



建材

2017.11.19

格局或重塑，淡季不淡是信号

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

玻璃及玻璃制品业 增持

	鲍雁辛 (分析师)	赵晨阳 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880117100137

本报告导读:

河北沙河地区 9 条生产线因未取得排污许可证而关停，我们判断未来或向其他城市扩散。供给收缩将有效支撑玻璃价格，下游需求或将维持稳定，而国家已经停止审批新建产线，我们判断下游订单将流向环保证件齐全的大型龙头企业信义、旗滨等。

摘要:

- **维持玻璃行业“增持”评级。**环保趋严小厂关停，而大企业排污许可证等证件齐全则不受影响，我们判断玻璃行业的供求格局有望重塑，核心利好于龙头企业，推荐标的为 H 股信义玻璃 (0868)、南玻 A (000012)，此外旗滨集团 (601636) 受益。
- 2017 年 11 月 4 日-11 月 15 日，河北沙河地区安全五线 500 吨，安全六线 700 吨，长城四线 500 吨，长城六线 700 吨，沙河吉恒园 600 吨，长红一线 600 吨、长红二线 600 吨，德金三线 800 吨以及德金四线 800 吨等 9 条产线因未取得排污许可证而关停。
- **沙河停产仅是开端，未来或将扩散至其他城市。**沙河此次共停产合计 5800t/d，约占全国运行总产能的 3.8%。我们估算目前全国约 10% 的玻璃产线没有排污许可证（主要集中在北方区域），而对无证企业的监管治理或将由沙河向其他“2+26”城市及周边区域扩散，环保趋严将使得玻璃供给进一步收缩。
- **政府监管叠加高复产成本，关停产能难以复产。**一方面，政府重视监管，产线关停后复产难以获批；另一方面，环保高压下企业复产成本增加，我们测算一条普通玻璃生产线复产投入约 5000 万元，改变燃烧装置成本增加（并且未必能解决燃料供应），此外脱硫脱硝等环保装置日运行成本约 2 万元。且银行收紧对玻璃等产能过剩行业的融资贷款，我们判断此次退出的产能很难再次投产。
- **不仅仅是淡季不淡，或将重塑玻璃市场格局。**今年河北除无证产线关停外，所有玻璃企业采暖季亦将减少投料相当于限产 15%。以往沙河地区淡季处于“价格洼地”，过剩产能南下对华东和华南市场形成冲击。我们认为当前受环保限产+无证停产双重影响，缓解了对南方市场的冲击，并且有望重塑玻璃市场格局。
- **2018 年价格或高企高走。**我们判断明年玻璃需求端将保持平稳，供给的减少或将驱动玻璃价格高企高走，若环保排污许可证全国大范围推行，我们判断行业或将出现供给缺口。

相关报告

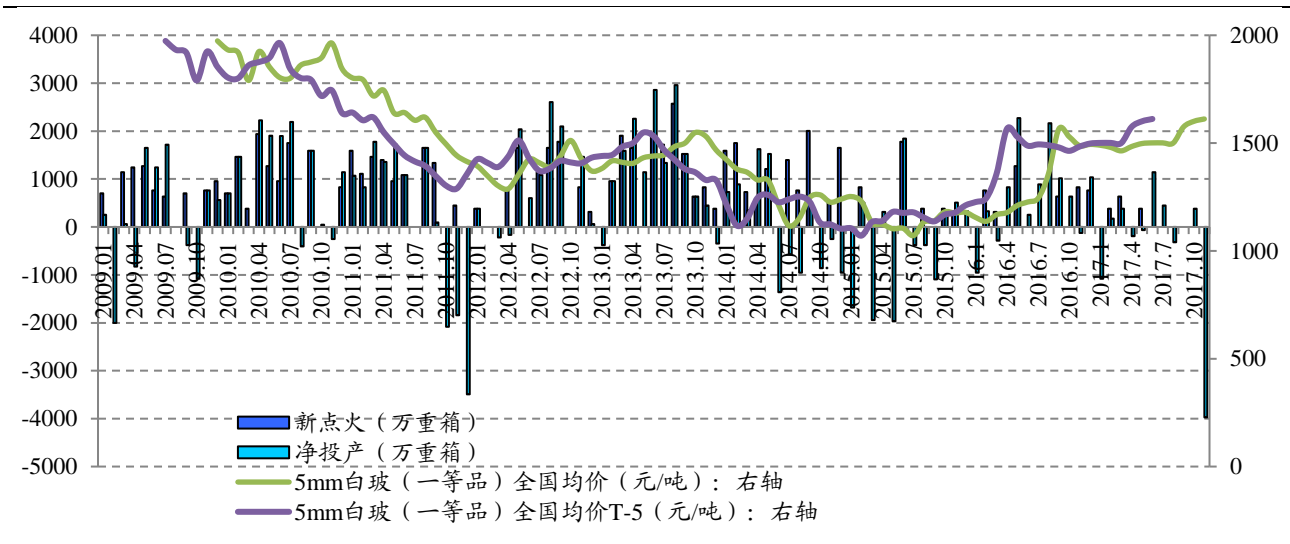
建材:《推盈利确定性改善及制造业出海》	2017.11.13
建材:《国泰君安证券建材行业基本面数据大全 20171112》	2017.11.12
建材:《受益人口“老幼化”，木地板焕发新生》	2017.11.10
建材:《持仓聚焦龙头，业绩导向结构分化》	2017.11.06
建材:《市场略有回调，龙头盈利改善趋势未改》	2017.11.06

表 1: 2017 年 11 月 4 日-11 月 15 日, 沙河地区 9 条产线因环保关停

生产线	公司	产能 (t/d)	停产日期
安全五线	沙河市安全实业有限公司	500	2017.11.15
安全六线		700	2017.11.04
长城四线	河北长城玻璃有限公司	500	2017.11.06
长城六线		700	2017.11.15
吉恒园	河北吉恒源实业集团有限公司	600	2017.11.15
长红一线	沙河长红玻璃有限公司	500	2017.11.15
长红二线		700	2017.11.15
德金三线	沙河市德金玻璃有限公司	800	2017.11.07
德金四线		800	2017.11.15
合计		5800	

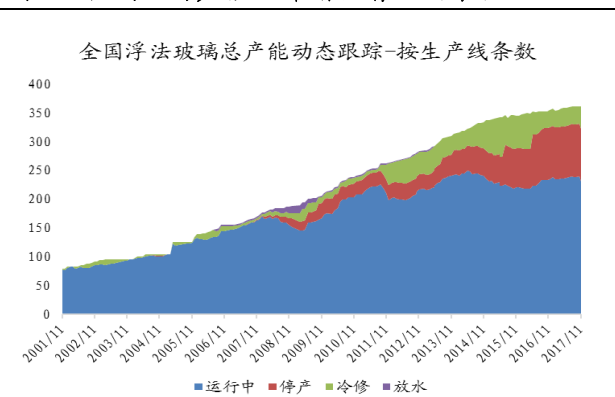
数据来源: 中国玻璃期货网, 国泰君安证券研究

图 1 平板玻璃价格处于五年最高位, 新增产能 2015 年来显著下降



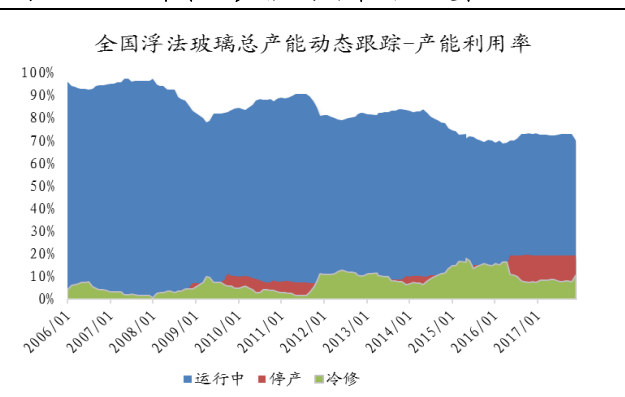
数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

图 2: 玻璃运行产能近年增幅有限 (条)



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

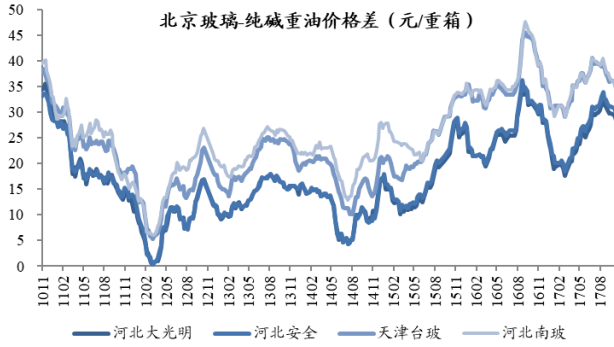
图 3: 2015 年来, 产能利用率约稳定在 70%-75%



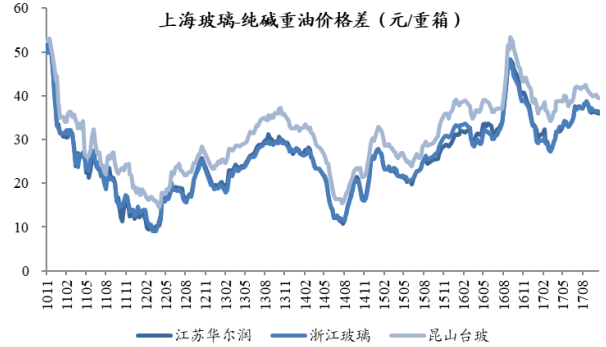
数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

图 4: 北京地区玻璃盈利能力处于历史较高位

图 5: 上海地区玻璃盈利能力处于历史较高位

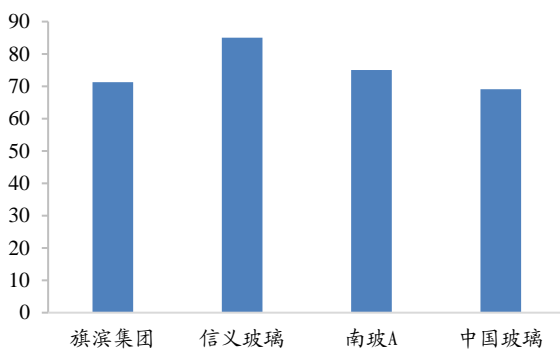


数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究



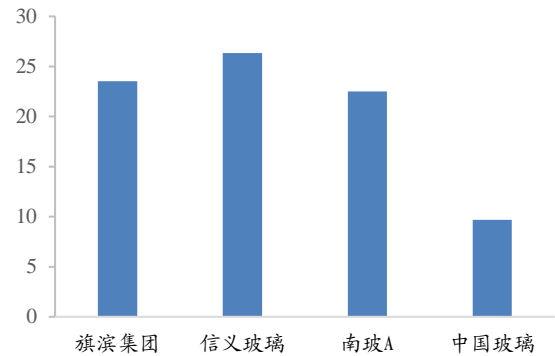
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 6：重点玻璃企业出厂均价（元/重箱）



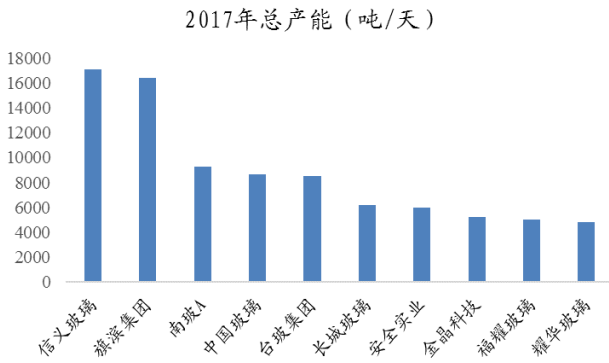
数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

图 7：重点玻璃企业箱毛利（元/重箱）



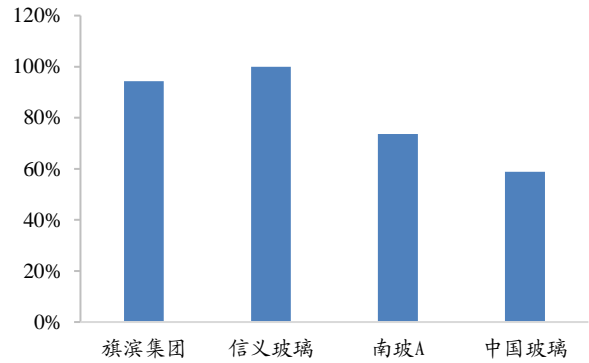
数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

图 8：信义、旗滨浮法玻璃总产能显著领先



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 9：龙头企业产能利用率维持在较好水平（%）



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

表 2：4 家规模领先的龙头玻璃企业 2017 前三季度经营状况对比

	旗滨集团	信义玻璃	南玻 A	中国玻璃
2017 前三季度产量 (万重箱)	7,790	7,350	3,600	2,761
2017 前三季度销量 (万重箱)	7,710	5,900	3,500	2,604
营收(亿元)	54.93	18.00	26.25	50.15
售价(元/重箱)	71.25	85.00	75.00	69.12
重箱毛利 (元)	23.53	26.35	22.50	9.68
2017 前三季度毛利率	33.02%	31.00%	30.00%	14.00%

成本端：燃料	石油焦+天然气， 预计明年底天然气 比例超过 50%	天然气	天然气	煤、石油焦、焦炉煤气为 主，少量天然气（陕西基 地用煤，江苏、山东和乌 海用焦炉煤气）
备注	浮法原片收入成本 占比按照 2016 年 玻璃原片营收、成 本相应占比 97%计 算	信义产销量是我 们根据公司披露 的产能、产销率 以及产能利用率 数据推算所得	2017 年浮法和工程 玻璃合并为玻璃板 块进行披露，浮法板 块营收、毛利、毛利 率为我们测算所得	

数据来源：公司数据，国泰君安证券研究 注：南玻不单独披露浮法业务，港股信义、中国玻璃不公布三季报，为国泰君安估算

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		