

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2020 年 05 月 28 日

市场数据

目前股价	5.68
总市值（亿元）	152.63
流通市值（亿元）	151.10
总股本（万股）	268,715
流通股本（万股）	266,026
12 个月最高/最低	6.13/3.26

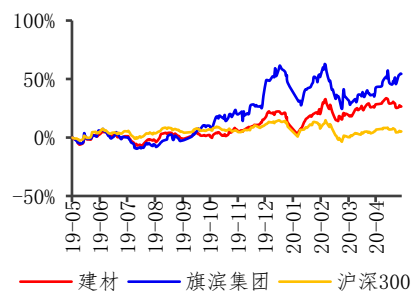
分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgs.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

百尺竿头，更进一步

——旗滨集团（601636）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8378	9306	10086	11692	13349
(+/-%)	10.5%	11.1%	8.4%	15.9%	14.2%
净利润（百万元）	1208	1346	1603	1890	2202
(+/-%)	5.7%	11.5%	19.1%	17.9%	16.5%
摊薄 EPS	0.45	0.50	0.60	0.70	0.82
PE	12.6	11.3	9.5	8.0	6.9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

公司简介：旗滨集团为国内玻璃龙头，俞其兵先生为公司实际控制人。截止 2020 年一季报，公司主要股东包括福建旗滨集团（27.07%）、俞其兵（14.98%）、香港中央结算陆股通（3.20%）、旗滨集团公司回购专用账户（2.00%）、全国社保四一八组合（1.90%）等。2019 年，公司收入结构中，优质浮法玻璃、绿色建筑节能玻璃、其他分别占 91.6%、7.2%、1.2%；毛利结构中，优质浮法玻璃、绿色建筑节能玻璃、其他分别占 90.0%、7.4%、2.6%。

玻璃行业：原材料成本下降有助于提升行业盈利。

■ **玻璃需求：**坚持房住不炒，房地产投资保持韧性。1) 建筑玻璃占平板玻璃需求比重达到七到八成，其他需求包括汽车、光伏等；从历史数据来看，玻璃产量增速与房屋施工增速相关性较好。建筑装饰、汽车制造是平板玻璃最主要的下游需求端，二者合计占比接近九成。当前平板玻璃的需求主要包括建筑装饰玻璃、汽车玻璃、太阳能玻璃、电子、家电制造和出口等。其中，建筑装饰玻璃主要包括玻璃门窗、玻璃幕墙、室内装潢玻璃等，对应的市场主要为房地产市场；汽车玻璃一般用于汽车制造和售后维修，主要面向汽车消费市场。据中国产业信息网的统计，建筑玻璃在平板玻璃消费中所占的比例高达 75%。2) 4 月平板玻璃产量同比增速从 3 月的 0.5% 下降到 -6.8%。2020 年前 4 个月全国平板玻璃产量累计同比 -0.3%；2020 年前 3 个月全国平板玻璃产量累计同比 1.9%；2019 年前 4 个月全国平板玻璃产量累计同比 6.4%。2020 年 4 月全国平板玻璃产量当月同比 -6.8%；2020 年 3 月全国平板玻璃产量累计同比 0.5%；2019 年 4 月全国平板玻璃产量当月同比 7.5%。3) 坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性。今年央行、统计局等多部委重申坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济手段；房住不炒、因城施策主基调有望延续。不完全统计，60 多个省市从 2 月至今陆续出台房地产支持政策，主要具体措施包括：鼓励信贷适度增长、缓交出让金、顺延开竣工时间、放宽商品房预售条件、加大土地供应量、扩大购房补贴范围、降低人才落户门槛等。宝鸡、驻马店降低首付比例政策撤销，济南、广州限购放松政策撤销，房住不炒思路

延续。4月商品房销售、施工、新开工、竣工当月同比下降2.1%、1.9%、1.3%、8.8%，除竣工增速外基本恢复到去年同期水平。

- **玻璃供给：新建项目，实施减量等量置换，环保、冷修压缩现有产能。**2020年4月，国内浮法玻璃生产线总数达到376条，其中开工、停产、冷修生产线数达到234、79、50条。去产能政策卓有成效，2015~2019年，浮法玻璃在产产能在9.0~9.3亿重量箱波动，基本保持稳定。**1) 针对新建平板玻璃项目，实施减量、等量置换。**2017年12月，工信部发布新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》；针对新建平板玻璃项目，实施减量、等量置换。对用于置换的产能限定更加严格。对用于置换的产能指标核定更加严格，实际产能小于备案或核准产能的，按实际产能确定。允许产能置换方案中存在“先建后拆”现象；用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。熔窑能力不超过150吨/天的工业玻璃项目，可不制定产能置换方案。**2) 空气质量倒逼玻璃产业加速改造限产。**邢台市下辖的沙河市是中国玻璃最主要的生产基地之一。2019年6月，邢台市发文：因空气质量全国倒数第二，大气治理任务艰巨，下辖的沙河市6条以煤为燃料生产线立即停炉改造。2019年10月，邢台市进一步发文，要求10月31日前，沙河市6条燃煤生产线冷炉停产到位。**3) 在产产线进入集中冷修期、停产产线短期内集中复产可能性不大。**玻璃熔窑一般需要每7~10年进行冷修一次；后续有望集中冷修。从历史数据来看，在行业景气度较低的时候（2008~2009年、2013~2015年），浮法玻璃生产线停产速度加快；在行业景气度恢复的时候（2010年、2016~2018年），浮法玻璃生产线停产速度变慢，具备条件的停产产能开始复产。从2017年年初至今，国内停产产线数量维持在75~80条的水平上，考虑到这部分产能经过完整的一轮景气度恢复周期（2016~2018年）后仍然没有复产，短期内集中复产可能性不大。
- **原材料成本下降有助于提升行业盈利。1) 产量增长基本稳定，玻璃价格成为影响行业盈利的主要因素。**2019年规模以上平板玻璃行业主营业务收入843亿元，同比增长9.8%，利润98亿元，同比下降16.7%。玻璃目前有四种主要燃料，石油类燃料使用较多，不同燃料的生产线成本差异较大，燃料成本、重碱是平板玻璃成本中的主要构成因素。**2) 今年前4个月石油焦、重质纯碱均价同比下降26%、20%，低位原材料成本有助于提升玻璃业务毛利率。**石油焦价格和油价相关性较强；纯碱由于下游需求较差，价格处于下降的趋势。**3) 玻璃价格：在产产能利用率决定中长期价格走势，短期玻璃价格筑底回升。**从中长期来看，玻璃价格水平和在产产能利用率趋势相近。从短期来看，生产线库存和玻璃价格水平负相关明显。玻璃生产存在连续性特点，库存成为调节需求波动和中长期供给缺口的纽带。4月30日玻璃价格指数达到低点，此后呈反弹趋势。截止5月22日，玻璃期货活跃合约收盘价1364.0元/吨，周环比上升1.6%，月环比上升8.6%，同比下降4.0%。截止5月22日，中国玻璃价格指数1008.0点，周环比上升1.4%，月环比下降1.5%，同比下降8.1%。
- **在产产能CR10达到46%，行业集中度稳中有增。**截止到2019年底，国内前10家玻璃企业的在产日熔量共计72150吨，占全国总产能的46%。从2002年到2019年，玻璃在产产能集中度CR10从37%上升到46%。

公司业务：区位优势显著，业绩表现领先

- **跨越式发展，收入增速、盈利能力明显超过行业平均水平。**公司 2005 年进入玻璃行业，通过整合新光明、浙江玻璃资产，实现跨越式发展。过去 10 年，公司、行业收入复合增速分别为 23.0%、6.4%；公司、行业平均税前利润率分别为 13.1%、7.3%。
- **产能布局得当，区位优势明显。**旗滨集团是目前国内最大的浮法玻璃原片制造商，生产基地布局在湖南省、福建省、浙江省、广东省和马来西亚，拥有 26 条优质浮法生产线，1 条高铝电子玻璃生产线，在建 1 条中性硼硅药用玻璃生产线，4 个节能建筑玻璃基地、2 个在建节能建筑玻璃基地。
1) 生产基地靠近码头、铁路等交通设施，运输成本较低。漳州旗滨公司拥有与生产线配套的三个共计 38000 吨级海港码头（5000 吨、3000 吨、30000 吨各一个）。2019 年，福莱特、南玻 A、旗滨集团运输费分别为 2.28、1.66、0.67 亿元，占收入的比重分别为 4.7%、1.6%、0.7%。
2) 石英砂占玻璃生产成本的 5~10%，公司自有多个石英砂矿，有助于降低生产成本，保证生产质量。公司目前拥有石英砂矿产能的子公司包括醴陵市金盛硅业有限公司（产能 60 万吨/年）、漳州旗滨玻璃有限公司东山分公司（产能 130 万吨/年）、河源旗滨硅业有限公司东源分公司（产能 30 万吨/年）、资兴市佳泰矿业有限公司（产能 30 万吨/年）、旗滨集团（马来西亚）有限公司（在建产能 24 万吨/年）。
3) 公司产能布局得当，区位优势明显，玻璃业务毛利率居前。2019 年，公司玻璃业务毛利率达到 29.4%。同期可比公司信义玻璃、北玻股份、旗滨集团、南玻 A、耀皮玻璃、金晶科技、中国玻璃的浮法玻璃、建筑玻璃（不计入汽车、光伏玻璃）毛利率分别为 32.3%、30.1%、29.4%、27.2%、20.3%、18.1%、12.1%。
- **公布中长期发展规划，股权结构激发员工活力。**公司于 2012 年~2017 年三次推出股权激励计划，激励总数占当时总股本的比例分别为 4.67%、4.39%、3.55%。
1) 2019 年 9 月，公司公告 2019~2024 年中长期发展规划，争取在 2021、2024 年营收规模达到 100、135 亿元。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。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。
2) 2019 年 9 月，公司推出事业合伙人持股计划，股票来源于实控人无偿赠送的不超过 1 亿股。公司层面业绩考核的考核年度分别为 2021 年和 2024 年两个会计年度，考核指标对应《株洲旗滨集团股份有限公司中长期发展规划纲要（2019-2024 年）》设定的中期发展目标和长期发展目标。考核指标包含基本的财务指标和多维的综合指标：基本的财务指标以 2016-2018 年营业收入平均值为基数，2021 年和 2024 年的营业收入复合增长率均不低于 10%，且净资产收益率均不低于同行业对标企业 80 分位值水平。
3) 2019 年 9 月，公司推出中长期发展计划，拟于 2019 年至 2024 年滚动实施 6 期员工持股计划，合计规模占总股本的 0.27%。本期员工持股计划股票来源为公司回购专用账户回购的股份，即 2018 年 7 月 23 日至 2019 年 7 月 15 日期间公司回购的股份 6065 万股，占公司当前总股本的 2.26%。本期员工持股计划拟使用回购股份中的 721.80 万股，占公司当前总股本的 0.27%，具体持股数量以

员工实际出资缴款情况确定，公司将根据要求及时履行信息披露义务。本期员工持股计划购买回购股份的价格为 1.90 元/股，即公司回购股份均价（3.80 元/股）的 50%。公司层面业绩考核指标包含基本的财务指标和多维的综合指标：基本的财务指标以 2016-2018 年营业收入平均值为基数，2019 年营业收入复合增长率均不低于 10%，且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平。

- **向高端玻璃产品产业链延伸。**公司向节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃进行产业链延伸，相关领域保持较快增长，市场空间大。截止 2019 年年底，公司拥有 4 个节能建筑玻璃基地、2 个在建节能建筑玻璃基地。近期投资的节能项目包括：湖南节能二期项目、长兴旗滨节能玻璃项目、天津旗滨节能玻璃项目等。2019 年 12 月，公司公告投资中性硼硅药用玻璃素管项目。2020 年 4 月公司醴陵电子玻璃项目进入商业化运营。2019 年年底，公司在建工程账面余额 6.1 亿元，7 成属于高端玻璃项目。

旗滨集团估值优势显著，股息率高达 5.3%。旗滨集团 2019~2020 年 PE 分别为 11.4、9.5 倍，显著低于行业平均水平；旗滨集团 2019 年年报每股股利 0.30 元（税前），股息率高达 5.3%。

按照永续增长率为 0，股权资本成本为 12.8%的假设，旗滨集团 FCFE 估值结果为 6.59 元/股。FCFE 对 WACC、永续增长率假设均较敏感。

投资建议：玻璃行业龙头标的，首次覆盖给予强烈推荐评级。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.60、0.70、0.82 元，同比增长 19%、18%、16%，对应市盈率 9.5、8.0、6.9 倍。目前公司股息率高达 5.3%。近期纯碱、石油焦成本下降，有助于提升玻璃行业盈利能力。公司区位优势明显，生产基地靠近码头、铁路等交通设施，运输成本较低；自有多个石英砂矿；毛利率在行业中领先。公司积极推进股权激励、员工持股，激发员工活力。公司向节能建筑玻璃、电子玻璃、药用玻璃等领域进行产业链延伸，打造新的增长点。

风险提示：原材料价格上涨或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等

目录

1、公司简介：国内玻璃龙头	8
2、玻璃行业：原材料成本下降有助于提升行业盈利	10
2.1 玻璃需求：坚持房住不炒，房地产投资保持韧性	10
建筑玻璃占平板玻璃需求比重达到七到八成，产量增速与房地产施工增速相关性较好	10
坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性	12
2.2 玻璃供给：新建项目，实施减量等量置换，环保、冷修因素压缩现有产能	18
针对新建平板玻璃项目，实施减量、等量置换	19
空气质量倒逼玻璃产业加速改造限产	20
在产产线进入集中冷修期、停产产线短期内集中复产可能性不大	21
2.3 行业盈利：原材料成本下降有助于提升行业盈利	22
产量增长基本稳定，玻璃价格成为影响行业盈利的主要因素	22
玻璃价格：在产产能利用率决定中长期价格走势，短期玻璃价格筑底回升	25
2.4 在产产能 CR10 达到 46%	27
3、公司业务：区位优势显著，业绩表现领先	29
3.1 跨越式发展，收入增速、盈利能力明显超过行业平均水平	29
3.2 产能布局得当，区位优势明显	29
3.3 公布中长期发展规划，股权结构激发员工活力	34
3.4 向高端玻璃产品产业链延伸	36
4、盈利预测与估值水平：首次给予强烈推荐评级	40
4.1 盈利预测：预计 2020~2022 年归母净利润增速 19%、14%、15%	40
4.2 相对估值：估值优势显著，高股息率彰显投资价值	41
4.3 绝对估值：FCFE 估值结果 6.29 元/股	41
4.4 投资建议：首次给予强烈推荐评级	42
5、风险提示	43
附：盈利预测表	43

图表目录

图 1: 公司实际控制股权结构	9
图 2: 2019 年收入结构	9
图 3: 2019 年毛利结构	9
图 4: 浮法玻璃生产工艺流程	10
图 5: 玻璃产量增速与房屋新开工增速	11
图 6: 玻璃产量增速与房屋销售增速	11
图 7: 玻璃产量增速与房屋施工增速	11
图 8: 玻璃产量增速与房屋竣工增速	11
图 9: 平板玻璃产量累计同比	12
图 10: 平板玻璃产量当月同比	12
图 11: 商品房销售、施工、新开工、竣工面积累计同比	17
图 12: 百城住宅价格指数	17
图 13: 房地产库存去化周期	17
图 14: 浮法玻璃生产线结构	18
图 15: 浮法玻璃在产产能	18
图 16: 历年浮法玻璃开工、冷修生产线增量	21
图 17: 历年浮法玻璃停产生产线增量	22
图 18: 历年浮法玻璃停产生产线存量	22
图 19: 规模以上平板玻璃行业主营收入	23
图 20: 规模以上平板玻璃行业利润总额	23
图 21: 燃料油平板玻璃生产线成本结构	24
图 22: 旗滨集团 2019 年玻璃生产业务成本结构	24
图 23: 行业税前利润率和玻璃价格相关性较高	24
图 24: 重质纯碱、石油焦价格走势	25
图 25: 平板玻璃产量/在产产能	25
图 26: 平板玻璃产量/总产能	25
图 27: 浮法玻璃生产线库存天数	26
图 28: 浮法玻璃生产、流通库存天数	26
图 29: 玻璃期货收盘价	27
图 30: 中国玻璃价格指数	27
图 31: 浮法玻璃产能利用率	27
图 32: 浮法玻璃生产线库存	27
图 33: 浮法玻璃在产产能 CR10	28
图 34: 公司、行业收入规模对比	29
图 35: 公司、行业税前利润率对比	29
图 36: 2019 年公司收入分区域结构	32
图 37: 2019 年公司毛利分区域结构	32
图 38: 公司运输费低于可比公司	33
图 39: 可比公司玻璃业务毛利率	34
表 1: 公司前十大股东情况（截止 2020 年一季报）	8

表 2:	历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述	12
表 3:	各地疫情后出台的房地产支持政策	14
表 4:	玻璃行业去产能政策	19
表 5:	平板玻璃熔窑产能换算	20
表 6:	玻璃、纯碱、石油焦价差	24
表 7:	公司玻璃生产基地	30
表 8:	公司生产基地布局大事记	30
表 9:	公司石英砂矿布局	33
表 10:	公司股权激励计划	34
表 11:	2019 年年底，公司高管持股情况	35
表 12:	公司高端玻璃产品生产基地	38
表 13:	2019 年年底，公司在建工程情况	39
表 14:	公司收入、毛利率预测	40
表 15:	可比公司估值表	41
表 16:	FCFE 预测（百万元）	41
表 17:	FCFE 估值结果及敏感性分析	42
表 18:	盈利预测结果（百万元）	42

1、公司简介：国内玻璃龙头

旗滨集团为国内玻璃龙头。公司主营业务为玻璃及制品生产、销售，玻璃加工，装卸劳务；主要产品分为三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片、深加工玻璃产品。公司自成立以来，在吸收原新光明公司的优秀技术和管理人才基础上，不断引进玻璃行业优秀的技术和管理人才加盟公司，并与英国玻璃咨询公司进行全面技术合作，对超白光伏玻璃基片生产技术和在线镀膜技术进行了联合开发，提高了技术研发与创新能力，在原料配料与称量技术、熔化技术、锡槽成型技术、退火窑技术、自动控制技术等方面有了较大的进步，企业规模迅速扩大，综合竞争能力快速加强。公司逐步从单一增加浮法玻璃规模的增长方式转变为生产在线 LOW-E 镀膜玻璃和提高产品附加值的增长模式，促使公司坚持技术创新、坚持走高端产品路线，形成向高科技、高质量、高附加值产品要效益的经营理念。

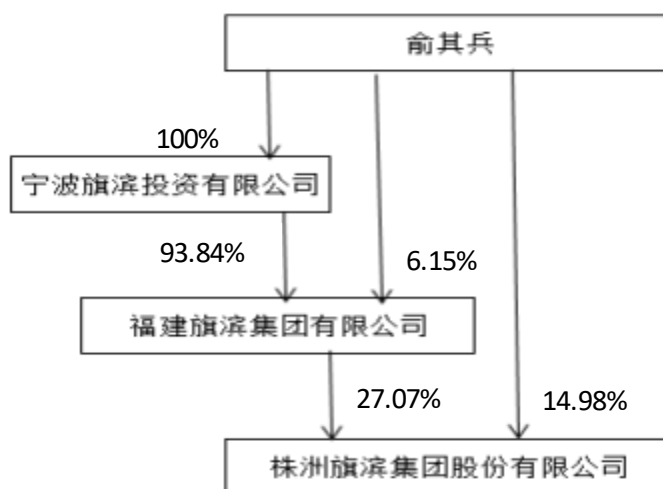
俞其兵先生为公司实际控制人。截止 2020 年一季报，公司主要股东包括福建旗滨集团（27.07%）、俞其兵（14.98%）、香港中央结算陆股通（3.20%）、旗滨集团公司回购专用账户（2.00%）、全国社保四一八组合（1.90%）等。

表 1：公司前十大股东情况（截止 2020 年一季报）

股东名称	占总股本比例(%)
福建旗滨集团有限公司	27.07
俞其兵	14.98
香港中央结算有限公司(陆股通)	3.20
株洲旗滨集团股份有限公司回购专用证券账户	2.00
全国社保基金四一八组合	1.90
中信证券股份有限公司-社保基金 1106 组合	1.38
中信证券-中信银行-中信证券卓越成长股票集合资产管理计划	1.29
全国社保基金一一四组合	1.12
招商银行股份有限公司-上证红利交易型开放式指数证券投资基金	0.94
基本养老保险基金三一零组合	0.87
合计	54.75

资料来源：公司公告，长城证券研究所

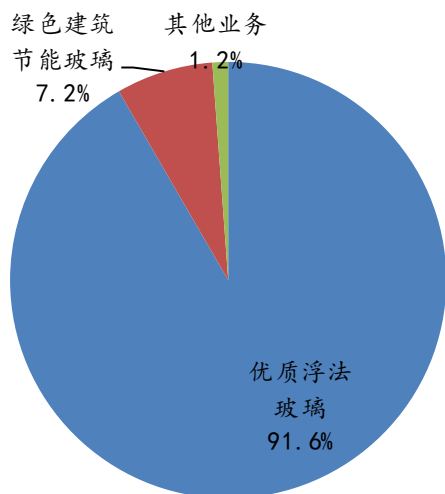
图 1: 公司实际控制股权结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

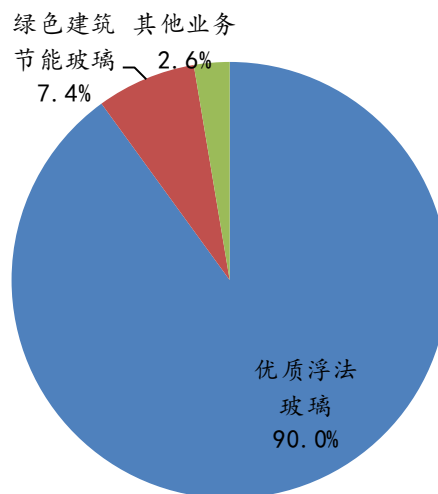
公司主要业务包括浮法玻璃、节能玻璃等。2019 年, 公司收入结构中, 优质浮法玻璃、绿色建筑节能玻璃、其他分别占 91.6%、7.2%、1.2%; 毛利结构中, 优质浮法玻璃、绿色建筑节能玻璃、其他分别占 90.0%、7.4%、2.6%。

图 2: 2019 年收入结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 3: 2019 年毛利结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2、玻璃行业：原材料成本下降有助于提升行业盈利

浮法玻璃是指生产的成型过程是在通入保护气体（N₂ 及 H₂）的锡槽中完成的玻璃。具体来说即熔融玻璃从池窑中连续流入并漂浮在相对密度大的锡液表面上，在重力和表面张力的作用下，玻璃液在锡液面上铺开、摊平，经退火、切裁而得到的平板浮法玻璃。浮法玻璃属于原片玻璃，可以进一步加工为家居玻璃及工程玻璃等其他深加工玻璃产品。浮法玻璃厚度均匀、表面平整度高、应用范围广。浮法工艺与其他成型方法比较，其优点包括：适合于高效率生产，单位产品的能耗低，成品利用率高；易于科学化管理和实现全线机械化、自动化，劳动生产率高；连续作业周期可长达几年，有利于稳定地工业化生产等。

图 4：浮法玻璃生产工艺流程



资料来源：公司公告，长城证券研究所

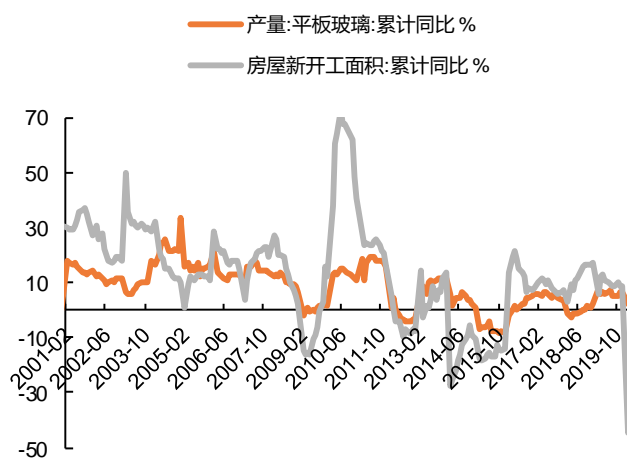
浮法玻璃是平板玻璃的主流制造工艺。平板玻璃按照生产工艺主要分为垂直引上法、平拉法和浮法，其中浮法玻璃制造工艺是目前平板玻璃的主流制造工艺，占总产能比重在 90% 以上。

2.1 玻璃需求：坚持房住不炒，房地产投资保持韧性

建筑玻璃占平板玻璃需求比重达到七到八成，产量增速与房地产施工增速相关性较好

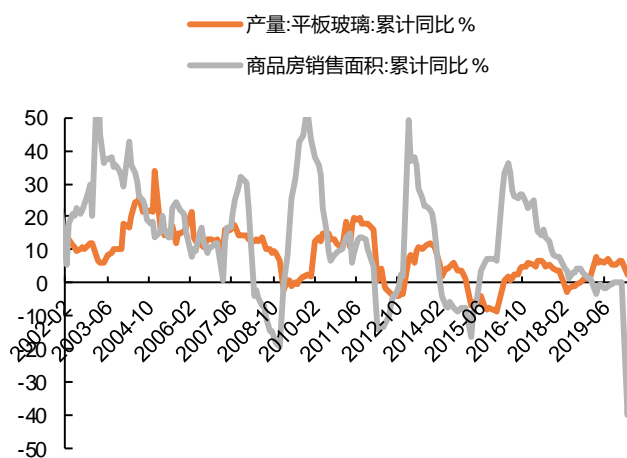
建筑玻璃占平板玻璃需求比重达到七到八成，其他需求包括汽车、光伏等；从历史数据来看，玻璃产量增速与房屋施工增速相关性较好。建筑装饰、汽车制造是平板玻璃最主要的下游需求端，二者合计占比接近九成。当前平板玻璃的需求主要包括建筑装饰玻璃、汽车玻璃、太阳能玻璃、电子、家电制造和出口等。其中，建筑装饰玻璃主要包括玻璃门窗、玻璃幕墙、室内装潢玻璃等，对应的市场主要为房地产市场；汽车玻璃一般用于汽车制造和售后维修，主要面向汽车消费市场。据中国产业信息网的统计，建筑玻璃在平板玻璃消费中所占的比例高达 75%。

图 5: 玻璃产量增速与房屋新开工增速



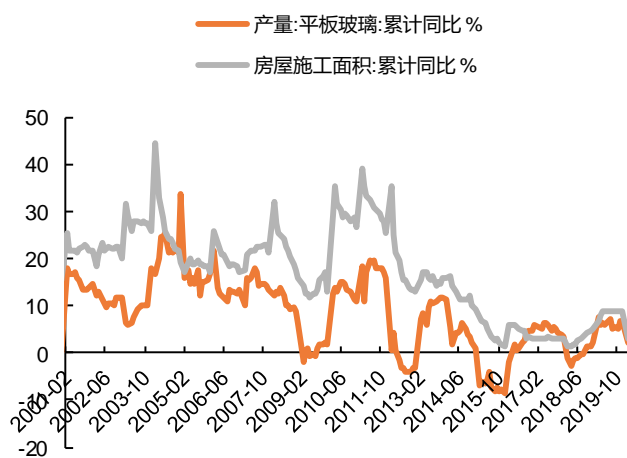
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 6: 玻璃产量增速与房屋销售增速



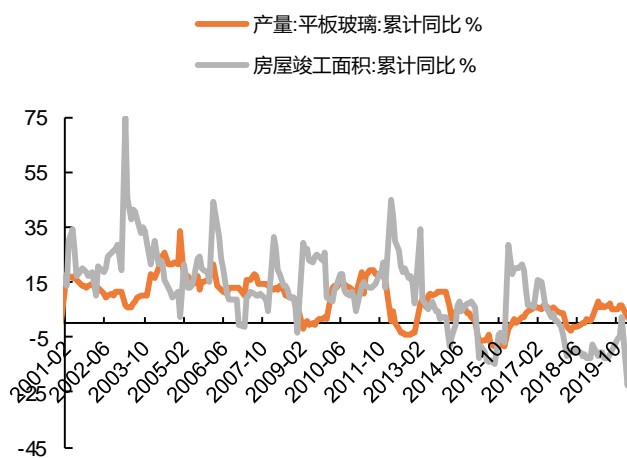
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 7: 玻璃产量增速与房屋施工增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

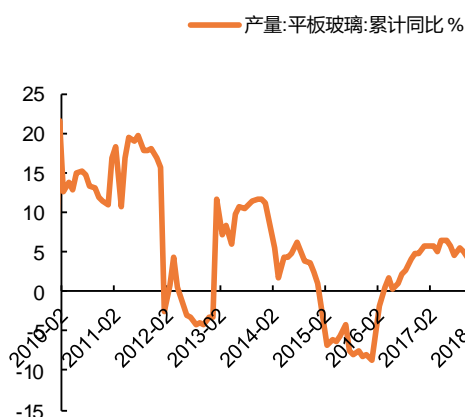
图 8: 玻璃产量增速与房屋竣工增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

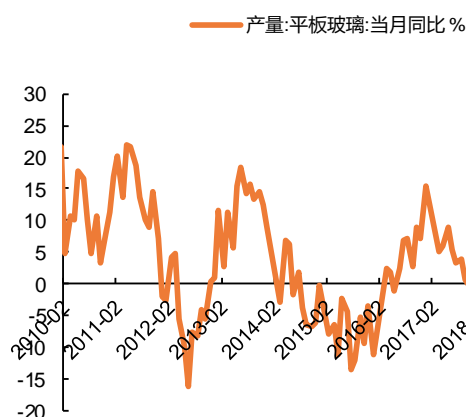
4月平板玻璃产量同比增速从3月的0.5%下降到-6.8%。2020年前4个月全国平板玻璃产量累计同比-0.3%；2020年前3个月全国平板玻璃产量累计同比1.9%；2019年前4个月全国平板玻璃产量累计同比6.4%。2020年4月全国平板玻璃产量当月同比-6.8%；2020年3月全国平板玻璃产量累计同比0.5%；2019年4月全国平板玻璃产量当月同比7.5%。

图 9: 平板玻璃产量累计同比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: 平板玻璃产量当月同比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性

今年央行、统计局等多部委重申坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济手段；房住不炒、因城施策主基调有望延续。2016 年政府工作报告首次提出因城施策；当年年底的中央经济工作会议首次提出房住不炒，此后该表述延续至今。今年 3 月 3 日，中国人民银行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会暨电视电话会。会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。3 月 16 日，统计局新闻发言人毛盛勇在新闻发布会上说，房地产“房住不炒”的定位没有改变。这些年实施因城施策，强化和落实地方城市主体责任，房地产市场总体平稳，稳地价、稳预期、稳房价的局面初步形成。至于房地产发展政策，按照推动高质量发展的要求，不把房地产作为短期刺激政策。4 月 17 日，中共中央政治局召开会议，再次重申要坚持“房住不炒”的定位：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。5 月 22 日，政府工作报告指出：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜业宜居。

表 2: 历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述

发布时间	政策文件	主要内容
2016/3/17	2016 年政府工作报告	1) 今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。 2) 完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。 3) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度。
2016/12/16	2016 年中央经济工作会议	1) 去库存方面，要坚持分类调控，因城因地施策，重点解决三四线城市房地产库存过多问题。 2) 促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、

2017/3/16	2017 年政府工作报告	<p>销售、中介等行为。</p> <p>3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效, 预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。货币政策要保持稳健中性, 适应货币供应方式新变化, 调节好货币闸门, 努力畅通货币政策传导渠道和机制, 维护流动性基本稳定。</p>
2017/12/20	2017 年中央经济工作会议	<p>1) 因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多, 要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性, 落实地方政府主体责任, 加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 健全购租并举的住房制度, 以市场为主满足多层次需求, 以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控, 房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地, 规范开发、销售、中介等行为, 遏制热点城市房价过快上涨。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区, 要持续进行改造。</p> <p>2) 今年再完成棚户区住房改造 600 万套, 继续发展公租房等保障性住房, 因地制宜、多种方式提高货币化安置比例, 加强配套设施建设和公共服务, 让更多住房困难家庭告别棚户区, 让人民群众在住有所居创造新生活。</p> <p>3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。</p>
2018/3/22	2018 年政府工作报告	<p>1) 加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁, 保护租赁利益相关方合法权益, 支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。</p> <p>2) 要创新和完善宏观调控, 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策, 健全经济政策协调机制, 保持经济运行在合理区间。</p>
2018/12/21	2018 年中央经济工作会议	<p>1) 启动新的三年棚改攻坚计划, 今年开工 580 万套。加大公租房保障力度, 对低收入住房困难家庭要应保尽保, 将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。</p> <p>2) 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求, 培育住房租赁市场, 发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让人民群众早日实现安居宜居。</p> <p>3) 健全地方税体系, 稳妥推进房地产税立法。</p> <p>4) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。</p>
2019/3/16	2019 年政府工作报告	<p>1) 要构建房地产市场健康发展长效机制, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策、分类指导, 夯实城市政府主体责任, 完善住房市场体系和住房保障体系。</p> <p>2) 宏观政策要强化逆周期调节, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 适时预调微调, 稳定总需求; 积极的财政政策要加力提效, 实施更大规模的减税降费, 较大幅度增加地方政府专项债券规模; 稳健的货币政策要松紧适度, 保持流动性合理充裕, 改善货币政策传导机制, 提高直接融资比重, 解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。</p>
2019/12/12	2019 年中央经济工作会议	<p>1) 更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。</p> <p>2) 继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群体基本居住需求。</p> <p>3) 健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法。</p> <p>4) 要正确把握宏观政策取向, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效。稳健的货币政策要松紧适度。</p>
2020/5/22	2020 年政府工作报告	<p>1) 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策, 稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制, 促进房地产市场平稳健康发展。</p> <p>2) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要大力提质增效, 更加注重结构调整, 坚决压缩一般性支出, 做好重点领域保障, 支持基层保工资、保运转、保基本民生。稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应, 降低社会融资成本。</p> <p>1) 深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用, 培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施, 让城市更宜居。</p> <p>2) 稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段, 引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具, 务必推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。</p>

资料来源: 人民政府网等, 长城证券研究所

不完全统计, 60 多个省市从 2 月至今陆续出台房地产支持政策, 主要具体措施包括: 鼓励信贷适度增长、缓交出让金、顺延开竣工时间、放宽商品房预售条件、加大土地供应量、扩大购房补贴范围、降低人才落户门槛等。

表 3: 各地疫情后出台的房地产支持政策

时间	各地政策
2月5日	嘉兴: 取消购房类提取住房公积金的时间限制。
2月7日	武汉: 支援武汉防疫工作的外地医护人员, 在汉购房申请异地公积金贷款时, 不受户籍地限制。
2月8日	湖州南浔区: 允许延期缴纳出让金; 允许办理开竣工延期, 原则上不超过 6 个月。
2月8日	山东威海: 扩大大学毕业生“521 生活津贴”发放范围。
2月11日	杭州: 已签订《土地出让合同》地块, 可申请延缓土地出让金缴纳; 已交付尚未开工或竣工的地块, 疫情持续期间不计入企业自身原因的开竣工违约责任。
2月12日	上海: 调整土地价款缴付方式和期限; 顺延开竣工和投达产履约时间; 降低产业用地成本。
2月12日	无锡: 引导在锡银行机构保持房地产和建筑施工企业信贷合理适度增长。已经领取施工许可证范围内的楼栋, 申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算, 预售部分完成 25% 以上投资即可。企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金。
2月12日	深圳: 对因新型冠状病毒肺炎住院治疗或隔离人员、疫情防控需要隔离观察人员和参加疫情防控工作人员, 可申请办理延长公积金贷款期限。
2月12日	西安: 分期缴纳土地出让价款, 缴款期限最长不超过一年。允许变更出让价款缴纳期限。
2月12日	南昌: 调整土地出让竞买保证金比例。调整土地出让金缴纳期限。允许延期缴纳出让金。允许延期开竣工, 延期时间视疫情情况原则上不超过 6 个月。
2月12日	浙江: 企业因疫情影响无法按约定签订《成交确认书》《土地出让合同》或缴纳出让金的, 经申请可以延期至疫情消除后签约、缴纳。因疫情影响未能按期交地、动工、竣工的, 不计入违约期并不收取违约金。
2月13日	天津: 延期缴纳土地出让金。项目开竣工期限顺延。
2月13日	南京: 允许土地出让价款延期缴纳。鼓励有条件的企业提前缴款、提前开工、加快项目开发建设, 确有困难的, 可申请延期开竣工时间。对于受本次疫情影响未能按期交地、开工、竣工的, 疫情一级响应期间均不计入违约期。
2月13日	成都: 参保单位职工个人在 2020 年 3 月底前购房时, 因受疫情影响, 提供的连续缴纳社保证明里未能正常显示 2020 年 1 月、2 月、3 月社保缴纳金额的, 视为连续缴纳, 其购房资格不受影响。
2月13日	广西: 允许土地出让金延期缴纳。对受疫情影响不能如期缴纳土地出让金的, 经本级人民政府批准同意后, 可适当延期缴纳。
2月13日	济南: 允许延期缴纳土地出让金。暂缓开(竣)工现场核验。受疫情影响未能按期开(竣)工的, 自 2020 年 1 月 23 日(含)至济南市疫情消除日后 10 日不计入违约责任。
2月13日	绍兴: 对于受本次疫情影响未能按期交地、动工、竣工的, 疫情持续期间不计入违约期。已签订《土地出让合同》, 按约定在一级响应期间需缴纳土地出让金的, 受让人可申请延期缴纳。
2月14日	厦门: 加大对房地产开发企业的资金支持力度, 适当调整商品房预售资金的监管方式。支持国有企业对自持运营的长租公寓适当减免两个月租金, 倡导机构化租赁企业适当减免或延期支付两个月租金。
2月14日	合肥: 适当调整土地出让金缴纳期限。适当调整开竣工期限。
2月15日	福州: 调整商品房预售条件。经营性房地产项目达到投资总额的 25% 以上, 按规定予以办理商品房预售审批手续。加快商品房合同网签备案, 促进商品房销售, 支持企业及时回笼资金。顺延项目开竣工期限。
2月17日	沈阳: 进一步加大土地供应量。土地出让金缴款时间在疫情一级响应期间内的, 该期款项缴款时间可延期至一级响应期结束后第五个工作日。积极促进商品房入市和销售。稳妥实施税费支持政策。
2月18日	福建龙岩: 顺延项目开竣工期限。调整土地出让金缴交期限。调整商品房预售条件。调整预售资金监管方式。
2月18日	佛山三水区: 调整土地价款缴付方式和时间。未能按土地出让合同约定缴付土地价款的, 不计收滞纳金、违约金和分期支付产生的利息。调整预售条件。加大土地供应。提供信贷支持, 倾斜融资政策。
2月19日	湖南衡阳: 实行购房补贴。签订网签协议并缴纳契税, 补贴部分契税。扩大人才购房补贴对象范围。在签订出让合同后一个月缴纳土地出让总价款 50%, 余款在办理用地不动产登记前缴清, 最长不超过 12 个月。实施差别化预售资金监管。
2月19日	焦作: 调整商品房预售管理办法。降低土地竞买履约保证金、分期缴纳土地出让价款。调整开竣工时间。积极提供金融支持。
2月19日	苏州: 延长土地出让金缴纳时限。在苏州市疫情防控一级响应期间公告挂牌出让的经营性用地, 第二期出让金缴纳时间可在原规定缴纳时间基础上顺延。调整交地、开竣工等履约要求。调整超过市场指导价报价规则。
2月20日	福建莆田: 降低预售许可条件。按合同约定应在疫情一级响应期间缴交的土地出让金, 可申请延缓至解除疫情一级响应后 10 日内缴交。受疫情影响不能按时开竣工的, 受让人可申请延期开竣工, 可按疫情一级响应时间天数顺延。
2月20日	苏州相城区: 扩大引才奖励范围。加强安居落户保障。降低人才落户门槛, 畅通人才购房绿色通道, 将工作满 3 个月的高技能人才纳入人才证明开具范围, 在区内购房不受户籍、社保、积分等限制条件的影响。大力招引技能人才。
2月20日	贵阳: 建设项目实物工程量达到 25% 以上, 且施工现场员工返岗率达到春节前 60% 以上的, 在办理商品房预售许可证时给予支持。部分房地产开发企业的开发项目可申请提前支取重点监管的预售资金用于保障本项目工程建设, 额度不超过重点监管资金余额的 50%。可申请降低住房公积金缴存比例, 最低可降至国家规定的 5%。
2月21日	河南: 符合困难减免条件的, 可按规定申请减免房产税、城镇土地使用税。阶段性加大信贷支持。引导在豫商业银行和非银行金融机构保持房地产企业信贷合理适度增长。
2月21日	马鞍山: 首套普通住房交易购房补贴政策再延长一年。对个人在马鞍山市市区购买 90 平方米及以下普通住房, 且该住房属于家庭唯一住房的, 给予购房人商品住房价值或存量房核价单核定价值 1% 的补贴; 购房补贴政策期限为一年。
2月21日	驻马店: 调整住房公积金贷款额度。将各县缴存职工的住房公积金最高贷款额度, 由 45 万元提高到 50 万元。调整住房公积金贷款首付比例。实行购房补助政策。各类人才补助标准 200 元/㎡, 大中专以上毕业生补助标准 150 元/㎡, 农民

	工补助标准 100 元/m ² 。加大房地产业金融支持力度。降低商品房预售门槛。规范商住比例。
2 月 21 日	青岛：减轻住房公积金缴存负担。2020 年 6 月底前，受疫情影响无法正常按月缴存住房公积金的企业和自由职业者，可以暂缓缴存住房公积金。将“先落户、后就业”政策放宽到毕业学年在校大学生，已落户的可享受本市购房、申请人才公寓等政策。
2 月 22 日	广西：全面启动城镇老旧小区改造。放宽住房公积金政策。2020 年 6 月 30 日前，受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，缓缴期间的缴存时间连续计算，不影响职工正常提取和申请住房公积金。
2 月 23 日	南宁：职工个人及家庭只拥有一套住房，且该住房建筑面积在 120 平方米（含）以内的，允许其在购买建筑面积为 144 平方米（含）以内的第二套住房时申请使用住房公积金贷款。职工个人及家庭购买第二套住房或第二次申请住房公积金贷款的，购房首付款比例应不低于 40%，贷款利率调整为同期住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍，最高贷款金额为 50 万元。
2 月 25 日	杭州：对全球本科以上所有应届大学生，在发放本科 1 万元、硕士 3 万元、博士 5 万元一次性生活补助的基础上，再给予每年 1 万元租房补贴，最多可享受 6 年。加快人才专项租赁住房建设，到明年底前新建 5 万套。提高高层次人才购房补贴。
2 月 25 日	广西钦州：实施契税补贴。阶段性放宽预售许可形象进度要求。申请预售时形象进度调整为按投资额计算，预售部分投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25% 以上即可。顺延工期和交付期限，不计违约责任。合理调整商品房销售价格备案范围。
2 月 25 日	安徽滁州：适度放宽预售条件。合理顺延合同工期。因受疫情影响导致的建设工程延误，应当合理顺延工期。因疫情造成不能如期竣工验收交付的房地产开发项目，交付期限顺延。
2 月 25 日	东莞：申请人符合购买装配式住宅、东莞市认定的特色人才、申请贷款时往前推算已连续满 5 年未提取公积金等情形之一的，可贷额度在计算公式计算额度的基础上最高可上浮 20%。
2 月 27 日	北京：受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金。2020 年 6 月 30 日前，住房公积金贷款的借款人因受新冠肺炎疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
2 月 27 日	江西抚州：降低企业购地资金使用成本。今年内新出让的房地产用地，竞买保证金比例下调为出让最低价的 40%。受疫情影响不能按期开、竣工的，受让人可申请延期开、竣工，不计入违约期，不收取违约金，延期时间视疫情情况原则上不超过 6 个月。调整预售重点资金使用节点。降低预售重点资金监管比例。放宽商品房预售申报条件。激活市场消费。2020 年 3 月 1 日至 6 月 30 日期间，购买新建普通商品住宅的，由受益财政给予购房户 150 元/m ² 的购房补贴。提高公积金贷款额度。顺延企业竣工交付时间。加大金融支持力度。
2 月 27 日	石家庄：缓解房地产开发项目资金压力。在疫情防控期间至结束后 6 个月内，将形象进度要求调整为预售楼栋完成投资不低于 25%。促进住房交易和消费。加大住房保障支持力度。
2 月 27 日	南京：受疫情影响的企业，可通过住房公积金网上办事大厅降低缴存比例；企业与职工协商一致的，可凭协商意见及补缴方案申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金。
2 月 27 日	大连：因受疫情影响导致生产经营困难的企业，可申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金。住房公积金贷款职工，自 2020 年 1 月 25 日起至 2020 年 6 月 30 日，因受疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
2 月 27 日	广州花都区：通过公开出让取得土地的单位均可先行向市规划和自然资源局花都区分局申请规划服务，由市规划和自然资源局花都区分局开展设计方案批复和建设工程规划许可证核发的模拟审批，对符合要求的单位分别出具模拟审批批复函。竞得土地的单位在取得土地证明文件后即可换发正式批复文件。
2 月 27 日	徐州：延长住房公积金缴存期限。受疫情影响生产经营困难的企业可向市公积金中心申请缓缴 2020 年 2 月份至 6 月份的住房公积金。
2 月 28 日	苏州：对 2020 年 1 月 24 日前土地已成交并已进入实质性启动阶段的房地产项目，申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算，申请预售部分完成 25% 以上投资即可。因疫情影响造成已出让土地的工程建设延期复工，不能按期开竣工的，开竣工时间相应顺延；不能如期竣工验收和交付的房地产开发项目，交付期限顺延。
2 月 28 日	长沙：受疫情影响的企业可按规定申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金，缓缴期间职工贷款和提取权益不受影响。2020 年 7 月起企业因生产经营困难需要继续缓缴的，最长可申请缓缴 12 个月。
2 月 28 日	河南鹤壁：放宽商品房预售许可办理条件。提前拨付预售资金。疫情防控期间，商品房预售资金监管部门可依据企业申请，提前一个节点拨付预售资金，最后一个节点除外。顺延企业相应工期。因疫情影响不能履行合同的，合同工期予以顺延。已出让土地优惠政策。
2 月 29 日	鄂尔多斯：允许企业暂缓缴存住房公积金。因受疫情影响暂时失去收入来源的人群，疫情防控期间未能按时正常偿还住房公积金贷款的，可灵活调整其还款安排。
3 月 2 日	天津：对落户到天津滨海中关村科技园和宝坻京津中关村科技城的符合天津产业发展定位的北京转移来津项目：优化子女教育保障。便利医疗医保服务。鼓励职工来津工作落户。完善投融资扶持。满足在津合理住房需求。
3 月 4 日	上海：颁布住房公积金支持实施细则
3 月 6 日	广州：高校中职学生也可入广州集体户；广州新政 2.0 版上线，删除公寓销售放开相关条文
3 月 9 日	海南：继续全域限购政策，本地居民限购第三套房
3 月 10 日	山东：统筹做好住建领域经济社会发展工作，适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例。
3 月 11 日	深圳：申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。符合条件的房企可解冻 20% 预售资金
3 月 12 日	宝鸡：各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由 40 万提高到 50 万。
3 月 12 日	天津：技能型人才引进落户条件调整
3 月 16 日	江门：2020 年 3 月 16 日起，提高住房公积金个人住房贷款最高额度
3 月 17 日	广州：完善人才政策
3 月 18 日	佛山：优化优粤佛山卡 T 卡申领工作

3月20日 南京浦口区：进一步扩大人才购房政策覆盖面
 3月21日 苏州：对人才落户相关政策进行调整，自2020年5月1日起执行
 3月23日 玉林：市本级2020年购买新建商品房实施契税补贴政策
 3月24日 益阳：鼓励市民合理住房消费
 3月27日 江门：支持各类外地人才安居乐业，对限购区域内新建商品住房的购房资格作出了部分优化

资料来源：中指研究院等，长城证券研究所

宝鸡、驻马店降低首付比例政策撤销，济南、广州限购放松政策撤销，房住不炒思路延续。

1) 驻马店：2月21日，驻马店市政府发布《关于进一步规范促进房地产业平稳健康发展的意见》，其中有17项稳楼市政策，包括“要求金融机构适度下调个人住房按揭贷款利率，首套房贷款最低首付比例由30%下调为20%”。2月28日，河南省人民政府网站发布消息，省政府约谈驻马店市人民政府主要负责同志，坚持“房住不炒”，落实主体责任。保持房地产调控政策连续性、稳定性，不将房地产作为短期刺激经济的手段，实现稳地价稳房价稳预期目标。后续，该文件撤销。

2) 宝鸡：3月12日，陕西省宝鸡市政府办公室关于印发《宝鸡市住建行业坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战稳企业稳民生稳发展若干措施》，包括土地出让金保证金缴纳比例、土地出让金分期支付、信贷支持、调整公积金贷款额度，共计15条。《措施》第12条明确，各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由40万元提高至50万元。当晚，该文件从政府网站撤回。

3) 广州：3月3日，广州市政府官网发布《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》，提出商服类项目不再限定销售对象，已确权登记的不再限定转让对象。3月4日，这则《通知》被撤下。3月5日，《通知》再次出现，但原本关于松绑商服类项目的政策条文已被删除。

4) 济南：3月17日，山东省济南市新旧动能转换先行区网站发布“更正声明”，济南新旧动能转换先行区2020年3月15日发布的《关于促进济南绿色建筑国际产业园发展十条政策》中，涉及“预售监管资金即征即返”；“在先行区直管区范围内购买二星级及以上绿色建筑商品住宅的，不受济南市限购政策约束”的表述不准确，现予以更正。

4月商品房销售、施工、新开工、竣工当月同比下降2.1%、1.9%、1.3%、8.8%，除竣工增速外基本恢复到去年同期水平。

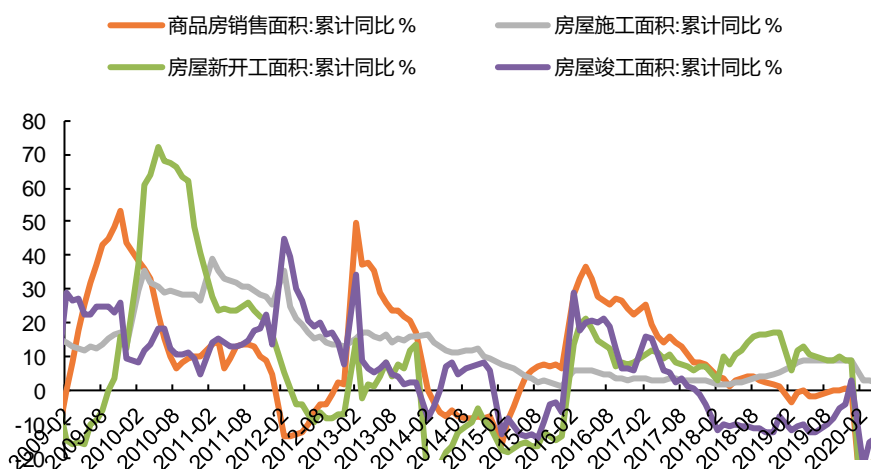
1) 2020年前4个月全国商品房销售面积累计同比-19.3%；2020年前3个月全国商品房销售面积累计同比-26.3%；2019年前4个月全国商品房销售面积累计同比-0.3%。

2) 2020年前4个月全国商品房施工面积累计同比2.5%；2020年前3个月全国商品房施工面积累计同比2.6%；2019年前4个月全国商品房施工面积累计同比8.8%。

3) 2020年前4个月全国商品房新开工面积累计同比-18.4%；2020年前3个月全国商品房新开工面积累计同比-27.2%；2019年前4个月全国商品房新开工面积累计同比13.1%。

4) 2020年前4个月全国商品房竣工面积累计同比-14.5%；2020年前3个月全国商品房竣工面积累计同比-15.8%；2019年前4个月全国商品房竣工面积累计同比-10.3%。

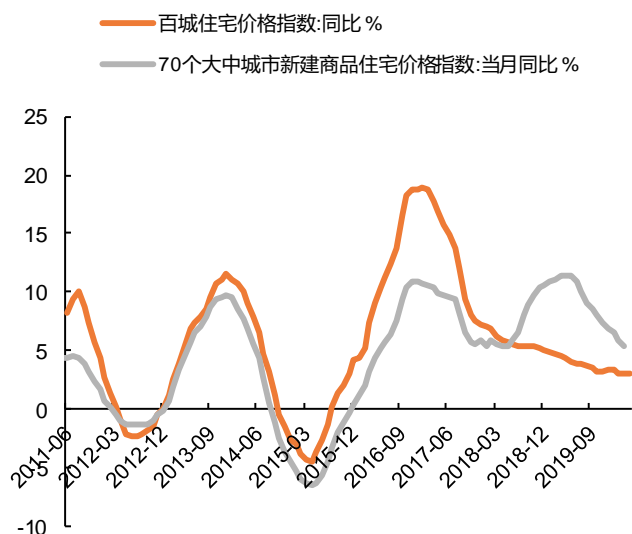
图 11: 商品房销售、施工、新开工、竣工面积累计同比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

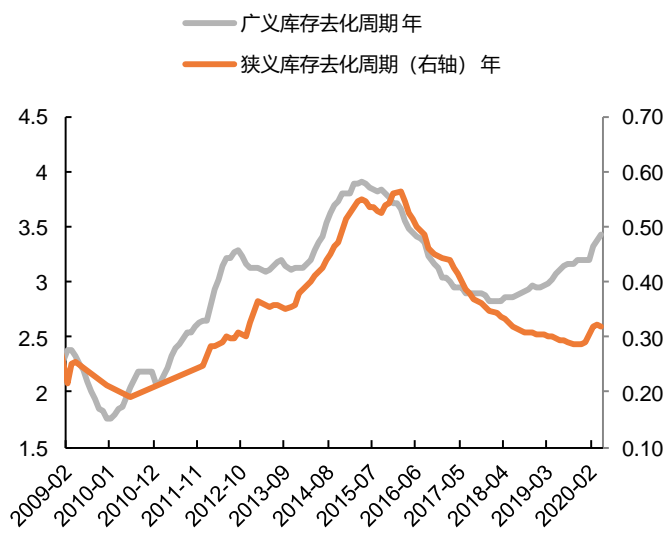
4 月百城住宅价格指数同比 2.9%，增速基本和上月持平；近期库存去化周期略有上升。
 1) 2020 年 4 月百城住宅价格指数同比 2.9%；2020 年 3 月百城住宅价格指数同比 3.0%；2019 年 4 月百城住宅价格指数同比 4.3%。
 2) 2020 年 3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 5.4%；2020 年 2 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 5.9%；2019 年 3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 11.3%。
 3) 2020 年 4 月广义库存去化周期 3.43 年；2020 年 3 月广义库存去化周期 3.38 年；2019 年 4 月广义库存去化周期 3.02 年。
 4) 2020 年 4 月狭义库存去化周期 0.32 年；2020 年 3 月狭义库存去化周期 0.32 年；2019 年 4 月狭义库存去化周期 0.30 年。

图 12: 百城住宅价格指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 房地产库存去化周期

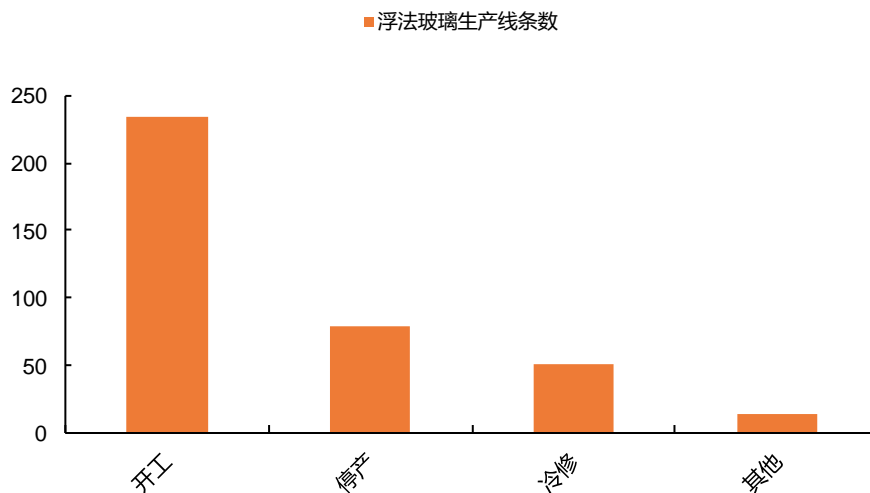


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.2 玻璃供给：新建项目，实施减量等量置换，环保、冷修因素压缩现有产能

2020年4月，国内浮法玻璃生产线总数达到376条，其中开工、停产、冷修生产线数达到234、79、50条。

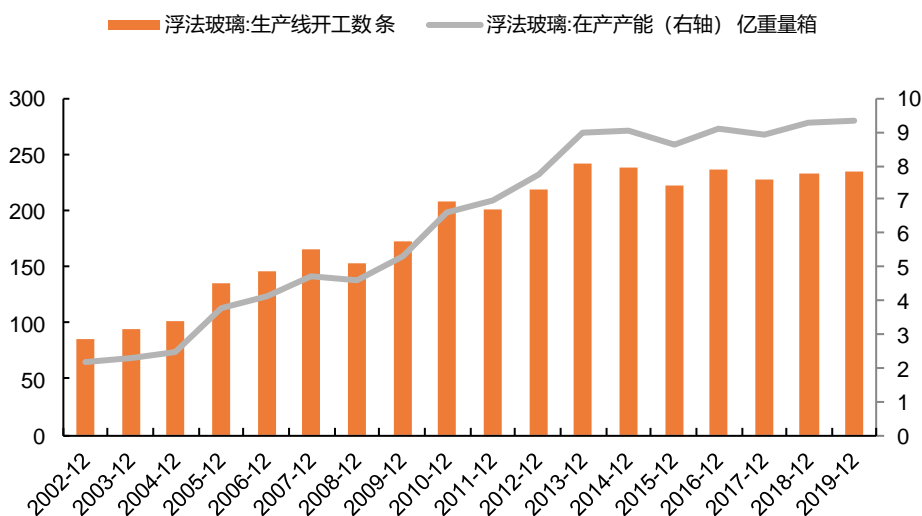
图 14：浮法玻璃生产线结构



资料来源：Wind，长城证券研究所

去产能政策卓有成效，2015~2019年，浮法玻璃在产产能在9.0~9.3亿重量箱波动，基本保持稳定。

图 15：浮法玻璃在产产能



资料来源：Wind，长城证券研究所

表 4: 玻璃行业去产能政策

时间	政策	主要内容
2013/10	国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见	坚决淘汰落后产能。分解落实年度目标，在提前一年完成“十二五”钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等重点行业淘汰落后产能目标任务基础上，通过提高财政奖励标准，落实等量或减量置换方案等措施，鼓励地方提高淘汰落后产能标准，2015 年底前再淘汰炼铁 1500 万吨、炼钢 1500 万吨、水泥（熟料及粉磨能力）1 亿吨、平板玻璃 2000 万重量箱。 修订平板玻璃和制品标准和应用规范，在新建建筑和既有建筑改造中使用符合节能标准的门窗，鼓励采用低辐射中空玻璃，支持既有生产线升级改造，提高优质浮法玻璃原片比重。发展功能性玻璃，鼓励原片生产深加工一体化，平板玻璃深加工率达到 50% 以上，培育玻璃精深加工基地。加快河北、广东、江苏、山东等重点产区 and 环境敏感区域结构调整。支持联合重组，形成一批产业链完整、核心竞争力强的企业集团。产能严重过剩加剧资源环境瓶颈制约，对产业健康良性发展以及就业和金融安全产生巨大危害，如不及时纠正，将对稳增长、防通胀、控风险的大局造成不利影响。各地要提高认识，切实把思想和行动统一到中央的决策部署上来，科学论证产业布局，依法依规履行项目建设手续，坚决遏制钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业盲目扩张。
2013/6	国家发展改革委、工业和信息化部关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知	随着近年来的在建项目陆续建成投产，水泥、平板玻璃行业总产能仍在增长，全行业产销率走低，应收账款增加，影响行业平稳运行的风险依然较大，特别是少数地区仍然存在盲目新上项目的现象。这种势头如不及时遏制，势必严重干扰化解产能严重过剩工作大局。为此，工业和信息化部日前向各省、自治区、直辖市、计划单列市、新疆生产建设兵团工业和信息化部主管部门发出紧急通知，要求坚决遏制水泥、平板玻璃行业新增产能。
2014/8	工业和信息化部日前发出紧急通知要求坚决遏制水泥平板玻璃行业新增产能	目标任务：到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。 具体措施包括：严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产、发展高端玻璃等。
2016/5	国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见	2019 年去产能、淘汰落后目标和措施 按照玻璃产业规划目标，须至少压减平板玻璃过剩产能 30% 即 3.5 亿重量箱，其中长期处于停产状态，或环保不达标、产品质量达不到标准的生产线是重点。平板玻璃存在 70 多条早期建设的规模较小的浮法玻璃生产线，能耗、排放、产品质量水平明显落后，也没有改造的潜力，长期处于停产状态，可以归入“无效产能”，占总产能的比例超过 20%。如果能够去除这一部分无效产能，产能过剩将大大缓解。 采取的主要措施： 宣传贯彻国办发〔2016〕34 号文件。要求全行业认真执行“2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目”要求，控制新增建设项目；合规的新建项目也必须把污染物排放指标能否达到国家最新规定作为基本条件。通过行业自律、大企业的带头去产能，主动地贯彻落实政策要求，控制重复建设的新增产能，产能增速不超过 6%，产能利用率回升至 75%。 从严设定环保、能耗、产品质量等标准要求，推动依法依规淘汰落后产能。 开展去除平板玻璃“非标产品”，提高平板玻璃总体质量水平，推动产业提升与延伸深加工并向高端发展。坚决不给落后工艺“留口子”。
2019/7	中国建筑玻璃与工业玻璃协会制定发布《平板玻璃行业大气污染防治攻坚战实施方案》	

资料来源：发改委，工信部等，长城证券研究所

针对新建平板玻璃项目，实施减量、等量置换

2017 年 12 月，工信部发布新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》；针对新建平板玻璃项目，实施减量、等量置换。《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）明确规定：“各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目”，确有必要建设的新项目，必须按照等量或减量的原则制定产能置换方案。为规范产能置换方案的制定及实施工作，2015 年，工业和信息化部制定出台了《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》（工信部产业〔2015〕127 号，以下简称原办法），该办法已于 2017 年 12 月 31 日到期。为确保政策的连续性，便于产能置换工作有章可循，必须根据化解产能工作新形势、新问题和新要求，对原办法进行必要的修订。1) 加大减量置换力度，实施减量、等量置换。实施办法规定：位于国家规定的环境敏感区（京津冀、长三角、珠三角等）的平板玻璃建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。2) 对用于置换的产能限定更加严格。实施办法明确：用于置换的产能应当为 2018 年 1 月 1 日以后在省级工业和信息化主管部门

门户网站公告关停退出的产能。当然，项目建设手续不合规的产能也不能用于置换。为防止和杜绝可能存在的欺骗行为，实施办法除重申用于置换的产能指标不得重复使用外，还鼓励行业协会、媒体和公众对产能置换方案执行情况和新建项目建设情况开展监督。**3) 对用于置换的产能指标核定更加严格，实际产能小于备案或核准产能的，按实际产能确定。****4) 允许产能置换方案中存在“先建后拆”现象；用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。**为更好地处理技术进步和压减过剩产能关系，有利于企业正常生产运营，实施办法规定：用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。这实际上允许存在“先建后拆”现象，即用于置换的产能公告后、关停拆除前，建设项目可以开工建设。实际操作中，项目建设地省级主管部门要切实监督和指导企业，守承诺重诚信，确保在新项目投产前，关停退出用于置换的产能，在新项目投产一年内拆除原生产线，并及时发布关停、投产、拆除活动公告，自觉接受监督。**5) 产能置换方案覆盖范围如下，熔窑能力不超过 150 吨/天的工业玻璃项目，可不制定产能置换方案。**本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目和已经由工业和信息化部、发展改革委联合明确由地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建水泥熟料、平板玻璃项目。以下情形可不制定产能置换方案：依托现有装置实施治污减排、节能降耗等技术改造项目，在不新增产能的情况下可不制定产能置换方案。新建工业用平板玻璃项目，熔窑能力不超过 150 吨/天的，可不制定产能置换方案。

表 5：平板玻璃熔窑产能换算

工艺类别	熔化量 (吨/天)	平板玻璃产能 (万重量箱/年)
压延	140	80
	150	85
	200	100
浮法	300	180
	400	240
	450	270
	500	300
	600	360
	800	480
	1000	600

资料来源：工信部，长城证券研究所

空气质量倒逼玻璃产业加速改造限产

邢台市下辖的沙河市是中国玻璃最主要的生产基地之一。河北省是全国平板玻璃产量最大省份（2019 年河北平板玻璃产量占全国 16%），而其中邢台市下辖的沙河市成为全国最大平板玻璃生产基地。而郑商所也于 2016 年 5 月将平板玻璃交割基准地由张家港移至沙河。

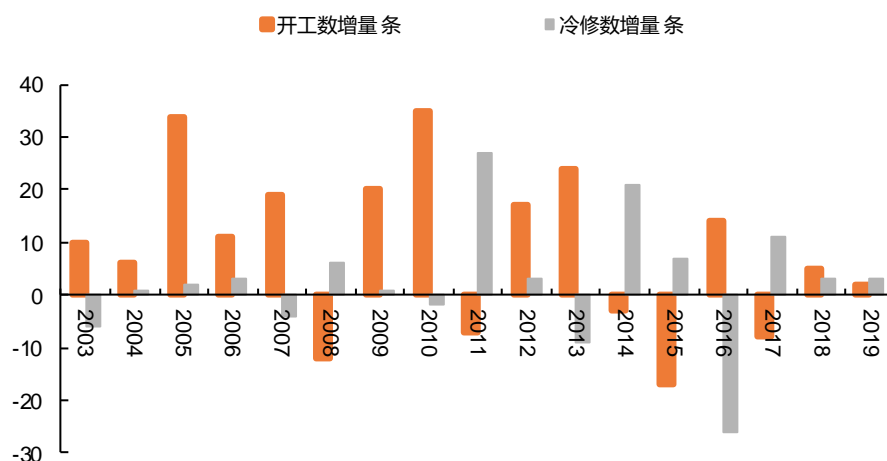
2019 年 6 月，邢台市发文：因空气质量全国倒数第二，大气治理任务艰巨，下辖的沙河市 6 条以煤为燃料生产线立即停炉改造。6 月 10 日，邢台市大气污染防治工作领导小组发布《关于开展大气污染防治强化攻坚月行动》的通知。文件指出：截止 6 月 9 日，邢台市空气质量综合指数为 7.84，在全国 168 城市排名倒数第二，较排名倒一的临汾市仅有 0.26 优势，面临重回全国倒一风险；PM2.5 年均浓度 $83 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ，同比上升 2.5%，而年度考核目标（下降 6%），还有 8.5 个百分点，任务十分艰巨。为尽快扭转被动局面，自 6 月 10 日到 7 月 10 日，开展为期一个月的大气污染防治强化攻坚行动。玻璃行业：沙河市安全实业有限公司 2 号线、河北正大玻璃有限公司 3 号线、沙河市长城玻璃有限公司 6 号线、河北德金玻璃有限公司 4 号线、河北鑫利玻璃有限公司 1 号线、河北海生玻璃有限公司 1 号线等 6 条以煤为燃料生产线立即停炉改造。

2019年10月，邢台市进一步发文，要求10月31日前，沙河市6条燃煤生产线冷炉停产到位。2019年10月，邢台大气办发布关于进一步加强《邢台市蓝天保卫战强化攻坚措施责任分工清单》工业企业管控的通知。要求沙河市15家玻璃企业：10月31日前，6条燃煤生产线冷炉停产到位；11月15日前，在产玻璃生产线全部完成有色烟羽治理，逾期未完成实施按日计罚；长期坚持，在产玻璃生产线严格执行总量控制方案，通过在线监测、运输车辆、用电量、票据等方式核查，并细化方案备查，确保污染物排放量40%以上。10月31日前，集中煤制气全面开工。南和县三家玻璃企业：南和县吉特玻璃制品有限公司、南和县飞耀压花玻璃制品有限公司、南县长江玻璃制品有限公司。11月15日前，在产玻璃生产线全部完成有色烟羽治理。

在产产线进入集中冷修期、停产产线短期内集中复产可能性不大

玻璃熔窑一般需要每7~10年进行冷修一次；后续有望集中冷修。玻璃熔窑冷修指当熔窑已达到设计窑龄或熔窑损毁严重，通过热修难以维持生产或存在安全隐患时，即止火降温，在常温常压下，对窑体进行大面积更换或修补，使其恢复正常的功能。2009、2010年，浮法玻璃开工生产线增量分别为20、25条，在四万亿刺激下，新增产能集中投产；按照正常的冷修期限，后续这部分产线有望集中冷修。

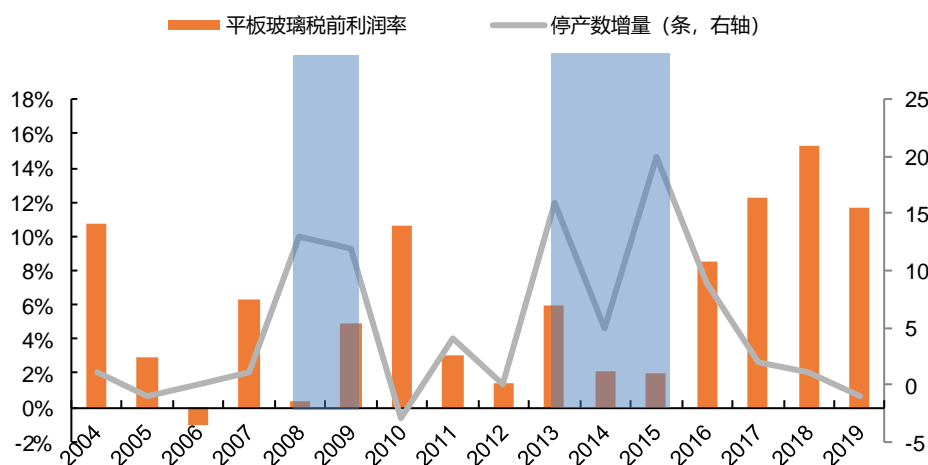
图 16：历年浮法玻璃开工、冷修生产线增量



资料来源：Wind，长城证券研究所

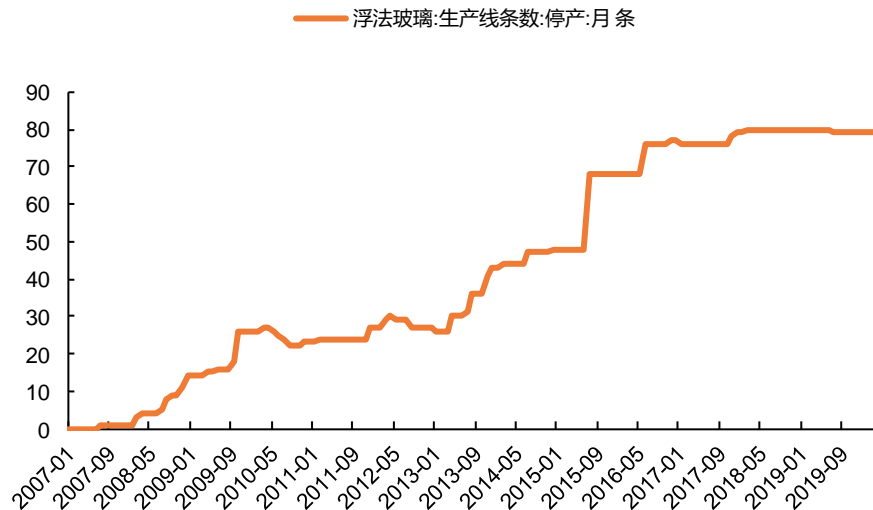
目前国内共有停产产线79条，短期内集中复产可能性不大。从历史数据来看，在行业景气度较低的时候（2008~2009年、2013~2015年），浮法玻璃生产线停产速度加快；在行业景气度恢复的时候（2010年、2016~2018年），浮法玻璃生产线停产速度变慢，具备条件的停产产能开始复产。从2017年年初至今，国内停产产线数量维持在75~80条的水平上，考虑到这部分产能经过完整的一轮景气度恢复周期（2016~2018年）后仍然没有复产，短期内集中复产可能性不大。

图 17: 历年浮法玻璃停产生产线增量



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 18: 历年浮法玻璃停产生产线存量



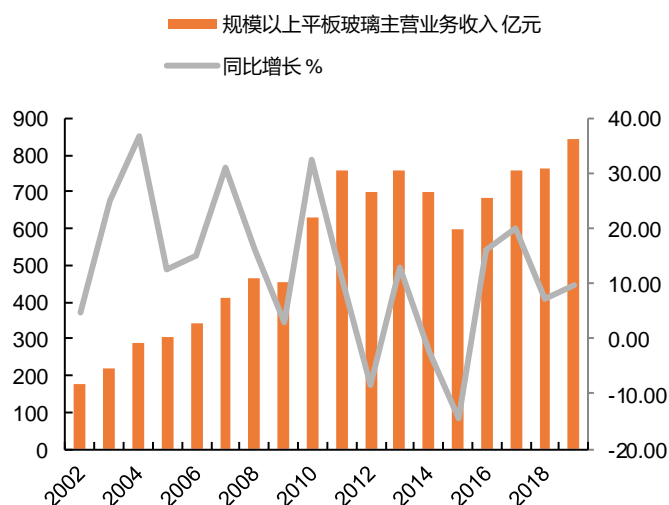
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.3 行业盈利: 原材料成本下降有助于提升行业盈利

产量增长基本稳定, 玻璃价格成为影响行业盈利的主要因素

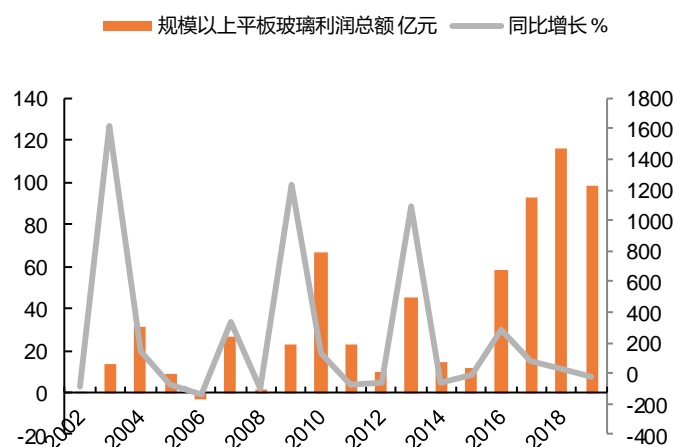
2019 年规模以上平板玻璃行业主营业务收入 843 亿元, 同比增长 9.8%, 利润 98 亿元, 同比下降 16.7%。

图 19: 规模以上平板玻璃行业主营收入



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 规模以上平板玻璃行业利润总额

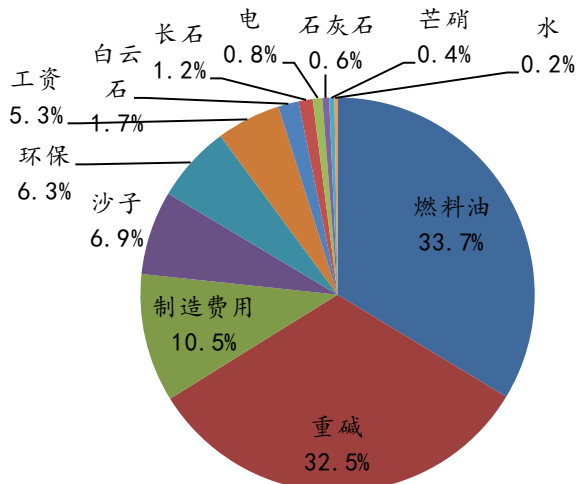


资料来源: Wind, 长城证券研究所

玻璃目前有四种主要燃料，石油类燃料使用较多，不同燃料的生产线成本差异较大。1) **燃料油**：包括乙烯焦油、煤焦油（混合物，热值高）。2010 年以前是主要燃料（180cst、油浆等），受消费税影响，2010 以后 180CST 燃料油逐步退出市场，被乙烯焦油（高端）与煤焦油（中端与低端）取而代之。2) **天然气**：为清洁能源（2010 年以后开始普及，中高端玻璃使用，目前只有少数高端玻璃生产线采用）。3) **煤制气**：主要使用热值 6300 卡以上的块煤，会产生严重的粉尘污染，主要是沙河、东北与西北等地的中低端玻璃生产线使用。4) **石油焦（中硫，1.5%-3%硫份）**：含硫份污染，2009 年开始大量使用，是目前的主流燃料。石油焦主要在中端与低端玻璃生产线中使用，不能应用于高端玻璃生产线中。

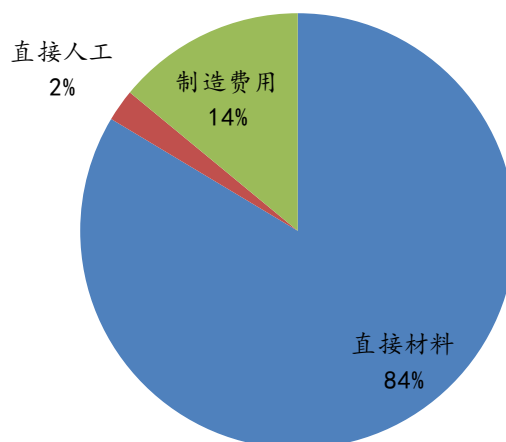
燃料成本、重碱是平板玻璃成本中的主要构成因素。从典型燃料油平板玻璃生产线成本结构来看，燃料油、重碱、制造费用、沙子、环保成本、工资各占 34%、33%、11%、7%、6%、5%。旗滨集团 2019 年玻璃生产加工业务成本结构中，直接材料、制造费用、直接人工各占 84%、14%、2%。

图 21: 燃料油平板玻璃生产线成本结构



资料来源: 中玻网, 长城证券研究所

图 22: 旗滨集团 2019 年玻璃生产业务成本结构

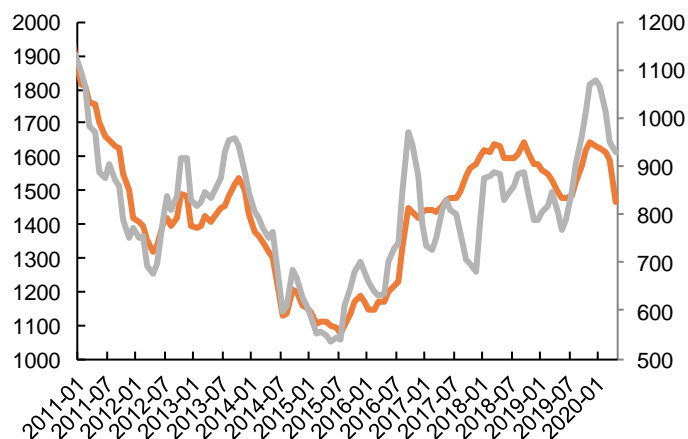


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

玻璃产量增长基本稳定, 玻璃、纯碱、燃料价格成为影响近期行业盈利的主要因素。2015~2019 年, 全国水泥产量平均增速为 1.9%, 基本趋于稳定。纯碱、燃料成本是玻璃成本中最主要的组成部分。从历史数据来看, 玻璃价格和玻璃、纯碱、石油焦价差走势基本一致, 但是后者波动更大, 而且也会出现两者涨跌幅不一致的情况。

表 6: 玻璃、纯碱、石油焦价差

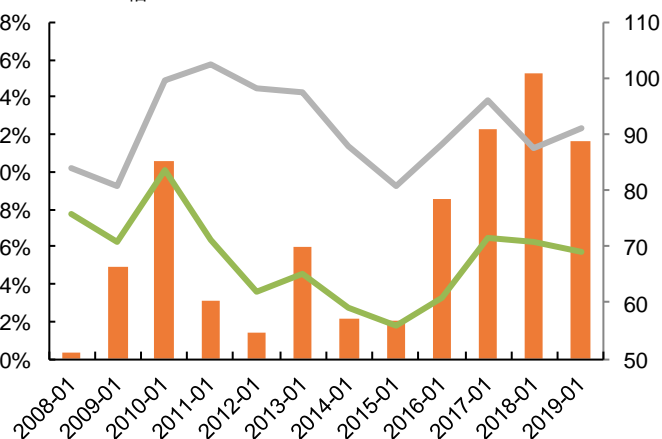
—— 现货平均价(吨):浮法玻璃:全国主要城市:元/吨
—— 浮法玻璃价格-0.2*重质纯碱-0.2*青岛石化石油焦出厂价(右轴) 元/吨



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 23: 行业税前利润率和玻璃价格相关性较高

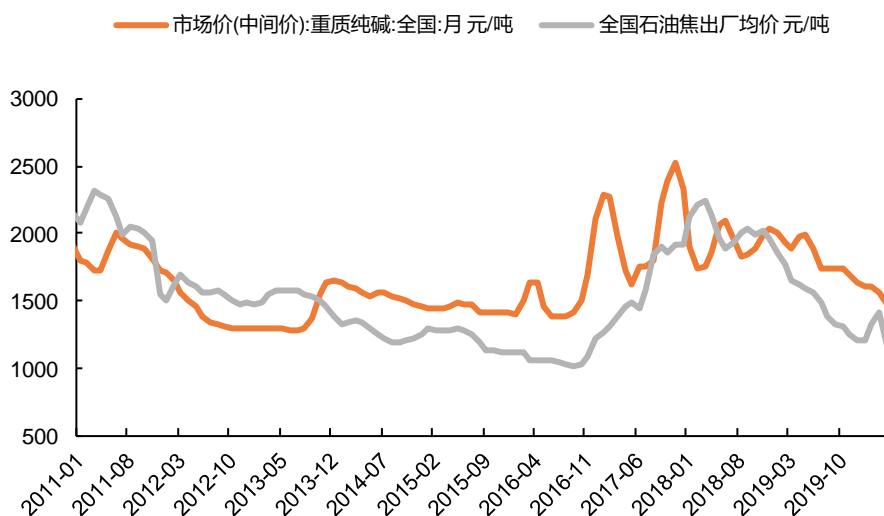
—— 平板玻璃税前利润率 单位
—— 规模以上平板玻璃主营业务收入/平板玻璃产量 元/重量箱



资料来源: Wind, 长城证券研究所

今年前 4 个月石油焦、重质纯碱均价同比下降 26%、20%, 而玻璃价格指数同比增长 1.8%, 低位原材料成本有助于提升玻璃业务毛利率。石油焦价格和油价相关性较强; 纯碱由于下游需求较差, 价格处于下降的趋势。

图 24: 重质纯碱、石油焦价格走势

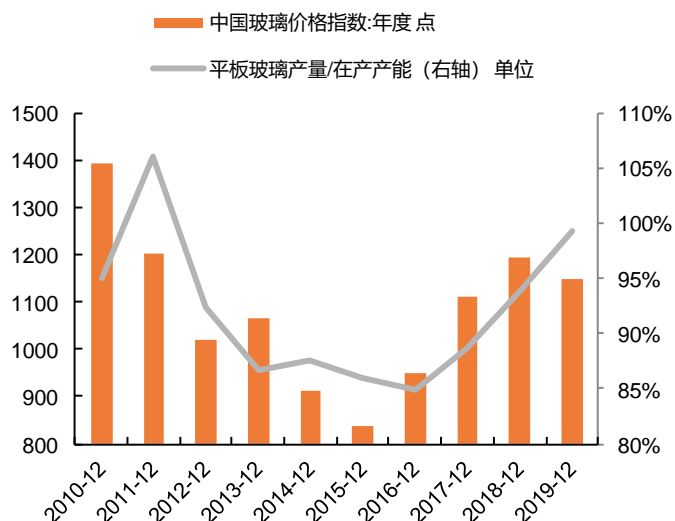


资料来源: Wind, 长城证券研究所

玻璃价格：在产产能利用率决定中长期价格走势，短期玻璃价格筑底回升

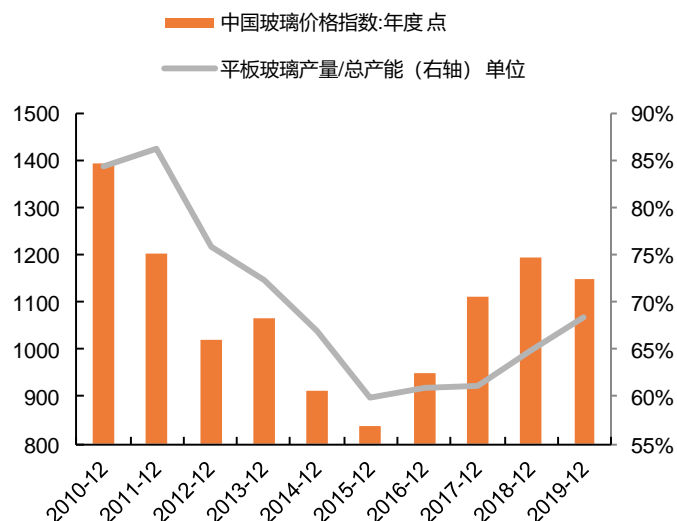
从中长期来看，玻璃价格水平和在产产能利用率趋势相近。从 2010 年到 2015 年，玻璃价格水平处于下降趋势，2015 年中国玻璃价格指数年均值较 2010 年年均值下降 40%；在产产能利用率从 2011 年的 106% 下降到 2015 年的 86%。从 2015 年到 2019 年，玻璃价格水平处于上升趋势，2019 年中国玻璃价格指数年均值较 2015 年年均值增长 37%；在产产能利用率从 2015 年的 86% 上升到 2019 年的 99%。

图 25: 平板玻璃产量/在产产能



资料来源: Wind, 长城证券研究所

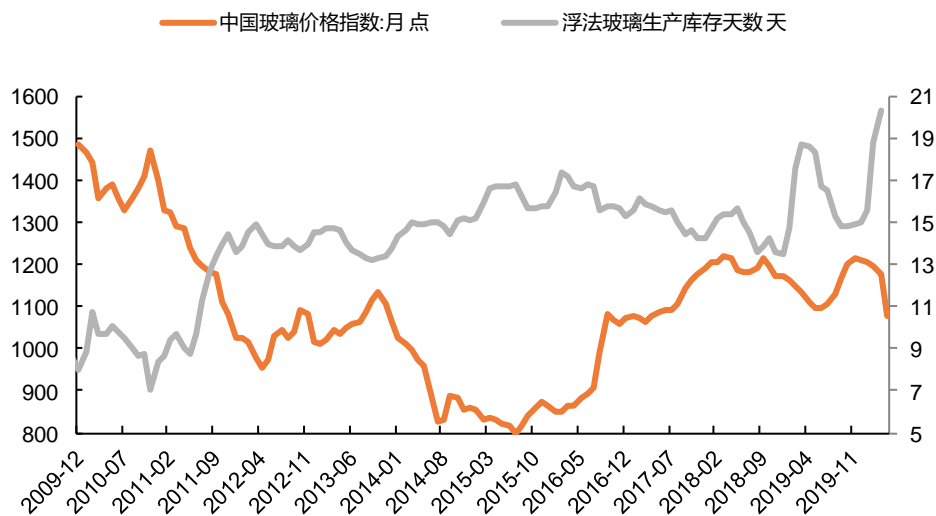
图 26: 平板玻璃产量/总产能



资料来源: Wind, 长城证券研究所

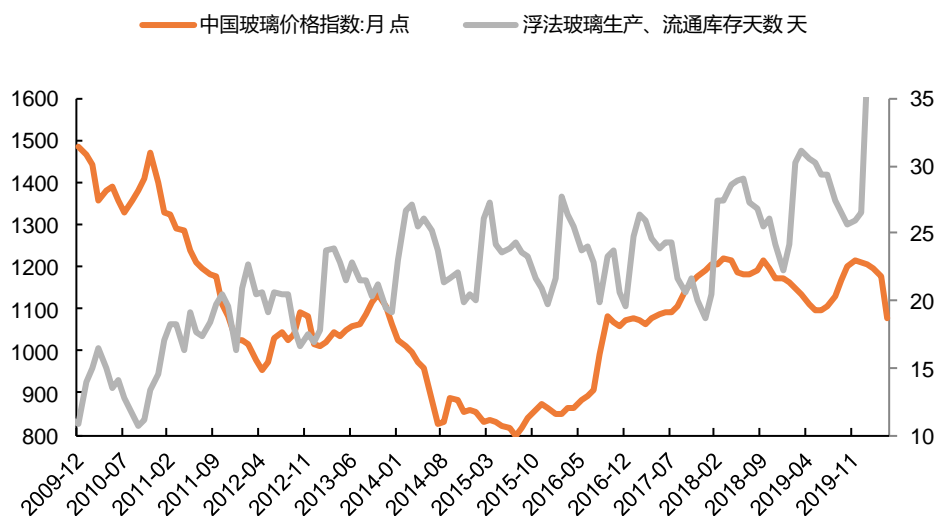
从短期来看，生产线库存和玻璃价格水平负相关明显。玻璃生产存在连续性特点，库存成为调节需求波动和中长期供给缺口的纽带。

图 27: 浮法玻璃生产线库存天数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

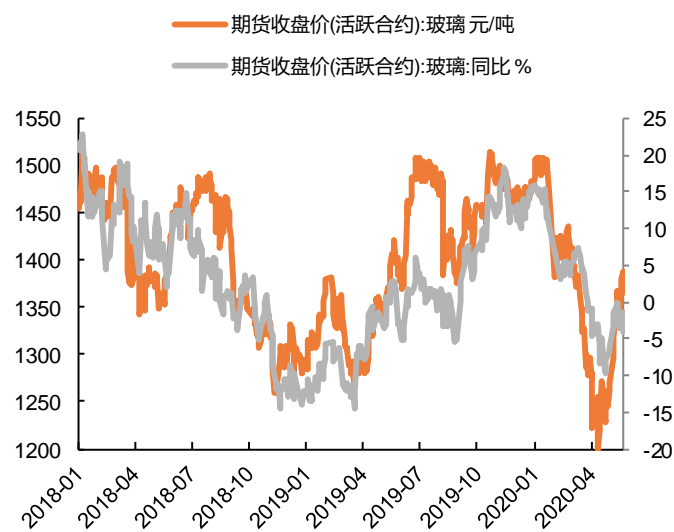
图 28: 浮法玻璃生产、流通库存天数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

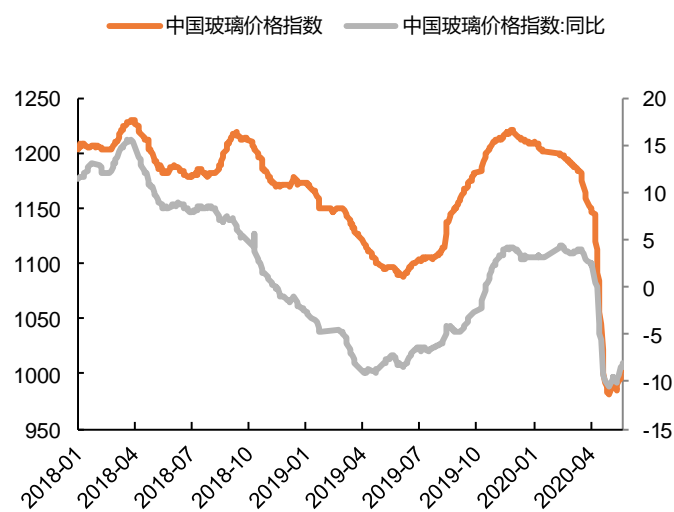
4 月 30 日玻璃价格指数达到低点，此后呈反弹趋势。截止 5 月 22 日，玻璃期货活跃合约收盘价 1364.0 元/吨，周环比上升 1.6%，月环比上升 8.6%，同比下降 4.0%。截止 5 月 22 日，中国玻璃价格指数 1008.0 点，周环比上升 1.4%，月环比下降 1.5%，同比下降 8.1%。

图 29: 玻璃期货收盘价



资料来源: Wind, 长城证券研究所

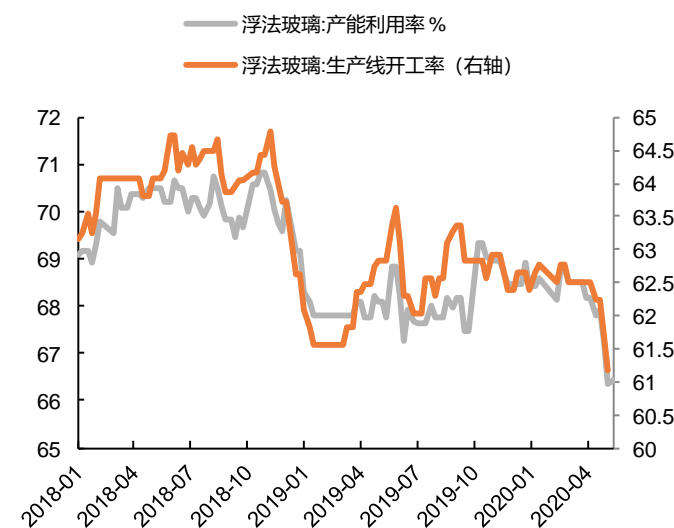
图 30: 中国玻璃价格指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

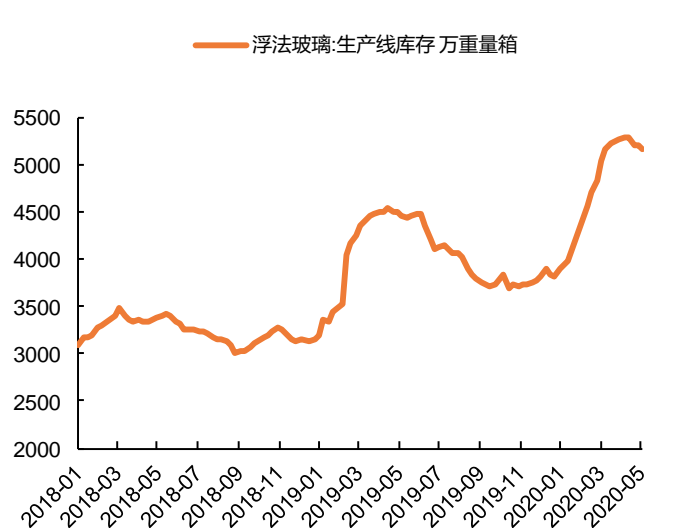
浮法玻璃产能利用率处于低位，生产线库存高位有所下降。5月22日玻璃产能利用率为66.61%；环比上周上涨0.16%，同比去年上涨-4.05%；剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为79.00%，环比上周上涨0.12%，同比去年上涨-5.41%。在产玻璃产能90402万重箱，环比上周增加660万重箱，同比去年增加-3888万重箱。5月22日行业库存5083万重箱，环比上周增加-50万重箱，同比去年增加621万重箱。周末库存天数20.52天，环比上周增加-0.35天，同比增加3.25天。

图 31: 浮法玻璃产能利用率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 32: 浮法玻璃生产线库存

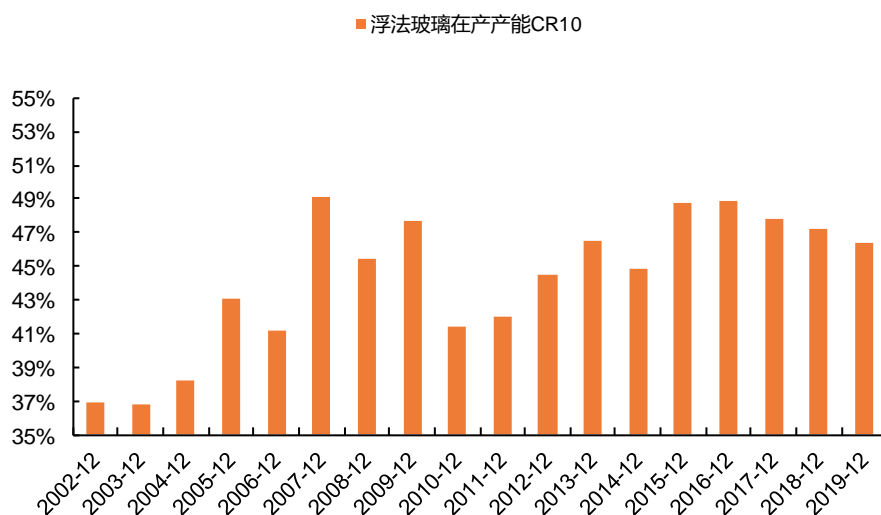


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.4 在产产能 CR10 达到 46%

截止 2019 年年底，国内玻璃在产产能 CR10 达到 46%。截止到 2019 年底，国内前 10 家玻璃企业的在产日熔量共计 72150 吨，占全国总产能的 46%。从 2002 年到 2019 年，玻璃在产产能集中度 CR10 从 37% 上升到 46%。

图 33: 浮法玻璃在产产能 CR10



资料来源: Wind, 长城证券研究所

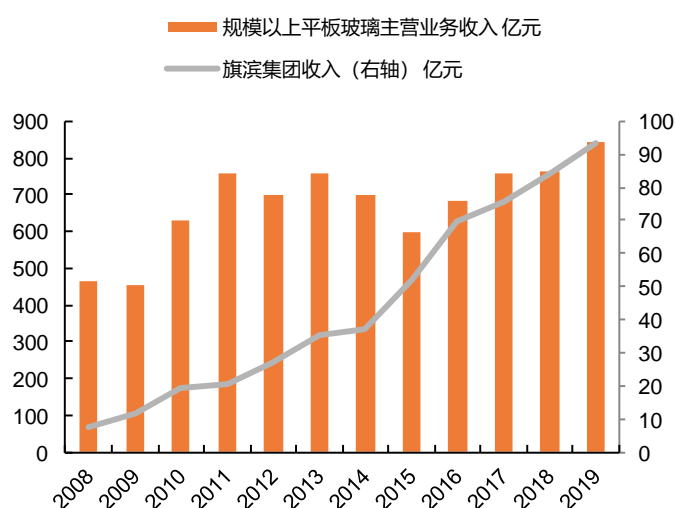
3、公司业务：区位优势显著，业绩表现领先

3.1 跨越式发展，收入增速、盈利能力明显超过行业平均水平

公司 2005 年进入玻璃行业，通过整合新光明、浙江玻璃资产，实现跨越式发展。1) 收购新光明公司：公司于 2006 年 9 月购买了新光明公司（由株洲光明玻璃集团通过债转股方式设立的新公司）一块土地用于建造株洲三线，2006 年 10 月至 2007 年 9 月期间曾对新光明公司进行托管，2007 年 1 月和 2007 年 5 月通过司法拍卖程序取得新光明公司及其子公司光明浮法玻璃公司的部分土地、浮法一线、浮法二线及其他资产。2) 收购浙江玻璃资产：2013 年 6 月 9 日，绍兴旗滨、长兴旗滨和平湖旗滨与浙江玻璃管理人签署了《资产变卖协议书》，绍兴旗滨、长兴旗滨、平湖旗滨收购了浙江玻璃的浮法玻璃资产，交易总价款 12.37 亿元左右。截至 2014 年 6 月 30 日，绍兴旗滨已完成了实物交接。陶堰玻璃、浙江玻璃的资产移交给绍兴旗滨接收，长兴玻璃的资产移交给长兴旗滨接收，平湖玻璃的资产移交给平湖旗滨接收。早在 2013 年 6 月，为避免同业竞争，上市公司即与绍兴旗滨、长兴旗滨、平湖旗滨签署《托管协议书》，绍兴旗滨、长兴旗滨、平湖旗滨将其生产经营管理权委托给上市公司进行管理，托管期从 2013 年 6 月 29 日起至 2016 年 6 月 28 日止。2015 年 4 月，旗滨集团定增 12.9 亿收购绍兴旗滨完成，获注浙江浮法玻璃资产。

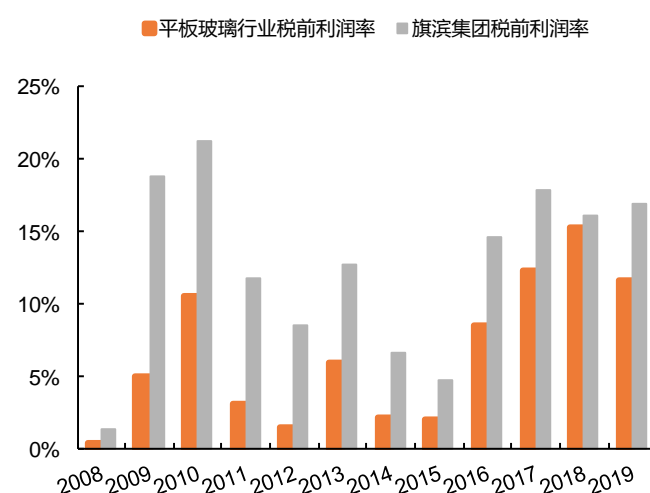
公司历年收入增速、盈利能力明显超过行业平均水平。过去 10 年，公司、行业收入复合增速分别为 23.0%、6.4%；公司、行业平均税前利润率分别为 13.1%、7.3%。

图 34：公司、行业收入规模对比



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 35：公司、行业税前利润率对比



资料来源：Wind，长城证券研究所

3.2 产能布局得当，区位优势明显

旗滨集团是目前国内最大的浮法玻璃原片制造商，生产基地布局在湖南省、福建省、浙江省、广东省和马来西亚，拥有 26 条优质浮法生产线，1 条高铝电子玻璃生产线，在建 1 条中性硼硅药用玻璃生产线，4 个节能建筑玻璃基地、2 个在建节能建筑玻璃基地。

表 7：公司玻璃生产基地

下属企业	地址	产能（吨/日）
浮法玻璃		
平湖旗滨玻璃有限公司	浙江省嘉兴市平湖市独山镇兴港路 345 号	1200
长兴旗滨玻璃有限公司	浙江省湖州市长兴县李家巷镇	2600
绍兴旗滨玻璃有限公司	浙江省绍兴市越城区陶堰镇白塔山	1200
株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	湖南省醴陵市东富镇龙源冲村	3100
河源旗滨硅业有限公司	广东省河源市东源县蓝口镇	1400
漳州旗滨玻璃有限公司	福建省漳州市东山县康美镇城垵路	5700
旗滨集团（马来西亚）有限公司	马来西亚	一条 600t/d Low-E 在线镀膜玻璃生产线和一条 600t/d 高档多元化玻璃生产线
节能玻璃		
湖南旗滨节能玻璃有限公司	湖南省株洲市醴陵市经济开发区东富工业园旗滨玻璃厂	一期中空玻璃年产能 95 万平方米、单片镀膜玻璃 600 万平方米；二期 Low-E 大板玻璃 500 万平方米，中空玻璃 50 万平方米
南方节能玻璃（马来西亚）有限公司	马来西亚	中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米；2019 年 5 月投产
浙江旗滨节能玻璃有限公司	浙江省绍兴市越城区陶堰镇白塔山	中空玻璃年产能 100 万平方米、单片镀膜玻璃 120 万平方米
广东旗滨节能玻璃有限公司	广东省河源市东源县蓝口镇	年产单片镀膜玻璃 240 万平方米、low-e 镀膜中空玻璃 200 万平方米
长兴旗滨节能玻璃有限公司	浙江省湖州市长兴县	年产中空玻璃 240 万平方米、单片镀膜玻璃 480 万平方米、钢化夹层玻璃 15 万平米、钢化玻璃 20 万平米（在建）
天津旗滨节能玻璃有限公司	天津滨海高新区未来科技城京津合作示范区	年产中空玻璃 240 万平方米、单片镀膜玻璃 480 万平方米、其他玻璃 35 万平米（在建）
电子光伏药用玻璃		
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	湖南省郴州市资兴市唐洞街道资五产业园江高路 9 号	一条 1000t/d 一窑两线光伏光电玻璃生产线
醴陵旗滨电子玻璃有限公司	湖南省醴陵市经济开发区东富工业园	建有 1 条高性能电子玻璃生产线，产能达 65 吨/日
湖南旗滨医药材料科技有限公司（中性硼硅药用玻璃素管项目）	湖南省郴州市资兴市	3 窑 8 线 100 吨/天（窑炉出料量）中性硼硅药用玻璃素管

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 8：公司生产基地布局大事记

时间	事件
2005-06	6 月，旗滨集团与株洲市人民政府在香港会展中心正式签订浮法玻璃生产线合作协议。
2006-10	10 月，株洲旗滨玻璃集团有限公司 700T/D 优质浮法玻璃生产线
2008-11	11 月，漳州旗滨玻璃有限公司海港码头正式奠基。
2008-12	12 月，漳州旗滨玻璃有限公司 900T/D 优质浮法玻璃生产线成功投产。
2009-02	2 月，漳州旗滨物流服务有限公司正式成立。
2009-03	3 月，漳州旗滨玻璃有限公司自用码头开始现场施工，该码头设计年吞吐量达 100 万吨，其基础建设工程总投资达 2 亿元。
2009-11	11 月，漳州旗滨玻璃有限公司生产二线 600T/D 在线 Low-E 低辐射节能镀膜玻璃生产线成功投产。
2009-12	12 月，漳州旗滨玻璃有限公司自用码头通过各项验收正式启用运行。
2010-09	9 月，漳州旗滨玻璃有限公司在线 low-E 低辐射节能镀膜玻璃实现规模化生产。
2011-02	2 月，漳州旗滨玻璃有限公司生产三线 600T/D 在线 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃生产线成功投产。
2011-04	4 月，漳州玻璃公司成为中国第一家，世界第三家实现在线 TCO 太阳能光伏导电镀膜玻璃工业化生产企业。

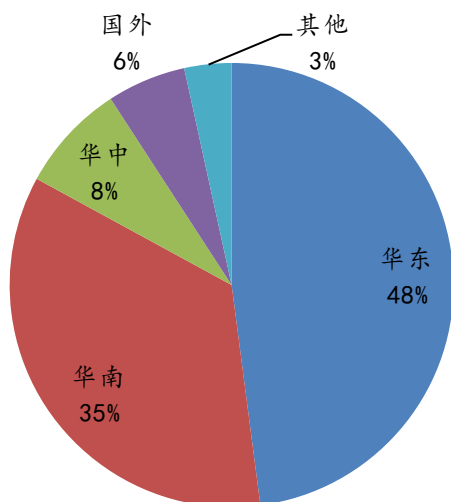
2011-09	9月,漳州玻璃公司生产四线 800T/D 超白光伏基片生产线成功投产。
2012-01	1月,漳州旗滨玻璃有限公司生产五线 600T/D 在线 Low-E 镀膜玻璃生产线成功投产。
2012-05	5月,河源旗滨硅业有限公司生产一线 800T/D 太阳能光伏玻璃生产线成功投产。
2012-07	7月,漳州玻璃公司生产六线 800T/D 超白光伏基片生产线成功投产,第七、八条生产线暨金太阳光电项目奠基。
2012-11	11月,旗滨集团株洲生产基地与漳州玻璃公司两个生产基地被中国证监会批准为玻璃期货交割厂库。
2013-05	5月,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司产业项目建设开工。
2013-06	6月,株洲旗滨集团股份有限公司受控股股东福建旗滨集团有限公司委托经营绍兴旗滨玻璃有限公司及子公司长兴旗滨玻璃有限公司、平湖旗滨玻璃有限公司三家公司。
2013-08	8月,漳州旗滨玻璃有限公司七线 600T/DLow-E 及高档多元化玻璃生产线点火。
2013-10	10月,河源旗滨硅业有限公司举行第二条生产线 600T/D 在线 SUN-E 镀膜生产线点火投产暨中国银行河源市分行授信 4.5 亿元贷款签约仪式。
2014-02	2月,漳州旗滨玻璃有限公司第八条浮法玻璃生产线——800T/D 超白光伏基片生产线举行点火烤窑仪式。
2014-06	6月,株洲玻璃事业部生产基地 3 条玻璃生产线相继开始放水停产。
2014-07	7月,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司 600T/D 在线 Low-E 玻璃生产线举行点火烤窑仪式。
2014-08	8月,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司 500T/D 超白玻璃生产线举行点火烤窑仪式。
2014-09	9月,平湖旗滨玻璃有限公司 600T/D 在线 Low-E 镀膜玻璃生产线举行点火烤窑仪式。
2014-12	12月,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司 800T/D 超白玻璃生产线顺利通过调试并产出成品。
2015-01	1月26日,株洲旗滨集团股份有限公司与马来西亚森美兰州州政府签订《旗滨集团投资森美兰州建设浮法玻璃生产线备忘录》。公司拟在马来西亚森美兰州投资 1.9 亿美元建设二条优质浮法玻璃生产线,完成旗滨集团第一个海外玻璃生产基地战略布局。
2015-01	1月19日,长兴旗滨 600T/D 一窑三线特种玻璃生产线引头子成功。
2015-03	3月27日,漳州旗滨玻璃有限公司 2#泊位 3 万吨级公共码头投入使用。
2015-04	4月8日,绍兴旗滨玻璃有限公司完成股东变更的工商登记手续,绍兴旗滨玻璃有限公司成为株洲旗滨股份有限公司的全资子公司。
2015-06	6月,漳州旗滨玻璃有限公司因变更矿区范围,向福建省国土资源厅申请办理采矿权变更登记,取得福建省国土资源厅换发的《中华人民共和国采矿许可证》。矿区面积由 1.8726 平方公里变更为 2.1282 平方公里,生产规模由 115 万吨/年变更为 130 万吨/年。
2015-06	6月6日,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司 600 吨在线 SUN-E 玻璃生产线举行点火烤窑仪式。
2015-08	8月3日,长兴旗滨玻璃有限公司 600T/D 在线低辐射镀膜玻璃生产线建设工程已基本完成,并于当日举行点火烤窑仪式,届时长兴公司玻璃生产线日熔化量达 2000 吨。
2016-02	2月22日,株洲旗滨集团股份有限公司与深圳前海励珀科技发展有限公司签署《投资合作协议书》,公司拟分期出资 2450 万元,持有励珀保理 49% 股权;拟分期出资 490 万元,受让鹤裕供应链 49% 股权。旗滨集团将在鹤裕供应链框架下搭建供应链电商平台,该平台由鹤裕供应链负责筹建,计划于 2016 年 5 月 30 日前实现电商平台上线试运行。
2017-02	2月13日,浙江旗滨节能玻璃有限公司绿色玻璃项目(一期)正式启动。
2017-02	2月9日,广东旗滨节能玻璃有限公司节能玻璃项目正式动工。
2017-04	4月25日,旗滨集团(马来西亚)玻璃有限公司首片玻璃出炉,公司进入试运营阶段。
2017-05	5月1日,马来西亚节能玻璃有限公司节能玻璃项目正式动工。
2017-11	11月24日,广东旗滨节能玻璃有限公司大板产品发布会在惠州碧桂园十里银滩海景酒店隆重举行。此次发布会既是宣传旗滨集团产品延伸、打造深加工品牌、面向市场推广的第一枪,也是搭建客户桥梁的重要举措。
2017-11	浙江旗滨节能玻璃有限公司签下首笔玻璃订单,标志着公司正式进入投产阶段。
2017-11	广东旗滨节能玻璃有限公司首片 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。
2017-12	12月13日,旗滨集团节能玻璃发布会在深圳市五洲宾馆隆重举行。发布会的召开,标志着旗滨节能玻璃全系列产品正式进入市场销售,集团由亚洲最大规模的平板玻璃生产制造企业正式拉开产业延伸序幕。
2018-01	1月29日,漳州旗滨玻璃有限公司生产一线冷修技术改造投产仪式隆重举行,标志着漳州旗滨向世界一流工厂迈进关键一步。
2018-03	3月15日,株洲醴陵旗滨玻璃有限公司五线技术改造投产仪式举行,标志着醴陵旗滨在节能降耗、提质增效方面迈向新高度。
2018-04	4月13日,醴陵旗滨电子玻璃有限公司高性能电子玻璃生产线项目签约仪式举行,开启旗滨电子玻璃项目发展新步伐。
2018-06	6月8日,醴陵旗滨电子玻璃有限公司高性能电子玻璃项目开工仪式举行,全面拉开旗滨集团高性能电子玻璃项目开工建设的帷幕。
2018-09	9月28日,总投资近 8 亿元、占地面积达 23.6 万平方米、耗时近两年建成的郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司生产线投产点火仪式盛大举行,开启旗滨集团在低铁超白玻璃领域发展新篇章。
2018-11	11月24日,郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司生产出 19mm 超厚玻璃,不仅丰富了旗滨集团产品,还标志着集团在持续创新发展路上成功掌握了一项新的工艺技术。
2019-03	3月29日,广东节能二期扩建项目启动,总投资为 1.4 亿;同时,投资 2.8 亿新建湖南节能玻璃项目,进一步完善集团投资结构与产业链。
2019-04	4月25日,旗滨集团召开董事会,审议并通过了《关于收购石英砂矿并扩建石英砂生产基地的议案》,以股权投资方式增资入股醴陵市金盛硅业有限公司,开发、建设一条年产 60 万吨的石英砂生产线。
2019-06	6月25日,旗滨集团醴陵玻璃产业园一期项目宣布正式开工建设,标志着湖南节能公司各项建设工作有序启动推进。

2019-06	6月,在全体员工的共同努力下,广东节能完成7.12万中空玻璃及35万大板镀膜玻璃产量。其中,镀膜工序以41.28万平方米月度产量刷新记录,创下历史新高。
2019-07	7月20日,醴陵电子65吨级生产线成功点火投产,标志着旗滨集团正式进入高性能电子玻璃市场。
2019-09	9月19日,旗滨集团正式发布了《株洲旗滨集团股份有限公司中长期战略规划纲要(2019-2024年)》,同步推出事业合伙人持股计划及中长期发展计划之第一期员工持股计划;同时召开中长期激励计划启动大会,号召全体旗滨人以奋斗者的姿态,坚定不移地朝着旗滨集团“做强做大”的战略目标及“高质量发展”的使命奋勇前行。
2019-09	9月5日,漳州旗滨二线冷修技改成功引炉投产。
2019-10	10月18日,河源旗滨成功生产15mm超厚板浮法玻璃产品,集团差异化产品发展战略再添新成果。
2019-10	10月8-9日,醴陵电子联合漳州旗滨,成功取得玻璃用组合物、玻璃板及玻璃板的制备方法,玻璃用组合物、硅铝酸盐玻璃及硅铝酸盐玻璃的制备方法两项发明专利,标志着旗滨集团在高端电子玻璃技术探索应用领域取得重大突破。
2019-11	11月26日,广东节能二期镀膜线正式建成投产,增强了集团节能玻璃产业的综合竞争力和盈利能力,为旗滨集团扩大品牌影响力、提升行业地位进一步打下坚实基础。
2019-11	11月15日,漳州旗滨五线迎来冷修技改期,计划通过技术工艺改造进一步扩大产能、提质增效。
2019-12	12月7日,旗滨集团发布公告,决定在湖南郴州资兴总投资约6亿元,建设中性硼硅药用玻璃项目,加快推进产品高端化战略落地,进一步扩大旗滨品牌市场影响力,提升集团综合竞争力。

资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

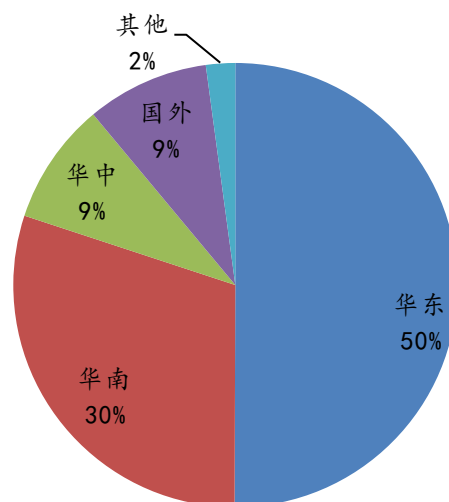
2019年公司收入中,华东、华南、华中、国外各占48%、35%、8%、6%;毛利结构中,华东、华南、华中、国外各占50%、30%、9%、9%。

图 36: 2019 年公司收入分区域结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

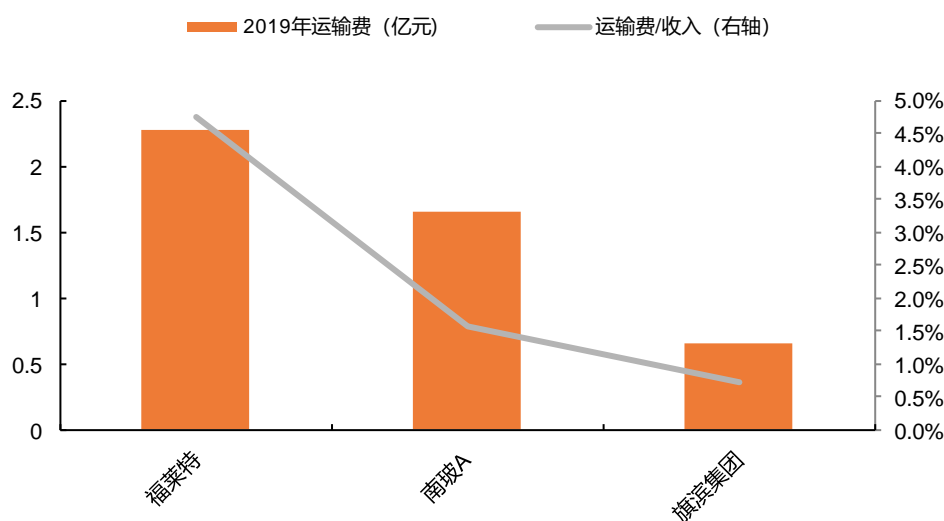
图 37: 2019 年公司毛利分区域结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

生产基地靠近码头、铁路等交通设施,运输成本较低。漳州旗滨公司拥有与生产线配套的三个共计 38000 吨级海港码头(5000 吨、3000 吨、30000 吨各一个)。2019 年,福莱特、南玻 A、旗滨集团运输费分别为 2.28、1.66、0.67 亿元,占收入的比重分别为 4.7%、1.6%、0.7%。

图 38: 公司运输费低于可比公司



资料来源：公司公告，长城证券研究所

石英砂占玻璃生产成本的 5~10%，公司自有多个石英砂矿，有助于降低生产成本，保证生产质量。公司目前拥有石英砂矿产能的子公司包括醴陵市金盛硅业有限公司（产能 60 万吨/年）、漳州旗滨玻璃有限公司东山分公司（产能 130 万吨/年）、河源旗滨硅业有限公司东源分公司（产能 30 万吨/年）、资兴市佳泰矿业有限公司（产能 30 万吨/年）、旗滨集团（马来西亚）有限公司（在建产能 24 万吨/年）。

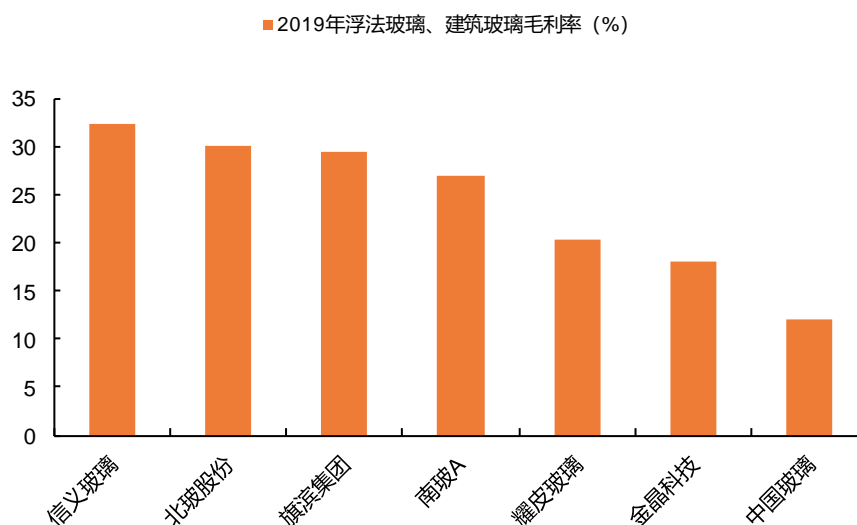
表 9: 公司石英砂矿布局

下属企业	地址	产能（万吨/年）
醴陵市金盛硅业有限公司	湖南省株洲市醴陵市浦口镇龙泉山庄	60
漳州旗滨玻璃有限公司东山分公司	福建省漳州市东山县陈城镇山口村	130
河源旗滨硅业有限公司东源分公司	广东省河源市东源县蓝口镇广东硅产业园	30
资兴市佳泰矿业有限公司	湖南省郴州市资兴市州门司镇兰市乡	30
旗滨集团（马来西亚）有限公司	马来西亚森美兰州	24（在建）

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司产能布局得当，区位优势明显，玻璃业务毛利率居前。2019 年，公司玻璃业务毛利率达到 29.4%。同期可比公司信义玻璃、北玻股份、旗滨集团、南玻 A、耀皮玻璃、金晶科技、中国玻璃的浮法玻璃、建筑玻璃（不计入汽车、光伏玻璃）毛利率分别为 32.3%、30.1%、29.4%、27.0%、20.3%、18.1%、12.1%。

图 39: 可比公司玻璃业务毛利率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

3.3 公布中长期发展规划, 股权结构激发员工活力

公司于 2012 年~2017 年三次推出股权激励计划, 激励总数占当时总股本的比例分别为 4.67%、4.39%、3.55%, 激励对象包括董事、高管、中高层管理人员、核心技术、业务骨干等。截止 2019 年年底, 现任董事、高管持股数量达到 200~600 万股不等。

表 10: 公司股权激励计划

	2012 年	2016 年	2017 年
激励方式	上市公司定向发行股票	上市公司定向发行股票	上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	3,120	11,000	9,248
激励总数占当时总股本比例(%)	4.67	4.39	3.55
授予价格	3.82	1.63	2.28
有效期(年)	5.00	4.00	4.00
预案公告日	2012-03-15	2016-07-26	2017-02-28
股东大会公告日	2012-04-20	2016-08-11	2017-03-29
首次实施公告日	2012-05-05	2016-08-20	2017-05-05
激励对象	1、董事、高级管理人员共 7 名; 2、核心技术人员、核心骨干员工共 161 名;	1、董事、高级管理人员共 8 人; 2、母子公司中高层管理人员、核心技术/业务骨干共 300 人;	本计划首次授予的激励对象总人数为 93 人, 包括公司公告本计划时符合公司(含子公司)任职资格的管理人员、业务人员、技术人员, 以及公司董事会认定需要激励的其他员工。
解锁条件	激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度, 公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6%; 激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度, 公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润与 2011 年度相比年均复合增长	第一次解锁: 以 2015 年净利润为基数, 2016 年净利润增长率不低于 100%; 第二次解锁: 以 2015 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 110%; 第三次解锁: 以 2015 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 120%。	第一次解锁: 以 2015 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 110%; 第二次解锁: 以 2015 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 120%; 第三次解锁: 以 2015 年

率不低于 10%。

净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 130%。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 11: 2019 年年底，公司高管持股情况

姓名	职务	期末持股数(万股)	期末参考持股市值(万元)
俞其兵	董事	40,250.00	220,972.50
张柏忠	总裁,董事	600.00	3,294.00
凌根略	副总裁,董事	430.00	2,360.70
张国明	董事,财务总监	375.00	2,058.75
周军	副总裁	339.50	1,863.86
侯英兰	董事	245.00	1,345.05
姚培武	董事长兼董事会秘书	200.00	1,098.00
郑钢	监事会主席	25.00	137.25
王立勇	监事	13.80	75.76
林楚荣	独立董事	0.00	0.00
郑立新	独立董事	0.00	0.00
郇卓	独立董事	0.00	0.00
严纲纲	原独立董事	0.00	0.00
陈锋平	监事	0.00	0.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2019 年 9 月，公司公告 2019~2024 年中长期发展规划，争取在 2021、2024 年营收规模达到 100、135 亿元。1) 战略目标：旗滨集团管理团队确定“做强做大”旗滨集团的战略规划，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。**2) 规模发展：**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。

2019 年 9 月，公司推出事业合伙人持股计划，股票来源于实控人无偿赠送的不超过 1 亿股。1) 概况：本持股计划股票来源为公司实际控制人俞其兵先生无偿赠与的股份。俞其兵先生自愿将其持有的旗滨集团股票分两批无偿赠与给本持股计划，总体规模不超过 10,000 万股。其中，第一批赠与股票的规模将根据 2021 年公司层面和个人层面的考核情况予以确定；第二批赠与股票的规模将结合第一批赠与股票的规模以及 2024 年公司层面和个人层面的考核情况予以确定。**2) 业绩考核目标：**公司层面业绩考核的考核年度分别为 2021 年和 2024 年两个会计年度，考核指标对应《株洲旗滨集团股份有限公司中长期发展规划纲要（2019-2024 年）》设定的中期发展目标和长期发展目标。考核指标包含基本的财务指标和多维的综合指标：基本的财务指标以 2016-2018 年营业收入平均值为基数，2021 年和 2024 年的营业收入复合增长率均不低于 10%，且净资产收益率均不低于同行业对标企业 80 分位值水平；多维的综合指标以公司“做大和做强”的战略目标为核心理念，结合公司业务的盈利能力、产品品质提升、高附加值产品的研发与生产经营、设备管理提升、能耗和环保指标提升，以及公司人才引进、风险控制、研发项目等方面的指标完

成情况按照规定的考核方式进行考核并综合认定。个人层面的绩效考核完成情况将根据持有人的个人绩效考评分数确定。

2019年9月，公司推出中长期发展计划，拟于2019年至2024年滚动实施6期员工持股计划，合计规模占总股本的0.27%。1) **概况：**为配合公司中长期发展战略规划，建立和完善员工、股东的利益共享机制，公司推出中长期发展计划。中长期发展计划拟于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。四、中长期发展计划之第一期员工持股计划的参加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。参加本期员工持股计划的员工总人数不超过416人，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定。2) **股票来源于公司回购。**本期员工持股计划股票来源为公司回购专用账户回购的股份，即2018年7月23日至2019年7月15日期间公司回购的股份6065万股，占公司当前总股本的2.26%。本期员工持股计划拟使用回购股份中的721.80万股，占公司当前总股本的0.27%，具体持股数量以员工实际出资缴款情况确定，公司将根据要求及时履行信息披露义务。本期员工持股计划购买回购股份的价格为1.90元/股，即公司回购股份均价（3.80元/股）的50%。本期员工持股计划存续期为36个月，自公司公告标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算，存续期届满后自行终止，可经董事会审议批准提前终止或展期。本期员工持股计划通过非交易过户等法律法规许可的方式所获标的股票，锁定期为12个月，自公司公告标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算。3) **业绩考核目标：**本期员工持股计划设公司层面的业绩考核要求和持有人个人层面的绩效考核要求，根据两个层面的考核情况确定各持有人可归属的标的股票数量。公司层面业绩考核指标包含基本的财务指标和多维的综合指标：基本的财务指标以2016-2018年营业收入平均值为基数，2019年营业收入复合增长率均不低于10%，且净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平；多维的综合指标以公司“做大和做强”的战略目标为核心理念，结合公司业务的盈利能力、产品品质提升、高附加值产品的研发与生产经营、设备管理提升、能耗和环保指标提升，以及公司人才引进、风险控制、研发项目等方面的指标完成情况按照规定的考核方式进行考核并综合认定。个人层面的绩效考核完成情况将根据持有人的个人绩效考评分数予以确定。

3.4 向高端玻璃产品产业链延伸

公司向节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃进行产业链延伸，相关领域保持较快增长，市场空间大。1) **节能建筑玻璃：**节能建筑玻璃是以玻璃原片为基材，采用物理方法、化学方法及其组合对玻璃进行再加工，制成具有新的结构、功能或形态的玻璃制品。主要分为安全玻璃、镀膜玻璃、中空玻璃等，拥有美观、安全、节能等优点，主要应用于建筑门窗、玻璃幕墙等领域，可以有效降低建筑物能耗，有效缓解国家能源紧缺状况，符合国家节能减排的发展目标。随着国家相关法规的陆续出台和监管的不断趋严，以及消费者对节能环保的重视程度不断提高，Low-E玻璃、钢化玻璃、中空玻璃及夹层玻璃等具有节能性能的高附加值玻璃得到了国家及建筑行业的大力支持与推广，促进了玻璃行业产业结构调整，节能建筑玻璃具有良好的发展前景。2) **高铝电子玻璃：**高铝玻璃作为手机触控用盖板材料，IHS预测在未来仍能保持持续的增长，2019年达到24亿片，较2018年的21亿片增长13.9%，这种稳定增长态势在未来两年内将继续保持。高铝玻璃的增长动力主要来自于5G、新能源汽车、智能家居、智能医疗、在线教育等新兴产业对智能终端的需求增长。3) **中性硼硅药用玻璃：**目前，国外医药行业已普遍使用国际标准的中性硼硅药用玻璃作包装材料，国内中性硼硅玻璃推广进展缓慢，国内中性硼硅玻璃管主要由德国肖特、日本电气硝子和美国康宁三家公司垄断供应，价格昂贵。

未来随着我国国民生活品质的改善和保健意识的增强，以及国家产业政策的引导，采用国际标准的中性硼硅药用玻璃是社会发展的趋势所趋，从国外药用玻璃行业发展的长远趋势上看，高质量的中性硼硅玻璃未来必然逐步取代低硼硅玻璃、钠钙玻璃，成为国内药用包装的选择材料。

截止 2019 年年底，公司拥有 4 个节能建筑玻璃基地、2 个在建节能建筑玻璃基地。2019 年公司节能建筑玻璃收入同比增长 285% 至 6.7 亿元。公司近期投资的节能项目包括：1) 湖南节能二期项目：2019 年 4 月，公司设立了全资子公司湖南旗滨节能玻璃有限公司，开始投资建设湖南节能玻璃工厂。目前湖南节能已完成一期大部分项目建设，镀膜 A 线正在调试，今年一季度可以进入生产。2020 年 3 月，公司公告投资湖南节能二期产能扩建项目。该项目包括 1 条镀膜线、2 条中空线等，项目建成达产后将形成年产各类深加工节能玻璃 550 万平方米的生产能力，其中 Low-E 大板玻璃 500 万平方米，中空玻璃 50 万平方米。项目总投资 1.82 亿元，建设周期 1 年。**2) 长兴旗滨节能玻璃项目：**2019 年 12 月，公司公告投资建设长兴旗滨节能玻璃项目。项目预计总投资约 6 亿元，项目注册资本 2 亿元。该项目包括 2 条大、中型离线磁控溅射镀膜线、8 条中空线等，预计年产中空玻璃 240 万平方米、单片镀膜玻璃 480 万平方米、钢化夹层玻璃 15 万平米、钢化玻璃 20 万平米。建设周期预计 2 年。**3) 天津旗滨节能玻璃项目：**2020 年 1 月，公司公告投资天津旗滨节能玻璃项目。该项目包括 2 条大、中型离线磁控溅射镀膜线、8 条中空线等，预计年产中空玻璃 240 万平方米、单片镀膜玻璃 480 万平方米、其他玻璃 35 万平米。项目计划总投资约 6 亿元，项目注册资本 2 亿元。建设周期预计 2 年。

2019 年 12 月，公司公告投资中性硼硅药用玻璃素管项目。1) 投资项目概况：公司拟投资中性硼硅药用玻璃项目，项目计划分期建设，建设规模为 3 窑 8 线 100 吨/天（窑炉出料量）中性硼硅药用玻璃素管，以及产品深加工，项目总投资约 6 亿元。本次拟在湖南省郴州市资兴市投资建设第一期中性硼硅药用玻璃素管项目，本期项目计划总投资 15,528 万元，其中自筹资金 10,000 万元（本次投资采用跟投机制，公司筹资投入 6,920 万元，公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台跟投认缴 3,080 万元），其余 5,528 万元申请贷款解决。**2) 本次跟投平台：**项目公司注册资本 10,000 万元，由公司与事业合伙人等关键管理人员共同投资，实施跟投原则上保证不影响公司控股该项目公司。公司筹资认缴 6,920 万元，持股 69.2%；公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台跟投认缴 3,080 万元，持股 30.8%。其余 5,528 万元由项目公司申请贷款解决（借款不足部分由公司负责筹集）。本次跟投平台的 5 家有限合伙企业均由公司董事高管团队人员设立的主体担任普通合伙人，同时公司董监高人员（董事张柏忠、董事姚培武、董事张国明、董事凌根略、董事侯英兰、监事王立勇）亦作为有限合伙人分别入伙上述有限合伙企业。因此，本次对中性硼硅药用玻璃素管项目的共同投资行为构成关联交易。**3) 预计收益：**预计一期项目建设周期：12 个月。预计营业收入：平均 10,029 万元/年。预计净利润：平均 3,300 万元/年。预计动态投资回收期：3.74 年（不含建设期）。

2020 年上半年公司醴陵电子玻璃项目进入商业化运营。1) 2018 年 1 月，公司公告投资新建一条 65 吨/天的高性能电子玻璃生产线。项目规模：65 吨/天，天然气全氧燃烧浮法成型；年均拉引量约 22,145 吨；项目计划总投资：37,200 万元（其中固定资产投资 3.62 亿元）。出资方式：项目注册资本 15,000 万元（自有资金），公司持有 100% 的股权。其余 22,200 万元申请贷款解决（借款不足部分由公司负责筹集）。预计项目建设周期：12 个月。预计营业收入：平均 40,768 万元/年。预计净利润：平均 15,692 万元/年。预计动态投资回收期：2.47 年。公司本次实施的高性能电子超薄玻璃生产线项目，要努力争取做到产品在柔韧性、抗刻划、抗冲击等多项重要指标方面领先国内厂家现有产品，比肩国际产品；在能耗水平上做到优于国内其他厂家，进一步提升产品的竞争力。**2) 2019 年 12 月，**

公司公告通过跟投平台增资醴陵电子玻璃公司。电子玻璃将是集团实现“一体两翼”战略，打造产品高端化重点发展的产业之一。目前该项目已建成点火，正在进行产品试制和生产线调试，2019年10月中旬产品颜色、透过率、渗锡、波纹度、微划伤、厚薄差、气泡等多项关键指标已达到相关要求，个别指标正在进一步完善和提升。预计2020上半年项目将进入商业化运营。目前，醴陵电子玻璃公司资产总额4.8亿元（含流动资产1.3亿元），注册资本1.5亿元。增资金额：人民币3,164万元，全部由公司事业合伙人等关键管理人员共同投资设立的跟投平台（5家有限合伙企业）认缴。增资后醴陵电子玻璃的注册资本由15,000万元增加至18,164万元。增资方（跟投平台）合计将获得醴陵电子玻璃17.4191%的股权。本次跟投平台的5家有限合伙企业均由公司董事高管团队人员设立的主体担任普通合伙人，同时公司董监高人员（董事张柏忠、董事姚培武、董事张国明、董事凌根略、董事侯英兰、监事王立勇）亦作为有限合伙人分别入伙上述有限合伙企业。因此，本次醴陵旗滨电子玻璃有限公司增资构成关联交易。

表 12：公司高端玻璃产品生产基地

下属企业	地址	产能（吨/日）
节能玻璃		
湖南旗滨节能玻璃有限公司	湖南省株洲市醴陵市经济开发区东富工业园旗滨玻璃厂	一期中空玻璃年产能95万平方米、单片镀膜玻璃600万平方米；二期Low-E大板玻璃500万平方米，中空玻璃50万平方米
南方节能玻璃（马来西亚）有限公司	马来西亚	中空玻璃年产能100万平方米、单片镀膜玻璃120万平方米；2019年5月投产
浙江旗滨节能玻璃有限公司	浙江省绍兴市越城区陶堰镇白塔山	中空玻璃年产能100万平方米、单片镀膜玻璃120万平方米
广东旗滨节能玻璃有限公司	广东省河源市东源县蓝口镇	年产单片镀膜玻璃240万平方米、low-e镀膜中空玻璃200万平方米
长兴旗滨节能玻璃有限公司	浙江省湖州市长兴县	年产中空玻璃240万平方米、单片镀膜玻璃480万平方米、钢化夹层玻璃15万平米、钢化玻璃20万平米（在建）
天津旗滨节能玻璃有限公司	天津滨海高新区未来科技城京津合作示范区	年产中空玻璃240万平方米、单片镀膜玻璃480万平方米、其他玻璃35万平米（在建）
电子光伏药用玻璃		
郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	湖南省郴州市资兴市唐洞街道资五产业园江高路9号	一条1000t/d一窑两线光伏光电玻璃生产线
醴陵旗滨电子玻璃有限公司	湖南省醴陵市经济开发区东富工业园	建有1条高性能电子玻璃生产线，产能达65吨/日
湖南旗滨医药材料科技有限公司（中性硼硅药用玻璃素管项目）	湖南省郴州市资兴市	3窑8线100吨/天（窑炉出料量）中性硼硅药用玻璃素管

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2019年年底，公司在建工程账面余额6.1亿元，7成属于高端玻璃项目。具体包括醴陵电子超高铝电子玻璃生产线（在建工程余额3.1亿元）、湖南节能玻璃工厂工程（7249万元）、广东节能二期产能扩建（3030万元）等。

表 13: 2019 年年底，公司在建工程情况

项目名称	预算数(万元)	期末余额(万元)	工程累计投入占 预算比例(%)	工程进度 (%)
漳州旗滨二线改造工程及配套工程	26995.8	341.5	87.3	99.0
漳州旗滨五线技改工程	18282.7	8399.7	12.0	12.0
醴陵五线技改及生产线配套工程	3380.0	50.2	80.5	100.0
长兴旗滨生产线配套工程	3479.7	6.6	102.4	100.0
郴州旗滨光伏玻璃生产线	60000.0	1741.9	98.0	99.4
浙江节能镀膜玻璃生产线	2300.0	0.0	89.7	100.0
资兴佳泰石英砂生产线	6526.4	43.1	86.3	99.0
广东节能镀膜玻璃生产线	17799.0	267.7	91.5	100.0
马来西亚节能镀膜玻璃生产线	26725.0	0.0	107.9	100.0
旗滨集团 ERP 项目	1400.0	19.7	99.7	96.0
醴陵电子超高铝电子玻璃生产线	37200.0	30869.7	83.4	96.0
金盛硅业硅砂生产线	16700.0	3667.2	22.0	40.0
平湖环保备用系统工程	3720.0	3392.0	91.2	99.0
广东节能二期产能扩建	14000.0	3030.2	23.1	30.0
湖南节能玻璃工厂工程	28000.0	7248.8	25.9	40.0
马来西亚砂矿生产线	5190.2	263.5	5.1	5.1
其他项目		1468.1		
合计	271698.8	60809.8	/	/

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4、盈利预测与估值水平：首次给予强烈推荐评级

4.1 盈利预测：预计 2020~2022 年归母净利润增速 19%、18%、16%

盈利预测重要假设：

- ✓ 目前玻璃价格处于年初至今下滑后的反弹阶段，预计 2020 年全年玻璃均价和 2019 年持平，2021~2022 年略有增长；
- ✓ 年初至今石油焦、重质纯碱均价同比下降 26%、20%，低位原材料成本有助于提升玻璃业务毛利率；
- ✓ 根据公司中长期发展规划，争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30% 以上；2019 年 11 月，漳州旗滨五线迎来冷修技改期，等复产后会提升产量；预计 2020~2022 年，公司浮法玻璃产量增长 1%（2020 年受疫情影响玻璃销量）、7%、7%；
- ✓ 根据公司中长期发展规划，争取 2024 年末节能玻璃产能规模增加 200% 以上；假设湖南节能一期今年一季度进入生产，二期明年生产；长兴、天津节能项目 2022 年年初投产；预计 2020~2022 年，公司节能玻璃销量增长 80%、50%、40%；
- ✓ 药用玻璃项目 2021 年年初投产；2020 年上半年公司醴陵电子玻璃项目进入商业化运营；

表 14：公司收入、毛利率预测

亿元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	93.06	99.26	112.42	127.49
优质浮法玻璃	85.28	86.14	93.09	100.60
绿色建筑节能玻璃	6.69	12.04	18.24	25.79
物流	0.04	0.04	0.04	0.05
电子玻璃		1.60	4.00	4.50
药用玻璃			0.50	1.50
其他业务	1.05	1.05	1.05	1.05
销量				
优质浮法玻璃原片销售量（单位：万重箱）	11845.00	11963.45	12800.89	13696.95
浮法玻璃销售单价（元/重量箱）	72.00	72.00	72.72	73.45
节能建筑玻璃（大板、中空等）销售量（单位：万平方米）	1127.00	2028.60	3042.90	4260.06
节能建筑玻璃销售单价（元/平方米）	59.36	59.36	59.95	60.55
毛利率	29.44%	31.96%	32.14%	32.32%
优质浮法玻璃	28.91%	32.41%	32.91%	33.41%
绿色建筑节能玻璃	30.16%	25.66%	26.16%	26.66%
物流	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%
电子玻璃		15.00%	30.00%	30.00%
药用玻璃			15.00%	30.00%
其他业务	68.77%	68.77%	68.77%	68.77%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.2 相对估值：估值优势显著，高股息率彰显投资价值

旗滨集团估值优势显著，股息率高达 5.3%。旗滨集团 2019~2020 年 PE 分别为 11.4、9.5 倍，显著低于行业平均水平；旗滨集团 2019 年年报每股股利 0.30 元（税前），股息率高达 5.3%。

表 15: 可比公司估值表

证券简称	最新股价	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS			PE			ROE		PB	2019 年现金分红	2019 年股息率
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E			
福莱特	12.96	253	44	0.368	0.525	0.728	35.23	24.69	17.79	15.9%	18.7%	5.35	0.00	0.0%
中航三鑫	7.97	64	64	0.064	NA	NA	125.03	NA	NA	7.7%	NA	9.49	0.00	0.0%
方大集团	4.29	47	29	0.320	NA	NA	13.42	NA	NA	6.7%	NA	0.91	0.05	1.2%
亚玛顿	38.08	61	61	-0.607	0.513	0.734	-62.78	74.27	51.92	-4.6%	3.8%	2.88	0.00	0.0%
耀皮玻璃	4.43	41	33	0.223	NA	NA	19.86	NA	NA	6.3%	NA	1.27	0.07	1.5%
秀强股份	6.15	38	36	0.202	NA	NA	30.46	NA	NA	12.4%	NA	4.14	0.20	3.3%
金晶科技	2.65	38	38	0.069	NA	NA	38.46	NA	NA	2.4%	NA	0.92	0.03	1.1%
北玻股份	3.35	31	18	0.028	NA	NA	117.90	NA	NA	1.8%	NA	2.09	0.00	0.0%
平均数							39.70	49.48	34.86	6.1%	11.3%	3.38		0.9%
中位数							32.85	49.48	34.86	6.5%	11.3%	2.48		0.6%
旗滨集团	5.69	153	151	0.501	0.597	0.703	11.36	9.54	8.09	16.3%	16.8%	1.82	0.30	5.3%

除了旗滨集团，其他公司盈利预测数采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，长城证券研究所

4.3 绝对估值：FCFE 估值结果 6.59 元/股

假设旗滨集团股权资本成本为 12.8%，预计公司 2022 年股权自由现金流 FCFE 超过 20 亿元。根据过去三年数据计算，旗滨集团 beta 为 1.38，假设无风险收益率为 2.6%（目前 10 年期国债到期收益率水平），市场预期收益率为 10%，旗滨集团债务资本比重约为 23%。

表 16: FCFE 预测（百万元）

FCFE 估值	2020E	2021E	2022E
净利润	1602.44	1888.81	2201.06
加：折旧摊销	819.11	911.05	957.87
减：经营性营运资本的增加	-197.02	178.81	-197.65
减：资本支出	1146.21	1082.74	957.10
加：付息债务增加	-837.75	-104.36	-113.84
股权自由现金流 FCFE	634.62	1433.95	2285.63

资料来源：公司公告，长城证券研究所

按照永续增长率为 0，股权资本成本为 12.8% 的假设，旗滨集团 FCFE 估值结果为 6.59 元/股。FCFE 对 WACC、永续增长率假设均较敏感。

表 17: FCFE 估值结果及敏感性分析

股权资本成本\永续增长率	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
14.31%	5.47	5.60	5.75	5.90	6.06	6.24	6.43
13.81%	5.65	5.79	5.95	6.11	6.29	6.48	6.69
13.31%	5.84	6.00	6.16	6.34	6.54	6.75	6.98
12.81%	6.05	6.21	6.40	6.59	6.80	7.03	7.28
12.31%	6.27	6.45	6.65	6.86	7.09	7.34	7.62
11.81%	6.50	6.70	6.92	7.15	7.41	7.68	7.99
11.31%	6.76	6.98	7.21	7.47	7.75	8.06	8.40

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.4 投资建议：首次给予强烈推荐评级

投资建议：玻璃行业龙头标的，首次覆盖给予强烈推荐评级。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.60、0.70、0.82 元，同比增长 19%、18%、16%，对应市盈率 9.5、8.0、6.9 倍。目前公司股息率高达 5.3%。近期纯碱、石油焦成本下降，有助于提升玻璃行业盈利能力。公司区位优势明显，生产基地靠近码头、铁路等交通设施，运输成本较低；自有多个石英砂矿；毛利率在行业中领先。公司积极推进股权激励、员工持股，激发员工活力。公司向节能建筑玻璃、电子玻璃、药用玻璃等领域进行产业链延伸，打造新的增长点。

表 18: 盈利预测结果（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8378	9306	10086	11692	13349
YoY(%)	10.5%	11.1%	8.4%	15.9%	14.2%
净利润	1208	1346	1603	1890	2202
YoY(%)	5.7%	11.5%	19.1%	17.9%	16.5%
摊薄 EPS	0.45	0.50	0.60	0.70	0.82
P/E(倍)	12.6	11.3	9.5	8.0	6.9

资料来源：公司公告，长城证券研究所

5、风险提示

原材料价格上涨或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等

附：盈利预测表

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8378.31	9305.76	10086.44	11692.18	13349.20
营业成本	5966.11	6566.16	6889.49	7951.63	9048.15
营业费用	107.51	129.35	151.30	175.38	200.24
管理费用	507.38	514.41	605.19	701.53	800.95
研发费用	310.50	370.54	401.62	465.56	531.54
财务费用	100.00	111.81	144.46	149.18	134.11
其他收益	108.83	119.66	119.66	119.66	119.66
投资净收益	32.74	1.15	1.13	1.13	1.13
营业利润	1349.15	1580.71	1882.70	2216.27	2579.98
营业外收支	-2.11	-12.99	-16.14	-16.14	-16.14
利润总额	1347.05	1567.72	1866.56	2200.13	2563.84
所得税	139.38	221.83	264.12	311.32	362.78
少数股东损益	0.00	-0.54	-0.64	-0.76	-0.88
净利润	1207.66	1346.43	1603.09	1889.57	2201.94

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2083.09	2505.29	2387.32	3113.42	4330.65
货币资金	434.83	488.36	315.95	788.23	1941.10
应收票据及应收账款合计	137.41	157.26	162.13	208.10	214.60
其他应收款	28.12	20.99	32.24	29.46	40.98
存货	705.29	673.48	773.19	896.51	1003.43
非流动资产	10754.45	10560.04	10887.86	11061.21	11061.63
固定资产	8339.61	8422.96	8784.04	8965.83	8935.14
资产总计	12837.55	13065.34	13275.17	14174.63	15392.29
流动负债	2593.88	3092.85	2603.14	2679.01	2941.03
短期借款	490.45	937.63	937.63	937.63	937.63
应付账款	917.81	628.46	692.02	832.04	902.19
非流动负债	2673.61	1727.70	1631.11	1525.90	1412.06
长期借款	1483.37	1113.06	1016.47	911.25	797.42
负债合计	5267.49	4820.55	4234.26	4204.91	4353.09
股东权益	7570.05	8244.78	9040.92	9969.72	11039.20
股本	2688.36	2687.70	2687.70	2687.70	2687.70
留存收益	3256.47	3812.19	4455.01	5212.70	6095.65
少数股东权益	0.00	7.52	6.88	6.12	5.24
负债和股东权益	12837.55	13065.34	13275.17	14174.63	15392.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2066.38	2017.31	2776.81	2784.00	3504.46
其中营运资本减少	-257.44	-461.62	197.02	-178.81	197.65
投资活动现金流	-872.54	-901.94	-1160.70	-1098.17	-972.06
资本支出	1061.00	724.72	327.10	171.69	-0.77
筹资活动现金流	-1390.42	-1051.06	-1788.52	-1213.55	-1379.53
现金净增加额	-191.96	61.81	-172.41	472.28	1152.87

主要财务指标					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.5%	11.1%	8.4%	15.9%	14.2%
营业成本增长	15.8%	10.1%	4.9%	15.4%	13.8%
营业利润增长	0.0%	17.2%	19.1%	17.7%	16.4%
利润总额增长	-0.4%	16.4%	19.1%	17.9%	16.5%
净利润增长	5.7%	11.5%	19.1%	17.9%	16.5%
获利能力					
毛利率(%)	28.8%	29.4%	31.7%	32.0%	32.2%
销售净利率(%)	14.4%	14.5%	15.9%	16.2%	16.5%
ROE(%)	16.0%	16.3%	17.7%	18.9%	19.9%
ROIC(%)	12.3%	13.2%	15.4%	17.5%	20.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用/营业收入	6.1%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用/营业收入	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用/营业收入	0.0%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%
投资收益/营业利润	2.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
所得税/利润总额	10.3%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
应收账款周转率	76.48	63.16	63.16	63.16	63.16
存货周转率	9.18	9.52	9.52	9.52	9.52
流动资产周转率	4.01	4.06	4.12	4.25	3.59
总资产周转率	0.66	0.72	0.77	0.85	0.90
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0%	36.9%	31.9%	29.7%	28.3%
流动比率	0.80	0.81	0.92	1.16	1.47
速动比率	0.23	0.30	0.29	0.48	0.83
每股指标(元)					
EPS	0.45	0.50	0.60	0.70	0.82
每股净资产	2.82	3.07	3.36	3.71	4.11
每股经营现金流	0.71	0.75	1.03	1.04	1.30
每股经营现金/EPS	1.58	1.50	1.73	1.47	1.59
估值比率					
P/E	12.57	11.28	9.47	8.03	6.90
PEG	0.14	0.65	0.79	0.50	0.39
P/B	2.01	1.84	1.68	1.52	1.38
EV/EBITDA	7.89	6.85	6.28	5.27	4.35
EV/SALES	2.19	1.93	1.71	1.43	1.16
EV/IC	24.76	1.64	1.53	1.48	1.33
ROIC/WACC	1.15	1.24	1.45	1.60	1.84
REP	1.43	1.23	1.02	0.83	0.62

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>