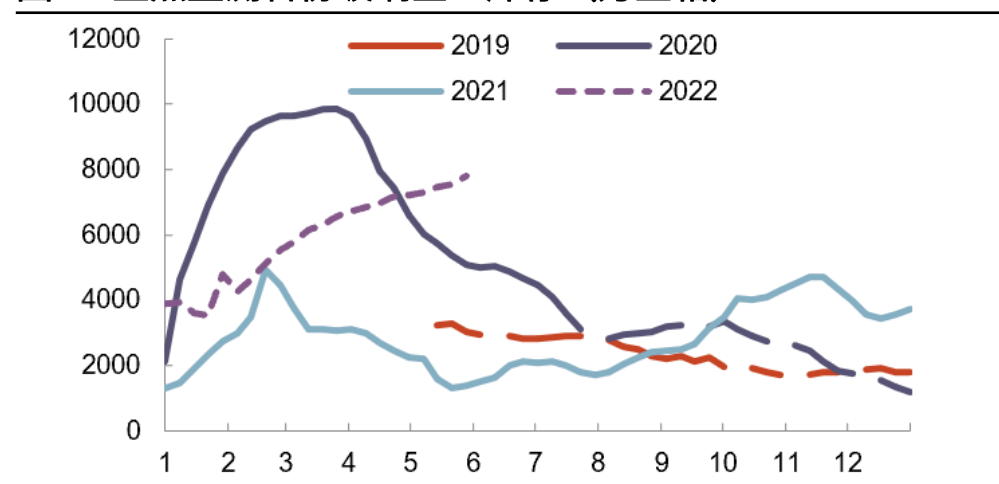
进入2022年，地产周期仍未见底，房企资金紧张情况尚待有效缓解，此外疫情亦在一定程度上压制了玻璃需求的释放。玻璃需求持续疲弱：截至2022.6.10，玻璃厂家持续累库，库存为7787万重箱，同比增加370%；价格也在不断寻底，为1826元/吨，同比减少36%。

图1：玻璃现货价格（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所（截至2022.6.10）

图2：重点监测省份玻璃企业库存（万重箱）

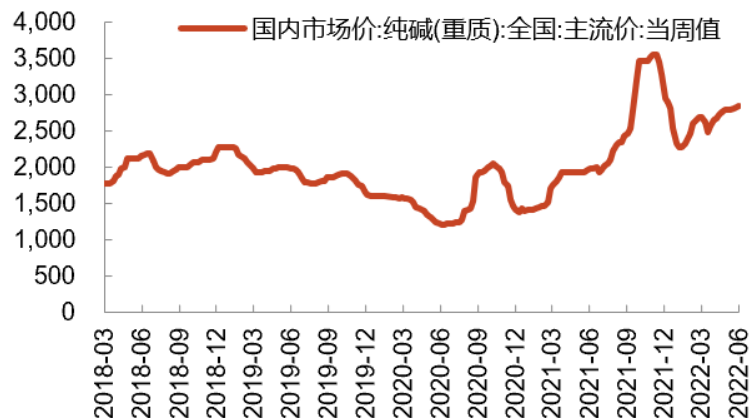


资料来源：wind，光大证券研究所（截至2022.6.10）

1.1 玻璃需求当前仍然较弱，盈利处于周期底部

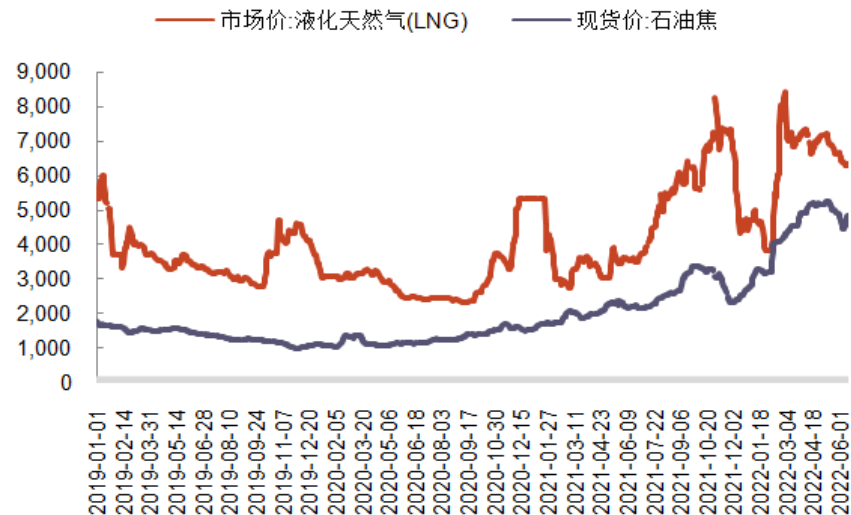
- 玻璃的生产成本中原燃材料占比最高，在80%以上（金晶科技2020年年报数据），主要构成为：纯碱、石油焦、天然气等，采购随行就市，二者价格变动对玻璃企业生产成本影响很大。2022年6月10日，重质纯碱价格2841元/吨，同比上涨44%，较年初增长22%；石油焦价格为4603元/吨，同比上涨112%，较年初增长64%。
- 当前浮法玻璃价格仍然处于相对高位，但纯碱以及燃料成本压力明显增加，行业亏损面逐步扩大。根据隆众资讯数据显示，截至2022年6月10日，不同燃料结构浮法玻璃利润情况如下：煤制气玻璃价格为1657元/吨（不含税），利润-95元/吨；天然气玻璃价格1930元/吨，利润-104元/吨；石油焦玻璃价格1780元/吨，利润-19元/吨。

图3：纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所（截至2022.6.10）

图4：燃料价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所（截至2022.6.10）

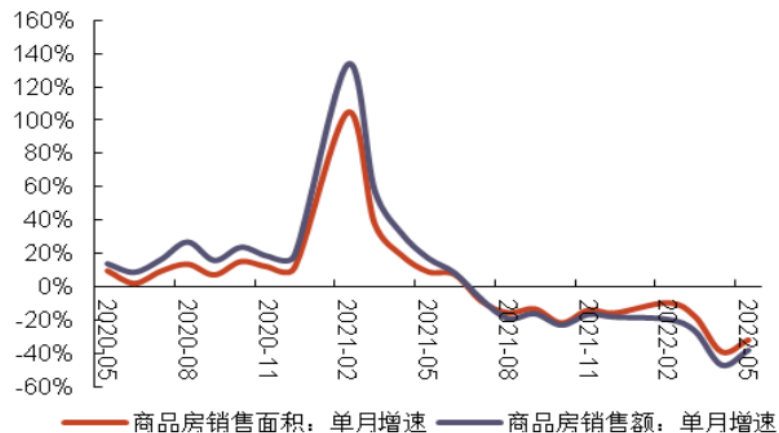
1.2 地产周期有望见底，竣工修复带动玻璃需求释放

2021年，“三道红线”、“贷款集中度管理”、土拍“两集中”等政策对房地产市场的影响开始显现。房企融资环境持续收紧，同时随着按揭放款周期延长、房价上涨预期弱化、烂尾风险增加，地产明确进入下行周期，2021年7月地产销售面积增速开始转负。

2021H2至今，流动性边际放松、地方政府“因城施策”鼓励居民购房，但效果并不明显，核心在于居民购买意愿不强。原因如下：1、面对疫情以及外部经济下行压力，居民对未来自身收入和现金流预期转弱；2、市场未形成房价上涨预期，“买涨不买跌”的购房思维主导；3、房企资金压力较大，在建项目推进缓慢，引发购房者对期房交付风险担忧。

当前政策仍在加码，如央行下调5年期LPR和首套房商贷利率下限，随着政策效力的传导以及疫情影响消退，在21H2低基数背景下，我们认为22H2有望看到地产周期触底。2022年5月我们已经看到地产销售数据的环比改善。

图5：商品房销售面积、销售金额单月增速



资料来源：wind，光大证券研究所（截至2022.5）

图6：居民中长期贷款当月值及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所（截至2022.5）

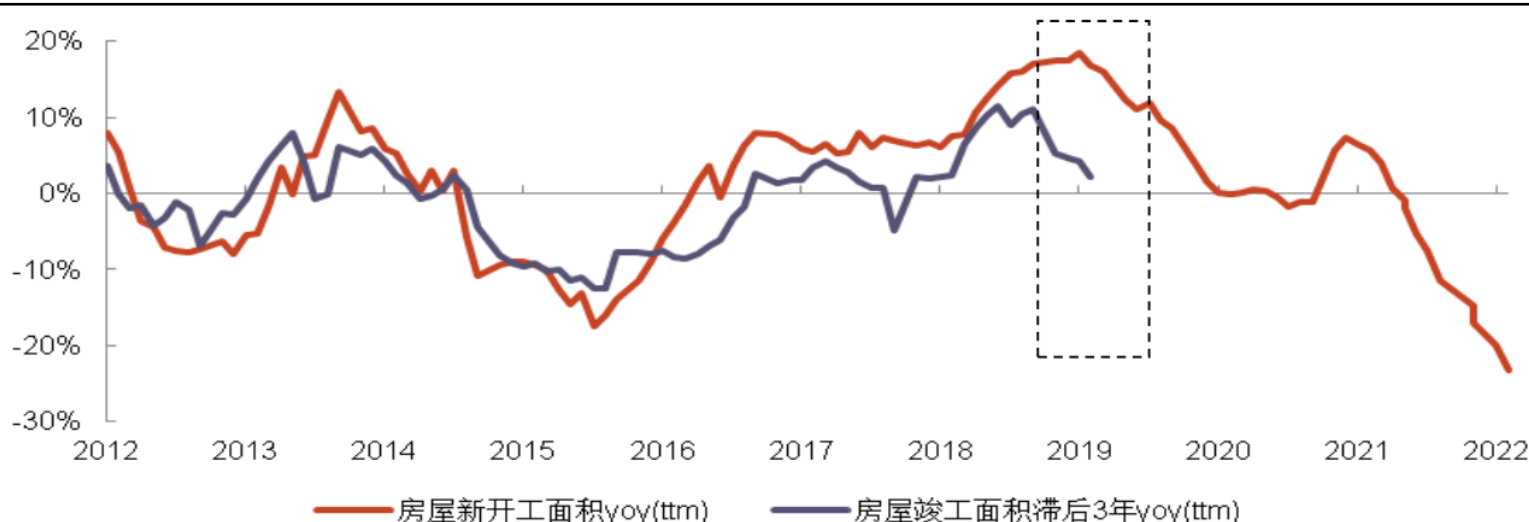
1.2 地产周期有望见底，竣工修复带动玻璃需求释放

2015-2021年新开工-竣工传导周期约为3年。本轮周期，地产新开工面积增速于2015Q4见底后开始上行，于2019Q2见顶，上行周期约为3.5年。按照正常传导逻辑，地产竣工面积增速应于2022Q2后见顶。

2021Q3开始，竣工数据走弱且与新开工平移拟合数据偏离较大，主要受地产资金链紧张以及疫情影响，在建施工项目放缓所致。由于房屋“烂尾”影响国计民生，且阻碍地产良性循环的形成（降低民众购房意愿）。因此“保交付”一直是重要政策导向，包括满足房地产市场合理资金需求、鼓励兼并收购困难房企优质项目、加强预售资金管理等。

本轮地产下行周期过程中，竣工数据强于销售数据、强于新开工数据，呈现较强韧性。2022年一季度，施工期在一年以上的房地产项目投资增长速度超过10%。我们认为，伴随地产周期触底以及“保交付”持续推进，竣工修复逻辑将会继续演绎，增速有望在下半年持续回暖，从而带动此前积压的玻璃需求进一步释放。

图7：新开工与竣工面积（滞后三年）移动平均增速



1.3 玻璃供给：维持高位，易降难增

在玻璃价格上涨的刺激下，2021Q3行业有效产能已充分释放（持续高景气仍未释放的产能，说明复产难度极大），并延续至今。截至2022.6.9，国内玻璃生产线剔除僵尸产能后共计 297 条(5887.05 万吨/年)，产能利用率接近90%。整体而言，后续供给增量弹性有限。

20年疫情期间的“天量”库存在需求恢复后得到快速消化，并开启价格上行通道。如今行业背景与20年具有较多相似之处，有前例在先，企业对于“金九银十”旺季仍抱有较强期待。此外，近两年玻璃企业积累丰富资金，使其在行情底部仍继续坚持生产，导致冷修进度不及预期。

当然若需求复苏节点不断后移，则不排除部分窑龄到期产线会加快冷修节奏。据隆众资讯统计，窑炉运行时间超过10年的产线在14条左右。这将加剧需求释放后的供需错配，从而带来更高价格弹性。

表1：2022年以来冷修及复产玻璃产线统计（日熔量）

时间	冷修	复产
1 月	重庆赛德（300t）	漳州旗滨四线（800t）
	湖北明弘一线（700t）	湖北三峡三线（700t）
	东台中玻二线（600t）	
2 月	洛阳龙新一线（400t）	
	威海中玻二线（450t）	
3 月	河源旗滨一线（800t）	
	海南信义二线（600t）	
4 月	青岛台玻浮法线（500t）	湖北亿钧三线（900t）
		重庆凯源（300t）
		英德鸿泰二线（900t）
5 月		海南信义三线（600t）
		山东金晶三线（600t）
合计	4350t	4800t

资料来源：隆众资讯，光大证券研究所（截至2022.5.27）

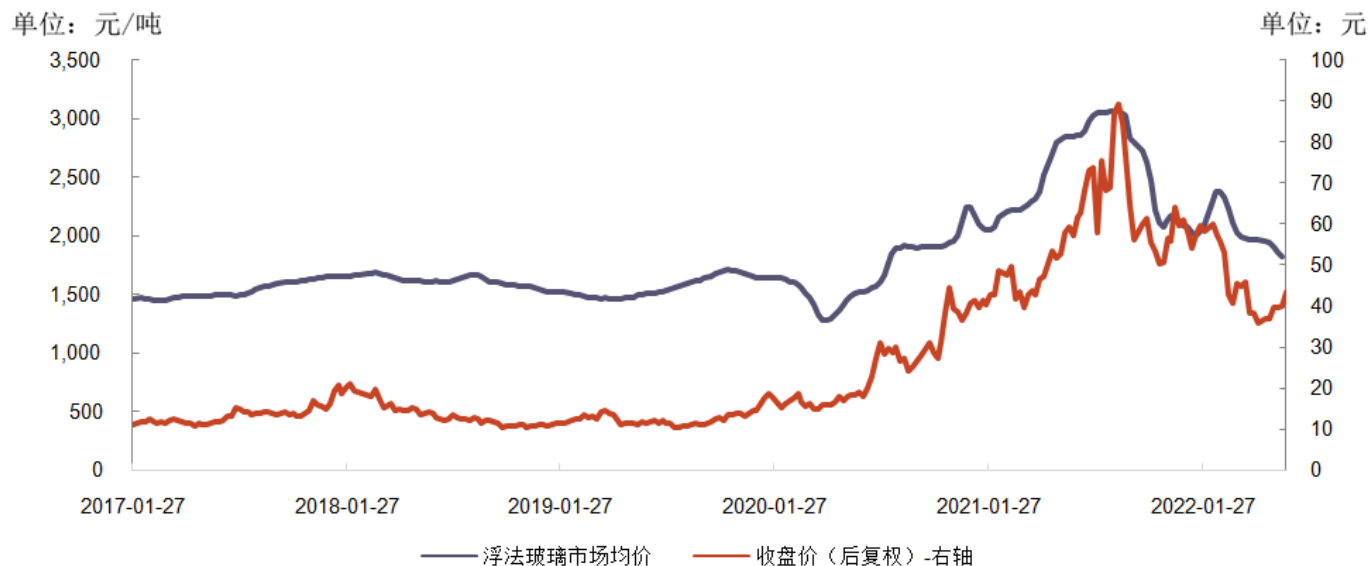
1.4 周期品投资关键在供需缺口，而非中期需求趋势

经过上文分析，我们认为玻璃需求后续有望实现回补，同时供给端难有增量，且不排除进一步收缩可能，因此行业或将重回高景气。当前行业普遍亏损的背景下，仍未现冷修潮，亦说明产业链对于后续价格走势抱有较强信心。

需要强调说明的是，长期看地产竣工需求逐阶走弱乃至下滑已是必然趋势，故而竣工产业链的向上估值弹性受到压制，但对于浮法玻璃而言，作为周期商品，其短期供需错配所带来业绩弹性的影响因子较估值更为重要。经过复盘，旗滨集团股价主要与玻璃价格相关性较高，因此玻璃价格弹性将会催生玻璃企业股价的向上动力。

中长期视角，在新增浮法产能受限的背景下，部分优秀的浮法玻璃企业积极进行成长性突围，已聚焦新产品新领域的拓展，如光伏玻璃、电子玻璃以及药用玻璃等业务，发展前景更为值得期待。

图8：玻璃价格和旗滨集团股价走势关系图（截至2022.6.10）



2. 旗滨集团逻辑再梳理

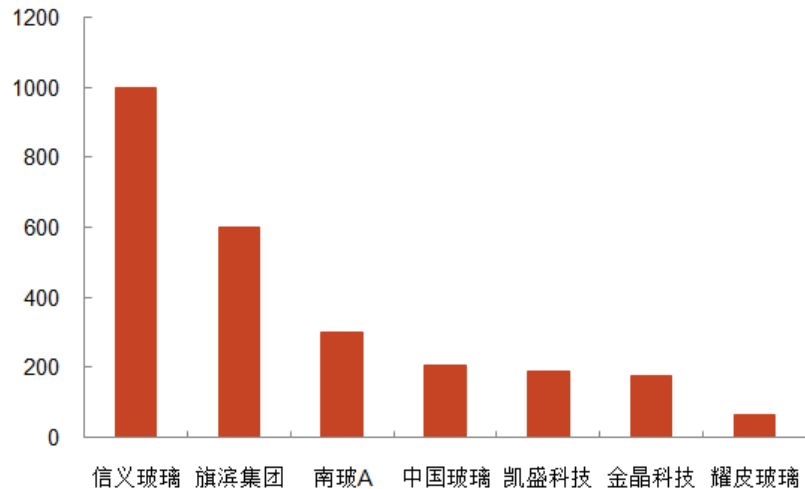
- ❑ 2.1 浮法玻璃龙头，充分受益价格弹性
- ❑ 2.2 发力光伏玻璃，浮法与压延并举
- ❑ 2.3 前瞻性布局硅砂资源，提升综合竞争力
- ❑ 2.4 节能玻璃规模持续扩张，业绩弹性可期
- ❑ 2.5 电子和药用玻璃稳步推进，项目跟投护航
- ❑ 2.6 激励措施到位，注入发展动力
- ❑ 2.7 积极开展回购，彰显发展信心

2.1 浮法玻璃龙头，充分受益价格弹性

旗滨集团目前拥有26条浮法玻璃产线，日熔量达17600t/d，是A股中产能最高的玻璃企业，同时2021年浮法玻璃业务占比达到86%。因此交易浮法玻璃价格向上弹性，首推旗滨集团。

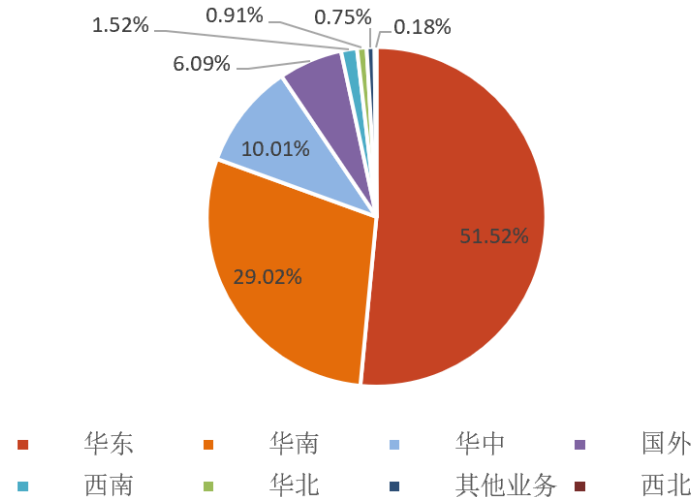
公司在行业内竞争优势明显，可归纳如下：1、燃料结构优势：玻璃生产燃料选择不同，导致不同企业成本差异，公司成本更低的石油焦占比较高。2、规模优势：原燃材料集中采购与生产基地规模较大带来摊薄费用方面优势相对明显；3、区位优势：公司基地产品主要辐射华东和华南等经济发达地区，需求和售价更有支撑。4、产业链一体化优势：公司前瞻性布局硅砂资源，不断提升硅砂自给率，可有效控制采购成本。5、运输优势：玻璃存在一定销售半径，但公司大部分生产基地均配有接驳到厂区的铁路或港口，可降低运输成本。

图9：浮法玻璃产量排名（万吨）



资料来源：wind，光大证券研究所
注：2021年产量，信义玻璃产量为产能测算而得

图10：旗滨集团2021年区域收入占比



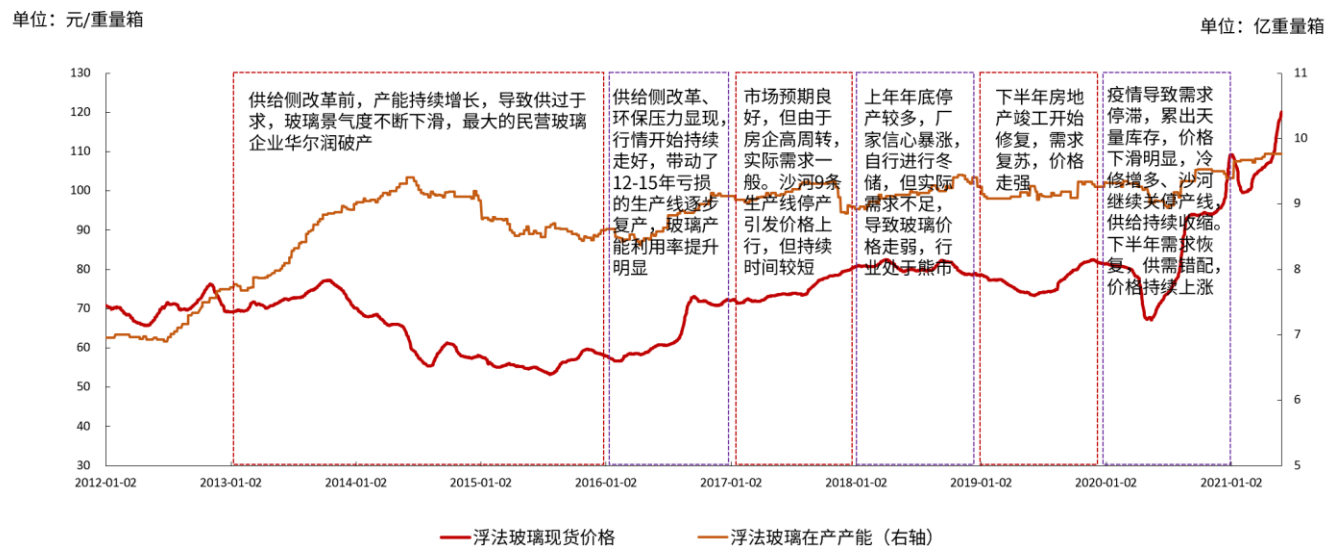
资料来源：wind，光大证券研究所

2.1 浮法玻璃龙头，充分受益价格弹性

行业底部，旗滨仍能录得超额收益。我们认为行业底部判断标准主要有两个：1、行业出现普遍亏损；2、冷修加速、复产放缓，供给收缩带动后续价格企稳回升。2013年以来，公司经历多轮行业周期变动，单季度从未出现亏损。2016年供给侧改革以来，行业供给得到明显优化。我们以2018Q4-2019Q2来看，期间玻璃价格持续走弱，并在2019年淡季出现冷修潮，说明行业部分企业已出现亏损，此阶段公司单季度归母净利润均在2亿元以上。

2022Q1，公司浮法玻璃业务毛利率为34.86%，实现归母净利润5.2亿元，同比减少40.7%。而根据隆众资讯数据，2022.1.7，以天然气为燃料的玻璃利润为268元/吨，同比减少70%；2022.3.31，利润为86元/吨，同比减少87%。

图11：玻璃价格与在产产能走势图



资料来源：wind，光大证券研究所 注：因wind数据更新原因，数据截至2021年5月底

2.2 发力光伏玻璃，浮法与压延并举

旗滨集团已开发出新一代超白浮法玻璃产品，在行业内率先将超白浮法玻璃应用于光伏面板环节，实验室层面能达到与超白压延玻璃等同的透光率，甚至对光伏组件发电效率有小幅增益。当然我们必须强调的是，旗滨集团新一代超白浮法玻璃应用在光伏组件面板尚未在自然环境条件下完成验证周期，目前公司郴州1000t/d超白产线用于光伏玻璃生产，证明此条路径仍在推进当中，或并不局限于传统晶硅光伏应用，不排除未来条件成熟后的进一步扩产。

我们认为，光伏浮法技术的率先突破，是公司研究院体系的标志性成果，更加相信其在光伏压延玻璃制造工艺方面有望达到行业领先水平，同时对其在电子玻璃、药用玻璃等新兴产品的突破充满期待。

表2：旗滨新一代超白浮法与超白压延玻璃性能对比

	旗滨集团新一代超白浮法玻璃光伏组件	超白压延玻璃光伏组件
透光率	94.1%	94.1%
平均功率	451.26W	450.96W
标称功率	449.62W	449.28W
理论功率	444.24W	444.24W
平均 CTM	101.58%	101.51%

资料来源：CPVT，光大证券研究所整理 注：以3.2mm玻璃、测试数量1000为基准

2.2 发力光伏玻璃，浮法与压延并举

公司推进光伏浮法技术的同时，也在积极规划超白压延玻璃产能的建设。公司已在郴州投产一条1200t/d光伏压延产线，并在国内外正在建和筹建11条1200t/d光伏玻璃生产线（不排除部分产线选用浮法工艺），预计将会在2022-2023年陆续投产。全部建成后，公司光伏玻璃合计产能将达到15400t/d。

作为国内浮法玻璃龙头，公司进军光伏玻璃领域仍具备一定竞争优势。1、公司所投建光伏压延玻璃窑炉规模均为1200t/d，具备能耗低、摊销低、成品率高等优点；2、大窑炉可适配更大尺寸组件，并具备升级空间；3、原材料采购可与传统建筑浮法玻璃协同，具备集采优势；4、具备充足资金进行超白硅砂资源获取，提高原料自给率。我们认为随着公司光伏玻璃产能逐步落地，未来有望跻身行业第一梯队。

表3：光伏玻璃产能统计

投资主体	地点	状态	产能 (d/t)
郴州光伏	湖南郴州	在产（浮法）	1000
郴州光伏	湖南郴州	在产	1200
株洲旗滨	浙江绍兴	在建	1200
宁波光伏	浙江宁波	在建	2*1200
漳州光伏	福建漳州	在建	1200
漳州光伏	福建漳州	筹建	1200
郴州光伏	马来西亚沙巴州	筹建	2*1200
昭通光伏	云南昭通	筹建	4*1200
合计			15400

资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至2022年6月15日）

注：根据各地光伏玻璃建设听证会，公司于辽宁本溪拟建设4条1200t产线，但并未公告

2.3 前瞻性布局硅砂资源，提升综合竞争力

截至 2022 年 3 月末，公司分别在福建漳州、广东河源、湖南郴州、湖南醴陵以及马来西亚森美兰州，拥有 5 个硅砂基地，保有储量合计达 3321.90 万吨，年产能 320 万吨。2019-2021 年公司硅砂自给率分别为 47.84%、43.86% 和 55.63%，处于较高水平，从采购价格和物流方面有效降低生产成本。

生产光伏玻璃需要有超白石英砂作为原料，而超白石英砂属于稀缺资源，国内分布较少。公司近年来仍积极在国内外探寻超白石英砂资源，在地方投资建厂则可先行通过政府协调来锁定此类稀缺性资源，未来或将看到更多配套超白石英砂资源落地，从而提高公司综合竞争力和保证战略用砂安全。2021 年 4 月公司公告，拟在湖南省资兴市投资 4.64 亿元建设 57.6 万吨/年的超白石英砂生产基地；2022 年 3 月公告，拟在马来西亚沙巴州投资 8.5 亿元，建设年产 120 万吨超白石英砂生产基地；2022 年 4 月公告，拟在云南省昭通市投资 10.8 亿元，配套建设石英砂生产基地，产能 470 万吨/年。

表4：旗滨集团硅砂资源分布（截至2022.3）

现有基地		
投产时间	硅砂开采基地	产能 (万吨/年)
2010	福建漳州	130
2013	广东河源	28
2017	湖南郴州	48
2019	湖南醴陵	90
2020	马来西亚森美兰州	24
总计	硅砂保有储量 3321.90万吨	320
拟建基地（以超白石英砂为主）		
投产时间	硅砂开采基地	产能 (万吨/年)
在建	湖南资兴	57.6
在建	马来西亚沙巴州	120
在建	云南昭通	470

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.4 规模持续扩张，业绩弹性可期

建筑门窗能耗在建筑物能耗中占比很高，节能玻璃在保温性和隔热性上要优于普通玻璃，能起到更好的节能减排效果。节能建筑玻璃是玻璃原片的下游产业，属于加工环节，通常采用成本加成法定价，盈利能力相对稳定，周期性较弱，是公司未来重点发力方向之一。

产能规模在持续扩张当中。公司在2018年开始布局节能玻璃加工领域，当前浙江绍兴、广东河源、马来西亚和湖南醴陵基地已投入商业运营；长兴节能、湖南节能二期和天津节能正在建设当中。2019年，公司节能玻璃产量为1160万平米，2021年已增至3335万平米。

公司作为节能玻璃行业的新进入者，品牌尚未完全打响，产能释放并不充分，且前期所需费用投入较多。未来随着业务逐渐步入正轨，将具有较强的业绩弹性。

表5：旗滨集团节能玻璃产能布局（截至2022.3）

项目名称	产线产能		状态
	镀膜线	中空线	
浙江绍兴节能	1条—120万m ² /年	3条—100万m ² /年	2018年投产
广东河源节能	1条—120万m ² /年	3条—100万m ² /年	2018年投产
马来西亚	1条—120万m ² /年	3条—100万m ² /年	2019年投产
湖南节能	2条—600万m ² /年	3条—95万m ² /年	2020年投产
广东节能二期	1条—135万m ² /年	4条—125万m ² /年	在建
浙江长兴节能	3条—960万m ² /年 (Low-E)	8条—240万m ² /年	部分投入商业化运营
天津节能	2条—480万m ² /年 (Low-E)	8条—240万m ² /年	在建
湖南节能二期	1条—500万m ² /年	2条—50万m ² /年	在建
合计	3035万m ² /年	1050万m ² /年	总计4085万m ² /年

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.5 电子和药用玻璃稳步推进，项目跟投护航

-  电子玻璃：技术逐渐成熟、良品率不断提升。醴陵一期电子玻璃项目（产能65t/d）于2019年7月点火、2020年4月投入商业化运营。产品为多种规格的贴片玻璃、盖板玻璃及车载玻璃，玻璃种类包括高铝硅和锂铝硅玻璃。2021年良品率达到60%以上。醴陵二期项目（产能65 t/d）尚在建设中，预计2022年10月投入商业运营。
-  药用玻璃：受注射一致性评价推动，中性硼硅药用玻璃需求放量在即，公司药用玻璃加速产能扩张步伐，未来发展可期。公司湖南药玻一期玻璃素管生产线（产能25 t/d）于2021年1月点火、10月投入商业运营，主要生产各规格安瓿管和西林瓶，目前分选合格率在60-70%，包装良品率在50-60%。湖南药玻二期项目（产能40 t/d）尚在建设阶段，预计于2022年10月点火、2023年6月投入商业运营。此外公司已规划在浙江绍兴继续投建2条产能25t/d药玻产线。

表6：电子和药用玻璃产能统计（2022.3）

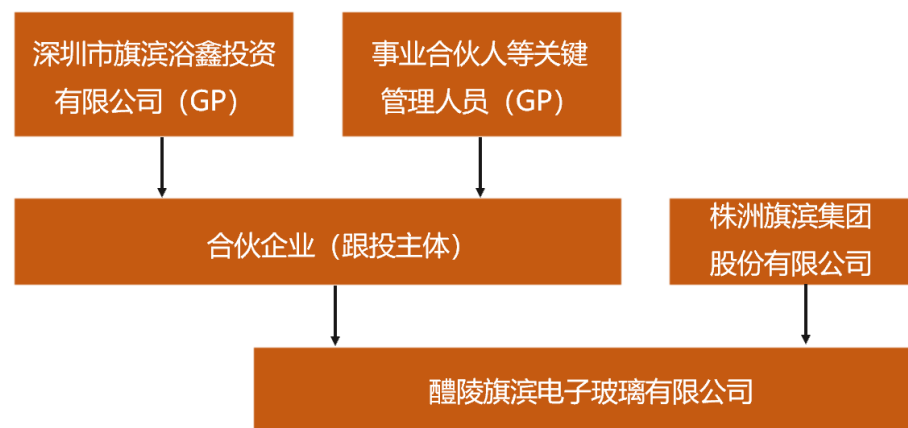
产品	产线	地点	投产时间	产能 (t/d)	良品率
电子玻璃	高性能电子玻璃 一期生产线	湖南醴陵	2019.7点火 2020.4投入商业化运营	65	60%以上
	高性能电子玻璃 二期生产线	湖南醴陵	预计2022.10投入商业化运营	65	
药用玻璃	中性硼硅药用玻璃素管 一期生产线	湖南资兴	2021.1点火 2021.10投入商业化运营	25	50-60%
	中性硼硅药用玻璃素管 二期生产线	湖南资兴	预计2022.10点火， 2023.6投入商业化运营	40	
	中性硼硅药用玻璃及制瓶 项目	浙江绍兴	筹备建设中	2*25	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.5 电子和药用玻璃稳步推进，项目跟投护航

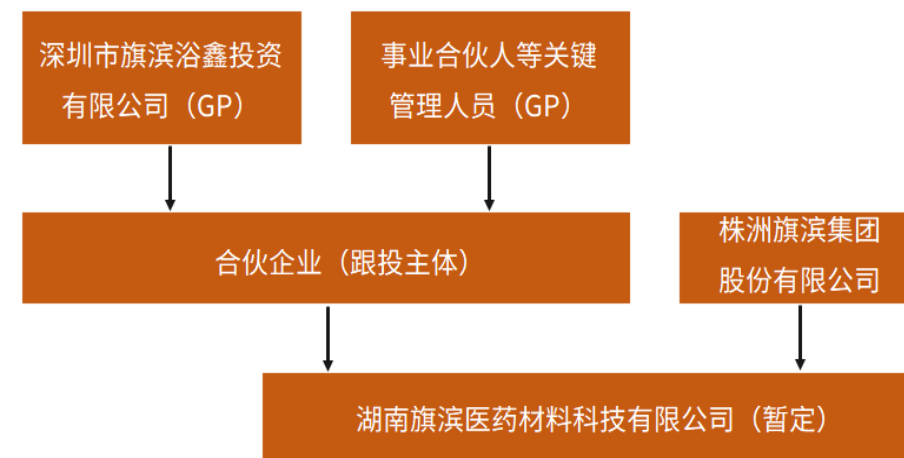
公司对新兴业务实施项目跟投管理制度，强化管理层和员工深入参与公司经营管理积极性和提升新兴创业激情，有利于人才队伍的稳定，保障公司战略规划的实现。2019年12月，公司发布《项目跟投管理制度》，建立健全投资项目风险与收益共担共享机制，跟投的业务主要为电子玻璃、药用玻璃等新兴业务，强制跟投人员包括：全体事业合伙人（董事长、总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书、助理总裁级别人员、独立经营的下属企业总经理及公司职能部门总经理级别人员），公司确定的集团开发研究院有关人员，拟投资项目的管理团队及核心技术骨干人员。公司旗下湖南中性硼硅药用玻璃素管项目（一期）和醴陵旗滨电子玻璃项目，公司事业合伙人等关键管理人员设立跟投平台分别持股30.8%和17.42%。

图12：电子玻璃项目跟投结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图13：药用玻璃项目跟投结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.6 激励措施到位，注入发展动力

公司采取多种激励措施，最大程度发挥员工的积极性和能动性，包括：事业合伙人、员工持股和股权激励等。

股权激励计划：公司于2012年至2017年间三次推出股权激励计划，占当时总股本的比例分别为4.79%、4.39%、3.55%。

2019年9月，公司发布中长期发展规划纲要，并配套发布员工持股和事业合伙人计划。公司于2019年至2024年计划滚动实施6期员工持股计划，总规模预计为12,500万股。目前，第一期员工持股计划已经落地，参与对象包括公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工共计389人，共持有公司0.2549%的股份。此外，公司于2020年9月18日，启动中长期战略发展规划之第二期员工持股计划。2021年9月30日，实施中长期战略发展规划之第三期员工持股计划。事业合伙人计划于2019年10月实施，截至2021年底，该计划持有人包含7名董事、高管和27名其他关键团队人员，持有份额共计8600万股，占公司总股本的3.20%，另有1400万股预留份额。

表7：旗滨集团研发人员激励情况

激励政策	事业合伙人计划	员工持股计划			股权激励计划
		第一期	第二期	第三期	
激励方式	公司实控人俞其兵先生将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与给事业合伙人持股计划作为股票来源	以公司股份均价（3.80元/股）的50%（1.90元/股）购买股份，锁定期为12个月	以3.78元/股价格购买公司股份	以8.49元/股价格购买公司股份	上市公司定向发行股票
激励对象	公司部分董事、高管、助理总裁及人员、独立经营的下属企业总经理等	公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工	公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工	公司主任级以上管理人员、核心技术人员及其他重要员工	董事、高管、中高层管理人员、核心技术、业务骨干
实施时间	2021年9月（最新）	2019年10月	2020年9月	2021年9月	2012年、2016年、2017年
激励人数	7名董事、高管和27名其他团队关键人员，共计34人	原设定参与人员不超过416人，实际参与人数389人	实际参与认购共计606人	实际参与认购共计495人	累计569人
激励规模	持股规模8,600万股，占公司总股本的3.20%	持股规模721.80万股	持股规模2451.80万股	持股规模2768.22万股	2012年至2017年三次推出股权激励计划，分别授予限制性股票3200万股、11000万股、9260万股

2.7 积极开展回购，彰显发展信心

2022年3月18日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》：拟回购不低于2,800万股（含）且不超过4,200万股（含），占公司总股本比例为1.04%-1.56%，用于实施员工持股计划或股权激励。回购价格不超过15.42元/股，用于回购的资金总额不超过人民币4.5亿元（含）。

公司分别在2022年4月14日、4月30日、5月31日进行回购，累计回购1105.23万股，占公司总股本比例为0.4114%；累计回购金额1.18亿元，最高成交价格为11.47元/股，最低成交价格为9.97元/股。

表8：旗滨集团回购进度统计

截止日期	累计回购数量 (单位：万股)	累计回购金额 (单位：万元)	回购进度 (按回购上限 4200 万股来算)	占总股本的比例
2022 年 4 月 14 日	88.34	999.74	2.10%	0.03%
2022 年 4 月 30 日	1070.83	11,463.19	25.50%	0.40%
2022 年 5 月 31 日	1105.23	11,836.56	26.32%	0.41%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理（截至2022年6月15日）

浮法玻璃有望重回高景气，带动玻璃企业股价上攻

- 由于需求疲软，玻璃价格持续走低，叠加原材料成本上升，行业盈利已处周期底部。后续随着地产周期触底回升以及房企资金压力缓解，在“保交付”政策的推动下，此前被压制的玻璃需求有望迎来新一轮释放，从而推动玻璃价格上涨。而供给端有效产能在之前行业高景气时已释放较为充分，未来易降难增。若行业部分企业亏损时间持续延长，则不排除再次出现冷修潮的可能。届时若供给出现收缩，则有望加剧浮法玻璃价格向上弹性。

虽然我们强调对未来一段时间内的竣工需求并不悲观，但同时我们承认中长期竣工需求逐阶减弱乃至下滑是必然趋势，故而竣工产业链的向上估值弹性受到压制。不过，对于浮法玻璃而言，短期供需错配所带来业绩弹性的影响因子比估值更重要。浮法玻璃价格回升是以旗滨集团为代表的浮法玻璃企业股价上涨的直接推动力。推荐：旗滨集团、南玻A；建议关注：金晶科技。

- 股价催化因素：1、玻璃需求逐步回升，下游深加工订单与回款均持续向好，生产企业进入去库周期，价格不断上涨（最核心因素）；2、由于市场对玻璃需求释放的一致预期较强，因此地产周期向上亦会对股价带来较强提振；3、若供给端出现冷修潮，亦将强化市场的投资信心。
- **不止于浮法玻璃弹性，旗滨集团中长期成长性更值得期待**
- 我们持续坚定推荐旗滨集团，不仅在于玻璃价格上涨预期的催化，更为看重企业的长期成长属性，尤其是可预期的光伏领域拓展。公司在产、在建、拟建 12 条光伏玻璃产线，若 22 年投产的单线运营质量证明可对标业内龙头，则未来有望逐步跻身行业第一梯队。此外公司不断向节能、电子、医药玻璃等方面进行业务拓展，上述领域均属成长性赛道。维持“买入”评级。

4. 风险提示



- **浮法玻璃价格回升不及预期：**若后续浮法玻璃需求反弹力度不足，则浮法玻璃价格难有较大突破。
- **原燃材料成本压力提升：**若纯碱、石油焦、天然气等原燃材料价格持续居高不下，仍会对行业盈利造成较大侵蚀。
- **企业新业务拓展不及预期：**浮法玻璃企业均在积极进行新品类业务拓展，若产能投放缓慢或产品技术无法顺利突破，则将影响公司业绩和估值的提升。

衷心 感谢

光大证券研究所



建筑建材研究团队

分析师

孙伟风

 执业证书编号: S0930516110003
 电话: 021-52523822
 邮件: sunwf@ebscn.com

联系人

陈奇凡

  电话: 021-52523819
 邮件: chenqf@ebscn.com

冯孟乾

 执业证书编号: S0930521050001
 电话: 010-58452063
 邮件: fengmq@ebscn.com

高鑫

  电话: 021-52523872
 邮件: xingao@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。