



旗滨集团 (601636) \ 建筑材料

旗滨集团：需求回暖，高附加值玻璃释放增量空间

投资要点：

➤ **房地产竣工恢复，需求带动玻璃价格提升，公司利润弹性优于行业：**
 1) 23年1-3月房地产竣工端数据如期恢复。2) 22年12月下旬浮法玻璃(4.8/5mm)价格为1700.6元/吨，23年3月中旬升至1765.7元/吨，23年浮法玻璃价格有望随着房地产行业需求复苏而改善。3) 目前浮法玻璃行业处于亏损状态，旗滨集团浮法玻璃在市场需求下滑的情况下仍保持毛利率超20%，与信义玻璃、福耀玻璃共同位于行业内第一梯队水平。

➤ **公司成本控制优于行业：**我们认为旗滨集团在成本控制方面具有产业链一体化优势，规模优势，硅砂自给优势和物流运输优势。**1) 产业链一体化优势：**沿浮法玻璃原片深入拓展节能建筑玻璃业务，加大对高附加值产品的布局力度；**2) 规模优势：**近7年公司浮法玻璃年均产量超11000万重箱，整体具有规模优势，纯碱、石英砂采购价低于行业水平；光伏玻璃产线采用大窑炉，节约能耗成本；**3) 硅砂自给优势：**21年公司硅砂自给率达到55.63%，公司22-24年预计共投入23.82亿元建设硅砂项目，我们测算若硅砂自给率达到65%，公司硅砂自给将影响毛利率约8个百分点；**4) 物流优势：**公司的运输费率明显低于可比公司，其硅砂矿基地、玻璃产线布局均具有区位优势，且公司早在2008年便布局码头。

➤ **多元业务有望形成业绩增长点：****1) 光伏玻璃：**公司光伏玻璃产能快速扩张，总计划产能为目前在产产线产能的5倍以上；“双碳”背景推动光伏玻璃需求快速提升，光伏玻璃领域厂商逐渐增加，公司有望通过快速提升产能在市场占据一席之地。**2) 电子玻璃：**公司电子玻璃业务开始于2019年，目前有两条在产产线(均为65T/D)，两条在建产线(65T/D和150T/D)，22年电子玻璃实现净利润转正为负，未来有望为公司贡献利润。**3) 药用玻璃：**公司药用玻璃良品率逐渐提升，与龙头企业的差距缩小；在产及筹建产线共4条，产能合计为115T/D。

➤ **盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2023-25年收入分别为173.3、222.1、277.3亿元，对应增速分别为30.2%、28.1%、24.9%；归母净利润分别为18.1、32.8、43.2亿元，对应增速37.7%、80.6%、32.0%；EPS分别为0.68、1.22、1.61元/股，三年CAGR为48.7%。参考可比公司25年9.26倍PE，鉴于公司成本优势明显，光伏业务可期，我们给予公司25年9.5倍PE，目标股价为15.30元。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**房地产市场恢复不及预期，新增产能释放不及预期，原材料、燃料价格快速上涨风险。

投资评级：

行业：

玻璃制造

投资建议：

买入 (首次覆盖)

当前价格：

10.22元

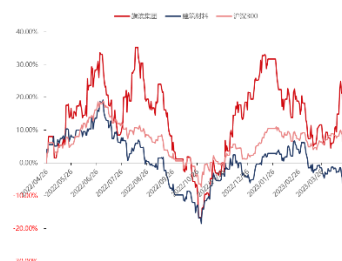
目标价格：

15.30元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,683/2,683
流通A股市值(百万元)	27,425
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	34.47
一年内最高/最低(元)	13.50/7.78

股价相对走势



分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸

邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

相关报告

- 《旗滨集团(601636)\建筑材料行业景气仍处高位，关注供给收缩进程》2018.10.17
- 《旗滨集团(601636)\建筑材料行业国内玻璃原片龙头，受益行业供给收缩》2018.09.19
- 《旗滨集团(601636)\建筑材料行业 123》2017.10.16

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14697	13313	17333	22207	27728
增长率(%)	52.40%	-9.42%	30.20%	28.12%	24.86%
EBITDA(百万元)	5987	2541	5261	7682	9437
归母净利润(百万元)	4241	1317	1813	3275	4323
增长率(%)	133.77%	-68.95%	37.72%	80.59%	32.01%
EPS(元/股)	1.58	0.49	0.68	1.22	1.61
市盈率(P/E)	7.0	22.4	16.3	9.0	6.8
市净率(P/B)	2.3	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.5	13.7	6.7	4.5	3.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月26日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是浮法玻璃行业龙头，大力拓展节能玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃四类具有需求潜力的高附加值产品。公司的成本控制能力优于行业，具有产业链一体化优势、规模优势、硅砂自给优势和物流运输优势，在房地产竣工改善的背景下，需求带动玻璃价格上升，公司利润弹性优于行业。

不同于市场的观点

- 1) 公司浮法玻璃短期受市场价格下行及原材料价格上行影响，中长期来看，浮法玻璃需求有望好转，原材料之一纯碱的价格有望随产能扩张趋弱，公司利润弹性可期。
- 2) 公司硅砂自给率有望进一步提升，升至 65%时将影响毛利率约 8 个百分点。
- 3) 公司 2022-2024 年计划投入 140.39 亿元于光伏玻璃及光伏下游，预计未来将有 10 条光伏玻璃产线，产能是 22 年年末的 5 倍有余，价值释放可期。

核心假设

1) 优质浮法玻璃原片板块:2018-2022 年公司浮法玻璃销量分别为 11003、11845、11377、11891、10803 万重箱；23 年房地产竣工需求修复，重要原材料之一纯碱的价格随产能扩张有下降空间；预计 23 年房地产延期交付项目较 22 年减少，24 年需求较 23 年略有下降。预计 2023-2025 年浮法玻璃原片板块营收分别增长 17.0%、5.0%、10.0%，营收三年 GAGR 为 10.6%；毛利率分别为 28.0%、30.0%、30.0%。

2) 节能建筑玻璃板块:公司节能建筑玻璃产能爬坡，另外，产品价格有望随地产需求好转而上升，节能建筑玻璃板块营收有望延续稳定增长趋势，预计 2023-2025 年节能建筑玻璃板块营收增长 30%、25%、20%，营收三年 GAGR 为 24.9%；毛利率分别为 25.0%、30.0%、32.0%。

3) 其他功能玻璃板块:随着光伏玻璃、电子玻璃及药用玻璃产能快速提升，其毛利率亦有望随上量改善。预计 2023-2025 年其他功能玻璃板块营收增长 93.7%、96.9%、50.0%，营收三年 GAGR 为 78.9%；毛利率分别为 20.0%、30.0%、30.0%。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2023-25 年收入分别为 173.3、222.1、277.3 亿元，对应增速分别为 30.2%、28.1%、24.9%，归母净利润分别为 18.1、32.8、43.2 亿元，对应增速 37.7%、80.6%、32.0%，EPS 分别为 0.68、1.22、1.61 元/股，三年 CAGR 为 48.7%。参考可比公司 25 年 9.26 倍 PE，鉴于公司成本优势明显，光伏业务可期，我们给予公司 25 年 9.5 倍 PE，目标股价为 15.30 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 1) 浮法玻璃产品的价格有望在需求驱动下上涨，重要原材料之一纯碱的价格有望在行业产能扩张后下降，公司利润弹性可期。
- 2) 公司相比行业具有成本优势，盈利水平位于行业第一梯队。
- 3) 公司中短期将进行大量固定资产投资，新建产线及产能释放可期。

正文目录

1. 旗滨集团：多元化、一体化的浮法玻璃龙头	6
1.1. 发展历程：长线规划铸就玻璃龙头	6
1.2. 产品结构及生产布局：沿浮法玻璃原片打造多元化产品	7
1.3. 股权结构及下属企业：股权结构集中稳定	10
1.4. 业绩情况：中长期稳步提升	11
2. 浮法玻璃行业：需求回暖带动价格提升，利润弹性可期	12
2.1. 需求端：浮法玻璃持续去库	12
2.2. 供给端：产能弹性较大	17
2.3. 利润端：利润有望改善	18
2.3.1. 玻璃价格：23 年玻璃价格震荡上行	18
2.3.2. 玻璃成本：纯碱、燃料价格高位回落	19
2.3.3. 利润水平：行业利润亏损幅度收窄	23
3. 开源节流：收入端拓产品，成本端控原料	24
3.1. 多元化产品有望释放增量空间	24
3.1.1. 节能建筑玻璃	25
3.1.2. 光伏玻璃	28
3.1.3. 电子玻璃	30
3.1.4. 药用玻璃	31
3.2. 成本控制构筑核心竞争优势	33
3.2.1. 产业链一体化优势	35
3.2.2. 规模优势	35
3.2.3. 硅砂自给优势	36
3.2.4. 物流优势	37
4. 中长期发展规划：光伏等重点项目投入力度大	38
4.1. 资本开支：中短期大幅投入于光伏玻璃、硅砂建设	38
4.2. 股权激励：已实施至第四期股权激励计划	39
5. 盈利预测、估值与投资建议	40
5.1. 盈利预测	40
5.2. 估值与投资建议	41
6. 风险提示	42

图表目录

图 1：旗滨集团发展历程	7
图 2：旗滨集团主要产品	8
图 3：2022 年旗滨集团分产品营业收入及营业利润	9
图 4：旗滨集团当前股权结构	10
图 5：旗滨集团控股子公司	11
图 6：旗滨集团营业收入及同比增速	12
图 7：旗滨集团归母净利润及同比增速	12
图 8：旗滨集团销售净利率及销售毛利率	12
图 9：旗滨集团费率	12
图 10：浮法玻璃下游需求结构	13
图 11：房地产竣工面积累计同比	15
图 12：房地产开发资金来源累计同比	15
图 13：房地产销售面积累计同比	15
图 14：重点省份库存合计值及同比	16
图 15：全国浮法玻璃产量及产销率	17
图 16：全国浮法玻璃日熔量及同比	17

图 17: 浮法平板玻璃市场价及同比 (按月)	18
图 18: 浮法平板玻璃市场价及同比 (按每月上、中、下旬)	19
图 19: 浮法玻璃成本结构	19
图 20: 重质纯碱参考价格及同比	20
图 21: 我国石英砂供需关系	22
图 22: 液化天然气价格走势 (元/吨; 按月)	22
图 23: 2023 年液化天然气价格指数走势 (按周)	22
图 24: 2019-2022 年营业收入结构 (分产品)	25
图 25: 2019-2022 年营业利润结构 (分产品)	25
图 26: 节能建筑玻璃分类	26
图 27: 玻璃节能建筑能效适用情况	26
图 28: 德国、韩国、波兰及中国 Low-E 玻用率	26
图 29: 2019-2022 年节能建筑玻璃营业收入及同比	28
图 30: 2018-2022 年节能建筑玻璃产量及产销率	28
图 31: 2020 年光伏组件成本构成	28
图 32: 2021-2030 年全球及中国新增光伏装机量及预测	29
图 33: 光伏玻璃生产企业	30
图 34: 光伏玻璃产能 (T/D)	30
图 35: 旗滨电子营业收入	31
图 36: 旗滨电子净利润	31
图 37: 中国药用玻璃市场规模	33
图 38: 2021 年中国中硼硅管制瓶国产比例	33
图 39: 2017-2022 年可比公司毛利率情况	34
图 40: 2017-2022 年可比公司净利率情况	34
图 41: 2017-2022 年可比公司销售费率	34
图 42: 2017-2022 年可比公司管理费率	34
图 43: 2017-2022 年旗滨集团存货周转率 (次)	35
图 44: 2010-2022 年旗滨集团 ROE (TTM)	35
图 45: 旗滨集团浮法玻璃原片产量	36
图 46: 旗滨集团纯碱采购价	36
图 47: 旗滨集团硅砂自给率	37
图 48: 旗滨集团硅砂采购价 (元/吨)	37
图 49: 2019 年可比公司运输费率	38
图 50: 旗滨集团资产负债率	39
图 51: 旗滨集团刚性债务	39
表 1: 公司产线布局汇总	9
表 2: 房地产政策频出	13
表 3: 重点省份玻璃生产企业库存变化	16
表 4: 全国浮法玻璃产线	17
表 5: 23 年纯碱新增产能	20
表 6: 石英砂分类	21
表 7: 浮法玻璃毛利率测算	23
表 8: 浮法玻璃龙头企业毛利情况 (含测算值)	23
表 9: 旗滨集团节能建筑玻璃六大生产基地	27
表 10: 普通玻璃与光伏玻璃性能对比	29
表 11: 旗滨集团光伏玻璃产能	30

表 12: 药用玻璃化学成分及性能	31
表 13: 药用玻璃相关政策	32
表 14: 旗滨集团药用玻璃产线产能	33
表 15: 旗滨集团石英砂自给节约成本测算	37
表 16: 公司已立项项目投资规划情况 (单位: 亿元)	39
表 17: 公司四期股权激励计划	40
表 18: 公司营收测算汇总 (百万元)	41
表 19: 可比公司估值对比	42

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 旗滨集团：多元化、一体化的浮法玻璃龙头

旗滨集团是一家集硅砂原料、玻璃及玻璃深加工、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃的研发、生产和销售为一体的大型玻璃企业集团，是国内建筑原片规模最大的企业之一。

1.1. 发展历程：长线规划铸就玻璃龙头

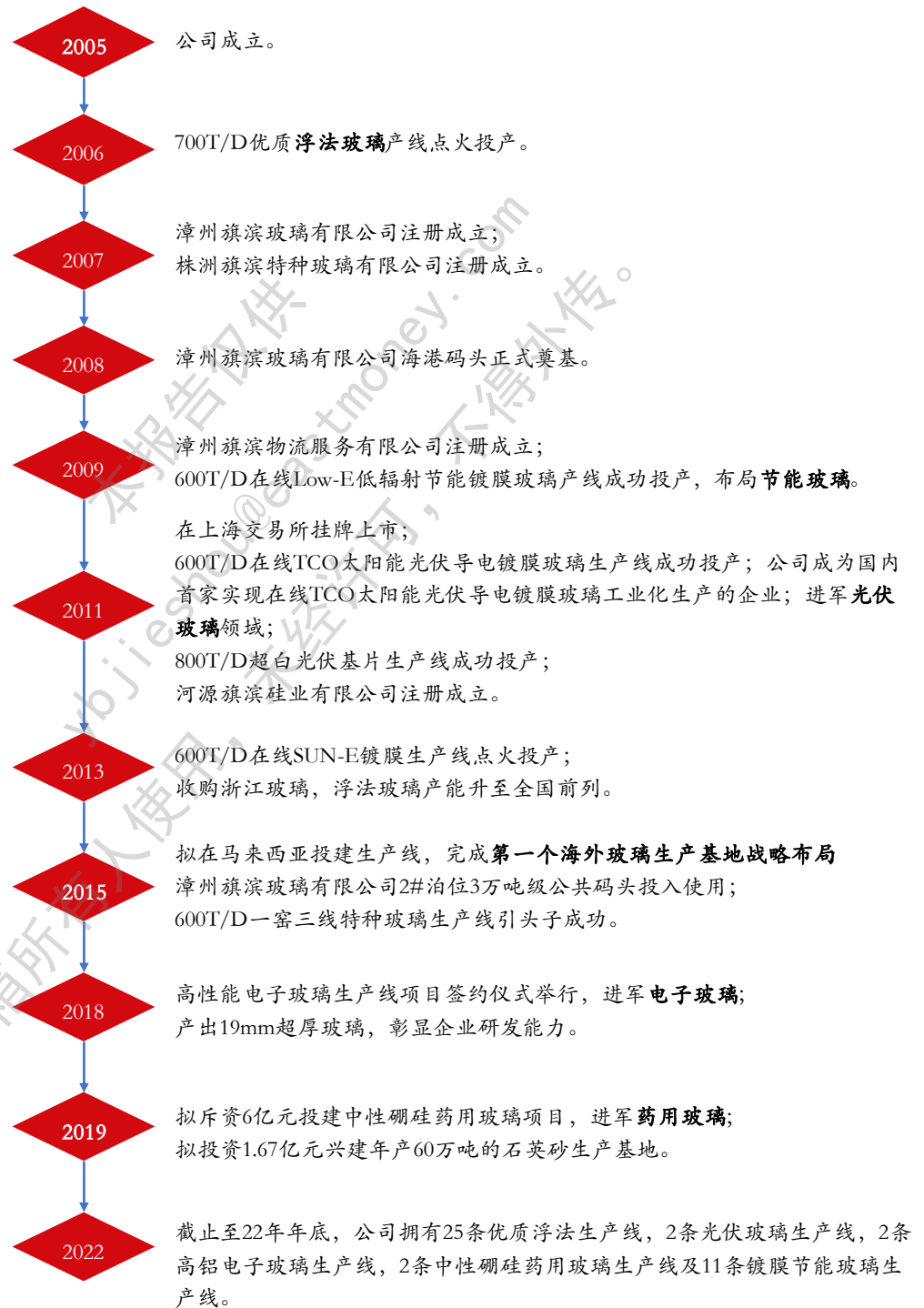
公司于 2005 年成立，2011 年在上海证券交易所上市。纵观其十余年发展历程，公司于 2005 年收购原株洲玻璃厂，正式进入玻璃行业。

➤ 初期公司专注优质浮法玻璃生产，并规划码头建设及产品拓展，以长线布局奠定公司发展路线；2009 年首条在线 Low-E 低辐射节能镀膜玻璃产线投产；2011 年首条 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃产线投产，成为国内首家实现 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃工业化生产的企业。

➤ 2013 年，公司收购浙江玻璃，浮法玻璃产能大幅提升，自此成为国内浮法玻璃龙头企业之一；此后公司战略布局首个海外生产基地，2018 年签约高性能电子玻璃生产线项目，2019 年投建中性硼硅药用玻璃项目，正式进军电子玻璃、药用玻璃领域；持续扩大公司经营规模、丰富产品线。

➤ 2019 年公司发布中长期战略规划，深入贯彻实施“一体两翼”战略：以规模发展多元化玻璃产业链发展为一体，以产品优质化、产品高端化发展为两翼。

图1：旗滨集团发展历程



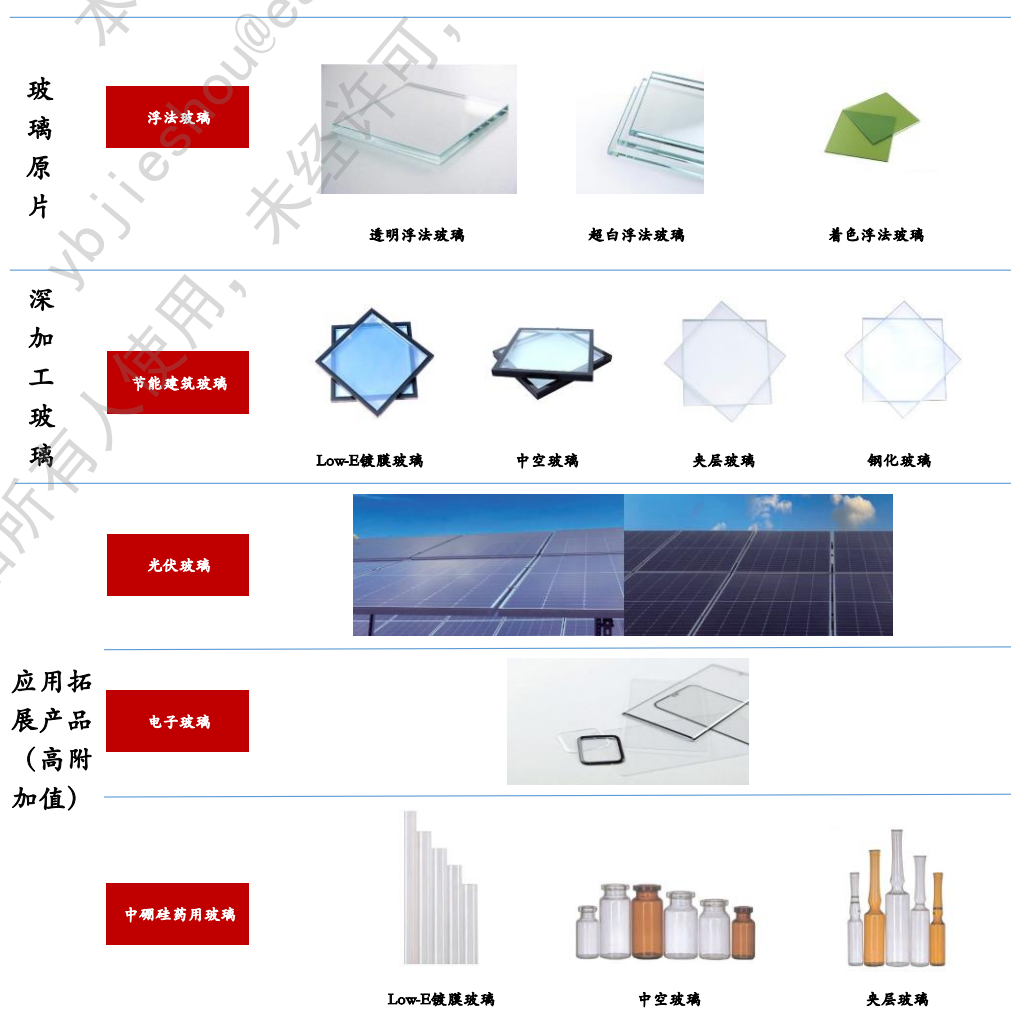
资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

1.2. 产品结构及生产布局：沿浮法玻璃原片打造多元化产品

产品结构：以浮法玻璃原片为主，沿深加工、应用拓展布局多元化产品。

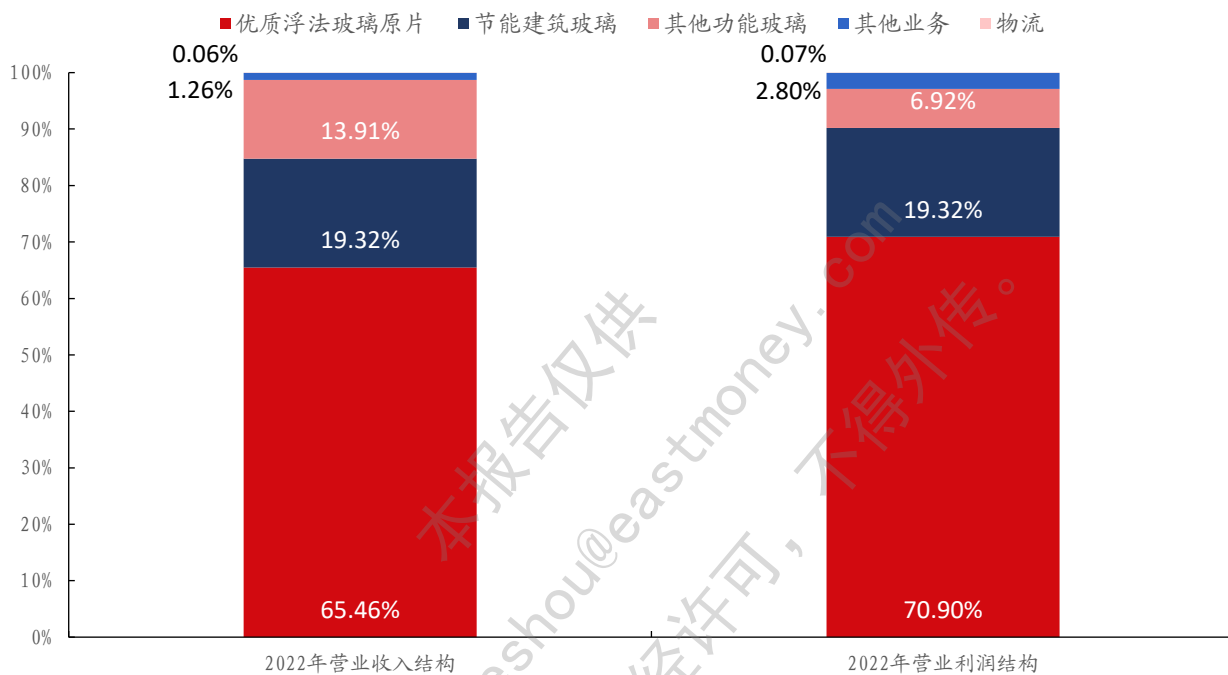
- 公司的玻璃产品可分为浮法玻璃原片、深加工玻璃及应用拓展产品三大类。其中浮法玻璃原片包括透明浮法玻璃、超白浮法玻璃、着色浮法玻璃等；深加工玻璃是以浮法玻璃为原材料的节能建筑玻璃；应用拓展产品包括光伏玻璃，电子玻璃及中硼硅药用玻璃，这类产品具有高附加值。
- 浮法玻璃原片收入、利润贡献均超 65%。2022 年，优质浮法玻璃原片营业收入占比 65.46%，贡献营业利润 70.90%；节能建筑玻璃营业收入占比 19.32%，贡献营业利润 19.32%；其他功能玻璃营业收入占比 13.91%，贡献营业利润 6.92%。

图2：旗滨集团主要产品



资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

图3：2022年旗滨集团分产品营业收入及营业利润



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

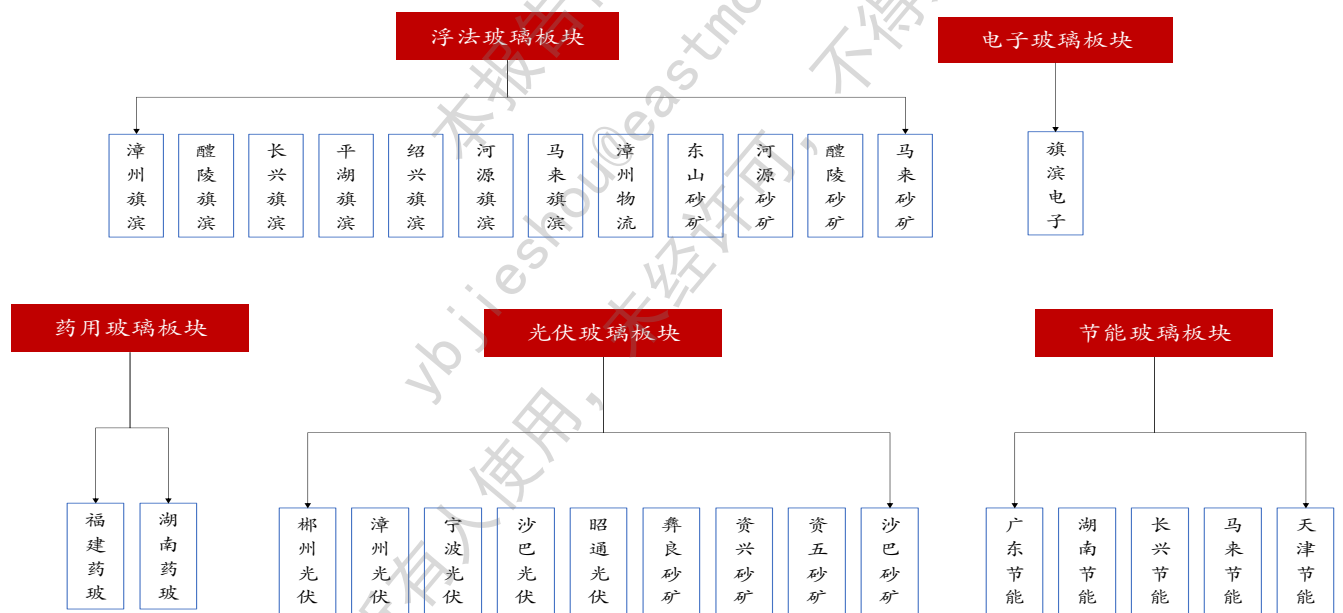
生产布局：经营布局多而广。截止至22年年末，公司已在福建漳州、广东河源、湖南醴陵、浙江绍兴、浙江长兴、浙江平湖、马来西亚建有七大浮法玻璃基地；在湖南郴州、福建漳州、浙江宁波、云南昭通、马来西亚建有或在建光伏玻璃基地；在湖南醴陵、广东河源、浙江长兴、浙江绍兴、马来西亚、天津建有六大节能玻璃基地。此外，除浙江基地外，其他生产基地均配套建设了硅砂（普通砂、超白砂）矿进行原料自给。截止至22年年末，公司在产产线共有25条优质浮法玻璃生产线，2条光伏玻璃生产线，2条高铝电子玻璃生产线，2条中性硼硅药用玻璃生产线，11条镀膜节能玻璃生产线；在建5条光伏玻璃产线，2条高铝电子玻璃生产线，筹建3条光伏玻璃产线。

表1：公司产线布局汇总

生产基地	产品	生产线条数	产能
四川泸定	高铝电子玻璃	2 (在建)	215t/d
湖南醴陵	浮法玻璃	5	3100t/d
	节能玻璃		860 万平/年
	电子玻璃	2	130t/d
湖南郴州	光伏玻璃 (浮法)	1	1000t/d
	光伏玻璃 (压延)	1	1200t/d
湖南资兴	药用玻璃	2	65t/d
广东河源	浮法玻璃	2	1400t/d
	节能玻璃		890 万平/年

公司分五大产品板块控股子公司 20 余家，拟将旗滨电子分拆上市提升公司综合竞争力。旗滨集团浮法玻璃板块、电子玻璃板块、药用玻璃板块、光伏玻璃板块和节能玻璃板块五大板块共控股公司 20 余家。2022 年 10 月 19 日，公司发布公告，拟将旗滨电子分拆至深圳交易所创业板上市。本次分拆上市后，旗滨集团和旗滨电子主营业务结构会更为清晰，旗滨集团将进一步实现业务聚焦，通过创业板上市加大旗滨电子投入，实现高性能电子玻璃业务板块的做大做强。

图5：旗滨集团控股子公司



资料来源：公司官网，国联证券研究所

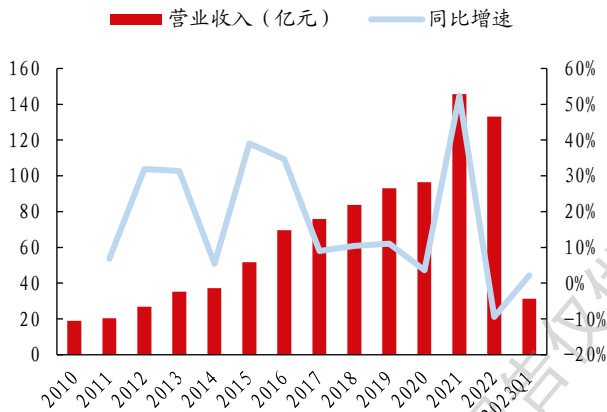
1.4. 业绩情况：中长期稳步提升

中长期业绩稳步提升，短期随行业受市场影响承压。公司 2019 年、2020 年、2021 年分别实现营业收入 93.06 亿元、96.43 亿元、146.97 亿元，分别同比增长 11.07%、3.63%、52.40%。2019 年、2020 年、2021 年分别实现归母净利润 13.37 亿元、18.14 亿元、42.41 亿元，分别同比增长 10.69%、35.71%、133.77%。2021 年实现高增长受益于宏观经济复苏加速叠加房地产竣工驱动玻璃产品价格上涨。

2022 年公司实现营业收入 133.13 亿元，同比下降 9.42%；归母净利润 13.17 亿元，同比下降 68.95%。主要原因系疫情反复影响叠加房地产行业持续低迷，浮法玻璃销量、售价同比下降；大宗原材料及燃料价格受地缘冲突、全球通胀影响趋高致生产成本大幅提高，利润下降。

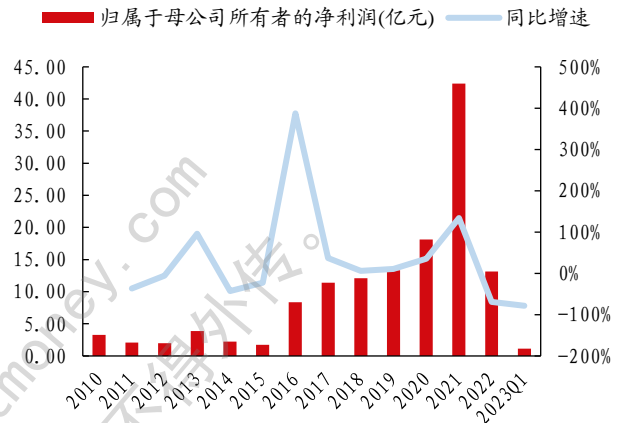
2023 年 Q1，公司实现营业收入 31.31 亿元，同比增长 2.21%；归母净利润 1.13 亿元，同比下降 78.42%，环比改善 65.29%。

图6：旗滨集团营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图7：旗滨集团归母净利润及同比增速

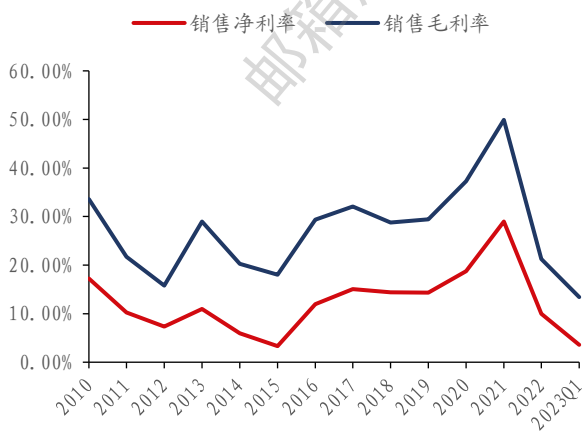


资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

盈利水平改善。随着公司产能扩张，规模效应提升，公司整体净利率水平逐年提升。公司2019年、2020年、2021年的净利率分别为14.36%、18.76%及28.97%；毛利率分别为29.44%、37.27%及49.90%。2021年净利率水平大幅提升主要原因系优质浮法玻璃售价涨幅较大及公司降本成效显著实现。

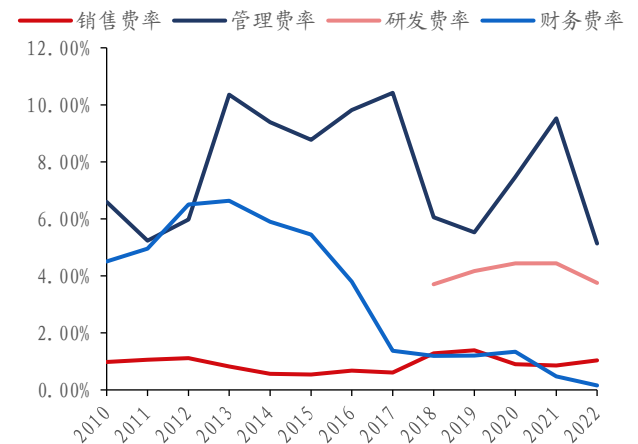
2022年净利率为9.95%，毛利率为21.22%，同比下降主要受原材料价格大幅上涨及玻璃售价下降影响。

图8：旗滨集团销售净利率及销售毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图9：旗滨集团费率



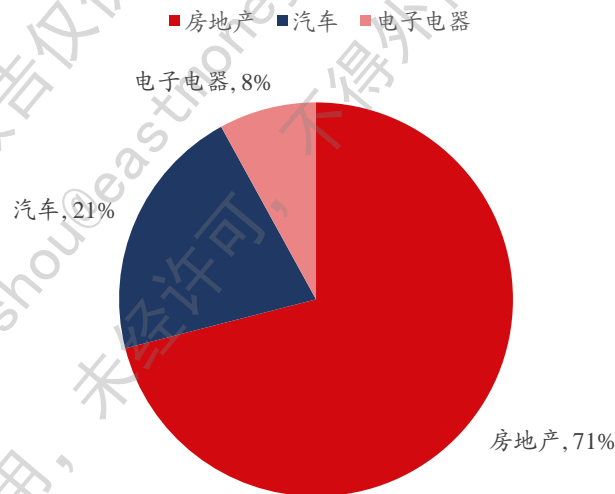
资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

2. 浮法玻璃行业：需求回暖带动价格提升，利润弹性可期

2.1. 需求端：浮法玻璃持续去库

22 年地产承压致浮法玻璃需求下滑。 房地产是浮法玻璃重要下游应用，浮法玻璃下游需求结构中，房地产占比高达 71%。然而，2022 年房地产市场供需两端面临冲击和压力，多项数据指标持续恶化，市场承压。22 年全国房地产开发投资 14.90 万亿，同比下降 25.9%；房地产开发企业房屋施工面积 90.50 亿平米，同比下降 7.2%；房地产竣工面积 8.62 亿平米，同比下降 15%。

图10：浮法玻璃下游需求结构



资料来源：观研报告网，国联证券研究所

地产政策频出，楼市回暖在即。 2022 年，一系列房地产积极政策频出。供给端方面，为防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，信贷、债券、股权融资“三箭齐发”，大力推进“保交楼、稳民生”工作。需求端方面，各地大力支持刚性和改善性购房需求，多地首套房贷利率下降，减少购房成本；不少城市还通过降低首付、优化限购政策、降低购房门槛、实施税费补贴、优化购房流程等举措，积极促进住房合理消费。在大环境持续改善、2023 年房地产行业的支柱地位不变的背景下，随着政策效力的持续释放，2023 年房地产市场有望触底反弹。

表 2： 房地产政策频出

分类	时间	内容
支持刚性和改善性住房需求	22 年 4 月 29 日	中共中央政治局会议强调，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
	22 年 7 月 28 日	中央政治局会议强调，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
	22 年 10 月 16 日	党的二十大报告再次强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位

	22年12月15日 -12月16日	中央经济工作会议强调，确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。因城施策，支持刚性和改善性住房需求；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
金融支持房地产市场发展	22年7月25日	银保监会指出，支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展。
	22年8月12日	银保监会提出，加大保交楼金融支持力度；做好具备条件的信贷投放，千方百计推动“保交楼、稳民生”。
	22年12月27日	银保监会再次提出，促进金融与房地产正常循环，做好“保交楼、保民生、保稳定”工作，满足房地产市场合理融资需求，改善优质房企资产负债表。配合化解地方政府隐性债务风险。
	22年11月11日	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，提出16项保持房地产融资平稳有序、做好“保交楼”金融服务等具体措施。
重申房地产支柱产业地位	23年1月17日	国务院副总理刘鹤在达沃斯峰会上指出，房地产是中国国民经济的支柱产业。与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近40%，房地产业相关收入占地方综合财力的50%。
住房贷款优惠力度不断加大	22年9月29日	人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。
	23年1月5日	人民银行、银保监会决定，建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。
保障性租赁住房加快发展	22年2月8日	中国人民银行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，提出银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度。
	22年3月5日	李克强总理《政府工作报告》强调，推进保障性住房建设，更好满足购房者合理住房需求
	22年3月17日	国家发展改革委印发《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务的通知》。以人口净流入大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决符合条件的新市民、青年人等群体住房困难问题。
限购限售放松城市持续增加	22年	南京、杭州、武汉、济南、青岛等调整限购限售政策。

资料来源：人民网，中国新闻网，国联证券研究所

数据端显示 23 年房地产市场需求明显好转，23 年 3 月多维度数据增速转正。

- 23 年 1-3 月房地产销售市场修复好于预期。22 年 11 月、22 年 12 月、23 年 2 月、23 年 3 月房地产销售面积累计同比增速分别为-23.3%、-24.3%、-3.6%、0.1%，修复趋势明显。
- 23 年 1-3 月房地产资金压力略有缓解。22 年 11 月、22 年 12 月、23 年 2 月、23 年 3 月房地产开发资金来源累计同比增速分别为-25.7%、-25.9%、-15.2%、2.8%。

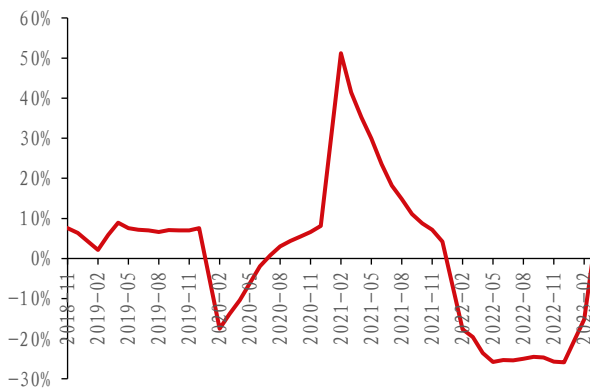
- **23年1-3月房地产竣工端修复逻辑得到验证。**22年11月、22年12月房地产竣工端累计同比增速分别为-19%、-15%，23年1-3月房地产竣工端累计同比增速由负转正，2月累计同比增长8%，3月累计同比增长高达32%，竣工端修复逻辑得到验证。
- **22年延期交付房地产项目致23年预交付项目超4000个。**根据奥维云网地产大数据，22年精装修楼盘计划交付3162个项目，277万套精装房。23年计划交付3270个项目，284万套精装房。然而，22年由于房地产多方承压，延期交付项目占比高达30%以上，即22年预交付项目有1/3将在23年交付，23年预期交付项目将超4000个，将带动玻璃行业需求提升。

图11：房地产竣工面积累计同比



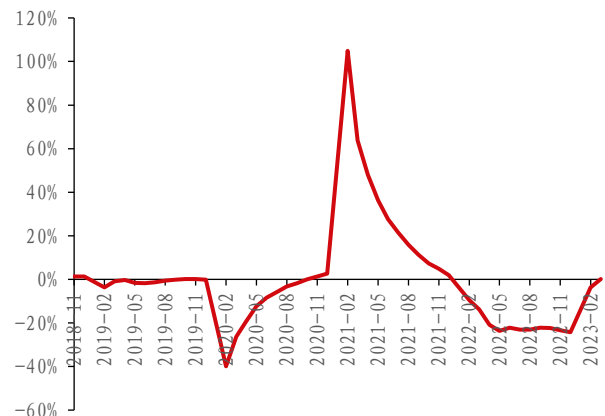
资料来源：WIND，国联证券研究所

图12：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：WIND，国联证券研究所

图13：房地产销售面积累计同比



资料来源：WIND，国联证券研究所

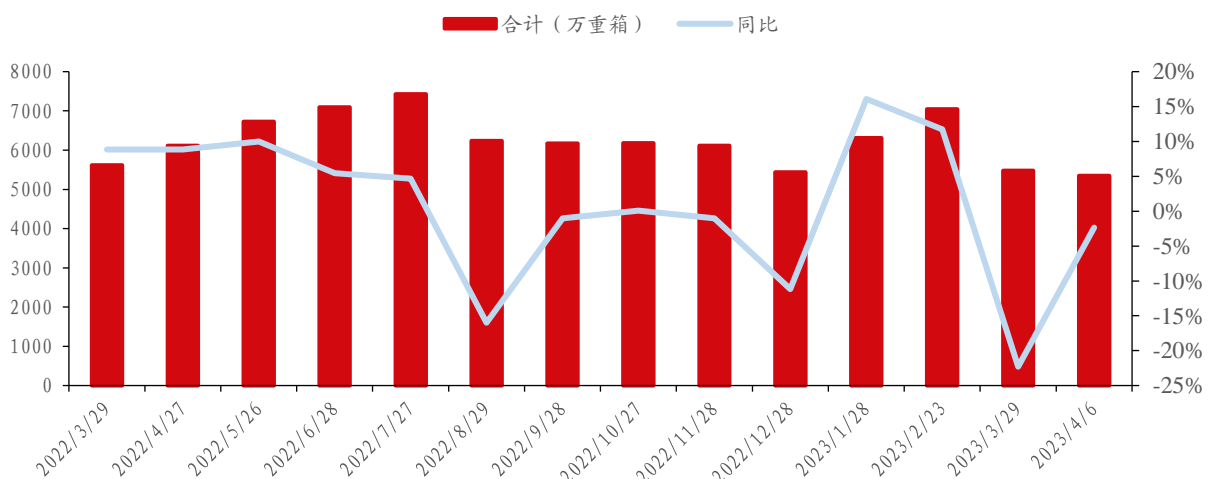
浮法玻璃持续去库。随着玻璃市场需求逐渐恢复，浮法玻璃库存得到有效削减，各地区库存削减至正常水平，库存压力缓解明显，主产区湖北库存较低。截止至 2023 年 3 月 29 日，重点省份浮法玻璃生产企业总库存为 5476 万重箱，较上月库存下降 1571 万重箱，降幅为 22.29%，库存天数约为 28.41 天。3 月底全国浮法玻璃企业总库存为 8624.9 万重箱，较 2 月底减少 21.35%；3 月全国浮法玻璃产量 8804.5 万重量箱；全国平均产销率为 126.6%。

表 3：重点省份玻璃生产企业库存变化

地区	23 年 3 月 29 日库存 (万重箱)	月增减 (万重箱)	23 年 4 月 6 日库存 (万重箱)	周增减 (万重箱)
河北	720	-574	728	8
山东	826	-111	797	-29
江苏	396	-78	386	-10
浙江	274	-74	270	-4
安徽	588	-95	566	-22
广东	675	-111	685	10
福建	321	-44	313	-8
湖北	168	-245	150	-18
湖南	72	-47	65	-7
四川	493	-113	498	5
山西	213	-18	194	-19
陕西	359	-8	344	-15
辽宁	371	-53	350	-21
合计	5476	-1571	5346	-130

资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图 14：重点省份库存合计值及同比



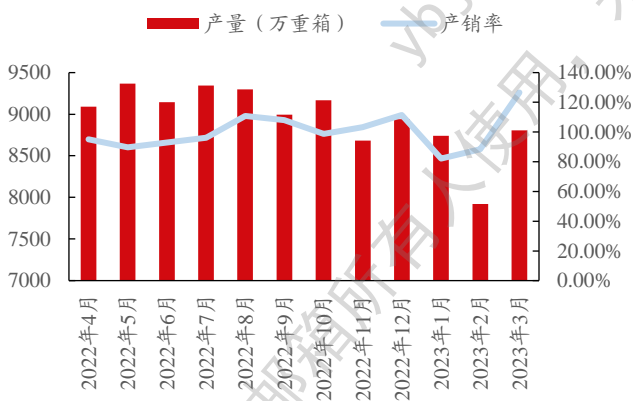
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2.2. 供给端：产能弹性较大

浮法玻璃产量略有收缩。22年浮法玻璃总产量10.94亿重箱，玻璃在产线从最高263条下降至年末239条，玻璃日熔量从17.57万吨下降至16万吨，整体供给在一年内下降了10%。23年1月、2月、3月浮法玻璃产量分别为8741.8万重箱、7921.7万重箱、8804.5万重箱；产销率分别达82.14%、88.33%、126.60%。

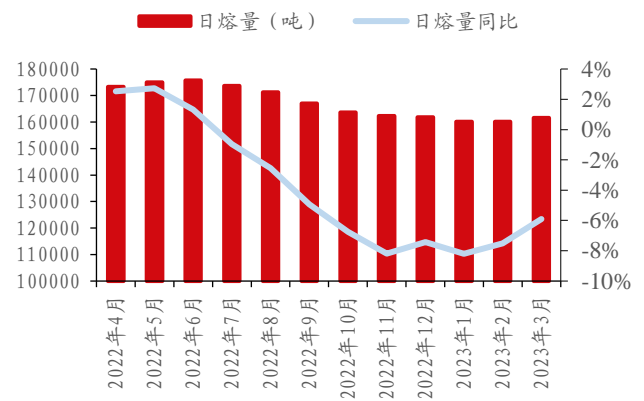
产线调整积极，产能弹性较大。随着市场需求恢复、价格上涨，厂商亏损收缩，产线调整较为积极。截止至23年3月底，全国浮法玻璃产线共306条，在产产线239条，日熔量为161580吨，环比上升0.91%；3月新点火产线1条，复产产线2条，3条产线进入冷修。预计4月份3条产线出玻璃，个别产线点火，无冷修计划。厂商产线视市场需求灵活调整，待行业信心提振多条产线可迅速点火或复产，产能弹性较大。

图15：全国浮法玻璃产量及产销率



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图16：全国浮法玻璃日熔量及同比



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

表4：全国浮法玻璃产线

时间	产线 (条)	在产产线 (条)	新点火 (条)	复产 (条)	冷修 (条)	改产 (条)
2022年4月	304	261	2	-	1	2
2022年5月	301	263	-	3	-	5
2022年6月	302	263	1	1	2	5
2022年7月	304	261	1	2	6	7
2022年8月	304	258	-	2	3	5
2022年9月	304	251	-	-	7	9
2022年10月	305	246	1	-	6	4
2022年11月	306	243	1	-	4	2
2022年12月	307	241	2	-	4	6

2023年1月	307	238	-	1	4	2
2023年2月	305	239	-	3	2	5
2023年3月	306	239	1	2	3	3

资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

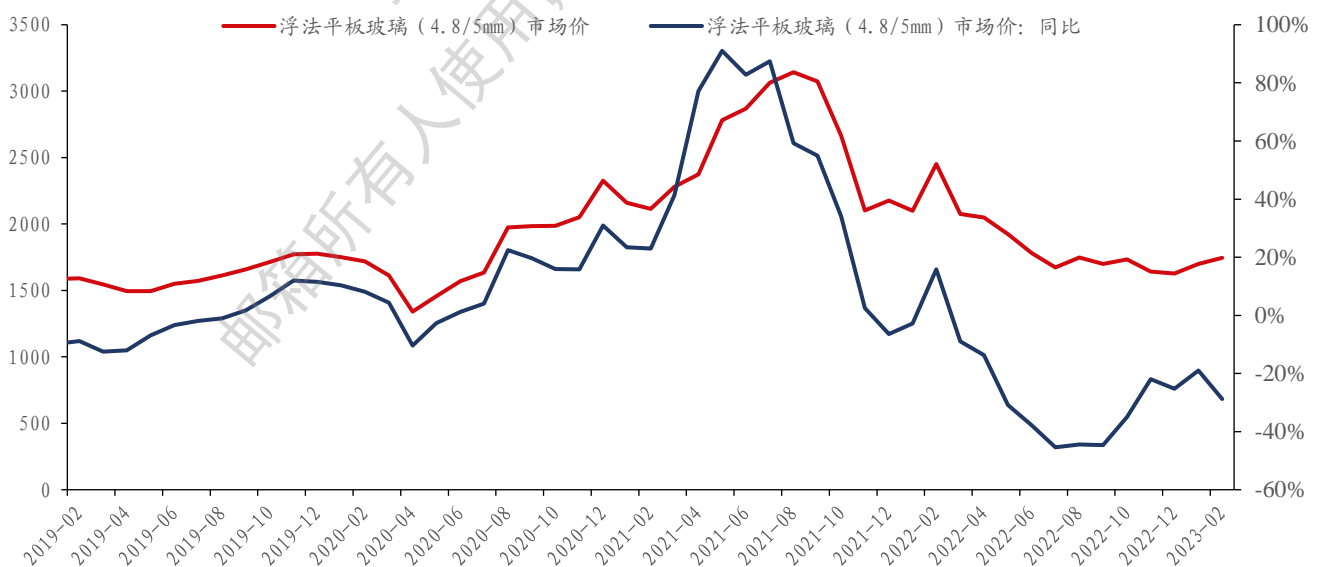
2.3. 利润端：利润有望改善

2.3.1. 玻璃价格：23年玻璃价格震荡上行

22年浮法玻璃价格大幅下降。22年浮法玻璃价格由最高点2450.5元/吨下降至最低点1615.8元/吨，全年平均价格为1884.22元/吨。

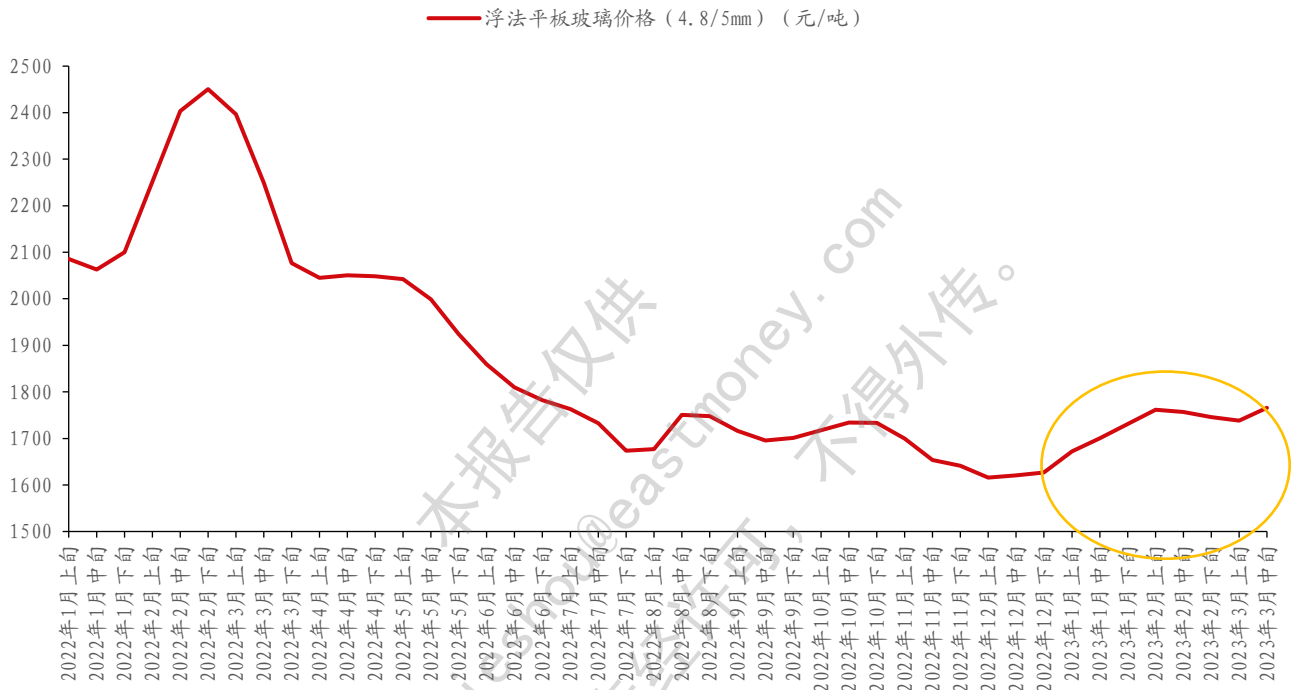
23年1-2月浮法玻璃价格逐渐改善。分每月上、中、下旬来看，12月下旬浮法玻璃价格为1700.6元/吨，进入23年以来，价格呈现抬头趋势，至23年3月中旬，价格升至1765.7元/吨。23年浮法玻璃价格有望随着房地产行业需求复苏而改善。

图17：浮法平板玻璃市场价及同比（按月）



资料来源：WIND，国联证券研究所

图18：浮法平板玻璃市场价及同比（按每月上、中、下旬）

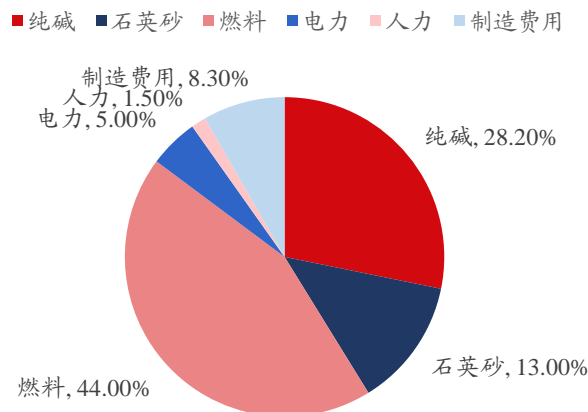


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2.3.2.玻璃成本：纯碱、燃料价格高位回落

纯碱、石英砂、燃料成本占浮法玻璃总成本约 85%。在浮法玻璃生产成本中，原材料和燃料成本占较大比例，而原材料主要是纯碱和石英砂，具体而言，纯碱成本占比约 28%、石英砂占比约 13%，燃料成本占比约 44%。因此，纯碱、石英砂、燃料价格的波动对玻璃的成本影响至关重要。

图19：浮法玻璃成本结构



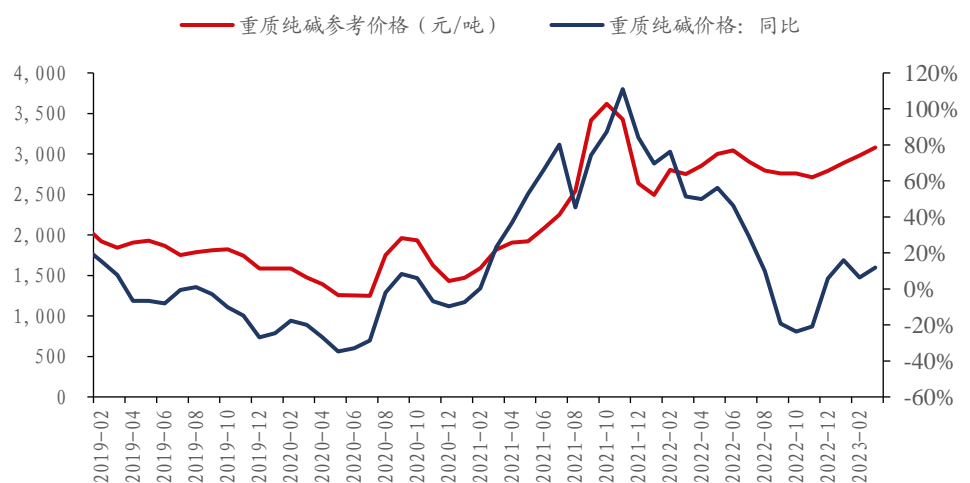
资料来源：智研咨询，国联证券研究所

22 年整体纯碱价格震荡上涨。22 年纯碱行情主要分为 3 段，年初的上涨行情（2493 元/吨-3043 元/吨）；年中的下跌（3043 元/吨-2759 元/吨）；年末的震荡上涨（2759 元/吨-2789 元/吨）。

当前纯碱价格弱势走低，后期预计受新增产能影响价格高位回落，玻璃成本压力缓解。

- 截止至 23 年 4 月 3 日，重质纯碱主流送到价格为 2950-2970 元/吨。
- 从纯碱需求端来看，根据生意社的数据，23 年 4 月 10 日至 23 年 4 月 14 日，周末玻璃现货市场均价为 20.44 元/吨，同比上涨 1.98%，整体信心尚可，库存窄幅下降；浮法玻璃日容量稳中有涨，光伏玻璃产能平稳，纯碱消费量有望增加。
- 从供给端来看，根据潮汛财经的数据，目前国内纯碱总产能为 3295 万吨，有效产能 3150 万吨，在产产能 3090 万吨，23 年纯碱产能呈增加趋势，新增产能涉及安徽红四方、重庆湘渝、连云港德邦及远兴能源等，预期新增 600-800 万吨，其中，远兴能源新增产能高达 500 万吨。根据隆众资讯 23 年 4 月 14 日的最新数据，周内纯碱开工率约为 92%；4 月纯碱企业检修零散，预计整体维持较高的开工率，约 94%，月产量 269.44 万吨。
- 库存方面，根据潮汛财经的数据，截止至 23 年 3 月 30 日，纯碱厂商库存为 25.23 万吨，环比-1.89 万吨，下跌 6.97%，社会库存下降 1.6 万吨左右，总量约 10 万吨。
- 中长期而言，预计纯碱价格以弱势盘运行为主。

图20：重质纯碱参考价格及同比



资料来源：WIND，国联证券研究所

表 5： 23 年纯碱新增产能

企业	产能 (万吨)	时间
安徽红四方	20	23 年 H1
连云港德邦	60	23 年 H1
重庆湘渝	20	23 年 H1
远兴能源	500	23 年 Q3

资料来源：观研报告网，国联证券研究所

广泛需求推动石英砂价格上涨，根据中国粉体网的数据，22 年底普通石英砂、精制石英砂价格分别上涨至 330 元/吨、450 元/吨。

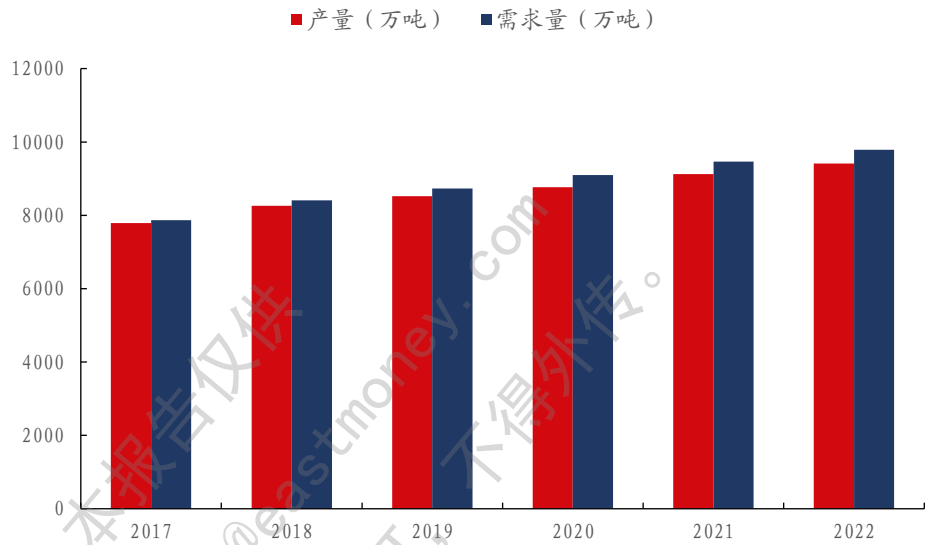
- 石英砂可根据二氧化硅及三氧化二铁含量分为普通石英砂、精制石英砂和高纯石英砂，玻璃行业制造原料主要是普通石英砂和精制石英砂。
- 在供给端，中低端石英砂技术壁垒低，石英资源储备丰富，根据中国粉体网的数据，截止至 2020 年我国已探明约 150 处矿产地，石英矿资源储量达 39.1 亿吨；截止至 2021 年底，我国石英砂行业企业约 1580 家。
- 供需关系方面，由于石英砂具有广泛的用途，近年来我国石英砂需求量均大于产量，每年均有进口石英砂。根据智研咨询的数据，2021 年我国石英砂产量为 9123 万吨，需求量为 9460.2 万吨；2022 年我国石英砂产量为 9407 万吨，需求量为 9789 万吨。
- 价格方面，虽然中低端石英砂技术壁垒低，资源储备丰富，但石英砂用途广泛，我国石英砂供需关系一直偏紧，石英砂价格亦逐年增加，根据智研咨询和中国粉体网的数据，2020 年、2021 年我国石英砂市场均价分别为 217 元/吨、263 元/吨，至 2022 年底普通石英砂、精制石英砂价格分别上涨至 330 元/吨、450 元/吨；另外，受原矿价格上涨、工人工资上涨、运输成本增加等因素影响，预计未来石英砂价格仍然会不断上涨。

表 6：石英砂分类

产品名称	SiO ₂ 含量	Fe ₂ O ₃ 含量	主要用途
普通石英砂	90%-99%	≤0.06%-0.02%	普通玻璃、铸造、耐火材料
精制石英砂	99%-99.5%	≤0.005%	光学、仪器玻璃等
高纯石英砂	99.5%-99.9%	≤0.001%	光学坩埚、电子元件的绝缘材料、大型集成电路封装、不透明石英玻璃、高级光学玻璃、硅酸钾等

资料来源：智研咨询，国联证券研究所

图21：我国石英砂供需关系

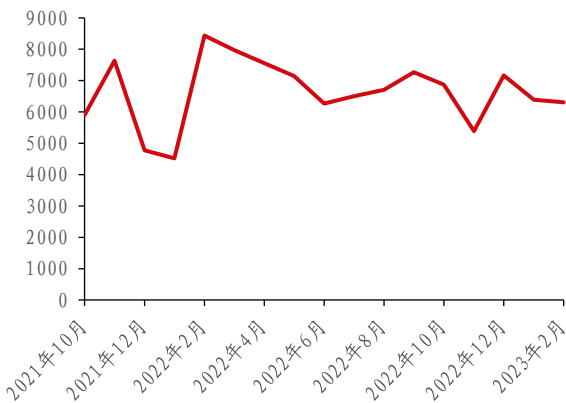


资料来源：共研网，智研咨询，国联证券研究所

22 年液化天然气价格上涨。22 年 1 月液化天然气价格为 4518.3 元/吨，22 年 12 月为 7168.2 元/吨，年内天然气价格整体偏高。

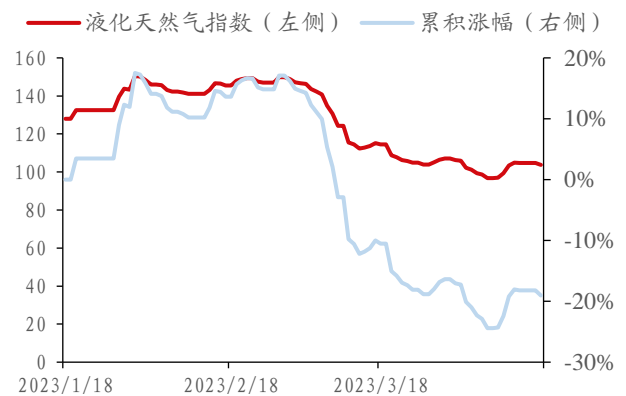
23 年液化天然气价格略降，玻璃业燃料成本下降。根据生意社最新数据，2023 年 4 月 17 日液化天然气商品指数为 103.67，较周期内（2012 年 9 月 1 日至今）最高点 208.96 点（2017-12-25）下降了 50.39%，较最低点 57.92 点（2020-09-08）上涨了 78.99%。与 23 年年初（2023-01-18）的 128.02 点相比，4 月 17 日液化天然气商品指数累计下降了 19.02%。

图22：液化天然气价格走势（元/吨；按月）



资料来源：野天鹤数据平台，国联证券研究所

图23：2023 年液化天然气价格指数走势（按周）



资料来源：生意社，国联证券研究所

2.3.3. 利润水平：行业利润亏损幅度收窄

目前浮法玻璃亏损收窄。浮法玻璃利润水平方面，在价格端，房地产需求逐渐回暖，玻璃价格震荡上行；在成本端，纯碱、燃料价格趋弱，成本压力得到缓解。整体而言，浮法玻璃亏损幅度逐渐收窄。假设每重箱玻璃消耗 10 公斤纯碱，35 公斤石英砂，12 公斤标煤。成本端，重质纯碱最新价格约 2800 元/吨，石英砂约 340 元/吨，商用天然气（8500 大卡）约 2.5 元/立方米，则每重箱玻璃纯碱、石英砂及燃料成本合计 76.33 元，整体成本约 89.8 元/箱；价格端，3 月浮法玻璃价格为 1765 元/吨，即单箱约 88.29 元。单箱浮法玻璃毛利约 -1.51 元，亏损幅度收窄。随着未来玻璃价格上涨及成本压力缓解，大部分亏损厂商有望利润转正。

表 7：浮法玻璃毛利率测算

假设：每重箱玻璃消耗 10 公斤纯碱，35 公斤石英砂，12 公斤标煤				
成本端				
		最新价格	单箱成本（元）	成本占比
原材料	重质纯碱	2800 元/吨	28	85%
	石英砂	340 元/吨	11.9	
燃料		2.5 元/立方米（8500 大卡）	36.43	
其他（电力、直接人工及制造费用）		-	13.5	15%
合计		-	89.8	100%
价格端				
		3 月浮法平板玻璃价格（4.8/5mm）（元/吨）	单箱价格（元）	
浮法玻璃价格		1765.7	88.29	
单箱毛利：-1.51 元				

资料来源：国联证券研究所

龙头企业盈利水平尚佳，第一梯队毛利率水平超 20%。根据 22 年各企业浮法玻璃收入及销量计算单箱毛利，22 年旗滨集团、信义玻璃、福耀玻璃、耀皮玻璃、金晶科技盈利水平可分为 2 个梯队。第一梯队为旗滨、信义和福耀，单箱毛利分别为 18.54 元、36.90 元、37.35 元，毛利率分别为 23%、27%、27%。第二梯队为耀皮玻璃、金晶科技，单箱毛利分别为 11.78 元、8.69 元，毛利率分别为 8%、7%。

表 8：浮法玻璃龙头企业毛利情况（含测算值）

	浮法玻璃收入（亿元）	成本（亿元）	毛利率	单箱价格（元）	单箱毛利（元）	时间
旗滨集团	87.14	67.12	23%	80.66	18.54	22 全年
信义玻璃	148.17	108.67	27%	138.40 (测算值)	36.90 (测算值)	22 全年
福耀玻璃	45.37	33.29	27%	140.3	37.35	22 全年

耀皮玻璃	19.23	17.63	8%	141.56	11.78	22 全年
金晶科技	43.22	40.3	7%	128.6	8.69	22 全年

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 开源节流：收入端拓产品，成本端控原料

3.1. 多元化产品有望释放增量空间

立足浮法玻璃原片，拓展高附加值产品，打造多元化产品矩阵。公司成立之初主营业务便为生产优质浮法玻璃原片，至今为止已深耕近二十年。在此过程中，公司围绕浮法玻璃原片业务逐步拓展新产品，进入节能建筑玻璃（深加工玻璃）、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃领域，优化调整产品结构，提高高附加值产品占比。在新拓产品中，节能建筑玻璃已发展初步规模，光伏、电子、药玻目前规模较小，正处于产能不断扩张中。

浮法玻璃产量已趋稳定，新拓产品产量逐渐提升。

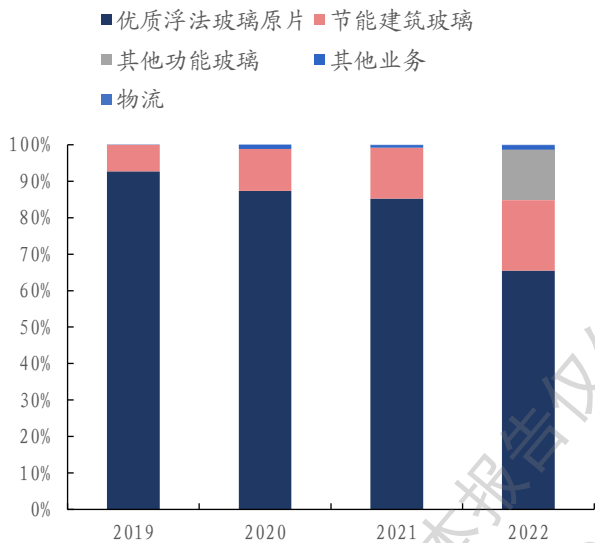
- 2016-2022 年公司浮法玻璃产线数量较为稳定，年产量分别为 11258.25、10292、10991、11885、11676、11917、10933 万重箱，产量较为稳定。
- 节能建筑玻璃随着生产基地增加，产量逐步提升，2018-2022 年节能建筑玻璃产量分别为 383、1160、2233、3335、3910 万平米，复合增速达 78.75%。

深加工玻璃营收占比随产量快速增加。2019-2022 年节能建筑玻璃营业收入分别为 6.69、11.10、20.32、25.71 亿元，占比分别为 7.19%、11.51%、13.94%、19.32%。

静待新布局产品利润释放。

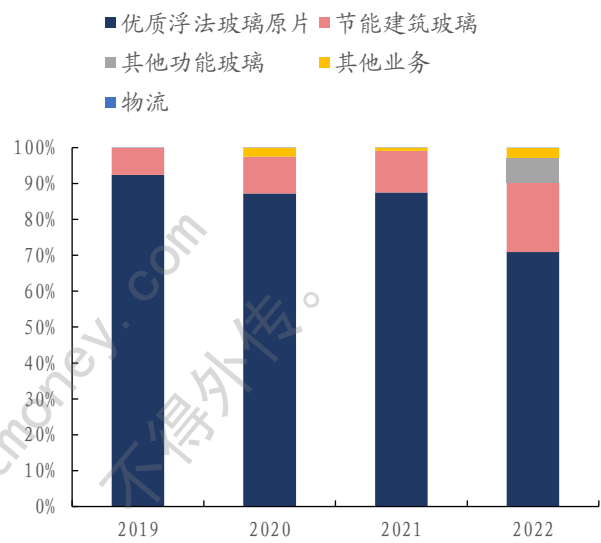
- 2019-2022 年节能建筑玻璃营业利润占比分别为 7.37%、10.27%、11.67%、19.32%，毛利率分别为 30.16%、33.18%、42.02%、21.22%。目前我国节能建筑玻璃渗透率较低，且有政策推动加持，未来需求空间广阔。随着公司节能建筑玻璃规模逐渐扩大，该业务板块盈利能力将稳步提升，未来有望为公司贡献较大利润。
- 2019-2021 年公司电子玻璃板块分别实现净利润-1357.16 万元、-2738.62 万元、-1921.04 万元；2022 年净利润转正，前三季度实现利润 4181.53 万元。未来电子玻璃板块利润贡献可期。

图24：2019-2022 年营业收入结构（分产品）



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图25：2019-2022 年营业利润结构（分产品）



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

3.1.1. 节能建筑玻璃

节能建筑玻璃具有保温性和隔热性，能提高居住舒适度，缩减耗电量。普通透明玻璃（钠钙硅玻璃）的透射范围正好与太阳辐射光谱区域重合，在透过可见光同时亦大量透过了太阳光中的红外线热能，不能有效阻挡太阳能辐射；另外，对于暖气发出的波长 $5\mu\text{m}$ 以上的热辐射，普通玻璃不能直接透过而是近乎完全吸收，并通过传导、辐射及与空气对流的方式将热能传递到室外。而节能建筑玻璃夏天能阻止室外的热量进入室内，冬天能阻止室内的热量溢出室外，使得建筑冬暖夏凉，可以像空调一样调节室温，但不需要消耗电力，达到提高居住舒适度，缩减耗电量的作用。

节能建筑玻璃分类：镀膜是常用来实现玻璃节能目标的方法，镀膜玻璃分为低辐射玻璃（Low-E）、热反射玻璃和吸热玻璃。在单层镀膜玻璃的基础之上，中空玻璃和真空玻璃能利用双层或多层玻璃实现更优的节能效果。

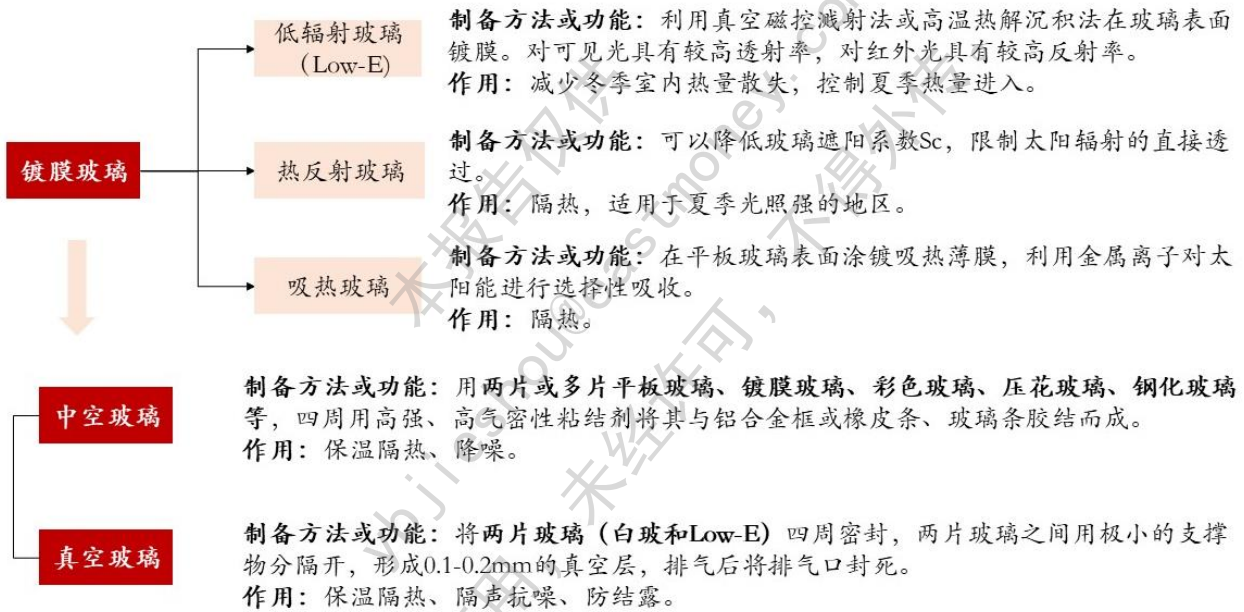
“双碳”背景下节能建筑玻璃市场空间广阔。

- **玻璃门窗能耗占比高。**根据玻璃工业网，我国建筑能耗占全社会总能耗的 30%，而建筑能耗中玻璃门窗造成的能耗占建筑总能耗的 50%。
- **“双碳”背景下重磅政策开启节能建筑玻璃时代。**2021 年 10 月，住建部发布全文强制性国家标准《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，新国标于 2022 年 4 月 1 日起实施，新国标要求将建筑强制进行碳排放计算，新建居住和公共建筑平均设计能耗要在 2016 年执行的节能设计标准基础上降低 30%和 20%，即其中严寒和寒冷地区居住建筑平均节能率应为 75%，其他气候区平均节能率应为 65%；公共建筑平均节能率为 72%；另外，碳排放强度应降低 40%。2022 年 3 月 11 日，住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，规划提出，到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上。据测算，24mm 双白中空玻璃适用于建筑节能 50%的标准，24mm Low-E 中空玻璃适用于建筑节能 65%的标准，50mm Low-E 中空玻璃适用于建筑节能

能 75%的标准。随着我国政策对建筑能耗要求趋严，节能建筑玻璃市场前景广阔。

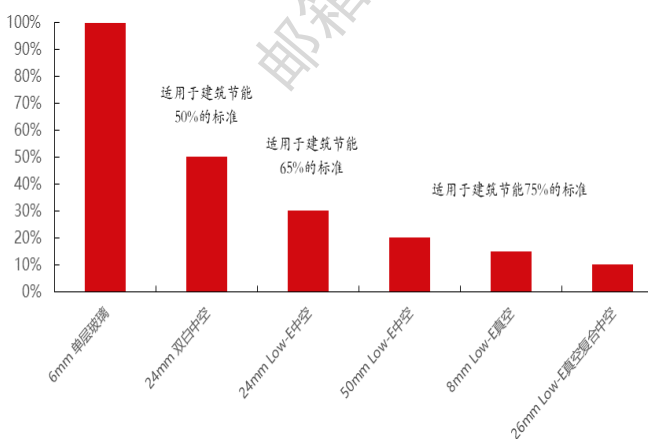
- 我国节能玻璃渗透率远低于发达国家。就 Low-E 玻用率而言，德国已高达 92%，韩国、波兰亦分别有 90%、75%，而我国仅 12%，仍有较大提升空间。

图26：节能建筑玻璃分类



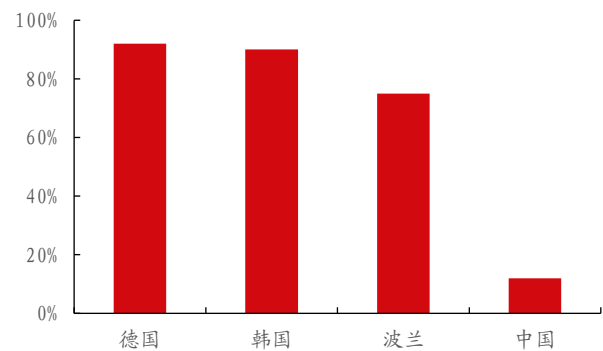
资料来源：国联证券研究所

图27：玻璃节能建筑能效适用情况



资料来源：恒州诚思调研，国联证券研究所

图28：德国、韩国、波兰及中国 Low-E 玻用率



资料来源：《我国 Low-E 节能玻璃推广应用现状分析》，国联证券研究所

旗滨集团节能玻璃收入节节攀升。

- 2005 年旗滨集团首条 600T/D 的在线 Low-E 低辐射节能镀膜玻璃产线成功投产，公司初涉节能建筑玻璃；2016 年，公司拟在马来西亚、广东河源、浙江绍兴投产节能玻璃项目，就此大力发展节能玻璃板块业务；至今为止，

公司已有广东河源、马来西亚、浙江绍兴、湖南醴陵、浙江长兴和天津六大节能建筑玻璃生产基地。

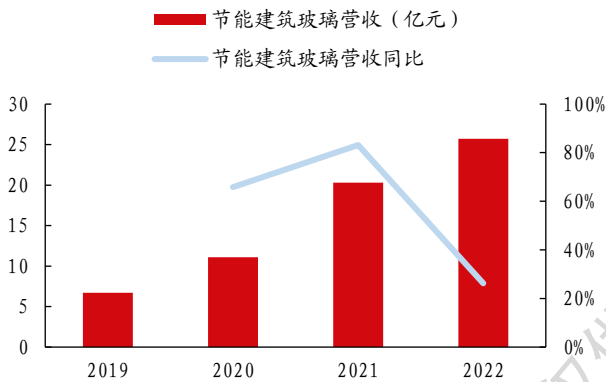
- 2019-2022 年公司节能建筑玻璃产能均得到充分释放，分别生产节能建筑玻璃 1160 万平米、2233 万平米、3335 万平米、3910 万平米；产销率分别为 97.16%、98.12%、97.95%、99.62%。
- 2019-2022 年公司节能建筑玻璃分别实现营收 6.69 亿元、11.10 亿元、20.32 亿元、25.71 亿元，三年复合增长 57%；2022 年在公司整体营收略降时节能建筑玻璃仍然实现高增速。
- 2019 年、2020 年、2021 年公司节能建筑玻璃毛利率分别为 30.16%、33.18%、42.02%，盈利能力在上量过程中逐步提升。2022 年节能建筑玻璃毛利率为 21.22%，主要系受玻璃价格下降及原材料价格上涨影响。

表 9：旗滨集团节能建筑玻璃六大生产基地

生产基地	项目投建时间	项目名称	产线	产品	产能（万平米/年）
广东河源	2016 年	华南（惠州）节能玻璃项目	1 条镀膜线、 3 条中空线	中空玻璃	100
				单片镀膜玻璃	120
	2019 年	广东节能二期扩建项目	1 条镀膜线、 4 条中空线	中空玻璃	125
				单片镀膜玻璃	135
马来西亚	2016 年	马来西亚节能玻璃项目	1 条镀膜线、 3 条中空线	中空玻璃	100
				单片镀膜玻璃	120
浙江绍兴	2016 年	华东（绍兴）节能玻璃项目	1 条镀膜线、 3 条中空线	中空玻璃	100
				单片镀膜玻璃	120
湖南醴陵	2019 年	新建湖南节能玻璃工厂项目	2 条镀膜线、 3 条中空线	中空玻璃	95
				单片镀膜玻璃	600
	2020 年	湖南旗滨节能玻璃有限公司二期产能扩建项目	1 条镀膜线、 2 条中空线	中空玻璃	50
				Low-E 大板玻璃	500
浙江长兴	2019 年	长兴旗滨节能玻璃项目	2 条镀膜线、 8 条中空线	中空玻璃	240
				单片镀膜玻璃	480
				钢化夹层玻璃	15
				钢化玻璃	20
天津	2020 年	天津旗滨节能玻璃项目	2 条镀膜线、 8 条中空线	中空玻璃	240
				单片镀膜玻璃	480
				其他玻璃	35

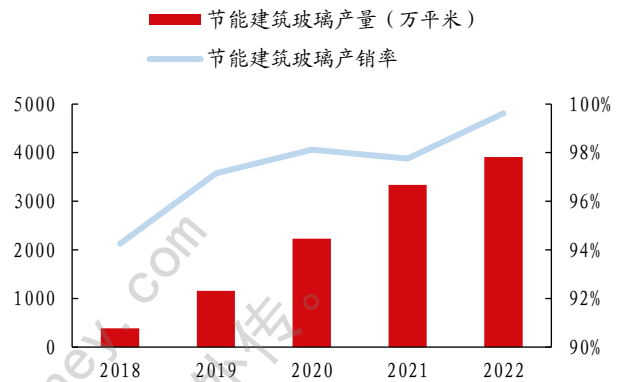
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图29：2019-2022年节能建筑玻璃营业收入及同比



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图30：2018-2022年节能建筑玻璃产量及产销率

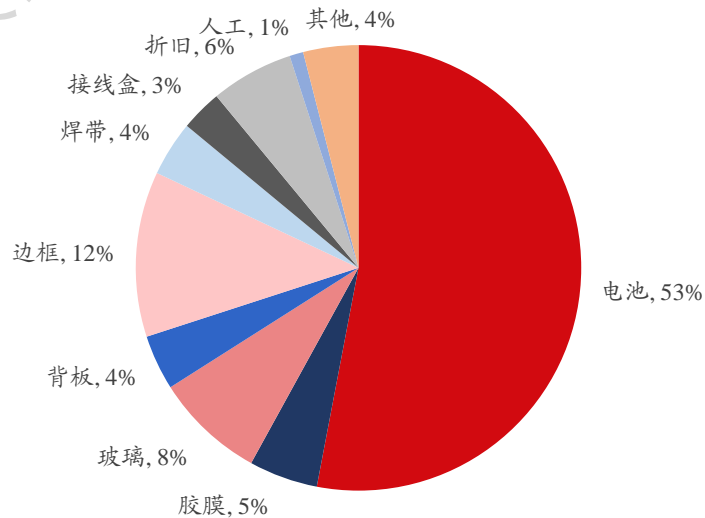


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.2. 光伏玻璃

光伏玻璃一般用于光伏组件的前、后盖板，对光伏设备最终性能影响大。光伏辅材中成本占比排名前五的有边框、玻璃、胶膜、背板和焊带。玻璃是光伏组件的核心辅材之一，对设备的最终性能有重要影响。目前光伏玻璃主要分为三类：超白压花玻璃、超白加工浮法玻璃和透明导电氧化物镀膜（TCO）玻璃。

图31：2020年光伏组件成本构成



资料来源：矿材网，国联证券研究所

光伏玻璃较普通玻璃性能要求高，企业间供销关系稳定。光伏玻璃性能特别，技术认证复杂，客户黏性高。光伏玻璃具有高可见光透射比、低吸收比、高强度等特点。其质量水平对光伏组件的性能、效率和寿命具有重要影响，技术认证严格且复杂，周期长，成本高，光伏玻璃企业与组件厂商的供销关系较为稳定。

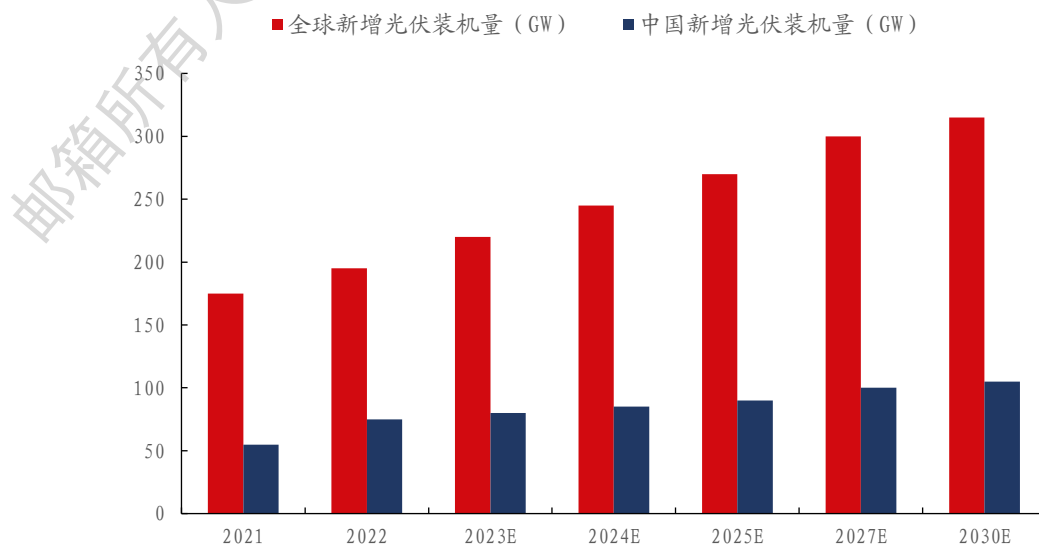
表 10: 普通玻璃与光伏玻璃性能对比

特性	光伏玻璃	普通玻璃
含铁量	0.015%-0.02%左右	一般 0.2%以上
可见光透射比	≥91.5%，300~2500mm 光谱范围内 ≥91.0%（折合 3mm 标准厚度）	相同厚度下 88-89%左右
耐高温性	500 度以上的表面高温	80 度左右
耐腐蚀性	对雨水和环境中的有害气体具有耐腐蚀性能；可耐各种清洁剂清洗；长期暴露在大气和阳光下，性能不会发生严重恶化	不耐酸碱腐蚀，不耐恶劣天气及有害气体
抗冲击性	钢化处理，强度大，抗冲击性好	抗冲击能力相对较弱

资料来源：福莱特招股说明书，国联证券研究所

“双碳”背景驱动光伏新增装机，光伏玻璃需求向好。中国领导人在联合国气候雄心峰会上提到：到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右（2020 年比重在 15%左右），风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。在全球碳中和大主题下，发展新能源是大势所趋。随着光伏发电成本不断下降，我国陆续出台一系列政策促进光伏电站的投资建设，政策补贴大幅驱动光伏装机量快速增加。根据国家能源局，中国光伏装机新增装机量由 2010 年的 0.4GW 提升至 2020 年的 48.2GW，CAGR 高达 61%。在双碳政策不断完善的同时，我国光伏装机量有望快速增长。据 CPIA 预测，2025 年我国新增光伏装机量将达到 90-110GW。

图32：2021-2030 年全球及中国新增光伏装机量及预测

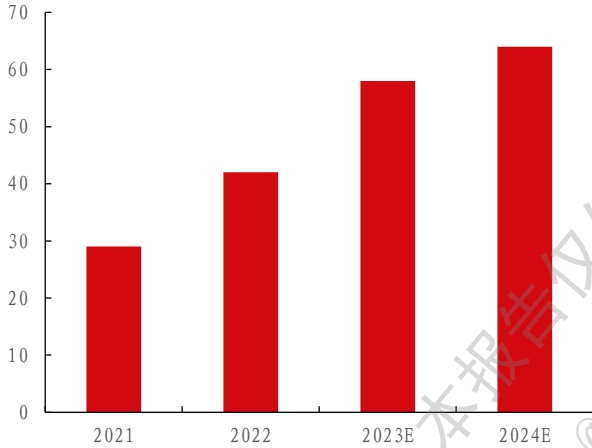


资料来源：IRENA, CPIA, 国联证券研究所

光伏玻璃生产企业不断增加，产能快速扩张。根据工信部数据，2021 年我国共有 29 家企业参与光伏玻璃生产。根据索比光伏网，预计 2022-2024 年分别有 13、16、6 家企业新加入，至 2025 年将有 64 家企业参与光伏玻璃生产。2021 年年末我国光伏玻璃产能为 41260T/D。2022 年 3 至 6 月全国各省市陆续召开光伏玻璃生产线项目听证会共计 106 场，涉及窑炉 288 座，2022 年至 2026 年逐年新增产能分别

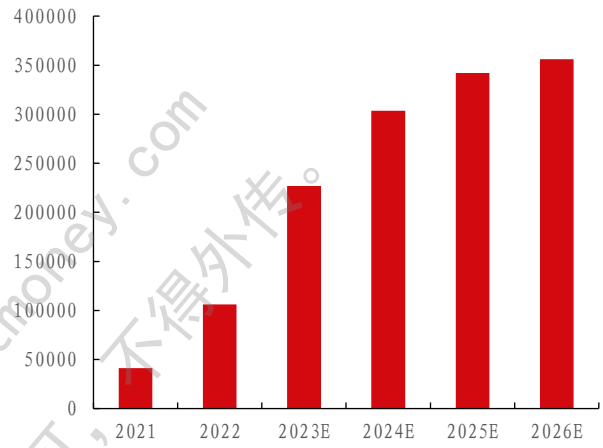
为 64870、120800、76480、38550、14000T/D，至 2026 年我国光伏玻璃产能将达约 360070T/D，是 21 年产能的 8.7 倍。

图33：光伏玻璃生产企业



资料来源：工信部，索比光伏网，国联证券研究所

图34：光伏玻璃产能 (T/D)



资料来源：前瞻产业研究院，索比光伏网，国联证券研究所

旗滨集团进入光伏玻璃快速扩产期，预计 24 年 6 月底共 10 条产线，产能合计 11800T/D，有望在快速发展的光伏玻璃市场分一杯羹。公司目前 2 条光伏玻璃产线在产，产能合计 2200T/D，8 条产线在建或筹建，预计 24 年 6 月底共 10 条光伏玻璃产线，产能合计 11800T/D，是目前的 5 倍有余。且新建产线产能均为 1200T/D 的大窑炉，有利于降低生产能耗成本。

另外，旗滨集团布局 TCO 玻璃较早，具备生产技术，未来将视市场需求投入生产。漳州旗滨早在 2011 年便有 600T/D 的在线 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃产线成功投产，成为中国首家，世界第三家实现 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃工业化生产的企业。目前公司虽然不生产 TCO 玻璃，但其具备生产技术和能力，未来可据市场情况考虑是否投入生产。

表 11：旗滨集团光伏玻璃产能

地点	产线 (条)	每条产线产能 (T/D)	状态
湖南郴州	1	1000	在产
	1	1200	在产
福建漳州	2	1200	在建
浙江宁海	2	1200	在建
马来西亚	1	1200	在建
云南昭通	3	1200	筹建

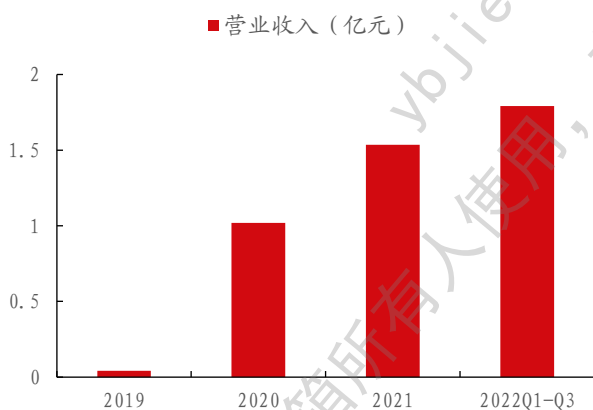
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.3. 电子玻璃

旗滨电子玻璃业务始于 2019 年，2022 年开始贡献利润，未来可期。

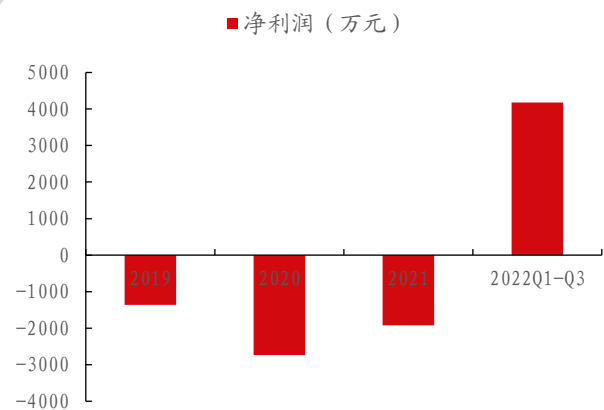
- 2018年，醴陵旗滨电子高性能电子玻璃项目举行开工仪式，全面拉开旗滨集团高性能电子玻璃项目的帷幕，2019年，65T/D的高性能电子玻璃产线投产，2020年4月进入商业化运营；2021年，公司继续投产一条65T/D的高性能电子玻璃产线。至今为止，公司共两条65T/D的高性能电子玻璃产线。另外，公司拟在四川泸县建设两条高性能电子玻璃产线，产能分别为65T/D和150T/D。
- 公司电子玻璃产品为多种规格的贴片玻璃、盖板玻璃及车载玻璃，玻璃种类包括高铝硅和锂铝硅玻璃；良品率达到60%以上。电子玻璃品规较多，公司采取以销定产模式，主要客户集中于珠三角和长三角地区，以贸易商为主。
- 2019年、2020年、2021年旗滨电子分别实现营收419.15万元、1.02亿元、1.54亿元，三年复合增速高达232%；2022年前三季度实现营收1.79亿元。
- 2019年、2020年、2021年旗滨电子分别实现净利润-1357.16万元、-2738.62万元、-1921.04万元；2022年净利润转负为正，前三季度实现净利润4181.53万元。

图35：旗滨电子营业收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图36：旗滨电子净利润



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.4. 药用玻璃

中性硼药用玻璃性能优于钙钠玻璃和低硼硅玻璃。药用玻璃是指专门用于药品包装的玻璃，一般指玻璃瓶罐及器皿。药品的稳定性易受温度、湿度、空气、光、微生物等影响而变化，因此需要特殊的药用玻璃作为包装材料。根据药用玻璃的材料，目前药用玻璃可以分为钠钙玻璃、低硼硅玻璃、中硼硅玻璃和高硼硅玻璃四类。化学性能是衡量药用玻璃质量高低的重要标准之一，其中，最重要的参数是线热膨胀系数。

表 12：药用玻璃化学成分及性能

化学组成及性能	玻璃类型			
	高硼硅玻璃 (I类)	中硼硅玻璃 (I类)	低硼硅玻璃 (II类)	钙钠玻璃 (III类)
B ₂ O ₃ (%)	≥12	≥8	≥5	<5
SiO ₂ * (%)	约 81	约 75	约 71	约 70

Na ₂ O+K ₂ O* (%)	约 4	4-8	约 11.5	12-16
MgO+CaO+BaO+(SrO) * (%)	/	约 5	约 5.5	约 12
Al ₂ O ₃ * (%)	2~3	2~7	3~6	0~3.5
平均线热膨胀系数: ×10 ⁻⁶ K ⁻¹ (20~300℃)	3.2~3.4	3.5~6.1	6.2~7.5	7.6~9.0
121℃ 颗粒耐水性	1 级	1 级	1 级	2 级
98℃ 颗粒耐水性	HGB1 级	HGB1 级	HGB1 级或 HGB2 级	HGB2 级或 HGB3 级
内表面耐水性	HC1 级	HC1 级	HC1 级或 HCB 级	HC2 级或 HC3 级
耐酸性能 (重量法)	1 级	1 级	1 级	1~2 级
耐酸性能 (原子吸收分光光度法)	100μg/dm ²	100μg/dm ²	/	/
耐碱性能	2 级	2 级	2 级	2 级

资料来源: 2020 年版《中国药典》四部, 国联证券研究所

政策推动中性硼药用玻璃使用率。2017 年发布的《医药包装工业十三五发展建议》中, 提到要加快包装材料产品升级, 重点加快注射剂包装有低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换, 完成液体注射器由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换。

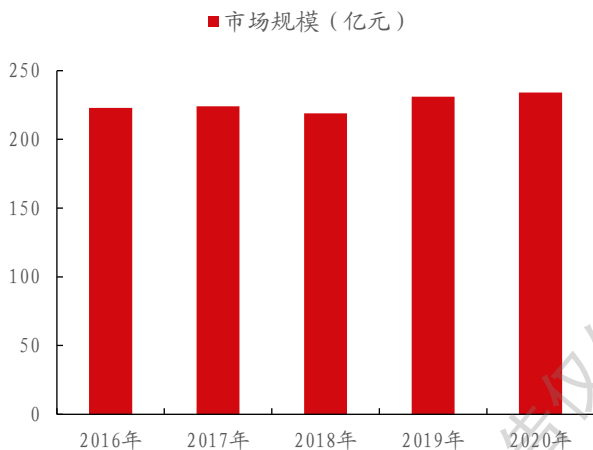
表 13: 药用玻璃相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022-10	中华人民共和国国家发展和改革委员会	《鼓励外商投资产业目录 (2022 年版)》	新型药用包装材料与技术的开发、生产 (中性硼硅药用玻璃, 化学稳定性好、可降解, 具有避光、高阻隔性的功能性材料, COP 环烯烃聚合物药包材料, 气雾剂、粉雾剂、自我给药、预灌封、自动混药等新型包装给药系统及给药装置)
2021-06	国家市场监督管理总局	《中华人民共和国药品管理法实施条例》	药品生产企业使用的直接接触药品的包装材料和容器, 必须符合药用要求和保障人体健康、安全的标准。
2020-05	国家药监局	《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》	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, 以保证药品质量与参比制剂一致。
2019-07	国家药监局	《国家药监局关于进一步完善药品关联审批和监管工作有关事宜的公告》	各省 (区、市) 药品监督管理局根据登记信息对药用辅料和药包材供应商加强监督检查和延伸检查。
2017-02	中国医药包装协会	《医药包装工业十三五发展建议》	加快包装材料产品升级, 重点加快注射剂包装由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换, 完成液体注射剂由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换。

资料来源: 智研咨询, 国联证券研究所

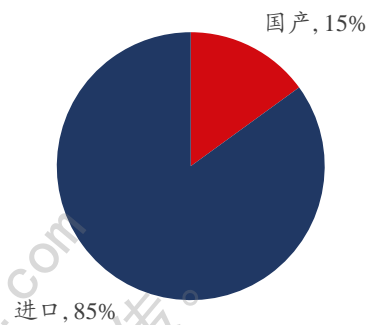
我国药用玻璃国产替代空间广阔。我国药用玻璃市场规模在 2020 年达到 234 亿元, 然而, 国产仅占比 15%, 进口占比 85%, 国产替代空间广阔。

图37: 中国药用玻璃市场规模



资料来源: 智研咨询, 国联证券研究所

图38: 2021年中国中硼硅管制瓶国产比例



资料来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

旗滨集团 2019 年开启药用中性硼硅玻璃项目。2019 年, 公司计划斥资 6 亿元在湖南郴州建设中性硼硅药用玻璃项目, 项目于 2021 年 1 月建成点火, 产能为 25T/D, 2021 年 10 月进入商业化运营, 素管、制品产品逐步投入市场, 公司药用玻璃板块业务开启; 2021 年 11 月, 公司拟建 40T/D 一窑三线中性硼硅药用玻璃素管生产线项目, 于 2022 年 11 月点火, 目前尚未进入商业化运营。另外, 公司拟再建两条 25T/D 中性硼硅药用玻璃及制品产线。

公司药玻良品率逐步提升。中性硼硅玻璃生产技术门槛高, 需解决融化过程气泡不易排出、易产生节瘤、成型时间短、尺寸精度要求高等技术难题。公司持续技术突破, 实现良品率的逐步提升, 良品率由初期的约 30% 提升至如今的 60%, 与国际龙头企业肖特的良品率差距大幅缩小。

表 14: 旗滨集团药用玻璃产线产能

已建成			
项目开始时间	建成点火时间	项目地点	产能
2019 年	2021 年 1 月	湖南	25T/D
2021 年	2022 年 11 月	湖南	40T/D (待商业化运营)
筹备中			
项目开始时间	建成点火时间	项目地点	产能
-	-	浙江绍兴	2*25T/D

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

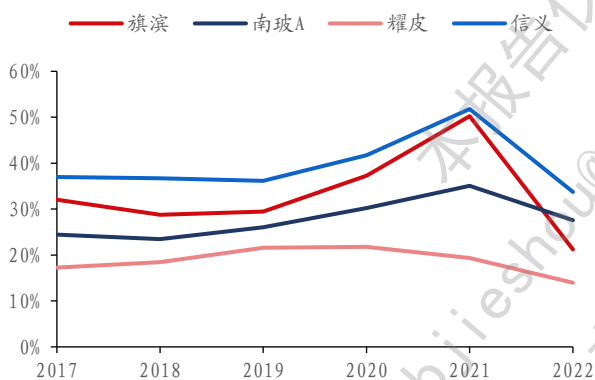
3.2. 成本控制构筑核心竞争优势

旗滨集团盈利能力处于行业第一梯队。与行业龙头上市企业南玻、耀皮玻璃、信义玻璃对比, 2021 年旗滨集团、南玻、耀皮玻璃、信义玻璃毛利率分别为 50.24%、35.07%、19.38%、51.80%, 净利率分别为 28.97%、11.46%、2.91%、37.99%, 旗滨集

团毛利率接近信义玻璃，远超南玻和耀皮玻璃，盈利能力处于行业领先地位。2022 年玻璃行业受地产需求不足影响，整体盈利水平下滑，旗滨集团、南玻、耀皮玻璃、信义玻璃毛利率分别为 21.22%、27.58%、13.97%、33.74%，净利率分别为 9.95%、13.44%、0.49%、19.98%。

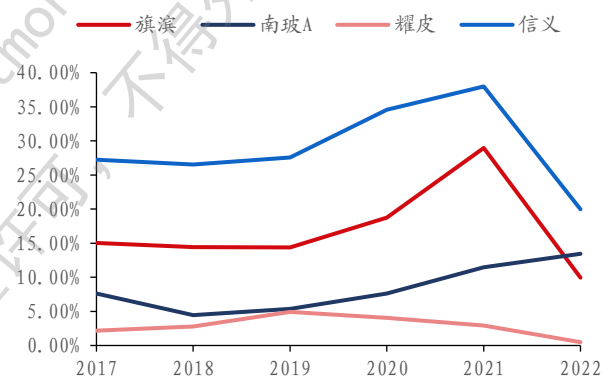
我们认为旗滨集团始终保持优异的盈利能力的原因有以下四点：1. 产业链一体化；2. 规模优势；3. 硅砂自给优势；4. 物流运输优势。

图39：2017-2022 年可比公司毛利率情况



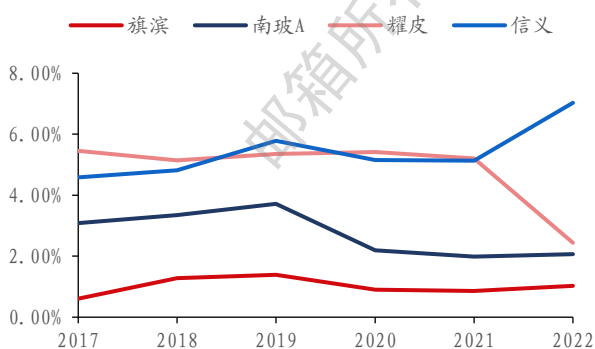
资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图40：2017-2022 年可比公司净利率情况



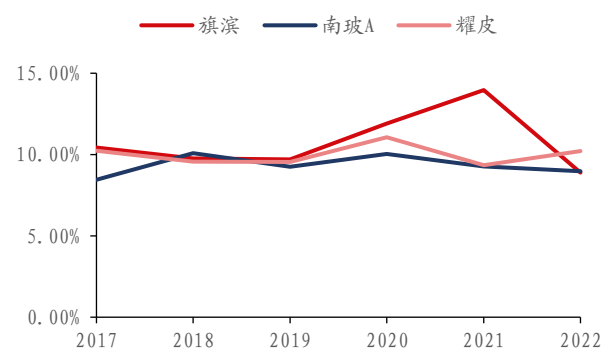
资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图41：2017-2022 年可比公司销售费率



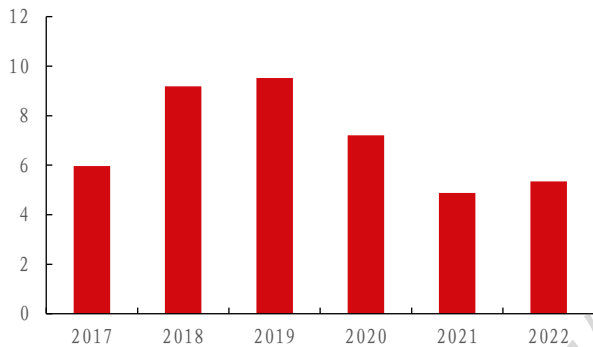
资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图42：2017-2022 年可比公司管理费率



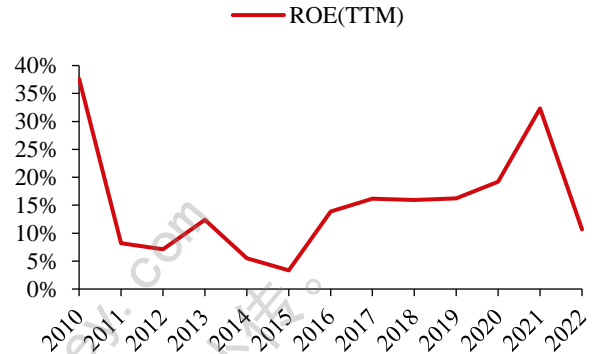
资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图43：2017-2022 年旗滨集团存货周转率（次）



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图44：2010-2022 年旗滨集团 ROE（TTM）



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

3.2.1. 产业链一体化优势

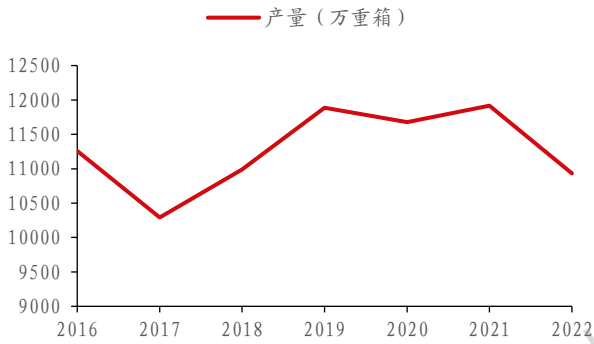
公司立足于优质浮法玻璃原片，向下延伸至深加工玻璃领域，公司玻璃深加工原片基本来自于本企业生产，深加工一方面消耗优质浮法玻璃产能，另一方面通过降低深加工成本、提高产品价值从而提高利润，形成上下游一体化经营优势。

近年来，公司加大对高附加值的节能建筑玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃的布局力度。节能建筑玻璃、电子玻璃等业务逐步释放利润，2021 年节能建筑玻璃毛利率达 42.02%，同比上升 8.84 个百分点；2022 年电子玻璃净利润首次转正，前三季度贡献净利润 4181.53 万元。

3.2.2. 规模优势

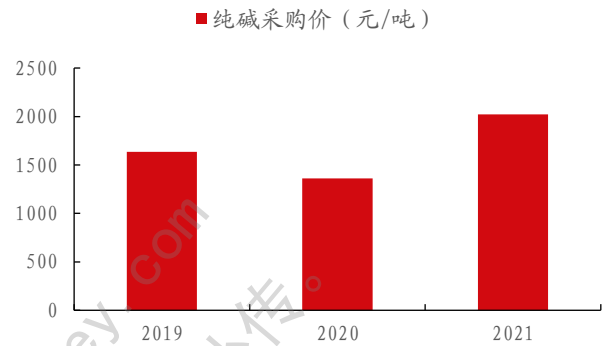
规模优势助力形成优质稳定渠道、稳定采购价格。截止至 2022 年年中，公司已 有 25 条优质浮法玻璃产线，日熔量合计为 16600t/d；2021 年、2022 年公司分别生产优质浮法玻璃原片 11917 万重箱、10933 万重箱；销售优质浮法玻璃原片 11891 万重箱、10803 万重箱。与同业对比，福耀玻璃、耀皮玻璃、金晶科技 22 年全年分别销售浮法玻璃 3233.8 万重箱、1358.4 万重箱、3361 万重箱。公司深耕浮法玻璃多年形成的规模优势使其形成稳定的优质资源渠道，并对大宗物资实施集中采购、战略采购，大力推进全球采购模式，通过竞价、分级供应方式，确保定点、定时、定量满足生产需求与价格稳定。2019 年、2020 年、2021 年公司纯碱采购价分别为 1634.72 元/吨、1361 元/吨、2021 元/吨，公司纯碱采购均价相比市场价低超 200 元/吨。

图45: 旗滨集团浮法玻璃原片产量



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图46: 旗滨集团纯碱采购价



资料来源: 同花顺 iFinD, 国联证券研究所

公司光伏大窑炉单线规模优势大。公司在建或筹建的 8 条光伏玻璃产线均为 1200T/D 的光伏大窑炉。光伏玻璃窑炉结构设计会直接影响生产效率, 大窑炉具有更高的熔化率和成品率, 所需原料和能耗更少, 大窑炉产线具有显著的成本优势。根据福莱特, 日熔量 1000 吨的窑炉生产的玻璃产品成本较日熔量 650 吨的玻璃产品成本要低 10%-20%。

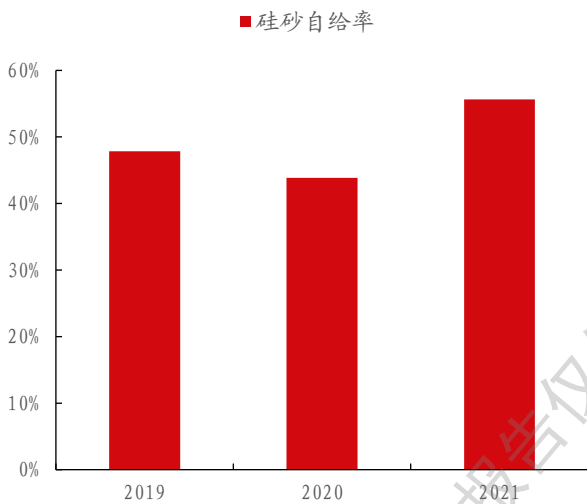
3.2.3. 硅砂自给优势

公司硅砂自给率高。截至 2022 年 3 月末公司共有硅砂基地 5 个, 分别位于漳州、河源、郴州、醴陵以及马来西亚森美兰州, 与玻璃产地近; 硅砂保有储量合计达 3,321.90 万吨。2019-2021 年公司硅砂自给率分别为 47.84%、43.86%和 55.63%, 已达到行业较高水平。

硅砂价格一路上升。2019-2021 年公司硅砂采购价分别为 185.41、205、295, 硅砂价格一路攀升, 2022 年 Q1 公司硅砂采购价高达 330 元/吨。

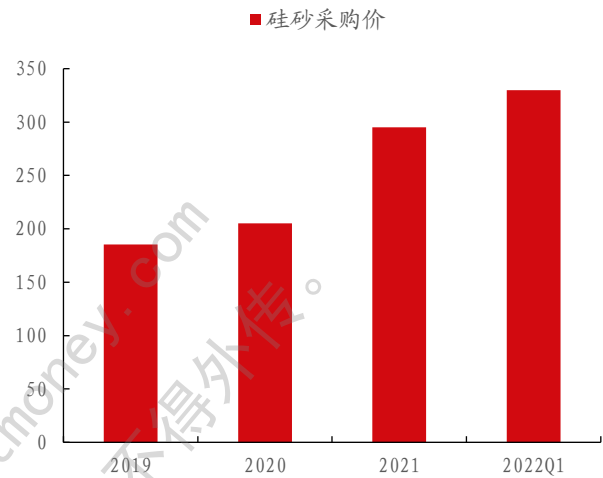
硅砂自给影响毛利率超 8 个百分点。一般而言, 一重箱浮法玻璃需要消耗 35 公斤石英砂。假设公司一年生产 12000 万重箱浮法玻璃, 则一年消耗 420 万吨硅砂, 若硅砂自给率达到 65%, 硅砂价格为 350 元/吨, 公司一年仅浮法玻璃板块就可节约 9.56 亿元硅砂采购费用 (每重箱约 8 元), 当浮法玻璃价格为 95 元/箱时, 硅砂自给影响毛利率约 8 个百分点。

图47: 旗滨集团硅砂自给率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图48: 旗滨集团硅砂采购价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

表 15: 旗滨集团石英砂自给节约成本测算

假设年产量为 12000 万重箱的情况下, 硅砂自给减少的硅砂采购花费 (亿元)

		硅砂自给率		
		55%	65%	75%
石英砂价格	250 (元/吨)	5.78	6.83	7.88
	300 (元/吨)	6.93	8.19	9.45
	350 (元/吨)	8.09	9.56	11.03
	400 (元/吨)	9.24	10.92	12.60

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.2.4. 物流优势

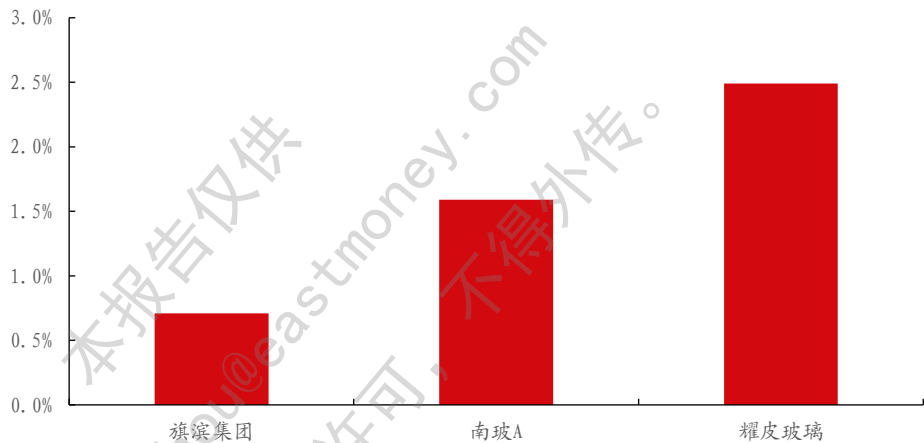
硅砂矿基地具有地理优势。公司漳州、河源和醴陵硅砂基地距自供生产线运输距离短, 分别为 25 公里、16 公里和 26 公里, 物流成本优势明显。

公司于 2008 年便布局码头。2008 年, 漳州旗滨海港码头正式奠基, 至今为止, 公司拥有湘江 1000 吨级的专用码头, 漳州旗滨拥有三个共计 40000 吨级的海港码头, 均具备海运运输条件、配套港口设施条件, 可用于购买进口原料及运输玻璃产品, 具有物流优势。

公司玻璃产地布局占据区位优势。浮法玻璃原片运输成本高, 存在销售半径约束, 而公司国内产能布局集中于湖南、广东、福建、浙江四个省份, 生产基地均紧邻高速公路、国道或港口、码头, 配有接驳到厂区的铁路或港口, 具有较强的运输优势, 可确保合理的市场覆盖, 并带来运输成本的下降。

公司运输费率明显低于可比公司。2019年，旗滨集团运输及装卸费用为6650.23万元，运输费率为0.71%。同期同业公司南玻A、耀皮玻璃的运输费率分别为1.59%、2.49%，旗滨集团相比之下具有明显的物流优势。

图49：2019年可比公司运输费率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 中长期发展规划：光伏等重点项目投入力度大

4.1. 资本开支：中短期大幅投入于光伏玻璃、硅砂建设

从公司项目投资规划来看，公司未来投资以光伏玻璃为主，共同推进节能建筑、电子玻璃、药用玻璃。

- 首先，在公司目前营收占比最高的浮法玻璃业务方面，公司浮法玻璃已有25条产线，规模超10000万箱/年，未来该板块规模暂无较大变化。
- 其次，在新拓展板块中，公司在光伏玻璃板块的投入最大，2022-2024年每年均投资超40亿元，结合公司公布的产线规划，24年6月底公司将有10条光伏玻璃产线，未来3-5年内公司光伏玻璃业务将快速上量，贡献较大比例的收入和利润。此外，公司亦在节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃三个方向均有投资，其中节能玻璃投入稍高。
- 最后，在原材料硅砂方面，公司将继续贯彻落实硅砂自给战略，22-24年共计划投入近24亿元于硅砂建设，可以预见未来公司的硅砂自给率将进一步提升，有望提升盈利能力。
- 总体而言，公司22-24年计划投入186.41亿元进行项目建设，23、24年分别为57.58亿元、46.62亿元。各业务板块的定位分别是浮法玻璃业务要在“强身健体”的同时为公司发展提供充足现金流，公司将致力于提升节能玻璃业的运营能力，提升电子玻璃业务盈利，快速做大医药玻璃业务，实现光

伏玻璃产业多点落地。我们认为在高额项目投入和各业务板块差异化运营之下，公司中长期的规模扩增可期。

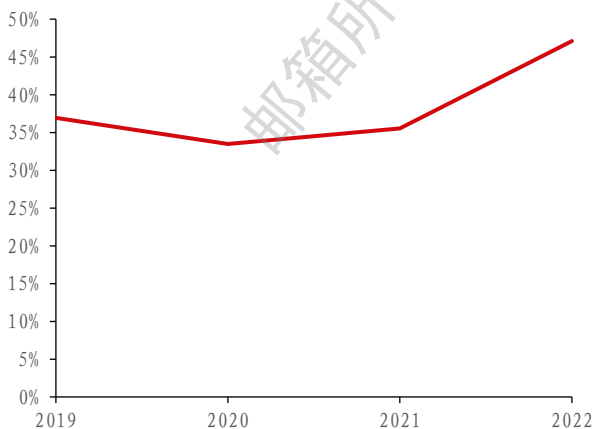
表 16：公司已立项项目投资规划情况（单位：亿元）

投资方向	项目总预算	截至 2022 年 3 月末累计投资	投资计划		
			2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年
硅砂	23.82	1.36	11.44	6.94	4.08
浮法玻璃	1.50	0.39	1.11	0.00	0.00
节能玻璃	13.59	8.53	1.80	1.29	1.97
光伏玻璃及光伏下游	140.39	9.82	41.31	49.08	40.18
电子玻璃	4.84	1.65	2.77	0.15	0.27
医药玻璃	2.27	0.29	1.74	0.13	0.11
合计	186.41	22.05	60.16	57.58	46.62

资料来源：公司公告，国联证券研究所

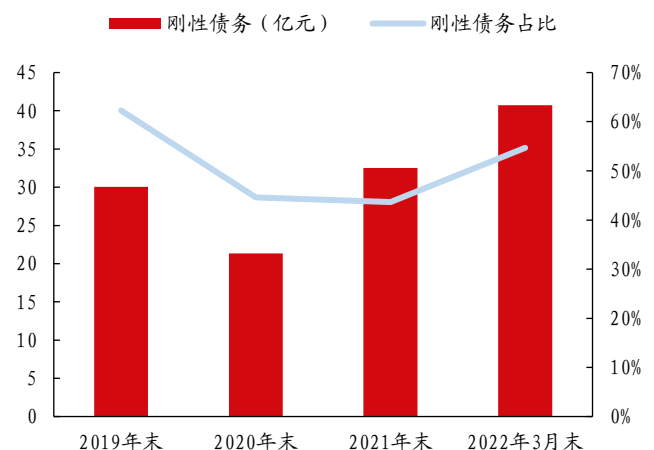
公司中短期资产负债率承压，整体财务较为健康。2019-2021 年公司负债总额分别为 48.20 亿元、47.88 亿元、74.44 亿元；资产负债率分别为 36.92%、33.48%、35.53%，负债经营水平低；刚性债务占比分别为 62.29%、44.57%、43.65%；权益资本和刚性债务比率分别为 2.74、4.46、4.16，权益资本对刚性债务的覆盖程度高。公司整体资本结构健康。2022 年公司资产负债率上升至 47.1%，随着新建项目的推进，公司中短期内资本性支出增加，资产负债率中短期承压。

图 50：旗滨集团资产负债率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图 51：旗滨集团刚性债务



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2. 股权激励：已实施至第四期股权激励计划

公司拟于 2019-2024 年实施 6 期员工持股计划。为贯彻落实《株洲旗滨集团股份有限公司中长期发展战略规划纲要（2019-2024 年）》，公司启动中长期发展计划之员工持股计划，拟于 2019 年至 2024 年滚动实施 6 期员工持股计划，各期员工持股

计划互相独立，总规模预计 12,500 万股。目前已实施四期员工持股计划，各期持股计划分别使用 721.8 万股、2451.80 万股、2768.22 万股、2747.06 万股。

表 17： 公司四期股权激励计划

股份激励计划	第一期	第二期	第三期	第四期
实施时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
股份数量	721.80 万股	2451.80 万股	2768.22 万股	2747.06 万股
占总股本 (%)	0.27%	0.91%	1.03%	1.02%
参与员工人数	≤416 人	≤510 人	≤629 人	≤776 人
公司层面基本财务指标要求	以 2016-2018 年营收平均值为基数，2019 年营收复合增长率均不低于 10%；净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	以 2016-2018 年营收平均值为基数，2020 年营收复合增长率均不低于 10%；净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	以 2016-2018 年营收平均值为基数，2021 年营收复合增长率均不低于 10%；净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	以 2016-2018 年营收平均值为基数，2022 年营收复合增长率均不低于 10%；净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平

资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

我们对公司分产品划分的五个业务板块进行盈利预测，核心假设如下：

1) 优质浮法玻璃原片板块：公司优质浮法玻璃产线数量暂无变化，2018-2022 年公司浮法玻璃销量分别为 11003、11845、11377、11891、10803 万重箱，22 年浮法玻璃行业价格年末相较年初下降约 10%，纯碱、石英砂、天然气价格均上涨；23 年房地产竣工需求修复，原材料之一纯碱价格随产能扩张有下降空间，假设 23 年公司浮法玻璃销量为 11500 万重箱，价格较 22 年上涨 10%；23 年房地产延期交付项目较 22 年减少，24 年需求高于 22 年，低于 23 年；25 年需求略有回升。预计 2023-2025 年浮法玻璃原片板块营收分别增长 17.0%、5.0%、10.0%，营收三年 GAGR 为 10.6%；毛利率分别为 28.0%、30.0%、30.0%。

2) 节能建筑玻璃板块：公司节能建筑玻璃产能爬坡，另外，产品价格有望随地产需求好转而上升，节能建筑玻璃板块营收有望延续稳定增长趋势，预计 2023-2025 年节能建筑玻璃板块营收增长 30.0%、25.0%、20.0%，营收三年 GAGR 为 24.9%；毛利率分别为 25.0%、30.0%、32.0%。

3) 其他功能玻璃板块：在光伏玻璃方面，公司 22 年光伏玻璃有 2 条在产产线，产能合计 2200T/D；23 年公司光伏玻璃有 8 条在建或筹建产线，每条产能均为 1200T/D；24-25 年公司光伏玻璃产线将陆续达到 10 条，合计产能 11800T/D。在电子玻璃方面，截止至 22 年底，公司有 2 条在产电子玻璃产线，产能合计 130t/d，2

条在建电子玻璃产线，产能分别为 65t/d、150t/d。在药用玻璃方面，公司计划产能为 115t/d，截止至 22 年底，已商业化运营的产线产能仅 25t/d。随着光伏玻璃、电子玻璃及药用玻璃产能快速提升，其毛利率亦有望随上量改善。预计 2023-2025 年其他功能玻璃板块营收增长 93.7%、96.9%、50.0%，营收三年 GAGR 为 78.9%；毛利率分别为 20.0%、30.0%、30.0%。

表 18： 公司营收测算汇总（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	9,643.44	14,696.61	13,312.68	17,332.52	22,207.12	27,728.08
yoy	3.63%	52.40%	-9.42%	30.20%	28.12%	24.86%
营业成本合计	6,049.67	7,363.52	10,487.82	12,842.25	15,519.62	19,275.65
毛利率	37.27%	49.90%	21.22%	25.91%	30.11%	30.48%
优质浮法玻璃原片						
收入	8,427.69	12,418.84	8,714.10	10,195.50	10,705.27	11,775.80
YOY	-1.18%	47.36%	-29.83%	17.00%	5.00%	10.00%
成本	5,290.21	6,014.28	6,711.22	7,340.76	7,493.69	8,243.06
毛利率	37.23%	51.57%	22.98%	28.00%	30.00%	30.00%
节能建筑玻璃						
收入	1,109.53	2,032.24	2,571.39	3,342.81	4,178.51	5,014.21
YOY	65.86%	83.16%	26.53%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	741.34	1,178.39	2,025.66	2,507.11	2,924.96	3,409.66
毛利率	33.18%	42.02%	21.22%	25.00%	30.00%	32.00%
其他功能玻璃						
收入			1,851.30	3,585.04	7,060.38	10,590.57
YOY				93.65%	96.94%	50.00%
成本			1,655.91	2,868.03	4,942.27	7,413.40
毛利率			10.55%	20.00%	30.00%	30.00%
其他业务						
收入	102.97	109.79	168.19	200.69	253.63	337.23
YOY	-1.84%	6.62%	53.19%	19.32%	26.38%	32.96%
成本	14.03	51.01	89.19	120.41	152.18	202.34
毛利率	86.37%	53.53%	46.97%	40.00%	40.00%	40.00%
物流						
收入	3.89	11.85	7.71	8.48	9.33	10.26
YOY	8.81%	204.36%	-34.98%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	3.11	7.98	5.85	5.94	6.53	7.18
毛利率	20.19%	32.65%	24.16%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

5.2. 估值与投资建议

预计公司 2023-25 年收入分别为 173.3、222.1、277.3 亿元，对应增速分别为 30.2%、28.1%、24.9%，归母净利润分别为 18.1、32.8、43.2 亿元，对应增速 37.7%、

80.6%、32.0%，EPS 分别为 0.68、1.22、1.61 元/股，三年 CAGR 为 48.7%。参考可比公司 25 年 9.26 倍 PE，鉴于公司成本优势明显，光伏业务可期，我们给予公司 25 年 9.5 倍 PE，目标股价为 15.30 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (亿元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600586.SH	金晶科技	8.04	114.87	7.68	10.88	13.30	14.96	10.56	8.64
0868.HK	信义玻璃	14.70	531.87	52.41	63.75	69.37	10.15	8.34	7.67
600660.SH	福耀玻璃	33.48	839.85	52.71	62.51	73.22	15.93	13.44	11.47
	均值	18.74	495.53	37.60	45.71	51.97	13.68	10.78	9.26
601636.SH	旗滨集团	11.07	297.06	18.13	32.75	43.23	16.39	9.07	6.87

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价；可比公司盈利预测来自同花顺 iFinD 一致预测，旗滨集团为国联证券预测值

6. 风险提示

1) 房地产市场恢复不及预期：22 年房地产需求大幅下滑，23 年年初房地产竣工、销售数据有所好转，但幅度较小，未来房地产市场恢复仍需要一段时间，可能存在市场恢复不及预期的情况，给公司业绩带来不确定性。

2) 新增产能释放不及预期：目前公司节能建筑玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃均有在建产线，光伏玻璃在建或筹建产线多达 8 条，在建或筹建产线产能若不能及时释放，会导致公司业绩增长放缓。

3) 原材料、燃料价格快速上涨风险：原材料、燃料占公司生产成本较高比例，若纯碱、硅砂或燃料价格快速上涨，将给公司利润带来压力。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,434	3,326	1,733	2,221	3,274	营业收入	14,697	13,313	17,333	22,207	27,728
应收账款+票据	300	1,276	834	1,069	1,335	营业成本	7,364	10,488	12,842	15,520	19,276
预付账款	255	217	234	300	375	税金及附加	177	136	204	261	326
存货	1,966	1,959	2,655	3,208	3,985	营业费用	125	137	173	215	236
其他	1,645	943	1,199	1,536	1,918	管理费用	2,036	1,183	1,768	2,247	2,779
流动资产合计	8,599	7,721	6,656	8,335	10,887	财务费用	69	21	262	226	151
长期股权投资	41	48	50	52	54	资产减值损失	-100	-44	-141	-135	-162
固定资产	8,432	10,152	13,812	15,571	16,134	公允价值变动	0	0	0	0	0
在建工程	1,419	2,802	2,335	1,868	1,401	投资净收益	3	7	4	4	4
无形资产	1,420	1,789	1,491	1,193	895	其他	90	110	100	93	82
其他非流动资产	1,029	1,921	1,836	1,751	1,751	营业利润	4,919	1,421	2,047	3,699	4,884
非流动资产合计	12,342	16,713	19,524	20,436	20,235	营业外净收益	-2	15	4	4	4
资产总计	20,941	24,434	26,180	28,771	31,123	利润总额	4,917	1,435	2,050	3,703	4,888
短期借款	495	1,058	958	1,091	0	所得税	690	111	237	428	566
应付账款+票据	2,007	2,424	2,895	3,498	4,345	净利润	4,227	1,324	1,813	3,275	4,323
其他	2,027	2,283	3,062	3,718	4,618	少数股东损益	-14	7	0	0	0
流动负债合计	4,529	5,764	6,914	8,307	8,963	归母净利润	4,241	1,317	1,813	3,275	4,323
长期带息负债	2,231	4,980	4,377	3,410	2,249	财务比率					
长期应付款	3	3	3	3	3		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	677	762	762	762	762	成长能力					
非流动负债合计	2,911	5,745	5,142	4,175	3,014	营业收入	52.40%	-9.42%	30.20%	28.12%	24.86%
负债合计	7,440	11,509	12,057	12,482	11,977	EBIT	125.87%	-70.80%	58.82%	69.93%	28.25%
少数股东权益	154	327	327	326	326	EBITDA	87.48%	-57.55%	107.02%	46.01%	22.86%
股本	2,686	2,683	2,683	2,683	2,683	归母净利润	133.77%	-68.95%	37.72%	80.59%	32.01%
资本公积	2,520	2,502	2,502	2,502	2,502	获利能力					
留存收益	8,141	7,413	8,612	10,777	13,634	毛利率	49.90%	21.22%	25.91%	30.11%	30.48%
股东权益合计	13,501	12,925	14,123	16,288	19,146	净利率	28.76%	9.95%	10.46%	14.75%	15.59%
负债和股东权益总计	20,941	24,434	26,180	28,771	31,123	ROE	31.77%	10.45%	13.14%	20.52%	22.97%
						ROIC	39.04%	10.67%	12.04%	17.84%	21.42%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	35.53%	47.10%	46.05%	43.39%	38.48%
净利润	4,227	1,324	1,813	3,275	4,323	流动比率	1.90	1.34	0.96	1.00	1.21
折旧摊销	1,001	1,085	2,949	3,752	4,398	速动比率	1.23	0.81	0.38	0.41	0.52
财务费用	69	21	262	226	151	营运能力					
存货减少	-960	8	-696	-554	-776	应收账款周转	58.63	13.52	28.43	28.43	28.43
营运资金变动	-432	-2,156	722	68	248	存货周转率	3.74	5.35	4.84	4.84	4.84
其它	1,152	270	707	564	787	总资产周转率	0.70	0.54	0.66	0.77	0.89
经营活动现金流	5,057	553	5,757	7,333	9,131	每股指标(元)					
资本支出	-1,332	-4,095	-5,758	-4,662	-4,196	每股收益	1.58	0.49	0.68	1.22	1.61
长期投资	-11	-12	0	0	0	每股经营现金	1.88	0.21	2.15	2.73	3.40
其他	-618	1,222	-13	-13	-13	每股净资产	4.88	4.60	5.05	5.85	6.92
投资活动现金流	-1,961	-2,885	-5,771	-4,675	-4,209	估值比率					
债权融资	964	3,312	-703	-834	-2,252	市盈率	6.96	22.42	16.28	9.01	6.83
股权融资	0	-3	0	0	0	市净率	2.25	2.39	2.18	1.88	1.59
其他	-557	-2,188	-876	-1,336	-1,616	EV/EBITDA	7.52	13.75	6.69	4.47	3.35
筹资活动现金流	407	1,121	-1,579	-2,170	-3,869	EV/EBIT	9.03	23.99	15.21	8.74	6.27
现金净增加额	3,500	-1,187	-1,593	487	1,053						

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695