

不断延伸光伏产业链，进军电子消费玻璃领域

首次覆盖报告

◆ 光伏减反玻璃先驱者，不断延伸产业链：

公司成立于2006年9月，于2011年10月在深圳证券交易所中小板发行上市。公司成立伊始就坚持科技创新，研发和生产应用纳米材料在大面积光伏玻璃上镀制减反射膜，是国内最早进入AR镀膜玻璃领域的企业。公司秉持具有前瞻性、持续稳定的发展战略，在确保传统AR镀膜玻璃业务稳定发展的同时，公司逐步向光伏终端应用领域拓展。通过延伸产业链，2013年公司通过跨国技术合作研发了≤2.0毫米超薄物理钢化玻璃并实现量产。同时，超薄双玻光伏组件实现量产。2014年，公司正式进军光伏电站行业。2017年11月，公司收购常州安迪新材料有限公司100%的股权，常州安迪新材料之前主要为公司提供POE产品，此交易进一步完善了公司在超薄双玻组件产品方面的产业链布局。

◆ 超薄双玻组件开启轻量化光伏新时代：

2017年全国光伏发电新增装机达到53GW，远远好于2017年初预期，显示光伏行业持续高景气。得益于分布式的快速发展和度电成本的不断下降，2020年有望实现平价上网，届时光伏行业将由政策补贴驱动转为市场驱动，市场空间进一步打开。

2017年国内双玻组件出货量约达到2GW,全球出货量达3GW左右，仅占组件全球出货量的3%。与单面电池片相比，双玻双面组件可以实现8%-30%的发电量增益，未来势必也会带动双玻组件对传统组件的替代效应，双玻组件替代空间巨大。公司开发的超薄双玻组件凭借轻量化优势比双玻组件更适合分布式光伏市场，未来市场前景广阔。公司作为组件轻量化浪潮的引领者，有望凭技术先发优势在双玻组件市场占据较大份额，成为公司业绩增长的主要驱动力。

◆ 进军电子消费玻璃领域，2018年有望量产：

公司在电子消费玻璃领域重点布局大尺寸新型显示面板用超薄盖板玻璃和导光板产品。目前多家知名电视机厂商，包括京东方主动与公司联系洽谈业务，并且送样及检测，预计2018年电子玻璃相关产品将会有一定规模的量产，从而成为公司新的业绩增长点。

◆ 看好公司将出现业绩拐点，暂时不给予评级：

2017年公司正处于业绩低点，看好2018年将出现业绩拐点。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.13、0.42和0.63元。当前股价对应17-19年分别为134、42和28倍。首次覆盖，暂时不予评级。

◆ 风险提示：超薄双玻组件业务不及预期，电子消费玻璃业务发展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1092	1,396	1,934	2,685	3,367
增长率(%)	26.6	27.8	38.5	38.8	25.4
净利润(百万元)	54.6	17	21	67	100
增长率(%)	44.3	-68.7	24.0	215.6	50.5
毛利率(%)	15.9	14.6	13.0	14.6	15.7
净利率(%)	5.0	1.2	1.1	2.5	3.0
ROE(%)	2.5	0.8	1.0	3.0	4.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.11	0.13	0.42	0.63
P/E(倍)	51.93	166.2	134.0	42.5	28.2
P/B(倍)	1.31	1.3	1.3	1.3	1.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

中性（首次评级）

分析师

开文明 (执业证书编号：S0280517100002)
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn

联系人

刘华峰 (执业证书编号：S0280116120013)
021-68865595
liuhuafeng@xsdzq.cn

市场数据 时间 2018.02.23

收盘价(元) :	17.71
总股本(亿股) :	1.6
总市值(亿元) :	28.34
近3月换手率 :	37.51%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.5	-31.46	-69.01
绝对	-18.05	-35.6	-52.88

相关研报

目 录

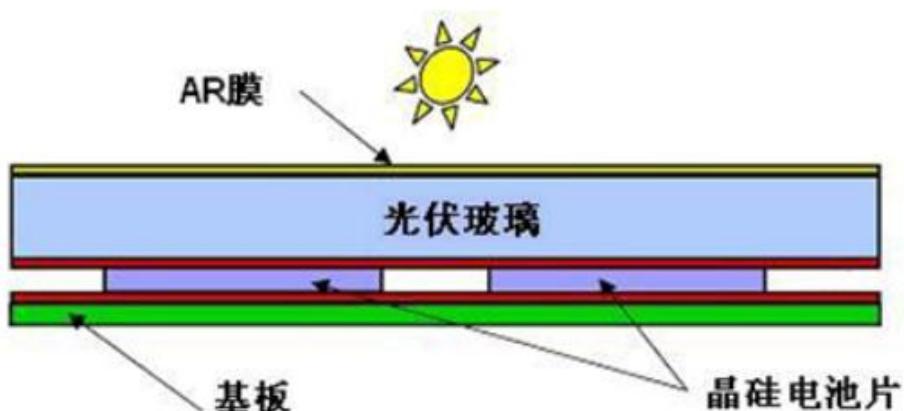
1、光伏减反玻璃先驱者，不断延伸产业链	3
1.1、公司简介	3
1.2、主营业务情况	3
1.3、光伏玻璃价格逆势上涨，业绩有望改善	4
1.4、光伏产业链延伸，围绕超薄双玻组件打造业绩新亮点	5
1.5、专注超薄玻璃，跨产业布局新领域	6
2、超薄双玻组件开启轻量化光伏新时代	6
2.1、光伏行业景气度持续，未来成长空间巨大	6
2.2、2018 上网电价政策落地，好于预期	7
2.3、双玻组件优势明显，替代空间巨大	7
2.4、超薄双玻组件引领组件轻量化浪潮	8
2.5、收购 POE 生产商，完善组件产业链布局	10
3、进军电子消费玻璃领域，2018 年有望量产	11
4、看好公司将出现业绩拐点，暂时不予评级	12
附：财务预测摘要	13
图表目录	14

1、光伏减反玻璃先驱者，不断延伸产业链

1.1、公司简介

公司成立于2006年9月，于2011年10月在深圳证券交易所中小板发行上市。公司成立伊始就坚持科技创新，研发和生产应用纳米材料在大面积光伏玻璃上镀制减反射膜，是国内最早进入AR镀膜玻璃领域的企业，也是《太阳能光伏用减反射膜玻璃》行业标准和《光伏玻璃镀膜》国际标准的主要起草单位。

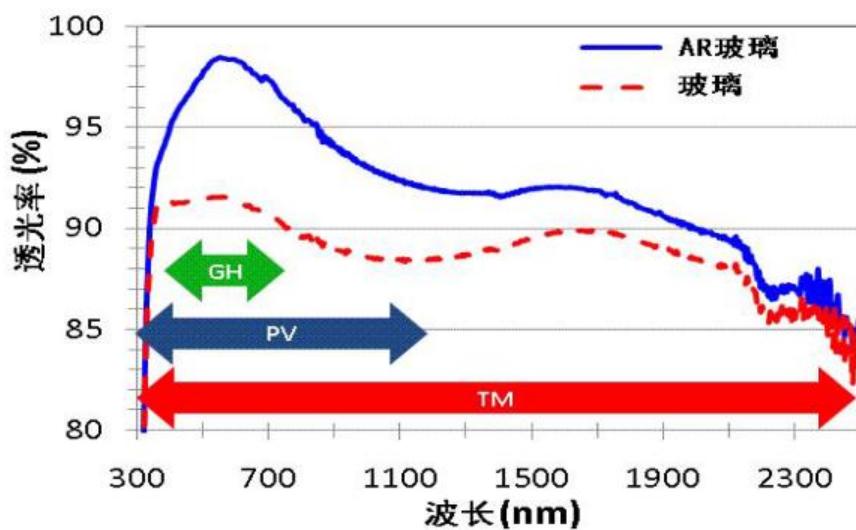
图表1：AR镀膜玻璃示意图



资料来源：亚玛顿招股说明书、新时代证券研究所

与普通光伏玻璃相比，公司的AR玻璃在有效保持了光伏玻璃基本特性的基础上，使可见光透光率提高2.5%以上，进而可提高晶体硅光伏电池组件输出功率。

图表2：AR玻璃透光率优势



注：GH表示温室、PV表示光伏电池组件、TM表示光热系统。

资料来源：亚玛顿招股说明书、新时代证券研究所

1.2、主营业务情况

2016年公司收入保持较为稳定的增长，实现营业总收入139,584.61万元，同比增长27.81%；实现归母净利润1705.40万元，同比减少68.74%。2017年H1，

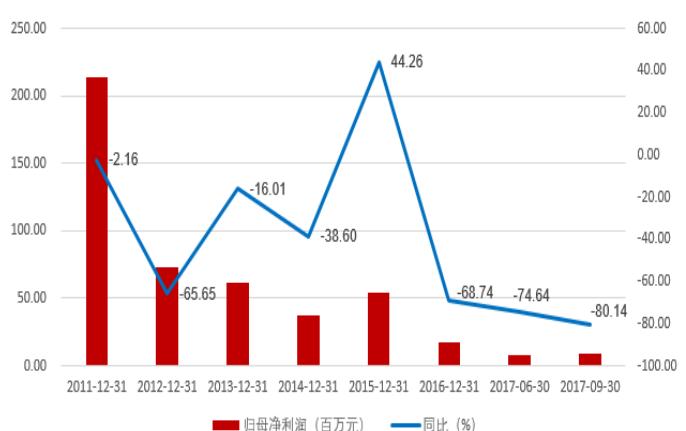
公司实现营业总收入 83,370.34 万元，同比增长 6.45%；实现归母净利润 761.39 万元，同比减少 74.64%；2017 年 Q1-Q3 营业总收入为 127,200.08 万元，同比增长 14.07%；实现归母净利润为 903.20 万元，同比减少 80.14%。公司归母净利润下滑的主要原因是竞争激烈导致 AR 玻璃毛利率下降；同时，公司超薄双玻组件由于受到电池片价格影响，毛利率低于预期；电站建设前期资金量需求较大导致公司融资费用大幅度增加。预计后期随行业供需结构好转，AR 光伏玻璃毛利有望止跌回升。

图表3：公司营业收入数据



资料来源：wind、新时代证券研究所

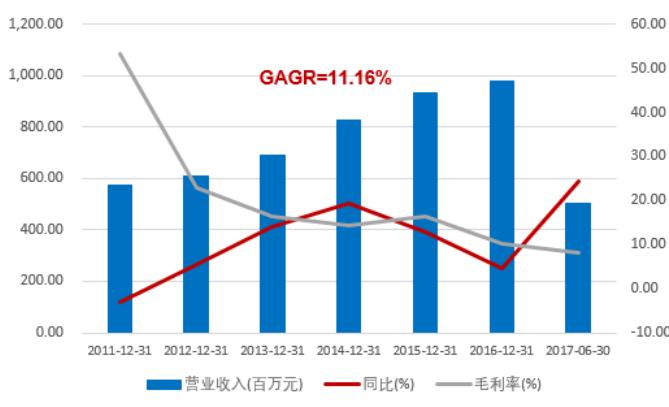
图表4：公司归母净利润数据



资料来源：wind、新时代证券研究所

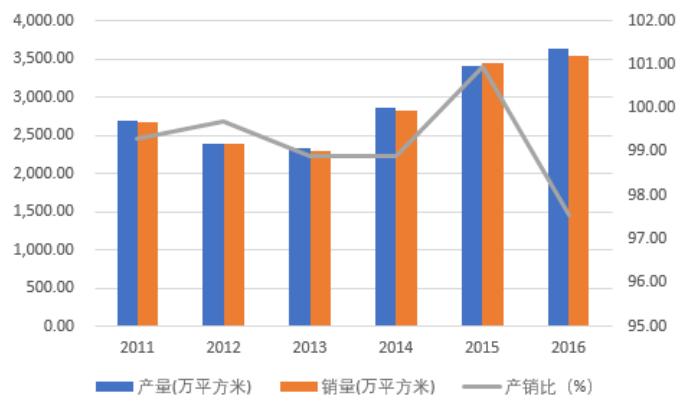
从 2011 年到 2016 年，公司 AR 玻璃营业收入保持 11.16% 的复合增速，有力支撑了公司营收业绩，产销比常年维持在 1 附近，库存控制较好。

图表5：公司 AR 玻璃营业收入、增速



资料来源：wind、新时代证券研究所

图表6：公司 AR 玻璃产销量



资料来源：wind、新时代证券研究所

1.3、光伏玻璃价格逆势上涨，业绩有望改善

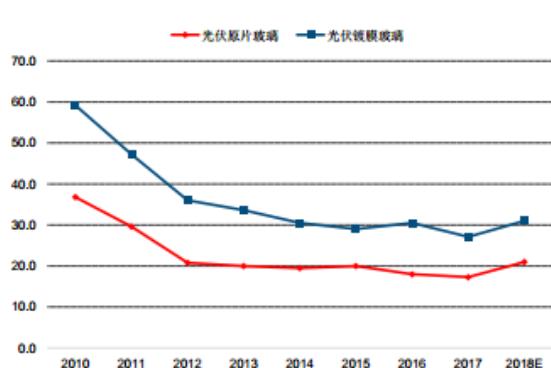
2017 年 Q4 以来，光伏玻璃供需偏紧，2018 年初，在一季度是光伏行业淡季的前提下，光伏玻璃的价格逆势上涨，目前的光伏玻璃的价格在 31 元每平米以上。

2018 年 1 月以来国内光伏玻璃市场维持上涨行情，AR 玻璃涨幅相对较高，原片小涨，对于公司采购原片加工制成 AR 玻璃的模式较为有利。天然气燃料紧缺，以及环保政策双重影响，多省份企业依然执行限产，但较 2017 年 12 月已有小幅缓解。2018 年 1 月唐山金信 700t/d 新窑炉生产逐步正常化，安徽凤阳福莱特 1000t/d、安徽盛世新能源 650t/d 于中下旬以后陆续出良品，江苏索拉特 250t/d 技改完成并点火，市场整体供应量有所放大，但较当前需求，依然处于比较紧张状态，

对当前价格起到有效支撑。

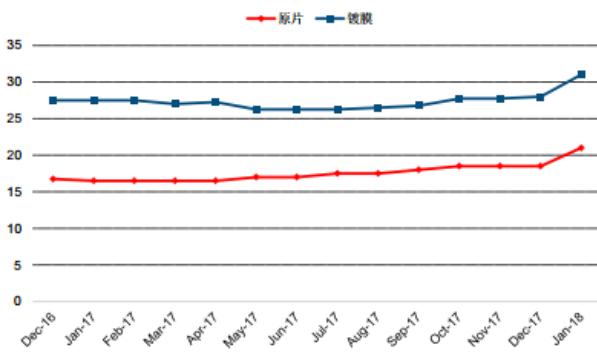
2018年1月初开始新单价格陆续上调,3.2mm原片小单普遍上涨1元/平方米至22元/平方米,大单上涨较缓,加之前期部分未交付订单仍在走货,至1月底平均价格在21元/平方米左右,环比涨3.70%左右,同比28.83%。3.2mm镀膜普遍上涨2-4元/平方米不等,主流价格31元/平方米左右,环比上涨9.81%左右,同比涨12.73%。在燃料成本高位、供应偏紧以及订单充足等因素支撑下,市场涨势较统一,预计公司业绩有望改善,毛利率得以修复。

图表7：历年光伏玻璃价格变化（元/平方米）



资料来源：卓创资讯、新时代证券研究所

图表8：一年以来光伏玻璃价格月度变化（元/平方米）

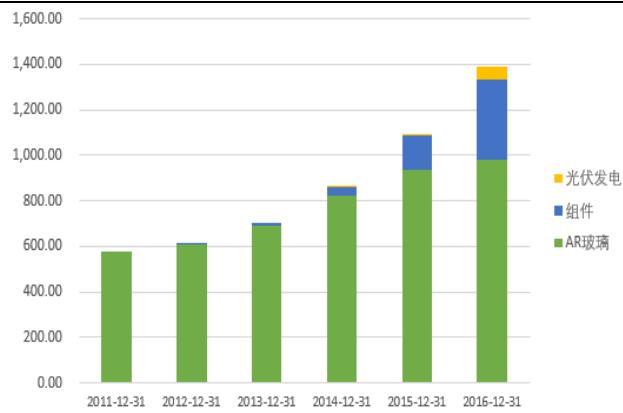


资料来源：卓创资讯、新时代证券研究所

1.4、光伏产业链延伸，围绕超薄双玻组件打造业绩新亮点

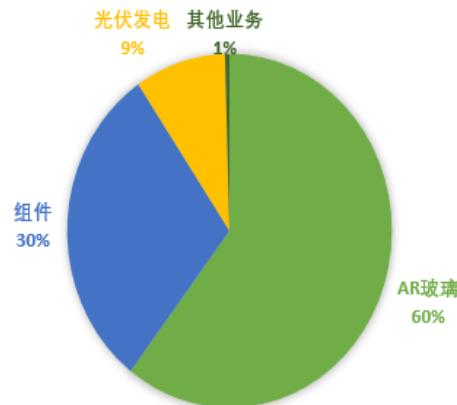
公司秉持具有前瞻性、持续稳定的发展战略，在确保传统AR镀膜玻璃业务稳定发展的同时，公司逐步向光伏终端应用领域拓展。通过延伸产业链，2013年公司通过跨国技术合作研发了≤2.0毫米超薄物理钢化玻璃并实现量产。同时，超薄双玻光伏组件实现量产。2014年，公司正式进军光伏电站行业。目前，公司累计在建及并网太阳能光伏电站项目容量为300MW左右，取得了良好的业绩，给公司带来了稳定的利润。公司于2017年11月收购常州安迪新材料有限公司100%的股权，常州安迪新材料之前主要为公司提供POE产品，此交易进一步完善了公司在超薄双玻组件产品方面的产业链布局。

图表9：近年来主营业务收入构成（百万元）



资料来源：wind、新时代证券研究所

图表10：2017H1 主营业务占比



资料来源：wind、新时代证券研究所

1.5、专注超薄玻璃，跨产业布局新领域

除光伏产业链纵向延伸外，公司作为国内唯一一家能够生产≤2mm 轻质物理强化玻璃的企业，继续致力于往更薄玻璃应用领域的研究，并在薄玻璃上进行其他技术的研发和创新，跨产业布局电子消费类和新能源汽车等领域，主要包括多功能轻质强化光电玻璃生产线项目以及大尺寸新型显示面板用超薄玻璃基板项目，并拓展新能源汽车领域，解决轻量化需求。

图表11：产业布局



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

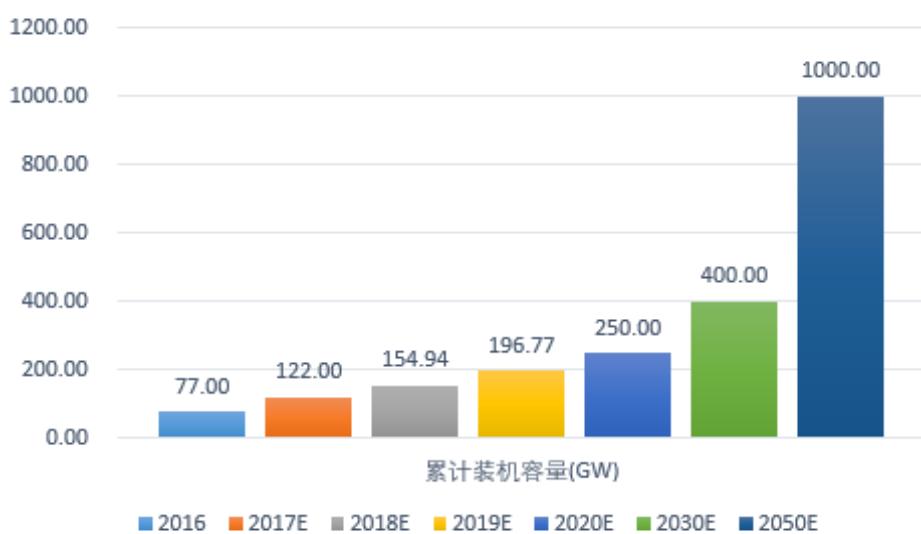
2、超薄双玻组件开启轻量化光伏新时代

2.1、光伏行业景气度持续，未来成长空间巨大

2017年全国光伏发电新增装机容量达到53GW，远远好于2017年初预期，显示光伏行业持续高景气。

根据国家《太阳能发展“十三五”规划》，到2020年底，我国光伏发电装机容量将达到250GW左右，同时根据《中国可再生能源发展路线图2050》的预测，到2030年和2050年，我国光伏发电装机容量将分别达到400GW和1,000GW。2025年太阳能光伏实现全面平价上网，2030年以后，太阳能光伏发电将成为主要的替代电源之一；2050年之后，太阳能光伏发电将成为主导电源之一。

图表12：我国光伏累计装机容量预测



资料来源：中国可再生能源发展路线图 2050、新时代证券研究所

根据RE21最新发布的全球可再生能源现状报告，2016全球光伏发电量占比为1.5%，理论上在不配套储能的情况下，发电量占比能实现20%左右，行业存在

10倍以上的空间，如果未来储能成本快速下降实现经济性，空间会更大。

得益于分布式的快速发展和度电成本的不断下降，2020年有望实现平价上网，届时光伏行业将由政策补贴驱动转为市场驱动，市场空间进一步打开。

2.2、2018 上网电价政策落地，好于预期

2017年12月19日，国家发改委发布2018年光伏发电项目价格政策，降低2018年1月1日之后投运的光伏电站标杆上网电价，I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.55元、0.65元、0.75元（含税）。2018年1月1日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.37元（含税）。采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行。村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价、户用分布式光伏扶贫项目度电补贴标准保持不变。好于预期的下调幅度将促进2018年光伏行业的发展。

我国正式调降2018年度的光伏补贴，且自2019年度起将严格执行当年度补贴，今年将是最后一个“630”，原本应于2019年6月30日之前的装机容量将提前于今年释放。2018年“630”和“1231”两波抢装潮将更加猛烈，叠加光伏领跑者指标，2018年国内光伏行业会继续保持强劲势头。

图表13：光伏电价标准

资源区	2017		2018		
	光伏电站标杆上网电价+全额上网分布式标杆上网电价	自发自用分网电价	光伏电站标杆上网电价	普通电站	村级光伏扶贫电站
	普通项目	分布式光伏扶贫项目			
I类资源区	0.65	0.42	0.55	0.65	0.37
II类资源区	0.75	0.42	0.65	0.75	0.37
III类资源区	0.85	0.42	0.75	0.85	0.37

资料来源：发改委、新时代证券研究所

I类资源区：宁夏，青海海西，甘肃嘉峪关、武威、张掖、酒泉、敦煌、金昌，新疆哈密、塔城、阿勒泰、克拉玛依，内蒙古除赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔以外地区。

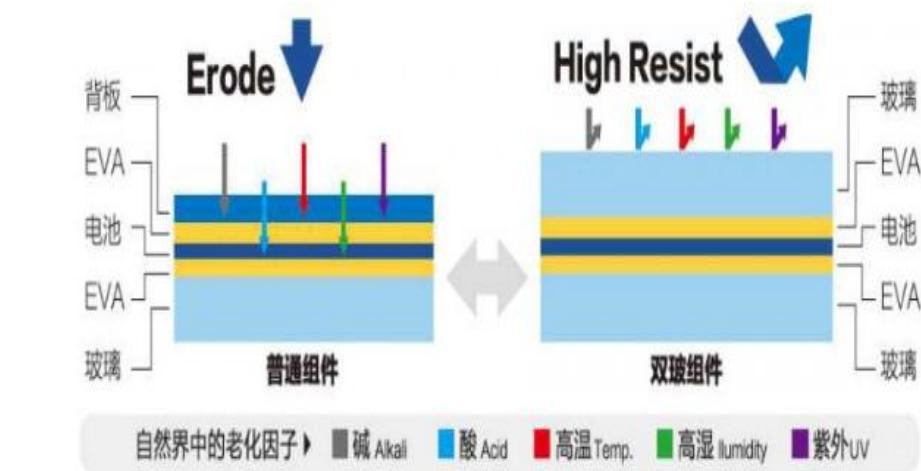
II类资源区：北京，天津，黑龙江，吉林，辽宁，四川，云南，内蒙古赤峰、通辽、兴安盟、呼伦贝尔，河北承德、张家口、唐山、秦皇岛，山西大同、朔州、忻州、阳泉，陕西榆林、延安，青海、甘肃、新疆除I类外其他地区。

III类资源区：除I类、II类资源区以外的其他地区。

2.3、双玻组件优势明显，替代空间巨大

双玻光伏组件，是指由两片玻璃和太阳能电池片组成复合层，电池片之间由导线串、并联汇集到引线端所形成的光伏电池组件。双玻光伏组件在光伏电站实际应用中发电量高、可有效减少蜗牛纹的产生、降低PID衰减、延长组件的生命周期、耐候性较好、环保易回收。其中最大的优势是使用寿命较长。传统组件使用寿命一般为25年，而双玻组件使用寿命可达到30年。

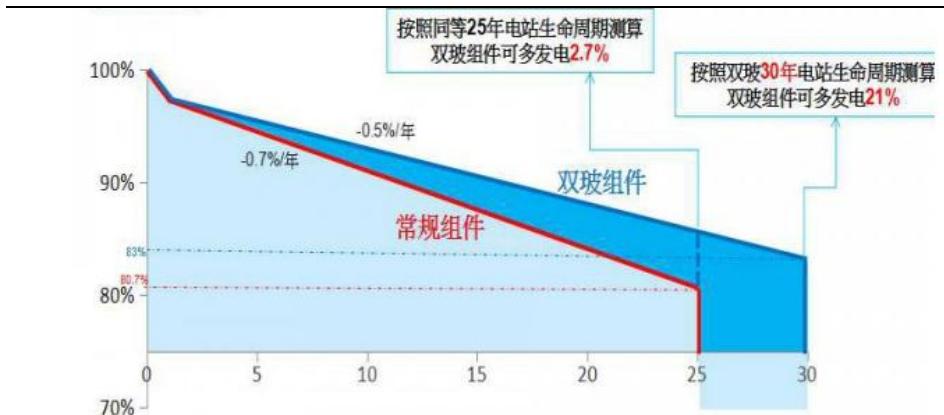
图表14： 双玻组件优势



资料来源：索比光伏网、新时代证券研究所

根据天合光能测算，每年损耗不超过：第一年损耗为 2.5%，此后每年损耗 0.5%，从质保日开始后第 30 年的功率输出效率不低于 83%。按照同等 25 年电站生命周期测算双玻组件可多发电 2.7%，按双玻组件 30 年电站生命周期测算双玻组件可多发电 21%，优势明显。

图表15： 天合光能测算示意图

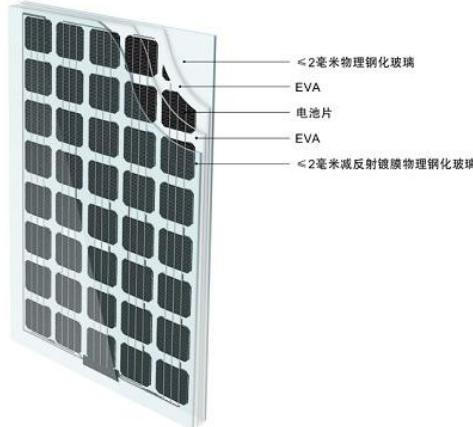


资料来源：天合光能、索比光伏网、新时代证券研究所

2017 年国内双玻组件出货量约达到 2GW, 全球出货量达 3GW 左右，仅占组件全球出货量的 3%。随着光伏技术的进步和“领跑者”计划的深入推进，中国光伏行业开始进入高效产品比拼的时代，各类高效组件技术层出不穷。其中双玻双面组件凭借自身的高发电量优势受到了行业的认可与青睐。与单面电池片相比，双玻双面组件可以实现 8%-30% 的发电量增益（取决于不同背面反射条件）。未来势必也会带动双玻组件对传统组件的替代效应，双玻组件替代空间巨大。

2.4、超薄双玻组件引领组件轻量化浪潮

公司通过引进国外的先进设备与自动化控制技术，结合自身原本就具有优势的光伏玻璃镀膜材料技术与经验，开发出了轻量化、使用寿命长的超薄双玻太阳能电池组件。目前公司拥有成熟≤2mm 超薄钢化玻璃基板规模化生产能力，可使组件总厚度缩减到 5mm 左右，太阳光透过率高、电池组件输出功率提高 2.5% 以上，同时具有耐候性好、膜基结合牢固、表面自清洁等优点。该组件可应用于光伏建筑一体化、大型光伏电站、光伏扶贫和特殊领域的双玻组件应用，例如渔光互补、沙漠电站、滩涂电站以及农业温室光伏项目等领域。

图表16：超薄双玻组件

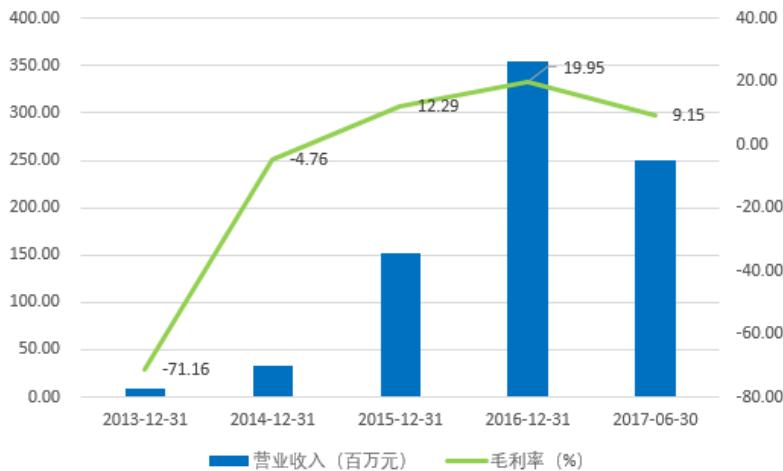
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

双玻组件这一前瞻性的产品在近年来光伏行业的发展中得到了越来越多的重视，双玻组件的市场也越发明朗，公司开启了一个轻量化光伏新时代，研发成功使用1.6毫米钢化玻璃为基板的世界轻量化4毫米厚双玻组件，并正在更进一步挑战3毫米厚超薄双玻组件。相比普通双玻组件，公司超薄双玻组件整体重量保持在8.5-12kg/m²，有效降低了建筑结构的载重负担，对于大多数仓库，车棚，露台，温室等屋顶结构承重要求不高，可以使得更多的屋顶适用于建设屋顶电站。

2018年1月1日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准仅降低0.05元。村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价、户用分布式光伏扶贫项目度电补贴标准保持不变。国家陆续出台扶持和鼓励分布式发电以及光伏扶贫的相关政策，将使分布式光伏发展大幅提速，由于公司超薄双玻组件应用在分布式发电领域中轻量化，低衰减，自清洁等不可替代的优势，为公司超薄双玻组件的推广提供了新的市场机会。

从2013年到2016年，公司双玻组件销量复合增长率达227.69%，营业收入复合增速达243.63%。2016年双玻组件销量突破100MW，达到107.32MW，实现营业收入35,402.47万元，同比增长133.36%。2017年H1实现营业收入25,076.71万元，但是毛利率由19.95%降至9.15%，主要是由于2017年公司扩产后超薄双玻组件产能由450MW大幅增加至1200MW，产能利用率不足，单位成本较高，同时原材料和电池片价格的影响，导致组件毛利率较低。随着后续双玻组件持续放量以及加大新客户的开发力度，公司毛利率将恢复正常水平。

图表17：公司双玻组件营业收入、毛利率情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

考虑光伏产业未来的增速以及传统组件替代的双重拉动，假设：双玻组件占整个晶硅组件市场比例由目前的3%提升至5%（2018年）、7%（2019年）和9%（2020年）。根据国内外机构和对国内龙头企业调研，预期2018、2019、2020年晶硅组件价格分别降到2.5元/W、2.3元/W和2.1元/W。根据测算，预计2018、2019、2020年双玻组件市场空间分别为136.25亿元、201.25亿元、264.60亿元。超薄双玻组件凭借轻量化优势更适合分布式光伏市场，未来市场前景广阔，公司作为组件轻量化浪潮的引领者，有望凭技术先发优势在双玻组件市场占据较大份额，成为公司业绩增长的主要驱动力。

图表18：2016-2020年全球双玻组件市场空间

项目	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
全球晶硅组件新增产量 (GW)	75.4	100	109	125	140
单价 (元/W)	3.3	2.8	2.5	2.3	2.1
全球晶硅组件市场规模 (亿元)	2488.20	2800.00	2725.00	2875.00	2940.00
双玻组件占比		3%	5%	7%	9%
双玻组件市场规模 (亿元)		84.00	136.25	201.25	264.60

资料来源：Solarzoom、新时代证券研究所

2.5、收购POE生产商，完善组件产业链布局

公司于2017年11月收购常州安迪新材料有限公司100%的股权，常州安迪新材料之前主要为公司提供POE产品，此交易进一步完善了公司在超薄双玻组件产品方面的产业链布局。

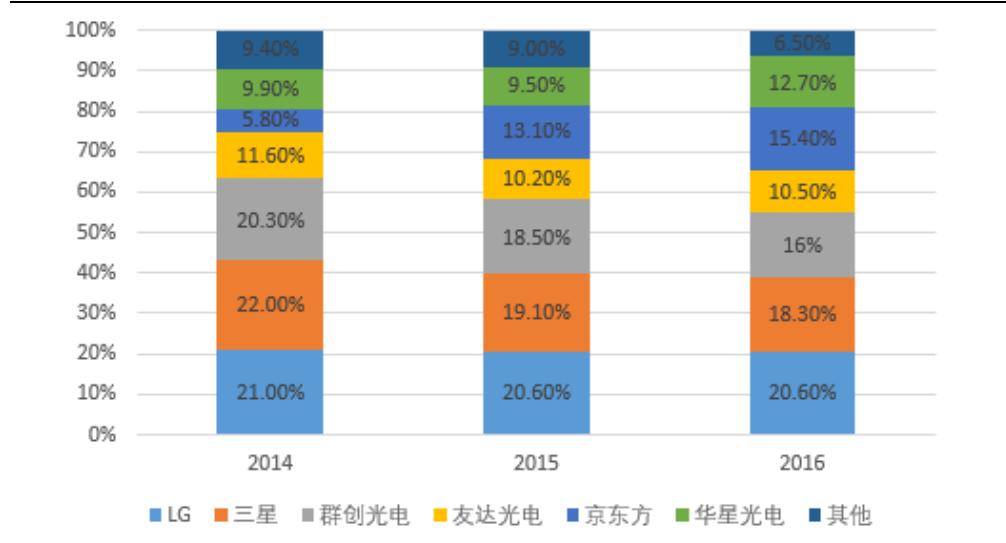
POE胶膜作为光伏组件的封装材料具有高水汽阻隔性率、高可见光透过率、高体积电阻率、优秀的耐候性能和长久的抗PID性能等优良特性，另外该产品独特的高反射性能，能够提高组件对太阳光的有效利用率，有助于增加组件的功率，并能够解决组件层压后的白色胶膜溢胶问题，可有效替代EVA。由于POE目前主要应用于双玻组件，因此随着双玻组件市场份额的不断提升，POE产品的需求也将不断提升。2017年产能为650万平方米，2018年预计扩产至1500万平方米。公司的POE产品在满足自用需求的同时还将进一步扩大产能实现对外销售，从而增强公司的盈利能力。

3、进军电子消费玻璃领域，2018年有望量产

信息业是当今发展最快、最具活力且最有经济前景的行业之一，信息显示、信息处理和信息传输并列为信息业的三大支柱产业。信息显示在市场规模快速上涨的同时，高清晰、大屏化已经成为一个发展趋势。液晶显示屏的物理分辨率已经达到3840*2160（4K 2K 显示），在此分辨率下，观众将可以看清画面中的每一个细节、特写，它的清晰度是全高清的4倍、高清的9倍。随着全球电子产业的发展，平板显示器的主要下游产品仍将呈现出持续发展的局面，尤其是智能手机、平板电脑、平板电视、液晶显示器等新兴电子产品的兴起，将会极大地带动平板显示器及相关产业的市场需求，为平板显示产业及上下游延伸行业的发展提供更好的市场契机。

当前，韩国市场份额由于技术升级及生产策略调整影响略有滑落，但整体依然处于行业领头位置；中国台湾市场份额整体表现稳定；日本市场占有率较90年代下滑明显，其国内厂商日渐式微，市场占有率处于较低位置。而随着我国大陆新产线的密集投放，全球液晶显示面板市场份额不断向我国大陆转移，且保持了较高增长趋势，同时也培育了京东方、华星光电、深天马等一批液晶显示行业龙头企业。

图表19：全球液晶显示面板厂商市场份额变化情况



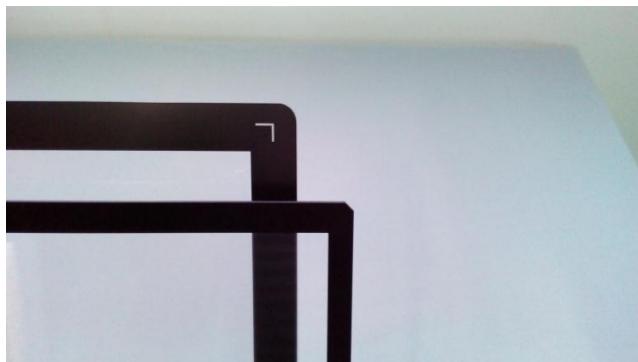
资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

公司在电子消费玻璃领域重点布局大尺寸新型显示面板用超薄盖板玻璃和导光板产品。盖板玻璃即保护玻璃，是显示触控器件的一个重要组成部分，其主要任务是保护LCD、保持良好的透光性、装饰显示触控器件外观。公司盖板玻璃表面光洁度高，硬度高，强度高，抗划伤能力强等特点十分适合做大面板显示器盖板。受韩国厂商收缩产能影响，2017年全球大尺寸面板产能面积预估达2.47亿平方米，年增长仅1.3%，为近三年来增幅最少的一年。不过，2018年至2020年将有六条10.5代线产能陆续开工，将带动产能面积快速增长，预期2018年至2020年大尺寸面板产能面积成长率每年将以8%至9%的速度增加，到2020年，总面积将达3.18亿平方米。大尺寸面板的快速成长以及国产面板的进口替代为公司盖板玻璃提供良好的机遇期。

导光板产品是公司在电子领域新的尝试，公司自主研发新型玻璃导光板能够更好的适应客户需求。相比较亚克力导光板，新型玻璃导光板有良好的导光性，适用于任何光源，光转化率高，同等面积发光效率高，功耗低，可根据客户需求进行定制，工艺成熟，产品质量可靠。公司具有2mm以下超薄玻璃物理钢化生产线和全

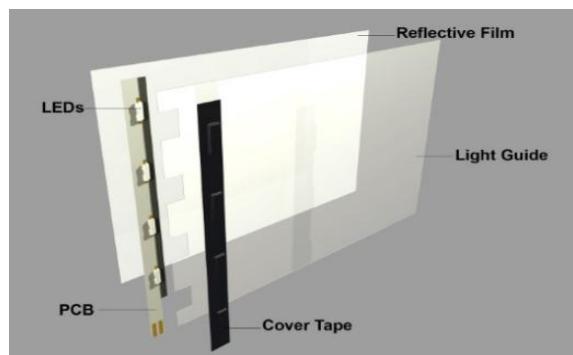
自动精密玻璃生产线，比传统加工方法快 20 倍。由于 OLED 不需要独立光源，LCD 需要光源及其它组件，所以 LCD 电视一般比 OLED 电视厚。为尽可能削减面板厚度，目前很多国际大厂均准备将玻璃导光板用于 LCD 电视面板上，以在高端市场追赶 OLED。

图表20：盖板玻璃示意图



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图表21：导光板示意图



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

由于公司初涉电子玻璃领域，前期生产设备调试安装以及市场推广时间较长，同时，前期推广产品受到客户产品结构调整的影响，以致于需要根据客户需求重新进行导入从而影响整个进度。目前多家知名电视机厂商，包括京东方主动与公司联系洽谈业务，并且送样及检测，预计 2018 年电子玻璃相关产品将会有一定规模的量产，从而成为公司新的业绩增长点。

4、看好公司将出现业绩拐点，暂时不予评级

2017 年公司正处于业绩低点，看好 2018 年将出现业绩拐点。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.13、0.42 和 0.63 元。当前股价对应 17-19 年分别为 134、42 和 28 倍。首次覆盖，暂时不予评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1175	1624	1732	2040	2667	营业收入	1092	1396	1934	2685	3367
现金	554	769	445	482	690	营业成本	919	1192	1682	2293	2839
应收账款	272	461	549	856	903	营业税金及附加	2	8	12	16	20
其他应收款	4	6	8	11	13	营业费用	32	39	55	76	95
预付账款	22	20	39	42	59	管理费用	83	115	159	221	277
存货	161	133	295	281	437	财务费用	-11	27	8	16	41
其他流动资产	161	235	396	368	564	资产减值损失	-6	14	0	0	0
非流动资产	1494	2657	2967	3476	3881	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	144	0	-148	-296	-446	投资净收益	-13	3	-2	-3	-4
固定资产	798	1612	2060	2669	3194	营业利润	60	4	16	60	91
无形资产	192	188	207	220	238	营业外收入	11	10	10	11	10
其他非流动资产	361	856	847	883	894	营业外支出	5	1	4	4	3
资产总计	2669	4280	4699	5516	6547	利润总额	66	13	22	67	98
流动负债	463	1456	1959	2810	3849	所得税	12	-4	1	-0	-3
短期借款	112	539	982	1205	2313	净利润	55	17	21	67	101
应付账款	71	415	271	664	493	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他流动负债	280	503	706	941	1043	归属母公司净利润	55	17	21	67	100
非流动负债	49	658	554	459	355	EBITDA	131	175	207	319	436
长期借款	18	619	515	420	316	EPS (元)	0.34	0.11	0.13	0.42	0.63
其他非流动负债	31	39	39	39	39						
负债合计	512	2114	2514	3269	4204	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	160	160	160	160	160	营业收入(%)	26.6	27.8	38.5	38.8	25.4
资本公积	1487	1487	1487	1487	1487	营业利润(%)	65.2	-94.1	349.8	274.0	51.4
留存收益	509	512	531	590	678	归属于母公司净利润(%)	44.3	-68.7	24.0	215.6	50.5
归属母公司股东权益	2157	2166	2185	2247	2343	获利能力					
负债和股东权益	2669	4280	4699	5516	6547	毛利率(%)	15.9	14.6	13.0	14.6	15.7
						净利率(%)	5.0	1.2	1.1	2.5	3.0
						ROE(%)	2.5	0.8	1.0	3.0	4.3
						ROIC(%)	2.0	2.5	1.7	3.3	4.0
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	-40	198	-274	618	-113	资产负债率(%)	19.2	49.4	53.5	59.3	64.2
净利润	55	17	21	67	101	净负债比率(%)	-19.7	20.6	54.0	57.0	89.0
折旧摊销	73	112	139	185	237	流动比率	2.5	1.1	0.9	0.7	0.7
财务费用	-11	27	8	16	41	速动比率	2.2	1.0	0.7	0.6	0.6
投资损失	13	-3	2	3	4	营运能力					
营运资金变动	-174	74	-444	348	-496	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
其他经营现金流	4	-29	0	0	0	应收账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
投资活动现金流	-283	-766	-451	-697	-645	应付账款周转率	13.3	4.9	4.9	4.9	4.9
资本支出	368	829	458	658	555	每股指标 (元)					
长期投资	80	0	148	147	150	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.11	0.13	0.42	0.63
其他投资现金流	165	63	154	108	59	应收账款周转率(最新摊薄)	1.40	2.62	-1.71	3.86	-0.71
筹资活动现金流	55	743	-42	-107	-141	每股净资产(最新摊薄)	13.48	13.54	13.66	14.04	14.64
短期借款	21	427	0	0	0	估值比率					
长期借款	18	601	-104	-95	(104)	P/E	51.93	166.15	134.04	42.48	28.23
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.31	1.31	1.30	1.26	1.21
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	18.60	19.0	19.6	13.0	11.4
现金净增加额	-266	184	-768	-186	-899						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: AR 镀膜玻璃示意图.....	3
图表 2: AR 玻璃透光率优势.....	3
图表 3: 公司营业收入数据.....	4
图表 4: 公司归母净利润数据.....	4
图表 5: 公司 AR 玻璃营业收入、增速.....	4
图表 6: 公司 AR 玻璃产销量.....	4
图表 7: 历年光伏玻璃价格变化 (元/平方米)	5
图表 8: 一年以来光伏玻璃价格月度变化 (元/平方米)	5
图表 9: 近年来主营业务收入构成 (百万元)	5
图表 10: 2017H1 主营业务占比	5
图表 11: 产业布局	6
图表 12: 我国光伏累计装机容量预测	6
图表 13: 光伏电价标准	7
图表 14: 双玻组件优势	8
图表 15: 天合光能测算示意图	8
图表 16: 超薄双玻组件	9
图表 17: 公司双玻组件营业收入、毛利率情况.....	9
图表 18: 2016-2020 年全球双玻组件市场空间.....	10
图表 19: 全球液晶显示面板厂商市场份额变化情况	11
图表 20: 盖板玻璃示意图	12
图表 21: 导光板示意图	12

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理
	手机：18801966799
	邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>