

## 节能/电子玻璃业务发展喜人，成本锁定带来利润弹性

## 旗滨集团深度报告

## 核心观点

- **节能玻璃业务是公司最确定的业绩增长来源之一。**国内节能玻璃市场空间超 200 亿元。建筑节能标准的提升推动节能玻璃行业发展，未来渗透率仍有望提升。节能玻璃业务盈利能力相对更高，且处于上升期。公司是国内为数不多的三银 Low-E 中空玻璃生产企业，在完成全国布局后高端产品市占率有望快速提升。公司节能玻璃业务产能 22 年释放完毕，预计 24 年达到稳定状态，届时 5 个节能基地有望贡献 32 亿营收。参考信义玻璃 11% 的净利率，我们认为稳定状态下此业务净利率有望提升至 10% 左右。
- **电子玻璃业务推进顺利。**电子玻璃主要应用于手机、平板电脑等终端的触屏上。按照 19 年手机产量推算全球盖板和贴片市场空间约 93 亿，国内市场主要被欧美产商垄断，国产替代空间每年估计达到 21 亿。康宁等国外厂商的二次强化技术使盖板玻璃性能更优，国产厂商工艺更新速度正逐步加快，产品性能差距有望与国外玩家缩小。目前公司产品主要应用于贴片和 B 规盖板，良率已超 50%，A 规盖板正在送检，市场突破后有望扩产。若公司明年在盖板市场的占有率达 10%，21 年电子玻璃收入/净利润将达 1.77/0.69 亿。
- **浮法原片成本下降明显，成本锁定带来盈利弹性。**燃料/纯碱/硅砂是最主要的成本，在一般情况下占比分别为 34%/23%/12%。今年以来，燃料和纯碱价格不断下滑，当前石油焦/天然气/纯碱价格分别同比下滑 16%/8%/30%。今年下半年，醴陵的硅砂基地投产，预计将节约成本 4200 万元，折合 0.4 元/重箱的浮法原片成本，整体硅砂自给率有望升至 72%。由于资金实力雄厚，公司在低价锁定的纯碱和石油焦将保证成本低于同行，竞争优势明显。

## 财务预测与投资建议

- 玻璃价格 5 月迎来拐点后即进入传统旺季，电子玻璃进展较好。我们调减原片生产成本、调增节能玻璃收入并增加电子玻璃业务，20-22 年 EPS 由 0.53/0.67/0.74 元上修至 0.60/0.75/0.84 元，CAGR+19.01%。根据可比公司估值给予公司 20 年 19X PE，对应目标价 11.40 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 地产投资大幅下滑；原料价格快速提升；电子玻璃量产不及预期

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,378	9,306	9,333	10,818	12,148
同比增长(%)	10.5%	11.1%	0.3%	15.9%	12.3%
营业利润(百万元)	1,349	1,581	1,876	2,356	2,645
同比增长(%)	-0.0%	17.2%	18.7%	25.6%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,208	1,346	1,607	2,020	2,269
同比增长(%)	5.7%	11.5%	19.3%	25.7%	12.3%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.60	0.75	0.84
毛利率(%)	28.8%	29.4%	33.7%	34.3%	33.9%
净利率(%)	14.4%	14.5%	17.2%	18.7%	18.7%
净资产收益率(%)	16.5%	17.0%	17.5%	19.0%	19.4%
市盈率	20.6	18.4	15.4	12.3	10.9
市净率	3.3	3.0	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年07月20日)	9.24元
目标价格	11.4元
52周最高价/最低价	9.24/3.33元
总股本/流通A股(万股)	268,641/268,321
A股市值(百万元)	24,822
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020年07月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	24.70	62.68	79.07	145.74
相对表现	28.26	48.49	57.61	122.83
沪深300	-3.56	14.19	21.46	22.91



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

联系人 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn  
联系人 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn

## 相关报告

原片规模优势明显，电子玻璃有望获突破： 2020-05-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

节能玻璃业务是公司稳定的增长点 .....	5
高端节能玻璃应用不断提升 .....	5
节能业务竞争力强，盈利提升空间较大 .....	8
电子玻璃业务推进顺利 .....	13
主要应用于消费电子产品，业务位于产业链上游 .....	13
市场规模预计 93 亿，国产替代空间达 21 亿 .....	14
国产厂商与海外巨头的差距有望逐步缩小 .....	16
公司良率不断提升，A 规盖板有望取得突破 .....	18
浮法原片成本下降明显，成本锁定带来盈利弹性 .....	20
盈利预测与投资建议 .....	24
盈利预测 .....	24
投资建议 .....	26
风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 公司节能玻璃深加工工艺流程.....	6
图 2: 2015-19 年主要玻璃龙头公司玻璃原片毛利率 (%) .....	7
图 3: 2015-19 年主要玻璃龙头公司深加工毛利率 (%) .....	7
图 4: 节能玻璃的上下游关系 .....	8
图 5: 公司节能玻璃的主要竞争优势.....	9
图 6: 单银/双银/三银 Low-E 中空玻璃的膜层结构.....	10
图 7: 浙江节能典型项目: 杭州恒生电子总部大楼 .....	11
图 8: 浙江节能典型项目: 宁波建新总部研发大楼 .....	11
图 9: 手机触控屏幕的主要结构.....	13
图 10: 具有显示屏的终端设备是电子玻璃的主要应用领域.....	13
图 11: 盖板玻璃的两种不同分类方式 .....	13
图 12: 电子玻璃产业链的简要图示 .....	14
图 13: 公司目前在电子玻璃领域的可达市场 .....	15
图 14: 旭虹的盖板玻璃产品.....	17
图 15: 南玻电子玻璃业务净利率逐年提升.....	17
图 16: 每重箱玻璃的成本构成 .....	20
图 17: 2017-2020 重质纯碱全国均价.....	21
图 18: 玻璃主要燃料的价格走势 .....	21
图 19: 2010-2020 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速 .....	22
图 20: 2012/02-2020/05 商品房销售面积累计同比 .....	22
图 21: 2012/02-2020/05 地产商拿地面积累计同比 .....	22
图 22: 全国玻璃均价 (元/重箱) 走势.....	23
图 23: 公司的历史估值水平 .....	27
表 1: 节能玻璃的种类及特点 .....	5
表 2: 十三五期间节能玻璃的发展目标 .....	6
表 3: 节能玻璃工艺各步骤具体操作.....	6
表 4: 公司主要节能玻璃产品及其特性 .....	8
表 5: 公司单银/双银/三银 Low-E 中空玻璃透光性能参数 .....	10
表 6: 公司深加工业务布局情况.....	10
表 7: 节能玻璃业务收入预测 (19-24 年) .....	12
表 8: 盖板及贴片市场空间的测算 .....	15
表 9: 全球主要盖板玻璃生产企业汇总 .....	16

表 10: 全球主要电子盖板玻璃性能对比 .....	16
表 11: 公司醴陵电子玻璃项目投资基本情况 .....	18
表 12: 公司电子玻璃收入/净利润的测算 .....	18
表 13: 公司五大硅砂开采基地的储量及年开采量 .....	21
表 14: 玻璃原片收入预测.....	24
表 15: 玻璃原片成本预测.....	24
表 16: 可比公司估值.....	26

## 节能玻璃业务是公司稳定的增长点

### 高端节能玻璃应用不断提升

节能玻璃具有保温隔热性能，广泛应用于公共建筑与住宅建筑。普通平板玻璃对可见光和长波辐射的反射有限，往往会导致室内冬冷夏热，而节能玻璃具备优秀的保温隔热性能，可以解决普通玻璃的不足。节能玻璃主要包括中空玻璃、热反射玻璃、夹层玻璃、Low-E 玻璃等。在公共建筑中，基于节能玻璃的玻璃幕墙节能技术在国内外实现了较为广泛的应用，节能玻璃在其中发挥夏季遮阳、冬季充分利用太阳辐射等多种效用。在住宅建筑中，节能玻璃能弥补门窗洞口保温隔热性能的不足，使用节能玻璃室内温度要比采用普通玻璃低 1~2° C，能有效的减少夏季空调的耗电量，且不会对居室采光产生影响。近年来国内住宅建筑对节能玻璃的使用更加普遍，例如结合了中空玻璃和低辐射 Low - E 玻璃的双层智能玻璃，它可进一步降低室内热量损失并灵活调节太阳能利用程度。

表 1：节能玻璃的种类及特点

类别	特点
中空玻璃	由 2 片或 3 片玻璃与空气层组合而成，透光率高，隔温性与隔音性强，热量散发小。
热反射玻璃	表面镀有金属、非金属及其氧化物等薄膜，可将远红外光反射到室外、减少太阳的热作用，使室内热环境得到控制，可减少眩光和色散，同时还具有良好的镜面映像效果，可以美化街景和建筑立面，但选用不当会引发光污染。
夹层玻璃	由两片或两片以上的玻璃、中间层与玻璃牢固的韧性粘结合成的复合玻璃制品，中间层一般为透明性的有机材料。具有很高的抗冲击性和抗贯性，还能保持一定的可见度，从而起到安全防护作用，还具有不褪色、抗风化性强、控制噪声、调节阳光功能。
Low-E 玻璃	遮阳性能较好，由于其传热系数 K 值小于其它类型的节能玻璃，保温性能也比较优异；具有反射远红外的性能，可以阻挡高温场向低温场的热流辐射，既可以防止夏季热能入室，又能防止冬季热能泄漏，具有双向节能的效果。
吸热玻璃	主要通过吸收太阳辐射能量，先转化为热能，然后再以对流、辐射的形式向室内外散发，减少了透过玻璃的日射热量，实现夏季建筑节能，主要分为两类：本体着色和表面镀膜。吸热玻璃隔热性好，但透光率低。
真空玻璃	密封的两片玻璃之间形成真空，从而使玻璃与玻璃之间的传导热接近于零，一般至少有一片是低辐射玻璃，对流、辐射和传导都很少。

资料来源：《门窗》，《山西建筑》，《江西建材》，东方证券研究所

**建筑节能标准的提升推动节能玻璃行业发展，未来渗透率仍有望提升。**中国是世界上第二大能源消耗大国，其中建筑是能耗大户，根据《中国建材》的数据，建筑能耗约占全国总能耗 33%以上，建筑单位能耗水平是欧洲的 4 倍,美国的 3 倍，而通过门窗的能耗占建筑能耗的 55%，因此门窗材料可以说是建筑节能的重中之重。从上世纪 90 年代开始，我国的建筑节能标准经历了 30%-50%（2010）-65%（2020）的不断提升<sup>1</sup>，现在北京、天津等省市已经开始执行 75%的节能标准，相应地推动了建筑节能玻璃的发展。虽然目前我国的玻璃深加工率达到了 53%左右，接近世界平均水平,但与发达国家 80%的玻璃深加工相比仍存在较大差距,以 Low-E 节能玻璃的使用情况来看，

<sup>1</sup> 我国建筑节能标准是以在 1980-1981 年住宅通用设计能耗水平的基础上节约的百分比来确定，一般每一阶段都会在上一个阶段的基础上提高能效 30%

目前中国使用率仅 20%左右，德国、韩国等国家则超过了 90%。中国建筑玻璃与工业玻璃协会在《玻璃工业“十三五”发展指导意见》中提出到今年玻璃深加工率进一步提升至 60%以上，Low-E 使用率提升至 70%以上，预计未来节能玻璃在建筑领域的渗透率仍将不断提升。

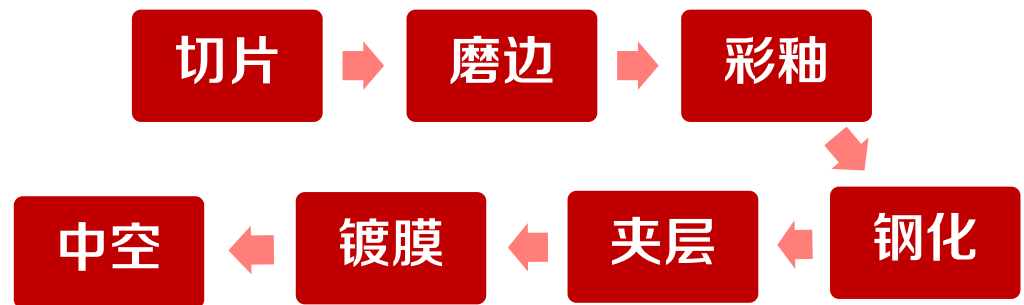
**表 2：十三五期间节能玻璃的发展目标**

项目	2015	2020
玻璃深加工率	53%	60%以上
新建建筑 Low-E 节能玻璃使用率	15%-20%	70%以上

资料来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会，东方证券研究所

节能玻璃生产流程较为复杂，大厂品控标准更高，原厂加工品质更优。完整的深加工工艺流程包括切片、磨边、彩釉、钢化、夹层、镀膜和中空七大步骤，其中钢化、镀膜和中空是最核心的流程。首先，钢化和镀膜的先后顺序不同对最终产品的品质影响较大，一般原厂加工均为先钢化再镀膜，可以最大化保证平整度、降低氧化程度，而小厂采用外购镀膜大板再进行钢化，会造成玻璃表面一定的变形和扭曲，影响成像效果。最后一步的中空合片也并不是简单的两片玻璃合并，中间需要加入密封胶、干燥剂、铝合金间隔框、惰性气体等多种介质和材料，大厂和小厂的工艺存在明显差距，以铝合金间隔框为例，大厂可以做到采用一根铝条连续弯折、且内部充填的分子筛充填率达到 80%以上，最大程度保证各部位的良好密封，小厂为了节省成本则达不到这样的高标准。

**图 1：公司节能玻璃深加工工艺流程**



资料来源：公司公告，中玻网，东方证券研究所

**表 3：节能玻璃工艺各步骤具体操作**

步骤	具体操作
切片	根据客户订单玻璃尺寸，对玻璃原片进行切割、切角切槽。
磨边	使用机器切割玻璃锋利的棱角（出于安全考虑），针对不同需求进行精磨、钻孔。
彩釉	将环保釉料按设计方案喷绘到玻璃表面，经度高温钢化加工处理，将釉料烧结于

钢化	玻璃表面得到耐磨、耐酸碱的装饰性玻璃，能起到装饰或遮蔽建筑物的作用。 通过钢化炉高温让玻璃表面压力和内部张应力达到平衡（90兆帕以上），国标规定破碎以后的颗粒度要达到5公分左右。
夹层	两片或多片玻璃经过高温预压（或抽真空）及高温高压工艺处理后，使玻璃和有机聚合物中间膜永久粘合为一体。
镀膜	在玻璃表面涂镀一层或多层金属、合金或金属化合物薄膜，以改变玻璃的光学性能，满足某种特定要求，主要有真空磁控溅射法、真空蒸发法、化学气相沉积法以及溶胶—凝胶法等。
中空	在镀膜后将两片以上的玻璃进行合并中空，周边用间隔框隔开，四周用密封胶密封，中间腔体填充干燥空气或惰性气体

资料来源：公司公告，中玻网，东方证券研究所

**节能玻璃市场空间超 200 亿元，中低端产能有望逐步出清。**据不完全统计，我国涉及玻璃深加工的企业数量将近 2000 多家，但多数技术水平较低。其中，中低端市场竞争较为激烈，产品质量参差不齐，整体处于供过于求的状态，未来这部分产能有望逐步出清。而在中高端玻璃深加工市场，客户对玻璃的环保性能、设计新颖性、工艺精度、品质等要求进一步提高，使得我国中高档深加工玻璃市场需求持续放大，供需状况较为平稳。根据中玻网，目前节能玻璃主要品种（镀膜、中空玻璃等）的年产量大约 6.8 亿平米，我们按照 30 元/平米（镀膜玻璃）的单价计算，市场空间至少 200 亿。因为相当部分节能玻璃是以原厂方式销售，单价远高于 30 元/平米（比如三银 Low-E 中空玻璃单价超 180 元/平米），实际市场空间远超 200 亿元。

**节能玻璃业务盈利能力相对更高，且处于上升期。**相比进入浮法玻璃原片生产，节能玻璃需要经过难度更高的深加工步骤，在技术上的储备、设备上的资金投入要求更高，因此节能玻璃是玻璃产业链中附加值相对较高的中高端产品。此外，节能玻璃的下游需求相对确定性较高，价格的波动性远低于原片。从主要的玻璃上市企业年报看，近三年玻璃原片毛利率保持相对稳定，而深加工毛利率不断提升。深加工业务毛利率不断提升的原因，一方面与龙头企业在深加工领域的产品结构有关，双银/三银 Low-E 玻璃占比提升；另一方面下游需求的不断增加，使得深加工业务的规模效应有所提升。单看 2019 年，主要玻璃龙头企业深加工毛利率均高于原片毛利率。

图 2：2015-19 年主要玻璃龙头公司玻璃原片毛利率（%）

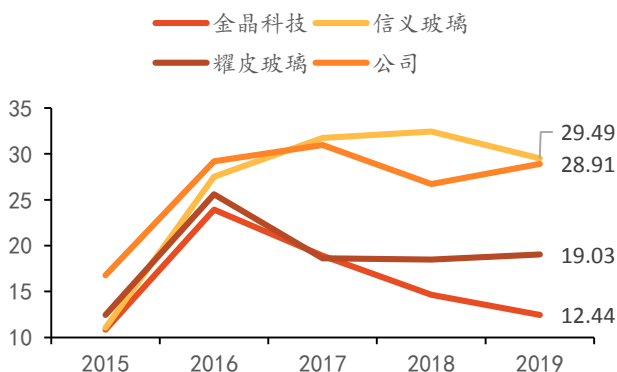
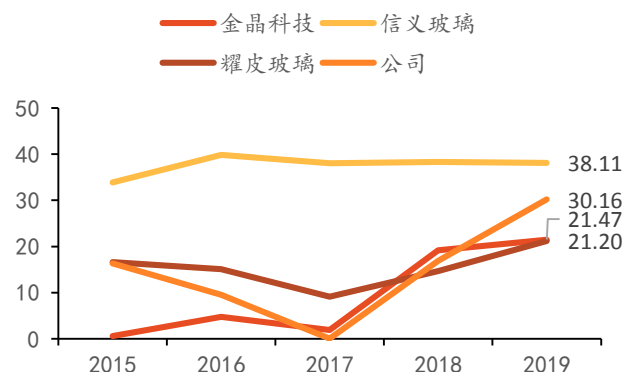


图 3：2015-19 年主要玻璃龙头公司深加工毛利率（%）



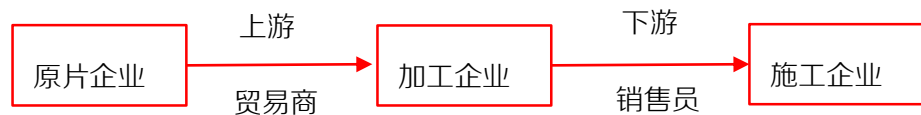


数据来源：Wind，东方证券研究所

数据来源：Wind，东方证券研究所

玻璃深加工业务不但销售标准的镀膜玻璃给中小加工企业，也销售原厂节能玻璃给终端客户。一般大厂的节能玻璃生产基地会同时配置镀膜线和中空线，具备从原片-镀膜大板-中空玻璃(俗称“公建”)的全流程加工能力。镀膜玻璃的生产类似于原片，是相对标准化和不停歇的。而原厂节能玻璃则是根据不同客户的需求采用定制化生产，由于不同客户在颜色/膜层等参数指标上的不同选择，原厂节能玻璃的产能利用率相对偏低，不同批次的原厂节能玻璃需要时间调整。在原厂节能玻璃产能利用率偏低的情况下，厂家也将其生产线转化为制造相对标准化的镀膜玻璃。

与原片主要依靠经销商的商业模式不同，原厂节能玻璃以销定产，下游客户较为集中。节能玻璃的下游客户主要是幕墙装饰公司或建筑工程承包商，也有部分直接售与地产开发商，相对来说较为集中。与浮法原片的库存生产和直接面对贸易商的模式不同，大部分玻璃加工企业公建玻璃的经营模式是以销定产(如果是只生产镀膜大板等半成品的厂仍然采用类似原片的库存生产方式)，即通过招投标取得订单，再根据订单生产加工客户所需的建筑玻璃，具有小批量、多品种、多规格、差异化等特点。企业的销售工作也基本围绕订单展开，一般需要配备拿单、跟单等各类职责的销售人员。

**图 4：节能玻璃的上下游关系**


资料来源：中玻网，东方证券研究所

## 节能业务竞争力强，盈利提升空间较大

公司节能玻璃产品品类丰富，竞争优势明显。公司从 2015 年开始进入玻璃深加工领域，目前可生产单银/双银/三银 Low-E 中空/大板玻璃，彩釉玻璃，热反射镀膜等高端全系列节能玻璃产品。经过近几年的积累沉淀，公司在节能玻璃生产线上已经拥有了世界级的自动化设备、成熟的生产工艺和完善的质量管理体系，以远高于国标的企业标准获得全套海内外认证。

**表 4：公司主要节能玻璃产品及其特性**

产品名称	产品特性	应用领域	规格	厚度
中空玻璃	隔热效果特佳、可降低噪音干扰、重量较轻、可根据需要调节太阳光透射率和反射率	建筑物门窗，幕墙、天棚、架空地面、家具、橱窗、柜台、水族馆、大面积的玻璃墙体等	最大规格 2700mm×6000mm、最小规格 180×3mm-19mm 350mm	单片玻璃的厚度：
彩釉玻璃	色彩、图案多样，色泽稳定不褪色，装饰效果突出；视觉遮蔽效果优异；可进行镀膜、夹层、中空等	满幅彩釉玻璃不宜安装在建筑透光部位	最大尺寸：丝印 2200mm×4500mm，辊印 2000mm×4500mm 最小	3-19mm

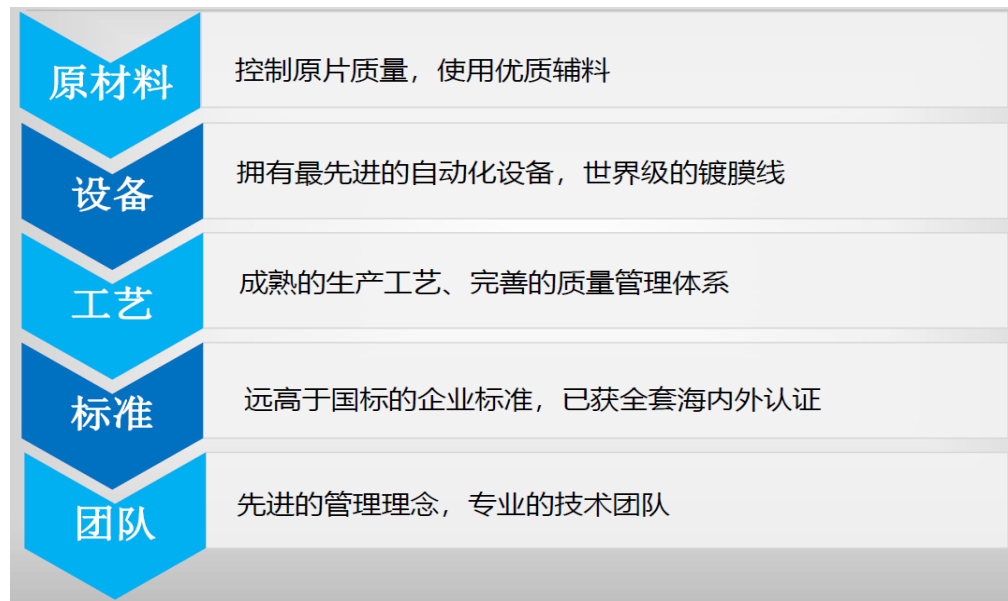
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



热反射镀膜玻璃	复合产品加工，获得多重使用性能	尺寸：300mm×300mm	
	有效限制太阳直接辐射的入射量，遮阳效果明显；丰富多彩的反射色调和极佳的装饰效果；较理想的可见光透过比和反射比；减弱紫外光的透过	夏季室内生态环境	最大尺寸 2540mm×4600mm，最小尺寸 300mm×800mm

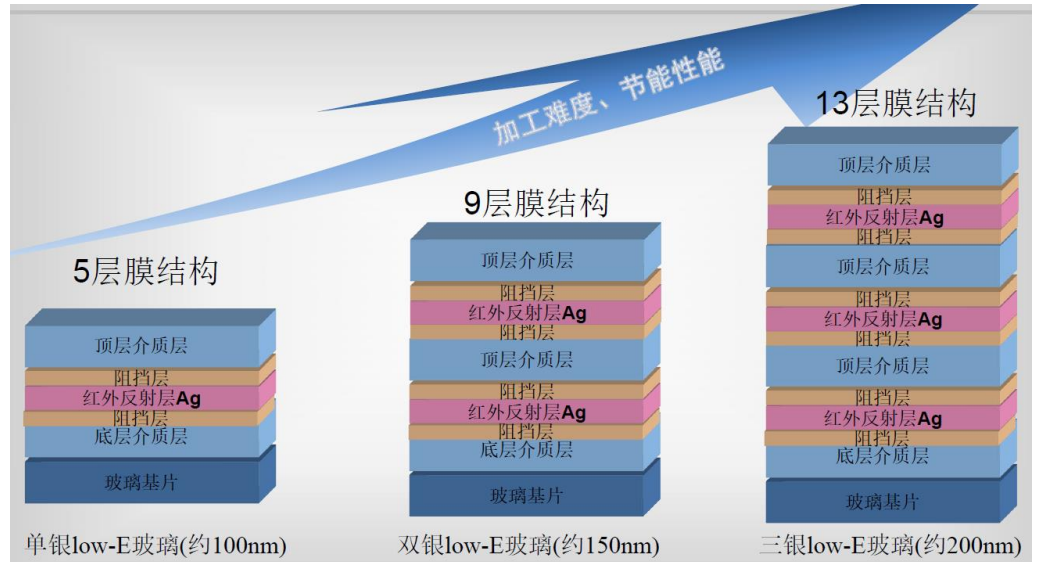
资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 5：公司节能玻璃的主要竞争优势



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司是国内为数不多的三银 Low-E 玻璃生产企业，在完成全国布局后高端产品市占率有望快速提升。按膜层结构 Low-E 中空玻璃可以分为单银/双银/三银，膜层厚度由 100/150/200nm 依次递增，三银玻璃中有 13 层膜结构，其中有三层为由白银镀膜组成的红外反射层，故名“三银”。三银 Low-E 玻璃最初由美国 Cardinal 公司 2004 年推出，直至 2007 年国内企业南玻集团成功研发，打破了国外在该领域的技术封锁。受镀膜产线阴极要求及技术壁垒限制，国内可以生产三银 Low-E 玻璃的企业仍较少。公司的三银 Low-E 玻璃在保持与单银/双银几乎同等透光率（即可见光的透过比例）的情况下还可以做到屏蔽 99% 以上红外辐射以及 91% 以上的紫外辐射，兼具照明和隔热的优良性能。由于三银 Low-E 玻璃良好的技术性能，其单价有望超过 180 元/平米。

**图 6：单银/双银/三银 Low-E 中空玻璃的膜层结构**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**表 5：公司单银/双银/三银 Low-E 中空玻璃透光性能参数**

品种	透光率	紫外透过率	红外透过率
单银	45.5%	30.1%	25.4%
双银	49.6%	17.4%	3.3%
三银	43.6%	8.2%	0.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

按照计划，公司节能玻璃业务产能 22 年将全部投产，预计 24 年产能将充分释放。公司目前共拥有广东、湖南、浙江（包含在建的长兴基地）和马来西亚共 4 大节能玻璃生产基地，年初公司又公告将于天津滨海新区投资新建 2 条大/中型离线磁控溅射镀膜线和 8 条中空线，项目预计建设期两年。根据公告，到 22 年全部投产后，公司拥有的节能玻璃产能有望达 3505 万 m<sup>2</sup>，相比 19 年底产能 1615 万 m<sup>2</sup>，CAGR+30%。由于节能业务一般在基地投产后需要 2 年时间达到相对饱和状态，我们预计深加工业务到 24 年收入将相对稳定状态。

**表 6：公司深加工业务布局情况**

子公司	生产线	产能（m <sup>2</sup> /年）	19 年收入/净利润（亿元）
广东节能玻璃	2 条镀膜线	255 万	2.79/0.17
	7 条中空线	125 万	
湖南节能玻璃（含二期在建）	3 条镀膜线	1100 万	尚未商业化运营
	5 条中空线	145 万	

马来西亚节能玻璃	1 条镀膜线	120 万	0.82/-0.21
	3 条中空线	100 万	
浙江节能玻璃（含长兴基地）	3 条镀膜线（其中 2 条在建）	600 万	3.26/0.16
	11 条中空线（其中 8 条在建）	340 万	
天津节能玻璃（在建）	2 条镀膜线	480 万	--
	8 条中空线	240 万	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：由于其他浮法原片生产基地中也会配置部分节能玻璃产线，因此该表统计的收入和净利润是不完全的。

浙江节能基地在投产后两年内已获得较好盈利和市场口碑，预计其他新建基地将复制此模式。以公司浙江基地为例，2017 年底建成投产，由于人员、机器的磨合以及当地市场的开拓等因素，第一年处于业绩的爬坡阶段，第二年收入基本达到预期目标并开始贡献利润，根据公司年报，浙江节能 18/19 年实现收入 0.73/3.26 亿，实现净利润-0.13/0.16 亿。浙江节能目前已在华东市场站稳脚跟，已承接不少地标性建筑，如杭州恒生电子总部大楼的幕墙采用公司的超白三银 Low-E 夹胶中空玻璃，用量 35000 平米；宁波建新总部研发大楼幕墙采用公司超白三银 Low-E 中空玻璃，用量 24000 平米。

图 7：浙江节能典型项目：杭州恒生电子总部大楼



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 8：浙江节能典型项目：宁波建新总部研发大楼



资料来源：公司官网，东方证券研究所

我们预计到 2024 年深加工营收有望达 32 亿。今年湖南（一期）及马来西亚基地业绩爬坡、以及浙江和广东基地高端玻璃市场进一步开拓后预计将释放超过 4 亿收入，因此 2020 年公司深加工业务营收有望达 12 亿。长兴基地计划 2021 年正式运营，加上广东和湖南基地扩建释放的业绩，预计 21 年深加工营收再增加 5 亿至 17 亿。远期来看，我们预计到 2024 年深加工收入将达到 32 亿元，一方面是根据公司中长期发展规划节能玻璃产能每年增长 20%，另一方面是随着中空产线的利用率提升以及产品市场认可度的提高，单平米售价有望提升，量价齐升带动公司收入稳步增长。

**表 7：节能玻璃业务收入预测（19-24 年）**

营业收入（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
湖南基地	--	2.33	3.73	4	5	6
浙江基地（含长兴）	3.26	4.89	7.09	8	9	10
天津基地	--	--	--	3	4	5
广东基地	2.79	3.63	4.76	5	6	7
马来西亚基地	0.82	1.15	1.49	2	3	4
合计	6.87	12	17	22	27	32

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：“--”代表未投入商业化运营

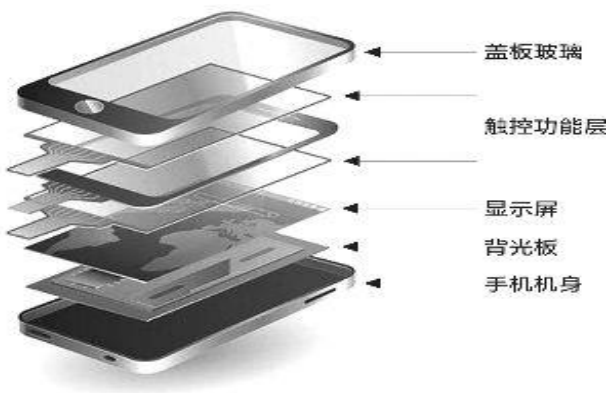
参考信义玻璃深加工业务 11% 的净利率，我们认为公司稳定状态下净利率有望提升至 10% 左右。信义玻璃深加工业务 19 年毛利率 38.11%，公司整体期间费用率 17.31%，我们预计此业务净利率 11% 左右。由于信义玻璃在深加工业务经营时间较长，毛利率较稳定，其盈利能力有较好的参考价值。我们认为公司在稳定状态后，净利率有望提升至 10% 左右。公司 19 年年报显示深加工业务的净利率仅有 2% 左右，我们判断主要原因有两点。一是因为原厂节能玻璃的净利率远高于镀膜玻璃，但认可度需要时间的积累，目前公司节能基地最早都在 17 年底才投产。在原厂节能玻璃产能利用率偏低的情况下，公司会利用生产镀膜玻璃降低整体生产成本，造成低附加值的镀膜玻璃占比较高。二是马来西亚的市场开拓难度较大，目前处于亏损状态。

## 电子玻璃业务推进顺利

### 主要应用于消费电子产品，业务位于产业链上游

电子玻璃材料广泛应用于手机、平板电脑等终端设备的触控屏幕上。电子玻璃是显示屏的主要原材料，下游应用多元化，涵盖消费电子产品、仪器仪表、家电等，目前主要集中于平板电脑、手机为主的消费电子产业。以普通的智能手机为例，目前在机身上至少有五个部位需要用到玻璃材料，从上至下依次为贴片（日常中大部分为用户在屏幕表面贴的钢化膜，起到防污、表面抗划伤的作用）、前盖板（起保护作用）、触控前板（过滤光线形成图像）、触控后板（触控层和显示屏的分隔）以及机身后背板。其中，盖板玻璃如果按下游市场分类，可分为A规（用于原厂生产）和B规（用于后期翻修），如果按工艺分类，可分为一次强化和二次强化，经过二次强化后的玻璃抗冲击强度更高，从高处跌落不易摔碎，一般用于单价2000元以上的高端机型。

图 9：手机触控屏幕的主要结构



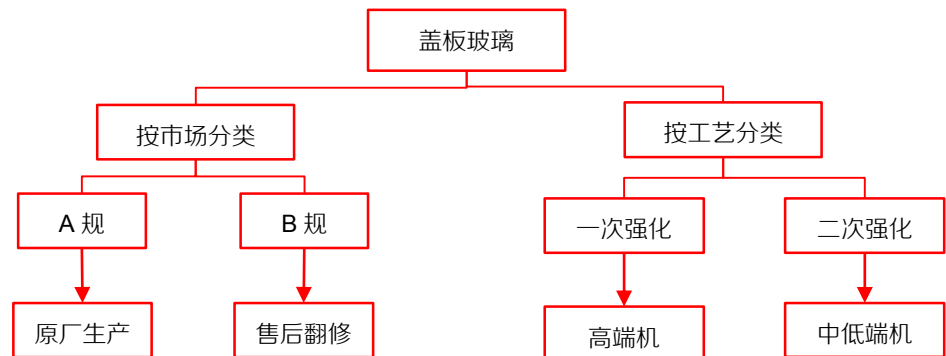
资料来源：新浪科技，东方证券研究所

图 10：具有显示屏的终端设备是电子玻璃的主要应用领域



资料来源：智研咨询，东方证券研究所

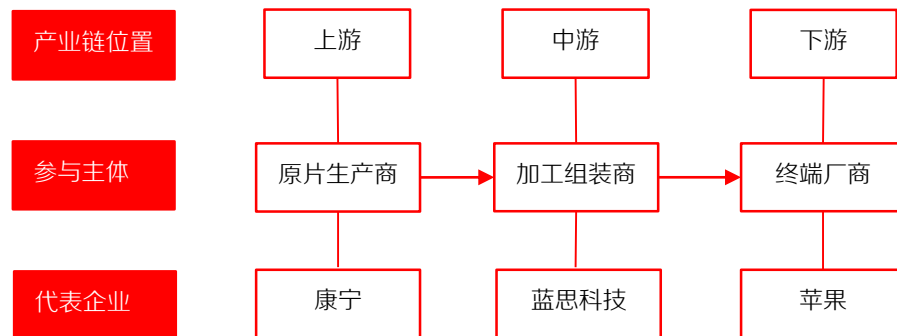
图 11：盖板玻璃的两种不同分类方式



资料来源：公司公告，东方证券研究所

玻璃原片生产商为产业链的上游，中游和下游分别为加工组装商和终端设备商。在电子玻璃的产业链中，上游为玻璃原片生产商，担任材料供应的角色，代表企业为美国康宁公司；中游为加工组装商，主要工作是将上游的原片进行切裁、磨边、打印等深加工后再与传感器、显示屏等其他部件共同组装成触控屏幕，代表企业为蓝思科技；下游为终端设备商，将硬件进行最后集成，制成手机、平板电脑等成品终端设备，代表企业为苹果公司。

图 12：电子玻璃产业链的简要图示



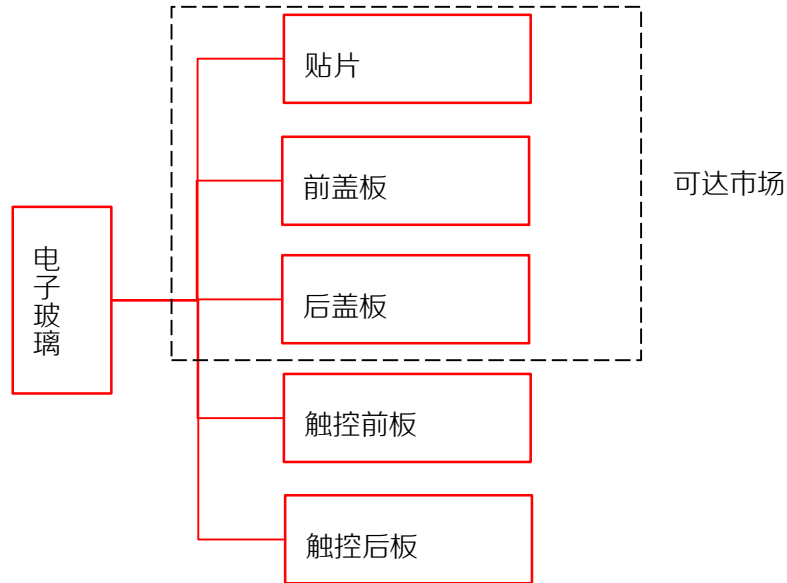
资料来源：公司公告，智研咨询，东方证券研究所

## 市场规模预计 93 亿，国产替代空间达 21 亿

以公司当前的技术储备和经营规划，可达市场主要集中于盖板及贴片。触控前后板由于直接与传感器、显示屏等光学组件接触，除保护功能外还兼具一定的信号传输功能，相比前后盖板和贴片而言生产技术含量更高。目前公司电子玻璃业务处于起步阶段，技术积累相比其他已深耕多年的同行要薄弱一些，另一方面从公司近三年的经营规划来看，也主要是从前后盖板和贴片领域率先开始突破，因此当前公司的可达市场主要为贴片和前后盖板，我们后面讨论的市场空间和竞争格局也主要集中于这些领域，对于公司目前暂时不可达的市场我们在本报告中不做进一步分析。



图 13：公司目前在电子玻璃领域的可达市场



资料来源：公司公告，东方证券研究所

按照 19 年产量，我们预计全球手机盖板及贴片市场空间在 93 亿左右。根据 Counterpoint 数据显示，2019 年全球智能手机总出货量为 14.86 亿台，如果以常用的 5.5 英寸手机（屏幕面积约 82 平方厘米）计算，单机的前后盖板面积总计约 164 平方厘米，19 年生产的全部手机前后盖板总面积达 2437 万平米，考虑玻璃生产中 50-60% 的良率，我们取中位数 55%，则前后盖玻璃总产量为 4431 万平米。贴片对应盖板产量的一半，即 2216 万平米。贴片市场价格差异不大，约为 20 元/平米。盖板价格差异巨大，康宁的最新二次强化玻璃价格超 300 元/平米，而国产二次强化玻璃预计仅达 100 元/平米。我们根据盖板价格做乐观/中性/悲观三种假设，在中性假设下，我们推算出盖板及贴片玻璃的市场空间约为 93 亿元。

表 8：盖板及贴片市场空间的测算

假设情景	盖板价格 (元/平米)	盖板产量 (万平米)	贴片价格 (元/平米)	贴片产量 (万平米)	市场空间 (亿元)
乐观	300	4431	20	2216	137
中性	200	4431	20	2216	93
悲观	100	4431	20	2216	49

资料来源：公司公告，东方证券研究所

国内盖板玻璃市场主要被欧美产商垄断，国产替代空间估计达到 21 亿。高性能电子玻璃生产存在资金投入大、技术难度高、更新周期快等特点，国内电子盖板玻璃技术也长期被欧美发达国家封锁，



因此市场进口依赖程度高，长年被美国康宁、日本旭硝子和德国肖特等厂家垄断，根据智研咨询，其中康宁市占率近 70%，肖特、旭硝子等其他外资品牌占 20%，目前国内仅有旭虹（东旭光电）、南玻、中建材等极少数公司实现量产，分享剩余 10% 左右的市场份额。根据 IDC 数据显示，2019 年中国智能手机出货量 3.7 亿台，约占全球的 25%，则中国的盖板玻璃市场规模约为全球的四分之一，即 23 亿；假设其中 10% 已为国产，剩余 90% 即为国产替代空间，即 21 亿。

**表 9：全球主要盖板玻璃生产企业汇总**

企业名称	所属国家	产品商标	生产工艺	投产时间
美国康宁公司	美国	Gorilla Glass	溢流法	2007
日本旭硝子	日本	Dragongtrail	浮法	2011
日本电气硝子	日本	Dinorex	溢流法	2011
德国肖特集团	德国	Xensation	浮法	2011
旭虹光电科技有限公司	中国	Panda king	浮法	2014
中国南玻集团股份有限公司	中国	Kirin king	浮法	2015
彩虹集团新能源股份有限公司	中国	Kylin	溢流法	2016
中国建材集团有限公司	中国		浮法	2005

资料来源：《玻璃》期刊，东方证券研究所

## 国产厂商与海外巨头的差距有望逐步缩小

康宁等国外厂商的二次强化技术使盖板玻璃性能更优。从国内外电子盖板玻璃发展趋势可以看出，在保持原有的表面压应力大于 700 MPa 的基础上，为提高盖板玻璃的抗摔和抗跌落的性能，焦点主要集中在通过玻璃成分优化改善后提高离子交换深度（DOL），即前文提到的二次强化，美国康宁公司的二次强化产品 GG6 对比一次强化的 GG3，离子交换深度从 40 μm 提高到 120 μm，盖板玻璃抗摔性和抗跌落性得到极大的提高。包括旭硝子、肖特也可通过二次强化做到 DOL 大于 100 甚至 120 μm，在性能上与康宁不相上下。

国内产商研发基础相对薄弱，关键性能指标上还存在差距。电子盖板玻璃随着智能手机的问世得到不断发展，作为一个新兴电子玻璃应用市场，国内电子盖板玻璃研发基础薄弱，特别是国外企业通过专利知识产权对电子盖板玻璃技术封锁，国内企业如果采用国外的技术将面临专利诉讼，因此不得不开展自主攻关。在工艺上，不同于康宁的溢流法技术，国内大多数企业盖板玻璃生产工艺脱胎于传统的浮法玻璃工艺技术，对翘曲、气泡等控制难度上高于国外厂商，因此我们看到大部分国产产品可以保证的翘曲只能做到 <0.25mm，而国外厂商可以做到 <0.2mm。在二次强化方面，南玻、旭虹等国内厂商目前也无法做到康宁 >120 μm 的离子交换深度。

**表 10：全球主要电子盖板玻璃性能对比**

企业名称	产品型号	表面应力 CS/MPa	离子交换深度 DOL/μm	翘曲 0.7 mm 6 寸 2.5D
美国康宁公司	GG3	700~900	>40	<0.2 mm
	GG5	750~850	>120	<0.2 mm
	GG6	750~850	>120	<0.2 mm
日本旭硝子	DT-Pro	800~1100	>35	<0.2 mm

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	DT-Star	750~900	> 100	< 0.2 mm
日本电气硝子	T2X-1	750~940	> 40	< 0.2 mm
德国肖特集团	Xsensation	700~850	> 120	< 0.2 mm
中国南玻集团股份有限公司	KK3	700~920	> 40	< 0.25 mm
旭虹光电科技有限公司	MN128	700~920	> 40	< 0.25 mm

资料来源:《玻璃》期刊, 东方证券研究所

注: 玻璃是脆性材料, 抗拉能力较弱, 玻璃破碎是因为某处承受的拉应力过大。玻璃强化的目的是预先让其表面产生压应力, 当其再受到荷载和冲击时, 本来要产生拉应力的地方就会因为预压应力的存在而使拉应力部分或完全地抵消掉。离子交换工艺进行强化的原理是使玻璃表层中半径较小的离子与碱盐溶液中半径较大的离子进行交换, 利用碱离子体积上的差别在玻璃表层形成嵌挤压应力。大离子挤嵌进玻璃表层的数量与表层压应力成正比, 所以离子交换的深度是增强效果的关键指标。

**国产厂商工艺更新速度正逐步加快, 产品性能差距有望逐步缩小。**与其他同样被国外厂商垄断的电子元器件(如芯片)不同, 电子玻璃对设备整体功能的影响较小, 特别在常规使用状态下, 用户体验感差别并不大, 在技术壁垒方面电子玻璃也更低, 因此随着国产厂商的工艺更新速度逐步加快, 可能会更早实现国产替代。

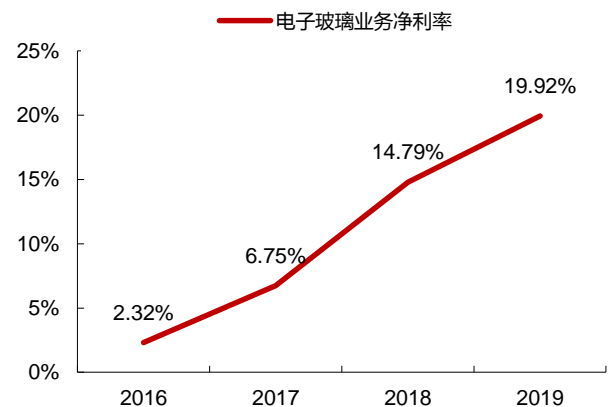
**旭虹和南玻等国产厂商的技术迭代有望再获突破。**目前少数国产厂商的最新技术及产品已经接近如旭硝子等国际二线龙头的水平。例如, 作为国产光电显示材料的领军企业之一, 旭虹拥有国内第一款具有自主知识产权的高铝盖板玻璃“王者熊猫”(PANDAKING), 2019年通过技术改良, 又推出其迭代产品——耐摔玻璃(Panda-1681), 在柔韧、抗弯强度、强抗划伤、高抗击等性能上比前者更胜一筹, 目前已成为华为、小米、VIVO、京东方等知名品牌的上游原材料供应商之一。而南玻作为国产中低端电子玻璃(主要是贴片和一次强化盖板)的先行者, 在超薄电子玻璃领域已逐步在向世界先进水平靠拢, 相关产品在国内厂商中的占有率已超过50%, 在较强的成本壁垒以及不断提升的良率下, 净利率水平不断攀升, 未来将尽快推出二次强化产品, 向高端化迈进。

图 14: 旭虹的盖板玻璃产品



资料来源: 全球玻璃网, 东方证券研究所

图 15: 南玻电子玻璃业务净利率逐年提升



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 公司良率不断提升，A 规盖板有望取得突破

**拥有专利授权，技术储备充足。**公司十分重视产品的技术储备，在电子玻璃领域不断增加研发投入。根据新玻网，截至目前公司在电子玻璃领域一共申请了超过 30 项专利，并成功取得玻璃用组合物、玻璃板及玻璃板的制备方法以及玻璃用组合物、硅铝酸盐玻璃及硅酸盐玻璃的制备方法两项发明专利授权。公司自主研发和生产的电子玻璃不仅可以做到超薄，更有透过率高、韧性好等特点，即使弯曲成环状也不会折断。

**2020 年 4 月 1 日公司电子玻璃业务进入商业化运营，公司预计净利率有望达 39%。**2018 年初，公司在湖南醴陵开始投资新建高性能电子玻璃生产线项目，主要产品为高强度触摸的盖板玻璃。项目总投资约 3.72 亿元，设计产能可达到 65 吨/天，公司预计未来完全达产并稳定供货后可实现年收入/净利润 4.1/1.6 亿，净利率高达 39%。按照项目可行性分析报告，电子玻璃的预期净利率远高于当前已有业务的净利率，如果未来能够顺利实现的话将明显改善公司的盈利能力。

**表 11：公司醴陵电子玻璃项目投资基本情况**

项目	内容
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
计划总投资	3.72 亿元（其中固定资产投资 3.62 亿元）
预计项目建设周期	12 个月
预计营业收入	平均 4.1 亿元/年
预计净利润	平均 1.6 亿元/年
预计动态投资回收期	2.47 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**目前贴片和 B 规盖板已量产，良率符合预期，A 规正在送检，市场突破后有望进一步扩产。**公司在产的电子玻璃产品主要是盖板和贴片，从最初投产时不到 40% 的良率，通过不断调整和试验，目前已将良率提升并稳定至 50-60%，达到行业平均良率水平，符合项目最初的预期。其中 B 规盖板和贴片已开始向下游的加工厂供货，对于质检要求更高的 A 规盖板，目前还处于送检阶段，对于不同规格、不同的终端厂商都需要逐一送检，且检测程序要反复进行多轮，只有每一轮都通过检验后才可进入主流手机厂商的供应商名录，因此 A 规的量产仍需要一段时间，我们预计年底前有望完成送检并开始供货。根据公司规划，如果未来 A 规市场拓展顺利并达到预期的盈利水平，将会再投资建设二期，逐步扩大产能。

**若公司在盖板市场的占有率达到 10%，中性假设下收入/净利润将达到 1.77/0.69 亿元。**我们假设未来公司的目标是在盖板玻璃市场中占到 10% 的市场份额，即 443 万平方米的销量。悲观情景下全部卖 B 规，单价约 20 元/平米，对应收入 8860 万元；乐观情景下全部卖 A 规（一次强化），单价约 60 元/平米，对应收入 2.66 亿元。中性假设下收入可达到 1.77 亿元，如果按照公司预期的 39% 净利率计算，对应的净利润为 0.69 亿元。

**表 12：公司电子玻璃收入/净利润的测算**

假设情景	市场份额	销量 (万平方米)	价格 (元/平米)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)
------	------	--------------	--------------	------------	-------------

---

乐观	10%	443	60	2.66	1.04
中性	10%	443	40	1.77	0.69
悲观	10%	443	20	0.89	0.35

---

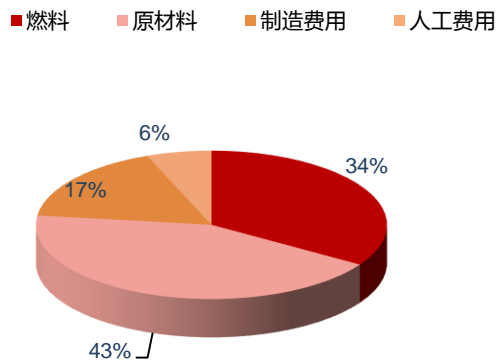
资料来源：公司公告，东方证券研究所

---

## 浮法原片成本下降明显，成本锁定带来盈利弹性

燃料、纯碱和硅砂是玻璃生产成本中最重要的组成部分。玻璃的生产成本可以大致分成原材料（纯碱、硅砂、白云石和石灰石等）、燃料、制造费用和人工费用四大部分，根据产业信息网的资料，平均来看每重量箱中各成本的占比分别为 43%/34%/17%/6%；而在原材料成本中纯碱/硅砂分别占比 54%/27%，是最重要的两大原材料。

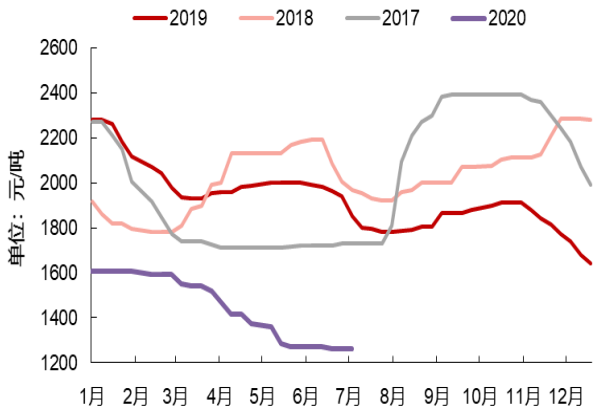
图 16：每重箱玻璃的成本构成



资料来源：产业信息网，东方证券研究所

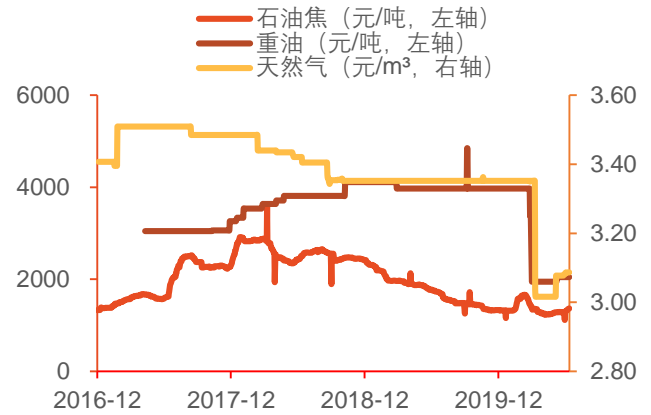
纯碱与燃料价格目前较低，凭借较强的资金实力，公司有望锁定成本低价。纯碱去年扩产后处于产能周期高点，今年上半年玻璃在产产能的收缩对纯碱的需求形成压制，整体来看纯碱的供需格局偏弱，价格也持续下行，截至 7 月中旬，重质纯碱全国均价仅为 1264 元/吨，比 18/19 年同期价格低 35%/30%。燃料方面，受原油价格下滑影响，目前石油焦/天然气/重油价格比 19 年同期低 16%/8%/48%。公司凭借行业前列的产能规模获得大额采购优势，与供应商提前锁定纯碱和燃料价格至未来一段时间，因此公司的成本受纯碱/石油焦价格波动影响较竞争对手更小。

图 17: 2017-2020 重质纯碱全国均价



资料来源: wind, 东方证券研究所

图 18: 玻璃主要燃料的价格走势



资料来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

醴陵硅砂基地下半年投产，整体自给率提升至 72%，单箱成本节约 0.4 元。公司在硅砂资源储备上具备明显优势，目前福建漳州、广东河源和湖南郴州基地已投产，湖南醴陵基地在二季度建成，下半年有望投产。公司浮法玻璃年产能约 11563 万重量箱（日熔量 17600t/d），按照每重箱玻璃需要硅砂 35kg 计算，硅砂年需要量约 369.6 万吨，醴陵基地投产后自给率可达到约 72%。如果按照市场上 210 元/吨的矿砂采购价格计算，我们预计自给将低于外购约 1/3，每吨成本降低 70 元，醴陵基地的投产预计节约 4200 万元费用，折合 0.4 元/重箱。

表 13: 公司五大硅砂开采基地的储量及年开采量

硅砂开采基地	储量 (万吨)	年开采量 (万吨)
福建漳州	2813.52	150
广东河源	532	28
湖南郴州	545	30
湖南醴陵	2000	60
马来西亚 (在建)	1000	24
合计	6890.52	292

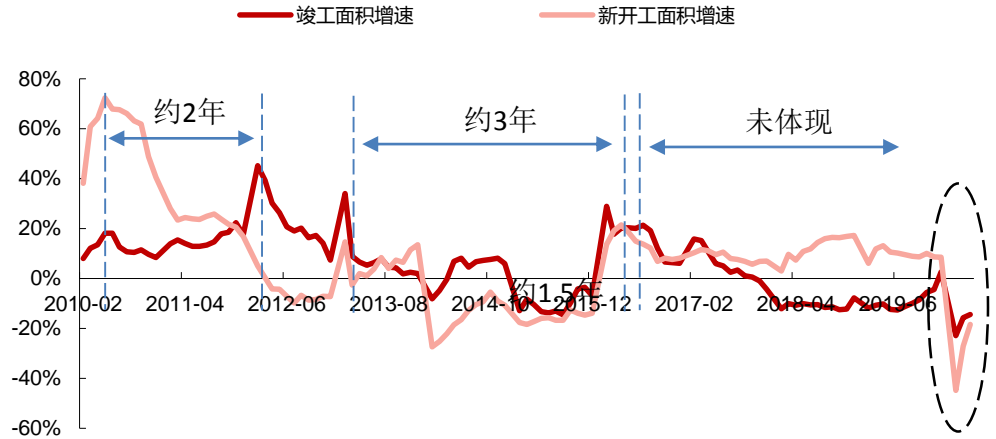
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

注: 马来西亚硅砂基地的储量为估计值

刚性的交房压力以及资金从拿地到施工的转移支撑竣工回暖，下半年玻璃需求确定性相对较强。在“新开工-销售-竣工”的地产传导链条中，新开工面积是竣工端的领先指标。从近 10 年数据来看，竣工面积增速峰值出现在开工面积增速峰值 2-3 年后，而 2016 年以来新开工面积的高速增长至今还未体现在竣工端。考虑到预售交房的刚性约束下，地产商违约交房资金成本较高，竣工与新开工时滞不太可能进一步拉长。此外，由于目前土地价格高企但新房销售却不振，房企为规避风险

拿地意愿明显降低，截至 2019 年 5 月累计购置土地面积同比下滑 8.1%且最近一年均为负增长，在宽松的资金环境下房企很可能将更多资金用于施工端，从而支撑施工的回暖。

图 19：2010-2020 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

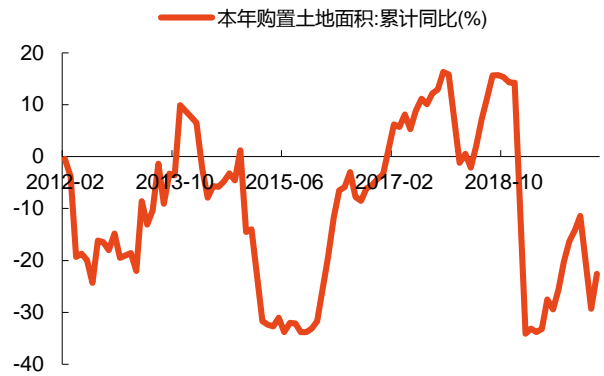
注：2020Q1 增速的大幅下滑主要受疫情停工影响。

图 20：2012/02-2020/05 商品房销售面积累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 21：2012/02-2020/05 地产商拿地面积累计同比

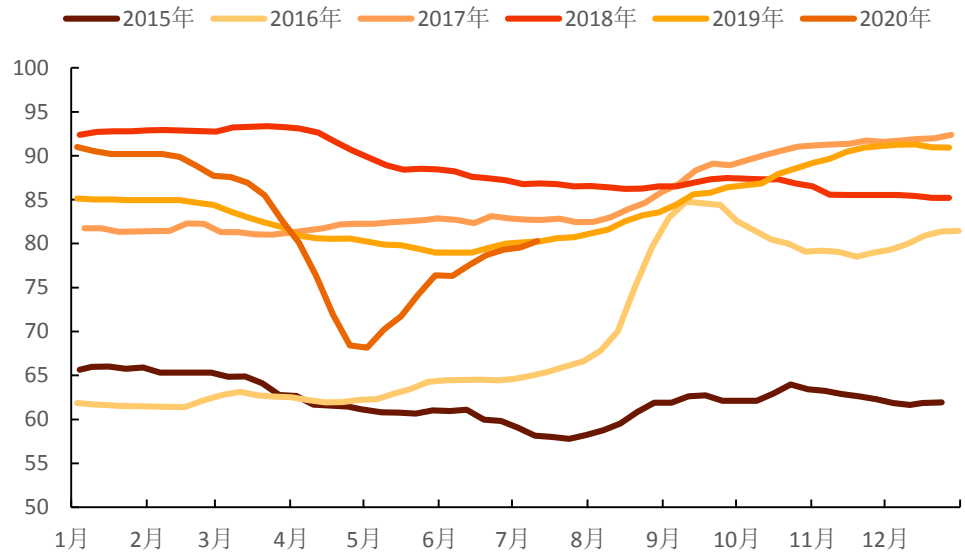


资料来源：Wind，东方证券研究所

下半年生产成本维持低位，进入旺季后玻璃价格有韧性，盈利有望超预期。随着复工复产后下游施工需求回暖，5 月至今玻璃企业去库速度加快，加工商和贸易商也开始囤货为下半年的旺季做准备，带动玻璃价格 V 型反转，截至 7 月中旬，全国玻璃均价 80 元/重箱，基本与去年同期持平。我们判断下半年的旺季因素叠加全年确定性较强的竣工需求将对玻璃价格形成支撑，而公司通过库存锁价将保持较低的生产成本，盈利的修复或一直延续至年底，全年业绩有望超预期。



图 22: 全国玻璃均价 (元/重箱) 走势



资料来源: wind, 东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

根据 19 年底公司的中长期发展规划，争取 24 年底浮法原片产能相比较 18 年增加 30%。目前公司浮法玻璃在产产线为 26 条，所以预计 24 年底前，将增加 8 条左右生产线。我们预计从 21 年开始，每年将新投产 1-2 条浮法玻璃生产线，20-22 年落地生产线条数为 0/2/2，对应产能为 1.17/1.26/1.34 亿重量箱，对应销量 1.11/1.21/1.33 亿重量箱。20 年产销率较低主要由于上半年疫情影响下公司出货较少，21-22 年产能利用率较低主要由于新产线投产。

预计浮法原片单箱售价 72/73/72 元，20 年上半年去库存影响价格但下半年有望逐渐回升，因此 20 年均价预计与 19 年持平，由于疫情影响部分竣工需求将顺延至 21 年因此预计 21 年价格有望继续回升，22 年竣工放缓后价格预计将回落。按照上述假设，20-22 年玻璃原片收入为 80.24/88.21/95.80 亿元，YoY-5.9%/+9.9%/+8.6%。

表 14：玻璃原片收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产能（万重箱）	10560	11088	11731	12587	13443
产能利用率	104.08%	107.19%	100.00%	96.00%	98.00%
产量（万重箱）	10991	11885	11731	12084	13175
产销率	100.11%	103%	95%	100%	101%
销量（万重箱）	11003	11845	11145	12084	13306
单箱售价（元）	76.15	72.00	72	73	72
销售收入（百万元）	8378	8528	8024	8821	9580
YOY	10.5%	1.8%	-5.9%	9.9%	8.6%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

成本端，20-22 年直接材料单箱成本 39.43/40.22/40.62 元，YoY-8%/+2%/+1%，20 年下降主要由于纯碱及燃料价格下滑较多，21-22 年提升主要由于原燃料价格反弹以及电子玻璃量产后天然气使用比例增加；假设随着人口老龄化加深后人工成本将逐年增长，直接人工单箱成本 1.02/1.03/1.04 元，CAGR+1%；随着新增产能释放后形成规模效应，单位制造费用逐年下降，20-22 年为 7.31/7.24/7.17 元，YoY-0.1%/-1.0%/-0.9%。综合后得到 20-22 年单箱总成本为 47.76/48.48/48.83 元，YoY-6.7%/+1.5%/+0.7%。

表 15：玻璃原片成本预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
直接材料					
成本	4977.33	5076.24	4393.97	4859.65	5404.73
单箱成本（元）	45.24	42.86	39.43	40.22	40.62
YOY	15.29%	-5.26%	-8%	2%	1%
直接人工					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

成本	123.05	119.67	113.72	124.54	138.51
单箱成本（元）	1.12	1.01	1.02	1.03	1.04
YOY	-2.43%	-9.66%	1%	1%	1%
<b>制造费用</b>					
成本	1097.85	866.86	814.79	874.63	954.44
单箱成本（元）	9.98	7.32	7.31	7.24	7.17
YOY	-7.19%	-26.65%	-0.10%	-1.00%	-0.90%
<b>总成本</b>					
成本	6198.23	6062.77	5322.48	5858.82	6497.67
单箱成本（元）	56.33	51.18	47.76	48.48	48.83
YOY	10.17%	-9.14%	-6.69%	1.52%	0.72%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

其他业务方面，根据公司规划 20-22 年玻璃深加工业务收入分别为 12/17/22 亿元，YOY+79.4%/41.7%/29.4%，毛利率随着中空线订单利用率提升后将稳步提高，参考信义玻璃最近三年建筑节能玻璃业务平均 38% 的毛利率，我们假设公司未来三年也将逐步提升至 38% 的毛利率水平，分别为 33%/35%/38%；电子玻璃业务按照前文的预测 21 年有望释放业绩，收入/净利润预计为 1.77/0.69 亿，对应毛利率 55.5%，假设 22 年收入增长 30%，毛利率基本保持稳定；物流及其他业务是原片的配套业务，假设与原片的增速基本相同，YOY+0%/10%/15%，毛利率保持稳定。综合所有业务，详细盈利预测如下表所示。

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>玻璃原片</b>					
销售收入（百万元）	8,378.3	8,528.3	8,024.0	8,821.2	9,580.5
增长率	10.5%	1.8%	-5.9%	9.9%	8.6%
毛利率	26.2%	28.9%	33.7%	33.6%	32.2%
<b>贸易</b>					
销售收入（百万元）	992.9				
增长率	163.2%				
毛利率	4.5%				
<b>玻璃加工</b>					
销售收入（百万元）	177.1	668.9	1,200.0	1,700.0	2,200.0
增长率		277.7%	79.4%	41.7%	29.4%
毛利率	16.8%	30.2%	33.0%	35.0%	38.0%
<b>物流及其他</b>					
销售收入（百万元）	143.6	108.5	108.5	119.3	137.2
增长率	-3.8%	-24.5%	0.0%	10.0%	15.0%
毛利率	58.6%	66.6%	40.0%	50.0%	50.0%
<b>电子玻璃</b>					
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	177.0	230.1
增长率					30.0%
毛利率				55.5%	55.1%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 内部抵消

销售收入（百万元）	-1,313.7				
增长率	149.5%				
毛利率	-4.3%				
合计	8,378.3	9,305.8	9,332.5	10,817.6	12,147.8
增长率	10.5%	11.1%	0.3%	15.9%	12.3%
综合毛利率	28.8%	29.4%	33.7%	34.3%	33.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司深耕浮法玻璃业务，是国内产能最大的玻璃原片生产企业之一，具备明显的先规模优势和成本领先优势。短期来看，纯碱、石油焦等原料降价将增厚公司利润；长期来看，公司中长期发展规划明确发展空间，产能稳步扩张，业务结构逐步优化，公司将拥有更大的议价权，盈利能力有望不断提升。由于公司未来仍将持续扩产，资本开支较大，因此报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 20 年 19X PE，对应目标价 11.40 元。我们选择其他主营玻璃生产的 A 股与 H 股公司作为可比公司，2020 年可比公司调整后平均 PE 估值为 19X。玻璃价格 5 月迎来拐点后即将进入传统旺季，电子玻璃进展较好。我们调减原片生产成本、调增节能玻璃收入并增加电子玻璃业务，20-22 年 EPS 由 0.53/0.67/0.74 元上修至 0.60/0.75/0.84 元，目前股价对应 PE 分别为 15.4/12.3/10.9X。我们给予公司 2020 年 19X PE，对应目标价为 11.40 元，维持“买入”评级。

表 16：可比公司估值

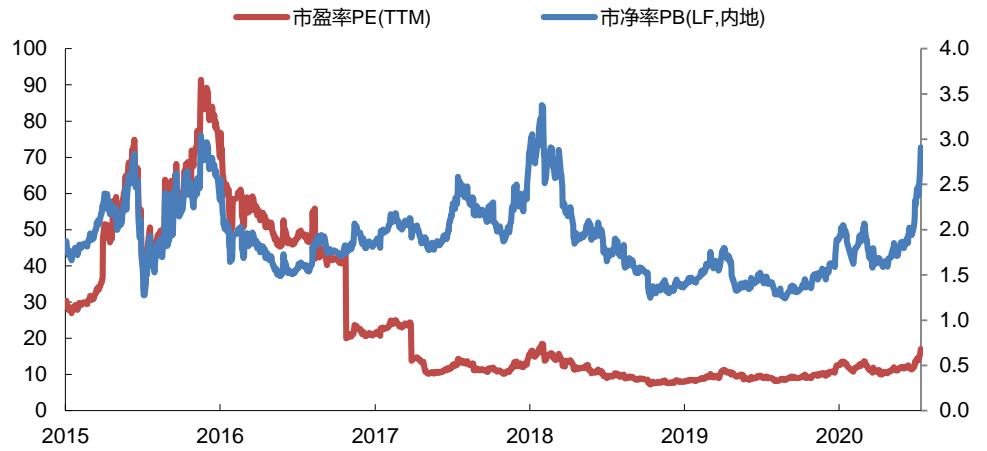
公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
南玻 A	000012.SZ	5.96	0.17	0.26	0.30	34.12	22.64	19.96
福耀玻璃	600660.SH	25.89	1.16	1.05	1.29	22.41	24.63	20.11
福莱特	601865.SH	21.00	0.37	0.53	0.73	57.10	39.88	28.76
金晶科技	600586.SH	3.73	0.07	0.47	0.47	54.14	7.94	7.94
信义玻璃	0868.HK	10.54	1.11	1.1	1.26	9.50	9.58	8.37
调整后平均						36.89	18.95	16.15

资料来源：WIND，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 7 月 20 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

当前估值水平高于历史估值中枢。截至 2020 年 7 月 20 日，公司的 PE/PB 为 19.1/3.3X，而 2015 年至今公司的中位估值水平分别为 13.1/1.9X。

图 23：公司的历史估值水平



资料来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**地产投资大幅下滑。**地产产业链占据了超过 75%的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地已经放缓的情况下，如果施工数据下滑会明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。

**原料价格快速提升。**纯碱目前的总产能虽然处于过剩的状态，但随着玻璃产量的提高需求端在好转，且行业协会协议减产供给有望继续收缩，未来纯碱价格依然具备向上的弹性。石油焦是石油工业的副产品，如果未来中东地区冲突再次升级或者欧佩克进入新一轮减产周期，油价或继续上行，从而推高石油焦的价格。

**电子玻璃量产不及预期。**公司预计 2020H2 电子玻璃可实现商业化量产，但目前公司的产品结构仍未完全确定，而且由于疫情影响下游需求复苏的过程可能比较慢，未来产品投放后市场竞争力如何仍有待检验，盈利能力是否能够达到同行的水平也需要继续跟踪。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	435	488	2,691	4,261	5,965	营业收入	8,378	9,306	9,333	10,818	12,148
应收票据及应收账款	137	157	158	183	205	营业成本	5,966	6,566	6,192	7,102	8,034
预付账款	38	112	59	68	77	营业税金及附加	117	121	121	144	159
存货	705	673	635	728	824	营业费用	108	129	131	147	164
其他	768	1,074	1,074	1,088	1,101	管理费用及研发费用	818	885	905	1,017	1,130
<b>流动资产合计</b>	<b>2,083</b>	<b>2,505</b>	<b>4,617</b>	<b>6,328</b>	<b>8,171</b>	财务费用	100	112	153	128	115
长期股权投资	37	39	39	38	38	资产减值损失	60	17	19	18	16
固定资产	8,339	8,422	8,207	7,955	7,708	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	840	600	655	593	81	投资净收益	33	1	0	0	0
无形资产	824	871	848	825	802	其他	106	105	65	95	115
其他	715	628	73	29	29	<b>营业利润</b>	<b>1,349</b>	<b>1,581</b>	<b>1,876</b>	<b>2,356</b>	<b>2,645</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,754</b>	<b>10,560</b>	<b>9,821</b>	<b>9,441</b>	<b>8,658</b>	营业外收入	9	4	5	6	7
<b>资产总计</b>	<b>12,838</b>	<b>13,065</b>	<b>14,438</b>	<b>15,769</b>	<b>16,830</b>	营业外支出	11	17	10	10	10
短期借款	490	938	714	826	770	<b>利润总额</b>	<b>1,347</b>	<b>1,568</b>	<b>1,871</b>	<b>2,352</b>	<b>2,642</b>
应付票据及应付账款	918	628	593	680	769	所得税	139	222	265	333	374
其他	1,186	1,527	1,369	1,442	1,410	<b>净利润</b>	<b>1,208</b>	<b>1,346</b>	<b>1,606</b>	<b>2,019</b>	<b>2,268</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,594</b>	<b>3,093</b>	<b>2,676</b>	<b>2,948</b>	<b>2,949</b>	少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款	1,483	1,113	1,113	1,113	1,113	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,208</b>	<b>1,346</b>	<b>1,607</b>	<b>2,020</b>	<b>2,269</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.45	0.50	0.60	0.75	0.84
其他	1,190	615	534	538	541						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,674</b>	<b>1,728</b>	<b>1,647</b>	<b>1,651</b>	<b>1,654</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,267</b>	<b>4,821</b>	<b>4,323</b>	<b>4,599</b>	<b>4,603</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	8	7	6	5	成长能力					
股本	2,688	2,688	2,686	2,686	2,686	营业收入	10.5%	11.1%	0.3%	15.9%	12.3%
资本公积	1,589	1,681	1,948	1,948	1,948	营业利润	-0.0%	17.2%	18.7%	25.6%	12.3%
留存收益	3,256	3,812	5,419	6,475	7,532	归属于母公司净利润	5.7%	11.5%	19.3%	25.7%	12.3%
其他	37	57	55	55	55	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,570</b>	<b>8,245</b>	<b>10,115</b>	<b>11,170</b>	<b>12,227</b>	毛利率	28.8%	29.4%	33.7%	34.3%	33.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,838</b>	<b>13,065</b>	<b>14,438</b>	<b>15,769</b>	<b>16,830</b>	净利率	14.4%	14.5%	17.2%	18.7%	18.7%
						ROE	16.5%	17.0%	17.5%	19.0%	19.4%
						ROIC	13.5%	13.7%	14.7%	16.1%	16.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	41.0%	36.9%	29.9%	29.2%	27.4%
净利润	1,208	1,346	1,606	2,019	2,268	净负债率	26.4%	29.3%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	807	797	795	835	834	流动比率	0.80	0.81	1.73	2.15	2.77
财务费用	100	112	153	128	115	速动比率	0.53	0.59	1.49	1.90	2.49
投资损失	(33)	(1)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(262)	(465)	93	(69)	(22)	应收账款周转率	121.4	90.9	79.6	84.1	83.8
其它	246	229	389	3	1	存货周转率	9.1	9.5	9.4	10.3	10.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,066</b>	<b>2,017</b>	<b>3,036</b>	<b>2,916</b>	<b>3,197</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(937)	(573)	(524)	(453)	(52)	每股指标(元)					
长期投资	18	3	0	0	(0)	每股收益	0.45	0.50	0.60	0.75	0.84
其他	46	(332)	4	(12)	(10)	每股经营现金流	0.77	0.75	1.13	1.09	1.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>(873)</b>	<b>(902)</b>	<b>(520)</b>	<b>(464)</b>	<b>(62)</b>	每股净资产	2.82	3.07	3.76	4.16	4.55
债权融资	(477)	(500)	(203)	99	(48)	估值比率					
股权融资	79	91	266	0	0	市盈率	20.6	18.4	15.4	12.3	10.9
其他	(992)	(642)	(377)	(980)	(1,383)	市净率	3.3	3.0	2.5	2.2	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,390)</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(314)</b>	<b>(881)</b>	<b>(1,431)</b>	EV/EBITDA	12.2	11.0	9.7	8.3	7.6
汇率变动影响	5	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.0	16.2	13.5	11.1	10.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(192)</b>	<b>62</b>	<b>2,203</b>	<b>1,570</b>	<b>1,704</b>						

资料来源：东方证券研究所



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

