



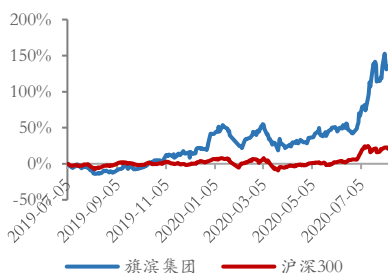
下半年业绩可期，深加工打开成长空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-13

收盘价（元）	8.67
近 12 个月最高/最低（元）	3.1/9.98
总股本（百万股）	2686
流通股本（百万股）	2683
流通股比例（%）	99.88
总市值（亿元）	233
流通市值（亿元）	233

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

事件：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 37.91 亿元，同比减少 6.78%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比减少 2.36%。

主要观点：

Q2 业绩回升明显，原材料价格下行提升盈利水平

受疫情影响，报告期内公司业绩整体小幅下滑，但主要是受 Q1 拖累。据我们测算，公司 2020Q2 单季实现营收 24.92 亿元，同比增长 11.69%；实现归母净利润 3.46 亿元，同比增长 11.91%，业绩回升明显。值得注意的是，2020H1 公司节能建筑玻璃实现营收 4.2 亿元，同比高增 62%。2020H1 公司浮法玻璃原片产量 5839 万重箱，同比减少 58 万重箱；浮法玻璃原片销量 5126 万重箱，同比减少 281 万重箱，与去年同期基本持平，主要受益于 2020Q2 产销的显著增长。以总计营收测算，公司 2020H1 浮法玻璃箱售价 73.95 元，同比小幅降低 1.26 元；而箱毛利达 21.84 元，同比上升 2.01 元。同时，公司 2020H1 实现销售毛利率 29.54%，同比提升 3.17%，主要是受益于成本端纯碱和燃料的价格下行。

费用率方面，公司上半年销售费用率和研发费用率同比基本持平，分别为 1.41% 和 4.18%；管理费用率 6.45%，同比增长 1.77%，主要系报告期修理费及确认的股份支付成本增加所致；财务费用率 2.49%，同比增长 1.14%，主要系报告期汇兑损失同比增加所致。

玻璃行业景气延续，有力支撑公司下半年业绩

2020 年上半年，全国平板玻璃产量 46184 万重箱，同比下降 0.4%，其中 6 月单月产量同比降低 3.9%。全国浮法玻璃在产产能从年初的 9.32 亿重箱下降至 6 月末的 8.95 亿重箱，降幅近 4%，供给端持续收紧。从价格来看，全国浮法玻璃价格自 5 月起强势反弹，目前已从 4 月末的低位上涨超过 22%；并且从 5 月起，全国玻璃产能利用率从 66.45% 回升至目前的近 69%。目前全国玻璃库存仍在持续下降，从 4 月份的高点 5282 万重箱已大幅下降至 8 月初的 4497 万重箱，绝对值仍高于去年同期 12%，但库存下降幅度远超去年同期。当前玻璃库存有进一步下降空间，且受益于需求高涨，我们认为已进入被动去库阶段。

我们认为此轮玻璃涨价是受供需两端共同驱动。相比 2019 年上半年，今年同期浮法玻璃供给端收缩幅度较大，截至 6 月底产能仍在继续缩减。根据卓创资讯数据，今年 6 月份浮法玻璃平均在产产能环比缩减 3.78%，1-6 月份总计冷修或停产产线 15 条，日熔量较 2019 年年底缩减 4140 吨/日。从需求端来看，自今年 Q2 起随着疫情得到控制，被压制的地产需求出现明显反弹。进入下半年，叠加地产的新开工向竣工传导，玻璃的传统旺季景气度有望超越去年同期，涨价预计将维持至四季度，价格或创出年内新高。

伴随旺盛的需求,7月份玻璃供给小幅回升,在产产线净新增6条,日熔量同比增长1.33%、环比增长2.49%,我们认为在当前的需求背景下,影响十分有限。全国整体市场仍将维持供需偏紧、继续去库的态势。

战略规划两翼并举,业务布局推进顺利

公司2019年9月发布《中长期发展战略规划纲要》,明确了2019-2024年的发展战略,提出产品优质化和产品高端化的“两翼并举”。在产品优质化上,公司将全面持续开展多种专项提升计划,做强做优浮法主业;在产品高端化上,公司将加强可转化业务和前瞻性业务的产品线研发能力,最终形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局。

从2020上半年经营情况看,公司战略规划进展顺利,并未因疫情受到明显延后。浮法主业方面,公司加快推进硅砂资源战略,有序推进醴陵砂矿、马来西亚砂矿建设,以及郴州、河源、漳州砂矿后备资源获取工作;在深加工业务方面,公司加快节能建筑玻璃布局和规模扩张,积极推进天津节能、长兴节能及湖南节能二期扩建项目建设。同时,醴陵高性能电子玻璃生产线建成投入商业化运营,中性硼硅玻璃素管及深加工项目建设也正在有序推进。

我们认为,公司以节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃为代表的深加工业务,作为产品升级的重要抓手,将有助于公司顺利实现业务的做大做强,在浮法主业的基础上,打开新的成长空间。

投资建议

公司是国内浮法玻璃龙头,短期来看,玻璃原片主业受益旺盛需求和原材料成本下行,具备较大业绩弹性;中长期来看,公司大力开拓节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃等深加工业务,未来成长空间可期。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为15.25/16.34/17.66亿元,对应EPS分别为0.57/0.61/0.66元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动;地产竣工增速不及预期;新产能投放进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9306	10203	10824	11621
收入同比(%)	11.07%	9.64%	6.09%	7.37%
归属母公司净利润	1346	1525	1634	1766
净利润同比(%)	11.49%	13.23%	7.21%	8.03%
毛利率(%)	29.4%	30.8%	30.2%	29.7%
ROE(%)	16.3%	16.5%	15.9%	15.5%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.61	0.66
P/E	10.95	16.16	15.07	13.95
P/B	1.79	2.67	2.40	2.16
EV/EBITDA	6.63	7.88	9.01	8.35

资料来源:wind, 华安证券研究所

正文目录

1. Q2 业绩回升明显，原材料价格下行提升盈利水平	5
2. 玻璃行业景气延续，有力支撑公司下半年业绩	7
3. 战略规划两翼并举，业务布局推进顺利	9
3.1 公司是我国浮法玻璃龙头企业	9
3.2 深加工业务打开新的成长空间	10
3.3 拟发行可转债，大力扩产节能玻璃	11
4. 盈利预测与投资建议	12
4.1 公司分业务盈利预测	12
4.2 可比公司估值	13
4.3 投资建议	13
5. 风险提示	13
财务报表与盈利预测	14

图表目录

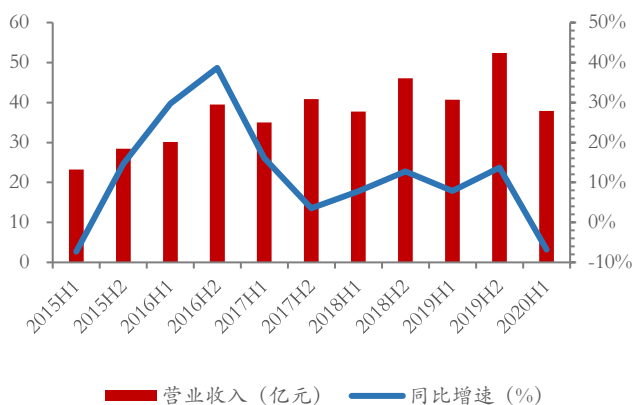
图表 1 公司半年度营收及增速	5
图表 2 公司半年度归母净利润及增速	5
图表 3 公司毛利率和净利率变化情况	5
图表 4 公司 ROE 变化情况	5
图表 5 公司费用率变化情况	6
图表 6 公司净现比变化情况	6
图表 7 公司资本支出变化情况	6
图表 8 公司存货周转天数与应收账款周转天数	6
图表 9 公司半年度玻璃销量情况	7
图表 10 公司半年度箱售价和箱毛利情况	7
图表 11 纯碱价格走势	7
图表 12 石油焦价格走势	7
图表 13 玻璃月度产量走势	8
图表 14 玻璃在产产能情况	8
图表 15 浮法玻璃全国价格走势	8
图表 16 玻璃库存量走势	8
图表 17 房屋新开工面积累计同比增速	9
图表 18 房屋竣工面积累计同比增速	9
图表 19 公司近年来的产能布局情况	9
图表 20 截至 2020H1 公司的重要在建项目情况	10
图表 21 公司 2020 年可转债募投项目情况	12
图表 22 公司收入历史、预测拆分	12
图表 23 可比公司估值表	13

1. Q2 业绩回升明显，原材料价格下行提升盈利水平

受疫情影响，报告期内公司业绩整体小幅下滑，但主要是受 Q1 拖累。据我们测算，公司 2020Q2 单季实现营收 24.92 亿元，同比增长 11.69%；实现归母净利润 3.46 亿元，同比增长 11.91%，业绩回升明显。值得注意的是，2020H1 公司节能建筑玻璃实现营收 4.2 亿元，同比高增 62%。

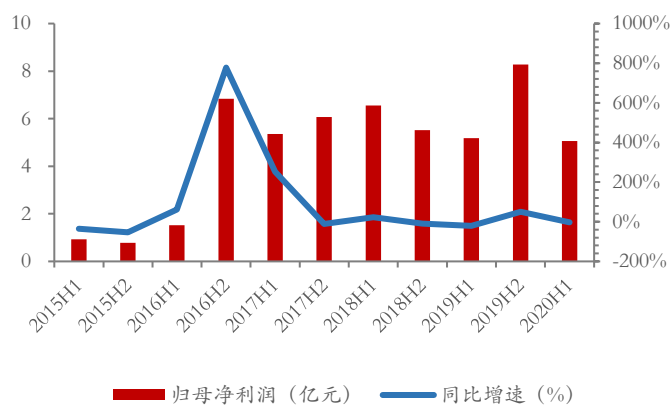
费用率方面，公司上半年销售费用率和研发费用率同比基本持平，分别为 1.41% 和 4.18%；管理费用率 6.45%，同比增长 1.77%，主要系报告期修理费及确认的股份支付成本增加所致；财务费用率 2.49%，同比增长 1.14%，主要系报告期汇兑损失同比增加所致。

图表 1 公司半年度营收及增速



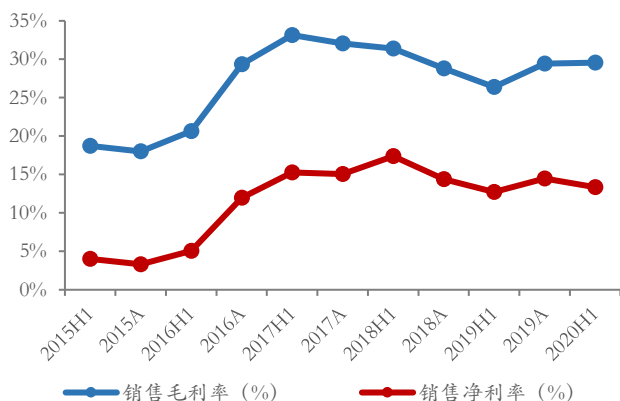
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司半年度归母净利润及增速



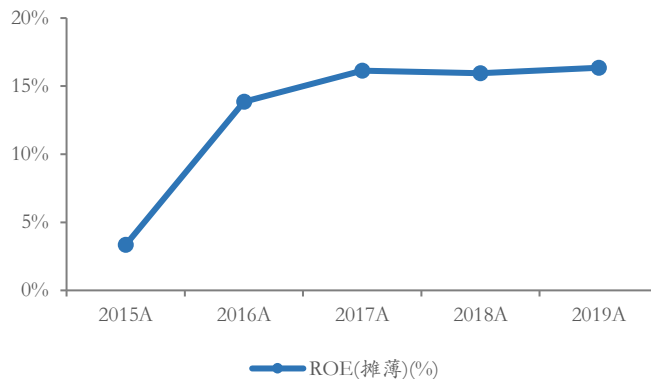
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利率和净利率变化情况



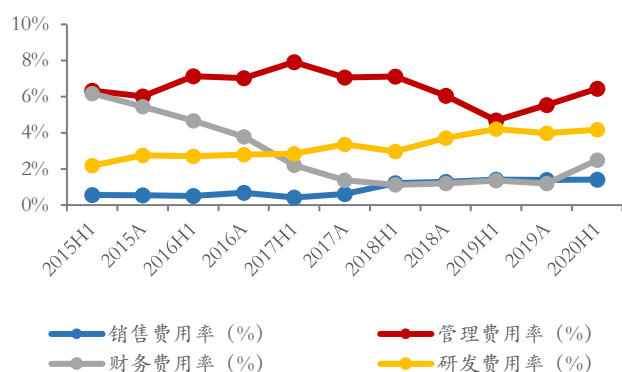
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况



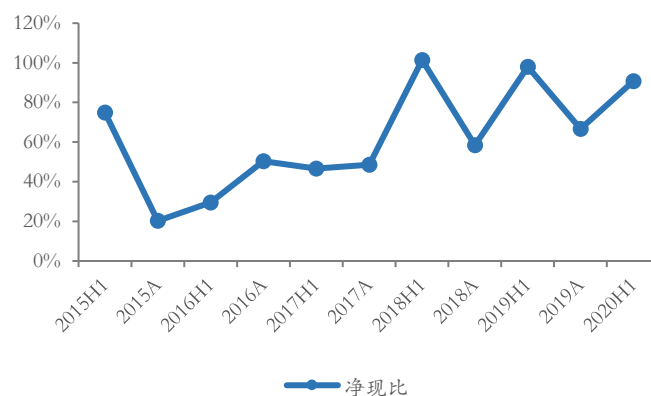
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司费用率变化情况



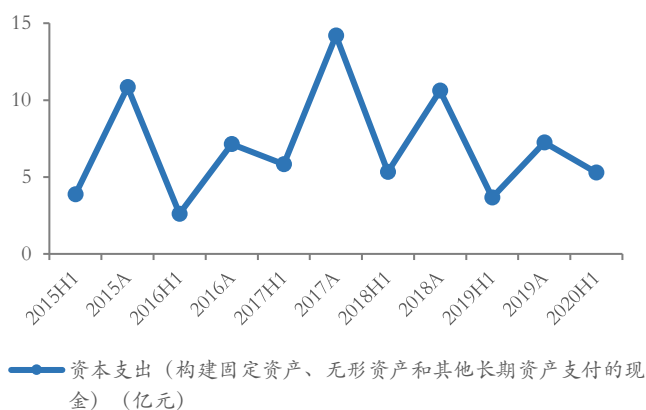
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司净现比变化情况



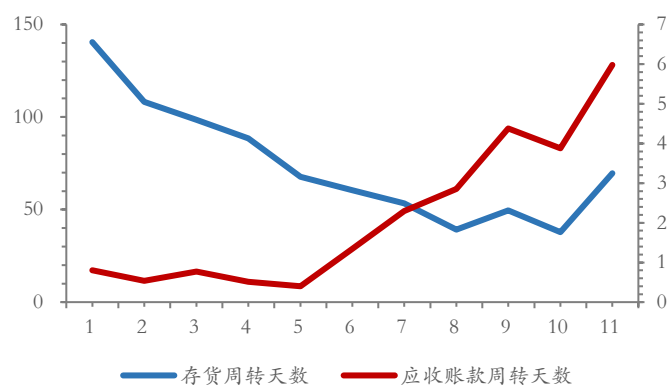
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司资本支出变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

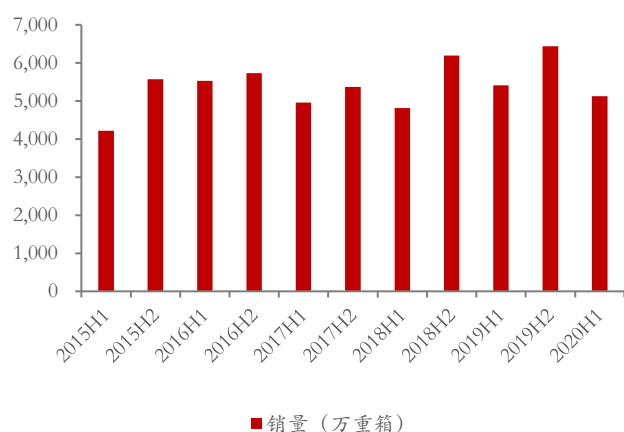
图表 8 公司存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

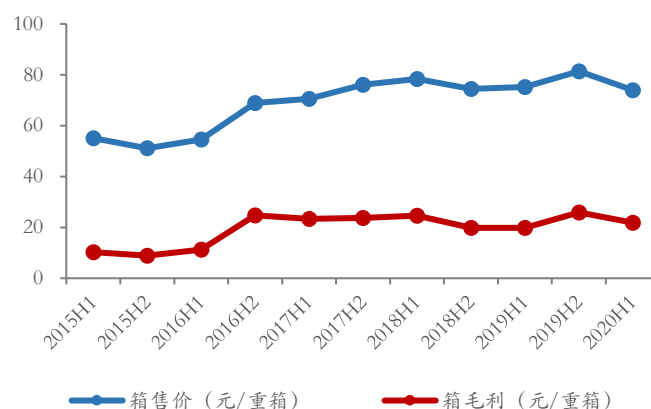
2020H1 公司浮法玻璃原片产量 5839 万重箱, 同比减少 58 万重箱; 浮法玻璃原片销量 5126 万重箱, 同比减少 281 万重箱, 与去年同期基本持平, 主要受益于 2020Q2 产销的显著增长。以总计营收测算, 公司 2020H1 浮法玻璃箱售价 73.95 元, 同比小幅降低 1.26 元; 而箱毛利达 21.84 元, 同比上升 2.01 元。同时, 公司 2020H1 实现销售毛利率 29.54%, 同比提升 3.17%, 主要是受益于成本端纯碱和燃料的价格下行。

图表9 公司半年度玻璃销量情况



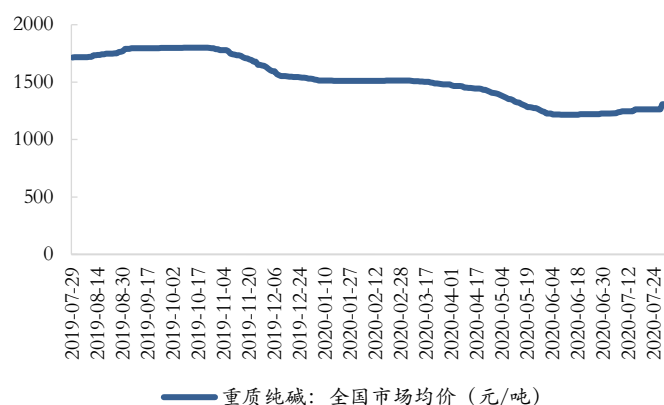
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 公司半年度箱售价和箱毛利情况



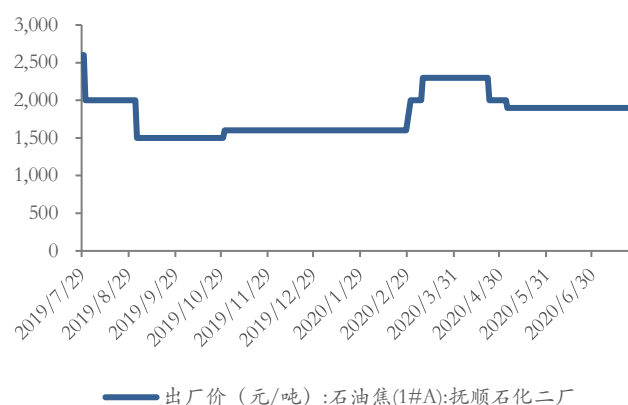
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 纯碱价格走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 石油焦价格走势

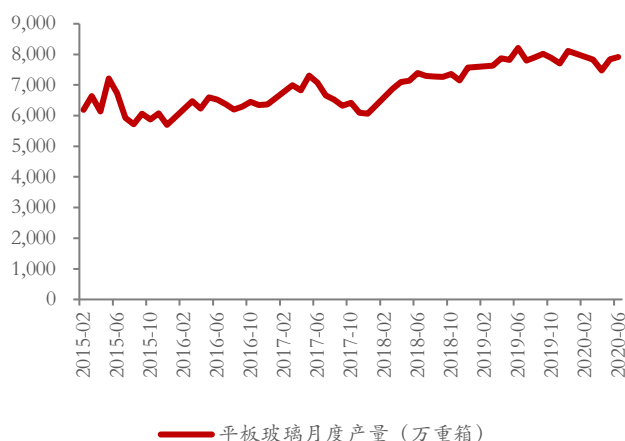


资料来源: wind, 华安证券研究所

2. 玻璃行业景气延续, 有力支撑公司下半年业绩

2020 年上半年, 全国平板玻璃产量 46184 万重箱, 同比下降 0.4%, 其中 6 月单月产量同比降低 3.9%。全国浮法玻璃在产产能从年初的 9.32 亿重箱下降至 6 月末的 8.95 亿重箱, 降幅近 4%, 供给端持续收紧。

图表 13 玻璃月度产量走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

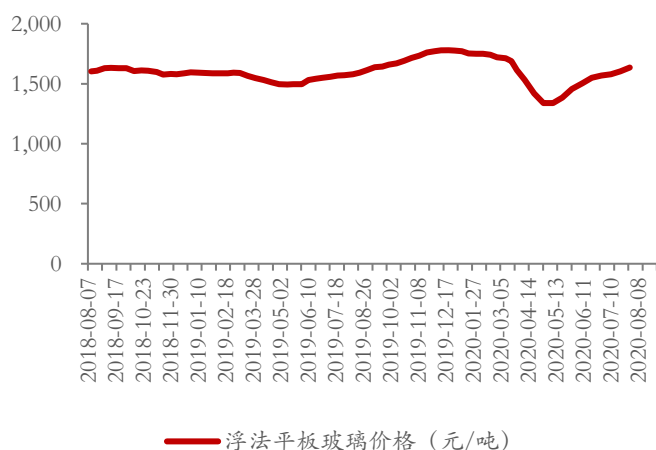
图表 14 玻璃在产产能情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

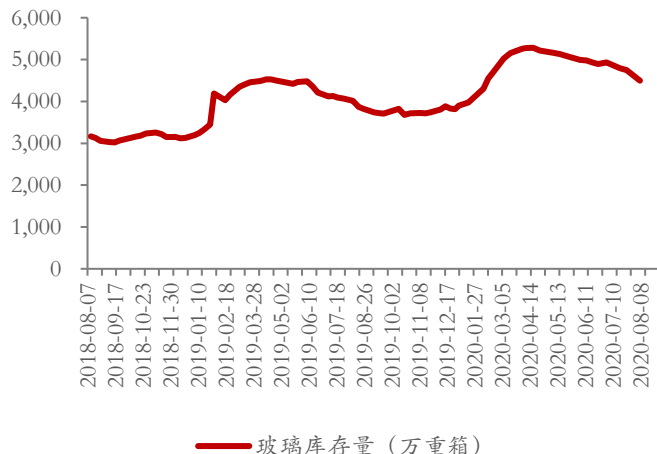
从价格来看, 全国浮法玻璃价格自 5 月起强势反弹, 目前已从 4 月末的低位上涨超过 22%; 并且从 5 月起, 全国玻璃产能利用率从 66.45% 回升至目前的近 69%。目前全国玻璃库存仍在持续下降, 从 4 月份的高点 5282 万重箱已大幅下降至 8 月初的 4497 万重箱, 绝对值仍高于去年同期 12%, 但库存下降幅度远超去年同期。当前玻璃库存有进一步下降空间, 且受益于需求高涨, 我们认为已进入被动去库阶段。

图表 15 浮法玻璃全国价格走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

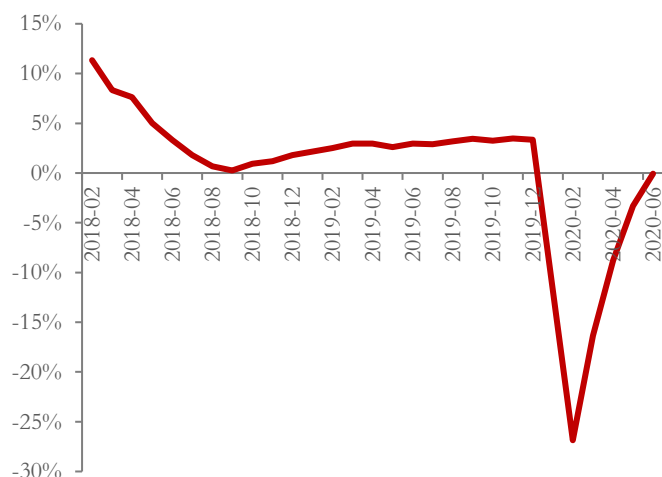
图表 16 玻璃库存量走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

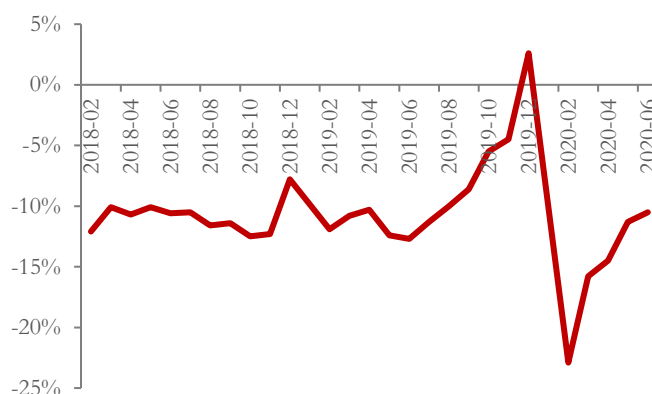
我们认为此轮玻璃涨价是受供需两端共同驱动。相比 2019 年上半年, 今年同期浮法玻璃供给端收缩幅度较大, 截至 6 月底产能仍在继续缩减。根据卓创资讯数据, 今年 6 月份浮法玻璃平均在产产能环比缩减 3.78%, 1-6 月份总计冷修或停产产线 15 条, 日熔量较 2019 年年底缩减 4140 吨/日。从需求端来看, 自今年 Q2 起随着疫情得到控制, 被压制的地产需求出现明显反弹。进入下半年, 叠加地产的新开工向竣工传导, 玻璃的传统旺季景气度有望超越去年同期, 涨价预计将维持至四季度, 价格或创出年内新高。

图表 17 房屋新开工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 18 房屋竣工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

伴随旺盛的需求，7 月份玻璃供给小幅回升，在产产线净新增 6 条，日熔量同比增长 1.33%、环比增长 2.49%，我们认为在当前的需求背景下，影响十分有限。全国整体市场仍将维持供需偏紧、继续去库的态势。

3. 战略规划两翼并举，业务布局推进顺利

3.1 公司是我国浮法玻璃龙头企业

公司是我国最大的浮法玻璃企业之一，产能主要集中于玻璃原片。截至 2019 年，优质浮法玻璃营收占比为 91.65%。公司目前拥有 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。

图表 19 公司近年来的产能布局情况

时间	产能情况
2015	公司在产产线 22 条，总产能 14,600 吨/天，产能利用率 100%，处于国内同行业领先地位。
2016	截至报告期末，公司在产产线 23 条，总产能 15,200 吨/天，产能利用率 100%，持续巩固国内同行业领先地位
2017	拥有 6 个生产基地、23 条生产线，在马来西亚森美兰州拥有第一个海外生产基地、2 条生产线
2018	拥有 8 个原片生产基地，26 条在产优质浮法玻璃生产线、日熔化量 17600 吨，1 条在建 65 吨/日高性能电子玻璃生产线。拥有 3 个节能玻璃生产基地，单个基地中空玻璃 100 万平方米、镀膜 120 万平方米。配套建设有 3 个硅砂矿。
2019	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。
2020H1	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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在立足浮法玻璃主业的基础上，公司积极布局深加工业务，力求在中长期进一步提升行业竞争力。公司 2019 年 9 月发布《中长期发展战略规划纲要》，明确了 2019-2024 年的发展战略，提出产品优质化和产品高端化的“两翼并举”。在产品优质化上，公司将全面持续开展多种专项提升计划，做强做优浮法主业；在产品高端化上，公司将加强可转化业务和前瞻性业务的产品线研发能力，最终形成中端-中高端-高端相结合的产品组合布局。

3.2 深加工业务打开新的成长空间

从 2020 上半年经营情况看，公司战略规划进展顺利，并未因疫情受到明显延后。浮法主业方面，公司加快推进硅砂资源战略，有序推进醴陵砂矿、马来西亚砂矿建设，以及郴州、河源、漳州砂矿后备资源获取工作；在深加工业务方面，公司加快节能建筑玻璃布局和规模扩张，积极推进天津节能、长兴节能及湖南节能二期扩建项目建设。同时，醴陵高性能电子玻璃生产线建成投入商业化运营，中性硼硅玻璃素管及深加工项目建设也正在有序推进。

图表 20 截至 2020H1 公司的重要在建项目情况

项目名称	预算数	本期转入固定资产金额	期末余额	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度(%)	利息资本化累计金额	资金来源
漳玻二线技改工程及配套工程	26995.78	820.00	0	92	100	0.00	自筹
漳玻三线技改工程	9898.90	0.00	3,247,622	0.03	0	0.00	自筹
漳玻五线技改工程	18,282.74	17,884.99	0	97.82	100	0.00	自筹
漳玻七线技改工程	18,785.54	0.00	942,262.5	50.16	15	0.00	自筹
平湖环保备用系统工程	3,720.00	3,477.15	0	91.5	100	0.00	自筹
湖南节能玻璃工厂项目	28,000.00	4,838.51	8,748.08	84.82	87	63.38	自筹和借款
广东节能镀膜玻璃生产线	17,799.00	2,411.12	0	92.74	100	247.93	自筹和借款
广东节能二期产能扩建	14,000.00	1,035.77	291,386.2	60.65	92	32.72	自筹和借款
湖南药玻素管一期	18,955.69	0.00	306,833.2	1.61	1.61	0.00	自筹
金盛硅业硅砂生产线	16,700.00	625.66	667,769.1	50	40	20.97	借款
郴州旗滨光伏玻璃生产线	60,000.00	2,094.20	0	90	100	899.69	自筹和借款
马来西亚砂矿生产线	5,190.14	0.00	735,824.1	15	13	0.00	自筹
醴陵电子超高铝电子玻璃生产线	37,200.00	34,041.18	0	92	100	1,129.45	自筹和借款

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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，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。

从政策角度看，国家近年来在严格限制平板玻璃产能的同时，明确支持和鼓励推广节能玻璃、发展高端玻璃和玻璃精深加工；从产品应用角度看，我国建筑能耗占全社会总能耗的 30%，而在建筑能耗中，通过玻璃门窗造成的能耗占到了建筑总能耗的 50% 左右。目前 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。根据 Markets and Markets 的数据, 2018 年全球节能玻璃市场规模达 251.1 亿美元, 预计到 2023 年市场规模预计将超过 320 亿美元, 年复合增长率超过 5%。

截至 2020H1, 公司马来西亚节能项目、广东节能二期扩建项目、浙江节能扩产项目已投入运营, 湖南节能一期项目建设基本完成, 并在积极筹建浙江长兴节能等项目。

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。

截至 2020H1, 公司醴陵电子玻璃项目基本完成项目建设, 并已于 2019 年 7 月下旬点火烤窑, 2019 年 8 月底成功引头子后, 进入生产线调试及不同产品试生产阶段。

3) 中性硼硅药用玻璃

中性硼硅玻璃是业界公认的最优药用包装材料, 国外医药行业已普遍使用国际标准的中性硼硅药用玻璃和钠钙玻璃作包装材料, 其中美国和欧洲要求所有注射用制剂、血液和血液制剂 (生物制剂) 中使用中性硼硅药用玻璃作包装材料, 而日本和俄罗斯也已强制使用中性硼硅玻璃包装。相比之下, 我国中性硼硅玻璃推广进展缓慢, 市场份额较小。

目前国内中性硼硅玻璃主要由德国肖特、日本电气硝子和美国康宁三家公司垄断供应, 价格昂贵。如德国肖特生产的玻璃管价格约为 27000 元/吨, 国内产商生产的低硼硅玻璃管价格约为 6000-7000 元/吨。2017 年中国医药包装协会提出“实现药包材产品所使用的高端原辅料的国产化”, 并特别提到中性硼硅玻璃管的研发和应用。未来中性硼硅药用玻璃将有巨大的国产替代空间。

截至 2020H1, 公司中性硼硅药用玻璃项目一期 1 窑 2 线日熔化量 25 吨生产线正在建设中, 投产后将继续进行后期投入, 后续将达成 3 窑 8 线日熔化量 100 吨产能。达产后, 公司的中性硼硅药用玻璃产品预计将在耐水性、耐酸碱性能、抗冲击等指标方面优于国内厂家现有产品, 具有较强的产品竞争力。

我们认为, 公司以节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃为代表的深加工业务, 作为产品升级的重要抓手, 将有助于公司顺利实现业务的做大做强, 在浮法主业的基础上, 打开新的成长空间。

3.3 拟发行可转债, 大力扩产节能玻璃

公司于 2020 年 3 月 2 日公告可转债预案, 拟募集不超过 15 亿元, 主要用于在浙江长兴、天津、湖南醴陵投资建设节能玻璃项目 (其中湖南醴陵项目为产能扩建), 项目建成后将生产 Low-E 钢化中空玻璃、钢化镀膜夹层中空玻璃、Low-E 大板玻璃、钢化夹层玻璃及钢化玻璃等产品。

此次募集资金投资项目的顺利实施, 将有助于公司紧抓节能玻璃发展机遇, 进一步优化产品结构, 完善产业链布局。长兴旗滨节能玻璃项目实施将整合浙江绍兴原有的部分节能玻璃产能, 使公司内部规划更合理, 分工更明确; 天津旗滨节能玻璃项目的实施将填补公司在华北区域生产基地的空白, 实现华北地区的就地生产与就近供货; 湖南旗滨节能玻璃二期产能扩建项目的实施将发挥上市公司注册地优势, 进一步增强区域辐射能力。

图表 21 公司 2020 年可转债募投项目情况

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	产能情况	预计效益
长兴旗滨节能玻璃项目	6.56	4.2	达产后年产能：Low-E 大板玻璃 960 万平方米，中空玻璃及其他公建产品 275 万平方米	预计经营期可实现年均销售收入 9.44 亿元（含税），实现年均利润总额 1.27 亿元，项目财务内部收益率（税前）为 18.61%，投资回收期（税前、静态）为 6.71 年（含 2 年建设期）
天津旗滨节能玻璃项目	5.73	4.8	达产后年产能：Low-E 大板玻璃 480 万平方米，中空玻璃及其他公建产品 275 万平方米	预计经营期可实现年均销售收入 8.16 亿元（含税），实现年均利润总额 1.18 亿元，项目财务内部收益率（税前）为 19.24%，投资回收期（税前、静态）为 6.52 年（含 2 年建设期），
湖南旗滨节能玻璃二期产能扩建项目	1.82	1.5	达产后年产能：Low-E 大板玻璃 500 万平方米，中空玻璃 50 万平方米	预计经营期可实现年均销售收入 2.65 亿元（含税），实现年均利润总额 3,172.60 万元，项目财务内部收益率（税前）为 19.50%，投资回收期（税前、静态）为 6.12 年（含 1 年建设期）

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 公司分业务盈利预测

图表 22 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
浮法玻璃业务					
销量（万重箱）	11003	11845	11608	11724	11841
箱售价（元/箱）	78	78	78	78	79
箱成本（元/箱）	58	57	54	55	56
营收（亿元）	84.34	85.28	90.13	91.95	93.79
成本（亿元）	61.80	60.63	62.67	64.56	66.51
毛利率	26.73%	28.90%	30.47%	29.78%	29.09%
深加工业务					
营收（亿元）	1.77	6.69	10.70	14.99	20.98
毛利率	16.85%	30.16%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务					
营收（亿元）	11.37	1.08	1.19	1.31	1.44
毛利率	11.35%	66.67%	65.00%	65.00%	65.00%
总计（2018 年包含内部合并抵消）					
营收（亿元）	83.78	93.06	102.03	108.24	116.21
同比增速	10.46%	11.07%	9.63%	6.09%	7.37%
毛利率	28.79%	29.40%	30.82%	30.24%	29.70%
归母净利润（亿元）	12.08	13.46	14.28	15.15	16.27
同比增速	5.70%	11.50%	6.12%	6.09%	7.37%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 可比公司估值

我们选取了信义玻璃、南玻 A、福莱特、福耀玻璃作为可比公司。由于玻璃属于重资产行业，因此也参考了 PB 估值水平。

我们预计公司 2020 年/2021 年 PE 分别为 16.2 倍/15.1 倍，PB (LF) 为 2.9 倍，均低于可比公司均值。公司作为行业龙头，且大力开拓附加值高的玻璃深加工业务，中长期估值水平有较大的提升空间。

图表 23 可比公司估值表

证券代码	公司简称	EPS (元)			PE			PB (LF)
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
0868.HK	信义玻璃	1.11	1.03	1.22	9.3	12.3	10.5	2.0
000012.SZ	南玻 A	0.17	0.25	0.30	29.0	25.5	21.1	2.0
601865.SH	福莱特	0.37	0.56	0.77	33.0	45.4	32.9	9.1
600660.SH	福耀玻璃	1.16	1.04	1.32	20.8	28.1	22.2	3.5
平均值					23.0	27.8	21.7	4.2
601636.SH	旗滨集团	0.5	0.57	0.61	11.0	16.2	15.1	2.9

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.3 投资建议

公司是国内浮法玻璃龙头，短期来看，玻璃原片主业受益旺盛需求和原材料成本下行，具备较大业绩弹性；中长期来看，公司大力开拓节能玻璃、电子玻璃、药用玻璃等深加工业务，未来成长空间可期。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.25/16.34/17.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.61/0.66 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

原材料价格波动；地产竣工增速不及预期；新产能投放进度不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2505	4482	5955	7563
现金	488	1349	1680	2205
应收账款	115	98	116	126
其他应收款	21	26	29	29
预付账款	112	63	82	100
存货	673	791	838	886
其他流动资产	1096	2155	3210	4216
非流动资产	10560	10566	10483	10476
长期投资	39	39	39	39
固定资产	8423	7935	7846	7736
无形资产	871	1161	1266	1414
其他非流动资产	1227	1431	1332	1287
资产总计	13065	15047	16439	18040
流动负债	3093	3860	4070	4410
短期借款	938	1125	1350	1620
应付账款	545	796	790	818
其他流动负债	1610	1938	1930	1971
非流动负债	1728	1950	2084	2231
长期借款	1113	1336	1469	1616
其他非流动负债	615	615	615	615
负债合计	4821	5810	6154	6640
少数股东权益	8	9	11	12
股本	2688	2688	2688	2688
资本公积	1948	1948	1948	1948
留存收益	3602	4593	5639	6751
归属母公司股	8237	9228	10274	11387
负债和股东权	13065	15047	16439	18040

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2017	3622	2598	2964
净利润	1346	1525	1634	1766
折旧摊销	985	1540	1015	1098
财务费用	129	76	89	102
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-519	463	-157	-14
其他经营现金	1943	1079	1808	1791
投资活动现金	-902	-2562	-1947	-2101
资本支出	-714	-1562	-947	-1101
长期投资	9	-1000	-1000	-1000
其他投资现金	-197	0	0	0
筹资活动现金	-1051	-200	-319	-338
短期借款	447	188	225	270
长期借款	-370	223	134	147
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	56	0	0	0
其他筹资现金	-1183	-610	-677	-755
现金净增加额	62	860	332	525

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9306	10203	10824	11621
营业成本	6566	7058	7551	8170
营业税金及附加	121	143	152	163
销售费用	129	143	152	163
管理费用	514	612	595	581
财务费用	112	150	133	131
资产减值损失	-14	-16	-15	-10
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	1581	1775	1902	2055
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	17	5	5	5
利润总额	1568	1775	1902	2055
所得税	222	248	266	288
净利润	1346	1526	1636	1767
少数股东损益	-1	2	2	2
归属母公司净利润	1346	1525	1634	1766
EBITDA	2589	3379	2956	3178
EPS (元)	0.50	0.57	0.61	0.66

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.1%	9.6%	6.1%	7.4%
营业利润	17.2%	12.3%	7.2%	8.0%
归属于母公司净利	11.5%	13.2%	7.2%	8.0%
获利能力				
毛利率(%)	29.4%	30.8%	30.2%	29.7%
净利率(%)	10.72%	14.5%	14.9%	15.1%
ROE(%)	16.3%	16.5%	15.9%	15.5%
ROIC(%)	12.4%	12.6%	12.0%	11.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	36.9%	38.6%	37.4%	36.8%
净负债比率(%)	58.5%	62.9%	59.8%	58.3%
流动比率	0.81	1.16	1.46	1.72
速动比率	0.56	0.94	1.24	1.49
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.68	0.66	0.64
应收账款周转率	81.18	104.34	93.26	91.95
应付账款周转率	12.05	8.86	9.56	9.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	0.50	0.57	0.61	0.66
每股经营现金流	0.75	1.35	0.97	1.10
每股净资产(最新)	3.07	3.44	3.82	4.24
估值比率				
P/E	10.95	16.16	15.07	13.95
P/B	1.79	2.67	2.40	2.16
EV/EBITDA	6.63	7.88	9.01	8.35

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。