

2021 年 02 月 06 日

进入隆基供应链，想象空间打开

金晶科技(600586)

事件概述：2月5号公司公告，控股子公司宁夏金晶与隆基乐叶光伏科技及其3家组件子公司签订了《重大产业配套合作协议》，本合同为光伏玻璃单采采购合同，按照近期光伏玻璃的市场均价测算，预估合同总金额不含税16亿元，协议期限自签署日起至2022年底。

► **获组件全球老大背书，超预期，给公司带来三大重要变化。**第一，获组件老大隆基技术上的认可，隆基182mm和中环等主导的210mm都是大尺寸，宁夏金晶600t/d压花一窑3线在尺寸、薄度完全满足要求，进入隆基供应链意味着产品和技术获得背书。第二，提前锁定2年销量，测算2021、2022年这条线有1.23、2.45亿元的归母净利润贡献，盈利确定性大幅增强；第三，大幅提升进一步合作可能性，2021年隆基大概率是全球组件第一，玻璃配套需求迫切。

► **光伏玻璃结构性短缺是大趋势，金晶占得技术、成本优势。**判断行业第一阶段2020Q3~Q4，此阶段投资逻辑是比拼“手速”，第二阶段是进入2021年后，优选确定性。在未来5年大尺寸组件占主流的趋势下，我们定性判断，全国至少有50%以上的线无法生产大尺寸，而高端结构性供不应求，这是被市场低估的一个重要因素。金晶占得技术先机，且宁夏生产成本在天然气、原料等层面大幅度低于东部和中部，因此有极强的竞争力。

► **西北市场供需错配，打开公司更多成长性，占据市场优势。**需求看西北有隆基、中环等大型组件企业快速扩产，而供给端除了公司外，其他几乎没有高端产能，因此在西北有能力在未来1-2年时间内提供大量优质产能只有金晶科技，我们判断金晶在宁夏千亩土地，在这个供需格局下，成长性和确定性很强，未来或有上千吨大线的可能性，想象力十足，即亦占据了市场优势。

投资建议：金晶宁夏进展超预期、马来进展顺利，建筑玻璃保持上升态势；我们维持2020-2022年归母净利润3.98/8.26/12.74亿元，同比增长304%/107.8%/54.2%。鉴于本次与隆基合作落地超预期，将提高业绩确定性，上调目标价至12.18元（+1.08元），对应现价有72.5%的潜在涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：地产竣工低于预期，光伏装机低于预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5124.60	5264.21	5586.79	7223.16	9292.41
YoY (%)	17.70%	2.72%	6.13%	29.29%	28.65%
归母净利润(百万元)	78.39	98.43	397.68	826.43	1274.38
YoY (%)	-45.74%	25.56%	304.00%	107.81%	54.20%
毛利率 (%)	21.68%	20.72%	23.14%	28.22%	30.39%
每股收益 (元)	0.05	0.07	0.28	0.58	0.89
ROE	1.85%	2.41%	9.12%	16.74%	21.86%
市盈率	128.67	102.47	25.37	12.21	7.92

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：12.18
最新收盘价：7.06

股票代码：600586
52周最高价/最低价：8.22/2.4
总市值(亿)100.87
自由流通市值(亿)100.87
自由流通股数(百万)1,428.77



分析师：戚舒扬
 邮箱：qisy@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519070002
 联系电话：0755-23948865

研究助理：郝暲
 邮箱：yuliang@hx168.com.cn

相关研究

- 1.【华西建材】金晶科技(600586)：业绩超预期，创历史新高，战略拐点已显现 2021.01.16
- 2.【华西建材】金晶科技(600586)深度：乘光伏玻璃东风，超白王者归来，弹性首选 2020.12.11
- 3.

正文目录

1. 事件：公司和隆基组件子公司签订长约.....	3
2. 获组件全球老大背书，给公司带来三大重要变化.....	3
3. 光伏玻璃结构性短缺是大趋势.....	6
3.1. 行业投资逻辑进入第二阶段，金晶占先手.....	6
3.2. 大规格的高端产能仍将结构性短缺.....	8
3.3. 宁夏金晶：具备显著生产成本优势.....	10
3.4. 宁夏金晶：西北市场供需错配，打开公司更多成长性.....	11
4. 宏观测算：光伏玻璃整体仍然高景气.....	11
5. 建筑浮法玻璃业务同样具有高弹性.....	14
6. 盈利预测及估值.....	14
7. 风险提示.....	15

图表目录

图 1 光伏压延玻璃生产工艺示意图.....	3
图 2 隆基股份近年来组件产能扩张迅速.....	5
图 3 隆基股份现有及已公告规划组件产能地图.....	6
图 4 各企业 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格.....	6
图 5 210 和 182 尺寸组件渗透率预计未来 5 年间快速提升.....	9
图 6 光伏电池组件大尺寸化，带动宽板玻璃&宽版高端玻璃窑炉需求.....	10
图 7 光伏玻璃成本结构.....	10
图 8 宁夏天然气价格低于全国平均.....	10
图 9 建筑白玻行业均价高位稳健.....	14
图 10 建筑白玻行业库存历史低位.....	14
表 1 宁夏生产线利润贡献测算（保守和中性情境下）.....	4
表 2 隆基股份目前已公告单晶组件投产规划.....	5
表 3 近期重点光伏玻璃厂商及下游组件厂长约梳理.....	7
表 4 金晶科技光伏压延及超白浮法玻璃产线.....	8
表 5 西北地区已投产光伏压延生产线列表.....	11
表 6 十四五我国光伏玻璃产量测算.....	12
表 7 2021-2022 年投产确定性较高的光伏压延生产线梳理.....	13
表 8 西北地区组件厂扩张规划.....	14

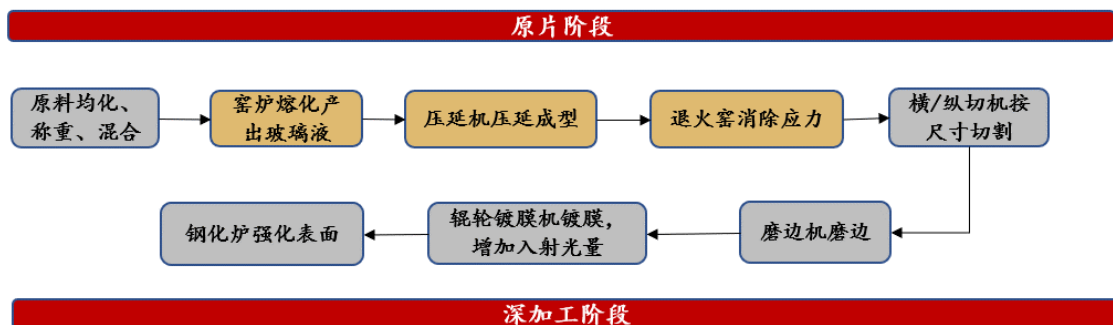
1. 事件：公司和隆基组件子公司签订长约

2月5号公司公告，控股子公司宁夏金晶科技有限公司与隆基乐叶光伏科技股份有限公司及其3家子公司（咸阳隆基乐叶、银川隆基乐叶、大同隆基乐叶）签订了《重大产业配套合作协议》，本合同为光伏玻璃长单采购合同，甲乙双方根据约定的价格机制按月协商采购价格，如遇到市场波动较大时，双方可启动临时价格协商。按照近期光伏玻璃的市场均价测算，预估本合同总金额约16亿元（不含税）。协议履行期限：自本协议签署日起至2022年12月30日。

2. 获组件全球老大背书，给公司带来三大重要变化

A、获组件老大隆基技术上的认可，超预期。隆基本身硅片182mm路径和通威、中环等企业主导的210mm尺寸路径都是大尺寸硅片和组件，也代表着未来光伏组件使用大尺寸玻璃配套是发展的大趋势。宁夏金晶600t/d压花一窑3线生产口径全部在这两个路径要求的尺寸以上，并且可以生产1.8mm-3.5mm规格的薄板压花，因此公司给双玻组件配套和盖板玻璃配套完全无压力。隆基本身组件产能扩张非常快，有望成为2021年全球出货第一，因此此次长单采购协议意味着金晶的研发、产品实力得到组件老大认可，进入了隆基的供应链体系，十分超预期。

图1 光伏压延玻璃生产工艺示意图



资料来源：公司年报，华西证券研究所

B、提前锁定量，盈利确定性大幅增强，提估值。根据采购协议公告，宁夏金晶与隆基组件子公司的采购协议至2022年底，预计16亿元的不含税采购合同，即按照目前2mm薄板34元/平的市场价格，恰好等于宁夏金晶第一条600T/d压花光伏玻璃1年半的全部产能，因此大幅度提高了盈利确定性，这也是金晶科技2018年以来发展光伏产业一直坚持的产业配套思路而不是生产流通思路的重要胜利；金晶上市公司口径2019年全部销售额52.64亿元，采购额16亿相当于30.4%的收入占比。

根据投产进度，我们合理假设这条线2021年7月底正式商业化，发挥接近半年产量，那么也会有约5.5亿元除税采购额，在保守和中性情境下合理测算2021、2022年这条线就会有1.12~1.34亿元（中值1.23亿元）以及2.22~2.68亿元（中值2.45亿元）的归母净利润贡献，盈利确定性大幅增强的预期下，对提升公司中长期估值水平大有帮助。

表 1 宁夏生产线利润贡献测算（保守和中性情境下）

2021 年		2022 年	
产能（吨/日）	600	产能（吨/日）	600
贡献年数	0.5	贡献年数	1
产量（万吨）	9	产量（万吨）	18
玻璃密度（公斤/平米*毫米）	2.5	玻璃密度（公斤/平米*毫米）	2.5
生产玻璃厚度（mm）	2.0	生产玻璃厚度（mm）	2.0
生产玻璃面积（万平米）	1,800	生产玻璃面积（万平米）	3,600
假设不含税平均玻璃售价（元/平米）	31	假设不含税平均玻璃售价（元/平米）	31
贡献收入（万元）	55,800	贡献收入（万元）	111,600
公司持股比例	80%	公司持股比例	80%
保守情景净利率假设	25%	保守情景净利率假设	25%
保守情景归母净利贡献（万元）	11,160	保守情景归母净利贡献（万元）	22,320
中性情景净利率假设	30%	中性情景净利率假设	30%
中性情景归母净利贡献（万元）	13,392	中性情景归母净利贡献（万元）	26,784

资料来源：公司公告，华西证券研究所

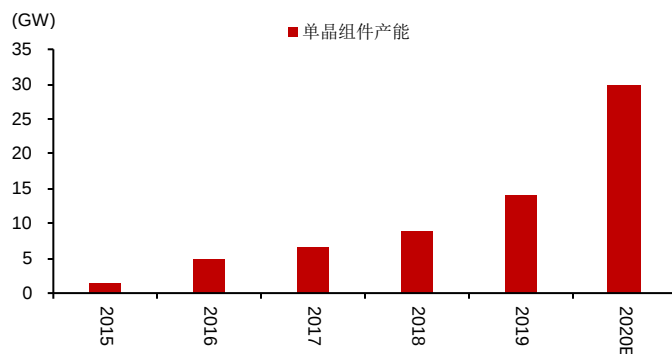
C、大幅提升未来双方进一步扩大合作可能性，打开想象空间。根据公开资料显示，隆基作为全产业链企业在光伏各个环节的扩产都非常快，2019 年隆基组件产能仅 15-16GW，2020 年就达到了 20GW 以上，2021 年预计 30GW 以上，意味着 2021 年隆基大概率是全球组件第一，因此玻璃等辅件配套需求十分迫切。

我们了解到，隆基在西部和北部的大同乐叶有 0.5GW 组件产能、咸阳乐叶规划了 5GW 的组件产能，并且银川等地有望继续大幅扩大组件配套产能，除此之外，华东的滁州、衢州等都有组件产能规划；而金晶宁夏基地近千亩土地，除了已经于 2016 年底投产的 600t/d 建筑玻璃+今年年中准备投产的 600t/d 压花玻璃外，后续有充足空

间扩建，我们判断第一条压花线远不够西部和北方市场供应，合理预期后续宁夏金晶有更多的扩产和市场需求；

除了国内基地外，隆基在马来西亚古晋也有 0.5GW 的布局，并且国内光伏企业有加大在马来西亚布局出口的趋势，金晶在马来西亚的产能 2021 年陆续释放，不排除未来也有很强的配套需求。

图 2 隆基股份近年来组件产能扩张迅速



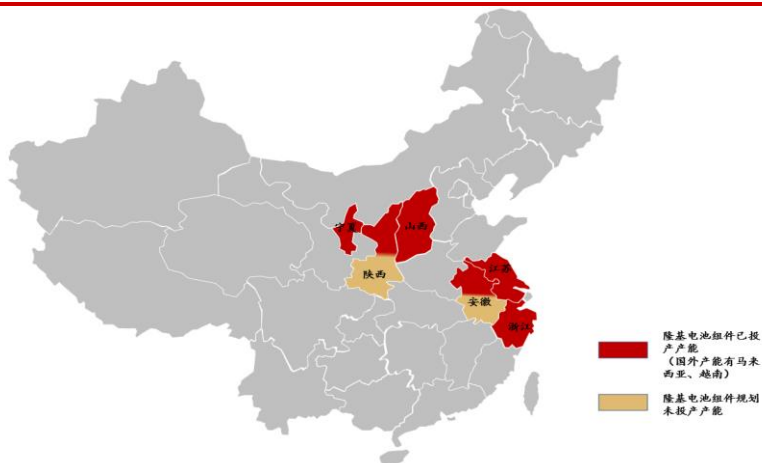
资料来源：隆基股份公司年报、公告，华西证券研究所

表 2 隆基股份目前已公告单晶组件投产规划

公告时间	产能地点	扩产项目	规模 (GW)	投资金额 (亿元)
2019/8/28	江苏泰州	单晶组件	5	17.9 (已投产)
2019/10/14	陕西咸阳	单晶组价	5	18.39
2019/10/14	安徽滁州	单晶组价	5	20.21
2019/10/31	浙江嘉兴	单晶组价	5	19.48 (已投产)

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 隆基股份现有及已公告规划组件产能地图



资料来源：公司年报，公司公告，华西证券研究所

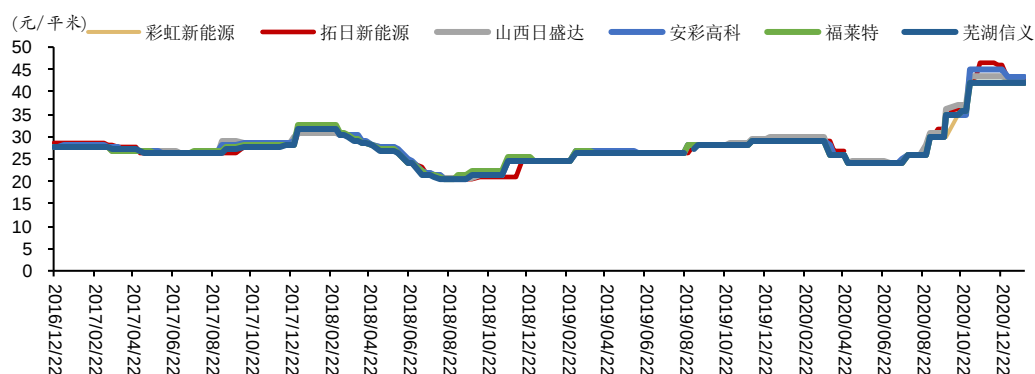
3. 光伏玻璃结构性短缺是大趋势

3.1. 行业投资逻辑进入第二阶段，金晶占先手

行业第一阶段 2020Q3~Q4，此阶段投资逻辑是比拼“手速”，即企业战略布局的前瞻性、速度以及业务弹性大小；

行业第二阶段是进入 2021 年后，投资逻辑上优选的是确定性，确定性主要从技术、成本、市场拓展维度展开。

图4 各企业 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格



资料来源：玻璃期货网，华西证券研究所

对金晶科技来说，在第一阶段中金晶布局很早期，从 2018 年开始投资光伏玻璃，当年 8 月马来西亚基地开始启动建设并预计今年陆续投产；2020 年 10 月开始建设宁夏基地第一条压花线，今年 6 月份预计点火，紧跟信义和福莱特的速度，领先其他大

部分企业半个身位到一个身位。金晶的企业战略做在前面，执行速度快、并且单条线对公司 50 亿元出头的年化销售体量来说业务弹性大；

从第二阶段看，金晶科技 10 多年前集团层面就在青岛投产和销售压延光伏玻璃，因此技术十分成熟，并不是像很多企业“边摸索边投产”。从技术上来说，未来大尺寸硅片和电池片带来玻璃大尺寸的要求，而在 2mm 的薄厚度以及大吨位才能获得规模优势的矛盾下，对所有玻璃厂技术有重大工艺考验。金晶在技术上储备足够，另外宁夏和马来基地成本极低（砂子、天然气、电等都显著低于东部地区），并且背靠隆基等大客户，本次长单协议就是明证。

表 3 近期重点光伏玻璃厂商及下游组件厂长约梳理

玻璃生产商	组件商	公告时间	合约内容
金晶科技	隆基股份	2021 年 2 月	自合同签订日起至 2022 年底进行销售，按当前市价估算合同总金额不含税 16 亿元
福莱特	隆基股份	2019 年 5 月	合约期 2019 年 7 月至 2021 年底，累计采购 1.61 亿平米
南玻 A	隆基股份	2020 年 8 月	自合同签订日起，5 年内累计采购 65 亿元（含税）
亚玛顿	天合光能	2020 年 11 月	签订合同日起至 2022 年底，累计采购 21 亿元
彩虹新能源	晶澳科技	2020 年 3 月	合同签订日起至 2022 年 3 月，累计采购 21 亿元
亚玛顿	晶澳科技	2020 年 12 月	2021-2022 年，2 年时间内合约销售量不少于 7960 万平米，按市价预估总金额 21 亿元
福莱特	东方日升	2021 年 1 月	2021 年-2023 年，3 年时间累计销售共计 34GW 组件所用光伏玻璃
福莱特	晶科能源	2020 年 12 月	2021-2023 年，3 年时间累计销售共计 59GW 组件所有光伏玻璃

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 金晶科技光伏压延及超白浮法玻璃产线

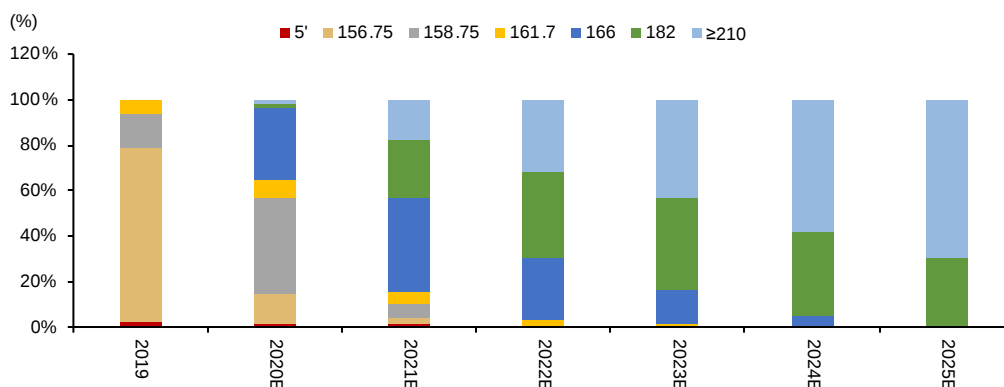
产线	产能 (吨/天)	状态
宁夏金晶光伏-压延面板 2-2.5mm	600	待投产，预计 2021 年 7 月
马来西亚一线-背板&深加工 2-3.2mm	500	待投产，预计 2021H1
马来西亚二线-前板 2-3.2mm	500	待投产，预计 2021H2
宁夏石嘴山建筑玻璃生产线	600	预计待改造成超白背板
金晶本部二线 (55%浮法，45%镀膜)	550	投产
金晶本部超白-背板 2-25mm 原片	600	投产
金晶滕州超白线	550	投产

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 大规格的高端产能仍将结构性短缺

182 尺寸和 210 尺寸组件大势所趋。2018 年以来，光伏行业出现了 G1 (158.75mm)，M4 (161.7mm)，M6 (166mm)，M10 (182mm) 及 M12 (210mm) 等尺寸的电池组件，尺寸规格越大带来的光电转化效率越高，根据 PVinfoLink 的统计和预测我们可以观察到，目前行业里面绝大数组件的出货还是使用 161.7 或者 166 尺寸的，而随着隆基和通威中环两个阵营主推下，预计 2021 年开始的未来 5 年内，182 和 210 尺寸会占据新增的绝对主流。

图5 210和182尺寸组件渗透率预计未来5年间快速提升



资料来源：PVinfoLink，华西证券研究所

大尺寸提升光伏玻璃生产难度，宽板高端玻璃产能结构性短缺。相较于小尺寸组件，大尺寸组件要求光伏玻璃生产企业增加单线引板宽度，因此提升了流速控制、厚薄均匀程度控制的技术要求，而目前只有少数头部光伏玻璃企业能够拥有较好的大尺寸光伏玻璃良品率；

我们认为在 182 和 210 路径下，配套玻璃的宽度至少在 1.1m，考虑拉边，意味着最小的单线窑径也要在 1.3m 以上，甚至部分高级组件在 1.3m 以上的宽度，而过往在过去几代的组件产品中，玻璃的宽度要求远远没有超过 1m，判断截止去年主流产品的宽度是 0.6-1m 之间，因此过去 500t/d 以下的压延玻璃窑炉可以胜任；而目前我们认为 600t/d 窑炉一窑 3 线已经是经济型里面最小规格配置（理论上可以宽度切出 2 块且损耗极小），1000t/d 的一窑四线甚至 1200t/d 的窑炉在技术得当情况下制造成本会更加节约。

事实上，行业里面相当大一部分窑炉是小窑炉，即便是大窑炉，也因为品控原因采取了一窑多线，分线过多导致单线产品无法使用大尺寸，几乎是不可逆的硬伤。所以，制造业的后发优势在这里体现得淋漓尽致。根据卓创的数据，全国光伏玻璃在生产线共计 176 条，熔量 29980t/d，平均单窑炉 170t/d，已经远远低于 500t/d 的门槛，我们定性判断，里面至少有 50% 以上的线无法适应大尺寸，从而只能在缩量的产品市场竞争，这部分产品价格会以较快速度下滑；而高端的大尺寸玻璃，将会由于这个变化带来的有效供给下降，导致继续结构性供不应求，这是被市场低估的一个重要因素。

最后，在光伏玻璃产能投放加速背景下，隆基等企业仍通过框架协议提前锁定长单货源，一定程度上也反应了上述预期。

图 6 光伏电池组件大尺寸化，带动宽板玻璃&宽版高端玻璃窑炉需求



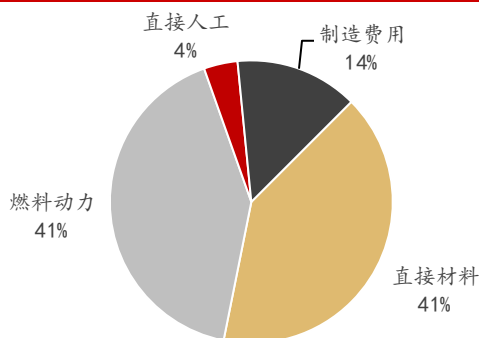
资料来源：百度图片，华西证券研究所

3.3. 宁夏金晶：具备显著生产成本优势

公司具有显著生产成本优势，将是光伏玻璃行业中长期胜利者。除技术优势外，我们同样认为公司具有成本优势。根据福莱特招股说明书数据，原材料与能源成本各自占光伏玻璃成本的 40% 左右，是成本主要构成项，

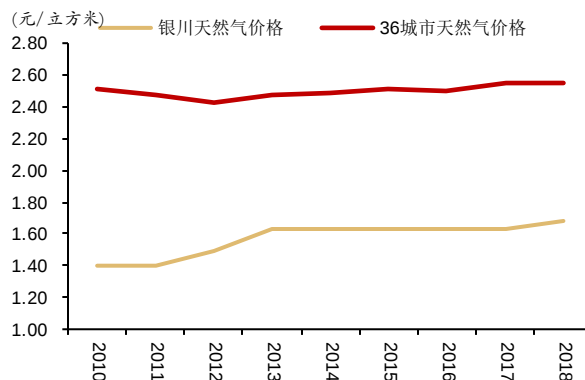
公司国内光伏玻璃生产基地主要布局于宁夏，因此就主要原料成本纯碱而言，公司临近国内主要天然碱（成本低于联碱法、氨碱法）生产基地内蒙蒙西，并且内蒙也有良好的超白石英砂资源；同时就主要能源成本天然气而言，宁夏地区天然气价格比全国平均价格低 35%，比华东等地预计便宜得更明显，因此我们认为公司光伏玻璃有显著的生产成本优势。技术、成本、管理三重优势驱动下，我们认为公司将成为我国光伏玻璃行业中长期的少数胜利者之一。

图 7 光伏玻璃成本结构



资料来源：福莱特招股书，华西证券研究所

图 8 宁夏天然气价格低于全国平均



资料来源：wind，华西证券研究所

3.4. 宁夏金晶：西北市场供需错配，打开公司更多成长性

从供给端看整个西北只有彩虹新能源有 2-3 条压延镀膜产能、青海光科一条 300t/d 的小线（目前生产状态不明）以及陕西拓日新能源 3 条 350t/d 的小线，这三个企业都没有扩产计划，并且后两个企业的小线跟金晶的市场不是一个市场；因此在西北有能力在未来 1-2 年时间内提供大量优质产能只有金晶科技。另外，临近的山西省只有山西日盛达一条 600t/d 线配套镀膜，因此整个西北和山西供给格局十分有利于公司；

而需求端除了隆基的乐叶光伏的西安和山西大同布局外，银川的组件继续加码的概率比较大（硅棒、硅片已经大手笔布局）；隆基全产业链模式在 2020 年加速扩产，未来组件环节有望保持产能高速提升；另外我们注意到中环今年 2 月 1 日公告在宁夏银川投资 120 亿元建设 50GW(G12)太阳能级单晶硅材料智能工厂及相关配套产业，我们预计后续不排除其上组件产能进行配套，

考虑到运费和价格因素，宁夏金晶基地的压花玻璃对宁夏、西安周边、山西以及附近的组件厂有极强的辐射能力，并且有望抢占外来高价光伏玻璃的市场空间，西北和周边整体是需求强而供给弱的格错配格局；未来宁夏金晶仍有潜力进行更多产能的拓展。

表 5 西北地区已投产光伏压延生产线列表

省份	生产线	超大集团	年产能(万吨)	状态	投产日期
陕西	陕西彩虹一线	彩虹	9.1	在产	2010/10/19
陕西	陕西彩虹二线	彩虹	9.1	在产	2012/6/1
陕西	陕西彩虹三线	彩虹	9.1	在产	2014/3/12
陕西	陕西彩虹四线	彩虹	31	在产	2018/6/1
陕西	拓日新能一线	拓日新能	11	在产	2013/7/10
陕西	拓日新能二线	拓日新能	11	在产	2013/7/10
陕西	拓日新能三线	拓日新能	11	在产	2020/11/10
山西	山西日盛达一线	日盛达	18.3	在产	2013/9/7
青海	青海光科一线	光科	9.1	在产	2014/7/28

资料来源：卓创，华西证券研究所

4. 宏观测算：光伏玻璃整体仍然高景气

即使只考虑光伏玻璃行业整体，我们仍预计 2022 年底前，行业供需仍平衡。按照 CPIA 十四五全球年装机量指引下限 220GW，并假设全球 80%光伏组件产自中国进行

测算，则中国每年光伏玻璃需求 1250 万吨左右。截止到 2020 年底，我国有效光伏玻璃有效产能 700 万吨，而根据我们统计，2022 年前，我国确定性较高的待投产光伏玻璃产能 580 万吨左右，若上述产能全部投产，则 2022 年底我国光伏行业有效产能 1280 万吨左右，基本处于供需平衡状态。因此我们认为，即使就行业整体而言，2022 年底前我国光伏玻璃行业整体仍是高景气度。

表 6 十四五我国光伏玻璃产量测算

十四五每年年全球装机量 (GW)	220
国内光伏组件产量占全球比例	80%
国内光伏组件产量 (GW)	176
单位玻璃用量-单玻 (万平米/GW)	700
单玻占比	50%
光伏玻璃产量-单玻 (万平米)	61600
单位玻璃用量-双玻 (万平米/GW)	1400
双玻占比	50%
光伏玻璃产量-双玻 (万平米)	123200
国内光伏玻璃总产量 (万平米)	184800
光伏玻璃平均厚度 (mm)	2.5
超白玻璃密度 (kg/mm*m2)	2.7
国内光伏玻璃产量 (万吨)	1247.4

资料来源：卓创·华西证券研究所

表 7 2021-2022 年投产确定性较高的光伏压延生产线梳理

<u>2021 年预计新增产能</u>		
企业	产线地址	产能 (t/d)
信义光能	安徽芜湖 8 线	1,000
信义光能	安徽芜湖 9 线	1,000
信义光能	安徽芜湖 10 线	1,000
信义光能	安徽芜湖 11 线	1,000
福莱特	安徽凤阳 3 线盖板玻璃	1,200
福莱特	安徽凤阳 4 线盖板玻璃	1,200
福莱特	安徽凤阳 5 线盖板玻璃	1,200
亚玛顿	安徽凤阳 2 线	650
亚玛顿	安徽凤阳 3 线	650
金晶科技	宁夏金晶一窑三线	600
2021 合计		9,500
<u>2022 年预计新增产能</u>		
企业	产线地址	产能 (t/d)
南玻	安徽 1 线	1,200
南玻	安徽 2 线	1,200
福莱特	安徽凤阳 6 线盖板玻璃	1,200
旗滨集团	湖南郴州光伏组件高透基板材料生产线	1,200
德力股份	宽幅薄玻璃一线	1,000
德力股份	宽幅薄玻璃二线	1,000
安彩高科	河南焦作压延太阳能电池封装玻璃项目	550
福莱特	安徽凤阳 5 座日熔化量 1200 吨光伏组件玻璃项目 (一线)	1,200
福莱特	5 座日熔化量 1200 吨光伏组件玻璃项目 (二线)	1,200
2022 合计		9,750

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 8 西北地区组件厂扩张规划

时间	地点	厂商	扩产项目	规模 (GW)	金额 (亿元)
2019/10/14	陕西咸阳	隆基股份	单晶组件	5	18.39
2021/2/2	宁夏银川	中环股份	单晶硅材料	50	120

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

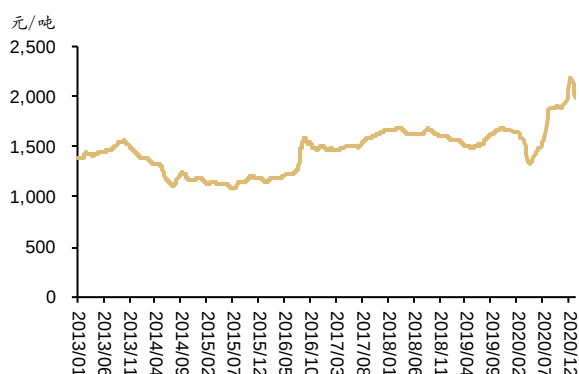
5. 建筑浮法玻璃业务同样具有高弹性

虽目前建筑玻璃季节性处于淡季，但截止目前全国建筑白玻均价 1992 元/吨，同比高出 370 元/吨，库存 10.9 天，处于历史同期低位，估算目前时点公司超白建筑玻璃毛利率已高于 50%。

我们预计 2021 年，建筑浮法玻璃行业需求将受益于竣工改善平稳增长，供给端则将受益于冷修而略有收紧，从而使得目前的高景气可持续。

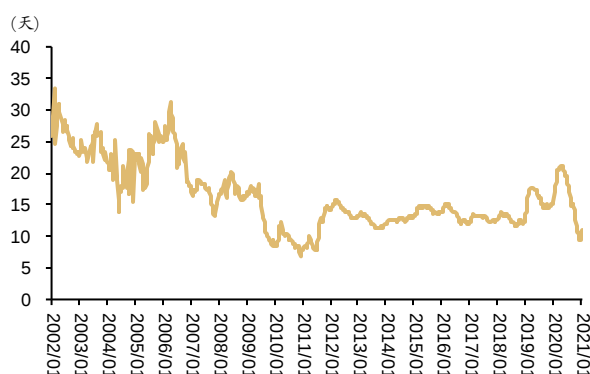
此外，对金晶而言，公司两条浮法玻璃生产线 2020Q4 点火复产，随着产能利用率提升到 100%，公司产量提升的同时，单位生产成本有望同比下降。同时，由于多家光伏玻璃线的投产，纯碱行业有望于 2021H2 开始启动涨价行情，公司纯碱业务也有望开始于今年下半年贡献明显利润；

图 9 建筑白玻行业均价高位稳健



资料来源：玻璃期货网，华西证券研究所

图 10 建筑白玻行业库存历史低位



资料来源：玻璃期货网，华西证券研究所

6. 盈利预测及估值

我们预计光伏玻璃业务 2021 年起迅速发展，不仅是上述国内的光伏业务，国外马来西亚基地的背板和盖板以及深加工也将于 2021 年陆续商业化贡献利润，公司在 TCO 玻璃的技术雄厚，同时浮法玻璃保持均价上升，纯碱业务则与 2020 年基本保持平稳；我们维持 2020-2022 年归母净利润 3.98/8.26/12.74 亿元，同比增长 304%/107.8%/54.2%。鉴于本次与隆基签订的框架采购协议落地超预期，将提高业绩确定性，上调目标价至 12.18 元 (+1.08 元)，维持“买入”评级。

7. 风险提示

需求不及预期：如果 1) 地产竣工低于预期，2) 光伏装机量及双玻组件渗透率低于预期。

产能投放快于预期：如果新增产能多于预期，则产品价格利润可能低于预期。

系统性风险：贸易摩擦、宏观经济走势可能影响 A 股整体走势及估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5264.21	5586.79	7223.16	9292.41	净利润	103.12	416.62	865.80	1335.09
YoY (%)	2.72%	6.13%	29.29%	28.65%	折旧和摊销	526.31	525.68	551.02	596.57
营业成本	4173.25	4294.19	5184.82	6468.82	营运资金变动	-279.32	-9.60	-15.87	-1.38
营业税金及附加	91.70	97.32	125.82	161.87	经营活动现金流	681.03	1107.56	1595.81	2125.14
销售费用	99.01	89.39	130.02	167.26	资本开支	-295.86	-1000.00	-1030.00	-1030.00
管理费用	290.54	308.34	398.66	512.86	投资	-402.15	0.00	0.00	0.00
财务费用	187.67	155.78	155.16	150.80	投资活动现金流	-693.32	-1005.00	-1025.00	-1025.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-31.60	-5.00	5.00	5.00	债务募资	-440.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	236.43	484.44	1036.74	1582.43	筹资活动现金流	-711.67	-286.95	-417.79	-552.18
营业外收支	-83.04	0.00	-30.00	-30.00	现金净流量	-723.95	-184.39	153.02	547.97
利润总额	153.40	484.44	1006.74	1552.43	主要财务指标				
所得税	50.27	67.82	140.94	217.34	成长能力 (%)				
净利润	103.12	416.62	865.80	1335.09	营业收入增长率	2.72%	6.13%	29.29%	28.65%
归属于母公司净利润	98.43	397.68	826.43	1274.38	净利润增长率	25.56%	304.00%	107.81%	54.20%
YoY (%)	25.56%	304.00%	107.81%	54.20%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.07	0.28	0.58	0.89	毛利率	20.72%	23.14%	28.22%	30.39%
资产负债表 (百万元)					净利率	1.96%	7.46%	11.99%	14.37%
货币资金	1466.52	1282.13	1435.15	1983.12	总资产收益率 ROA	1.04%	4.06%	7.72%	10.54%
预付款项	37.81	37.81	37.81	37.81	净资产收益率 ROE	2.41%	9.12%	16.74%	21.86%
存货	785.51	808.27	975.91	1217.60	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1287.98	1317.51	1467.29	1656.69	流动比率	0.70	0.67	0.72	0.83
流动资产合计	3577.82	3445.72	3916.16	4895.21	速动比率	0.54	0.51	0.53	0.62
长期股权投资	251.61	251.61	251.61	251.61	现金比率	0.29	0.25	0.26	0.34
固定资产	4253.74	3939.35	4009.43	4238.87	资产负债率	56.22%	54.69%	52.82%	50.33%
无形资产	554.30	523.39	492.48	461.58	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5871.85	6346.17	6795.15	7198.58	总资产周转率	0.55	0.58	0.70	0.81
资产合计	9449.66	9791.89	10711.31	12093.80	每股指标 (元)				
短期借款	1200.35	1200.35	1200.35	1200.35	每股收益	0.07	0.28	0.58	0.89
应付账款及票据	3032.49	3068.02	3329.62	3706.77	每股净资产	2.85	3.05	3.46	4.08
其他流动负债	870.91	878.08	918.03	970.59	每股经营现金流	0.48	0.78	1.12	1.49
流动负债合计	5103.75	5146.44	5448.00	5877.70	每股股利	1.15	0.08	0.17	0.27
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	估值分析				
其他长期负债	179.22	179.22	179.22	179.22	PE	102.47	25.37	12.21	7.92
非流动负债合计	209.22	209.22	209.22	209.22	PB	1.01	2.13	1.88	1.59
负债合计	5312.97	5355.67	5657.22	6086.93					
股本	1428.77	1428.77	1428.77	1428.77					
少数股东权益	57.70	76.64	116.01	176.72					
股东权益合计	4136.69	4436.23	5054.09	6006.87					
负债和股东权益合计	9449.66	9791.89	10711.31	12093.80					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。