

业绩符合预期，21 年持续高增长



核心观点

- **20H2 玻璃保持高景气，业绩高增长。**3月1日公司发布业绩快报，20 年实现营收/归母净利润 96.44/18.32 亿，YOY+3.6%/36.0%；20Q4 营收/净利润 30.89/6.16 亿，YOY+11.36%/47.02%。利润增速较快主要受益于原片价格上涨以及成本控制。20 年原片产/销量 1.17/1.14 亿重箱，YOY-1.6%/-3.8%，销售略低于预期，我们认为主要由于冬储力度部分影响了 12 月的销量（预计在 300 万重箱左右），剔除这部分影响后全年基本产销平衡。
- **原片盈利能力显著提升，生产成本控制较好。**20 年整体净利率 19%，同比提升 4.54pct，创下历史新高，主要得益于原片价格 20H2 较高的水平。Q4 净利率环比下滑，我们认为与资产减值有所增加有关。预计原片单箱收入/净利润 74/15.6 元，相较 19 年提高 2/4.6 元，单箱净利润增幅大于收入增幅，反映出生产成本有所下降。
- **节后原片价格见底反弹，21 年有望持续高景气。**当前浮法原片全国均价达 108.5 元/重箱（含税），后续在真实需求逐步释放情况下，价格预计将继续上行。预计当前产销率预计超过 140%，去库速度加快。由于供给和需求持续维持紧平衡，21 年盈利能力有望继续提升，我们在中性假设下（不含税均价 91 元/重箱）预计 21 年原片收入/净利润达 90/20 亿元。
- **新业务稳步推进，业务结构优化有望提估值。**二次强化的电子玻璃已送样，良品率和性能得到认可后或有新生产线开建。药用玻璃已于 1 月底点火，预计拉管将在 21H2 正式销售。预计光伏玻璃到 6 月底将有 2500t/d 的超白浮法完成转产，且配套的光伏深加工也将在 20H2 投产。这些业务取得突破后将提升整体的抗风险能力和盈利能力，同时有望拉高估值中枢。

财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 为 0.68/1.16/1.65 元（原 EPS 为 0.74/1.16/1.65 元），主要调减 20 年原片销量及价格，21-22 年盈利预测保持不变。采用分部估值法，参考可比公司 21 年平均估值，分别给予光伏玻璃/电子玻璃/原片及加工业务 27/20/12X PE，对应目标价 18.13 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资大幅下滑、原料成本快速提升、光伏玻璃价格大幅下滑

公司主要财务信息

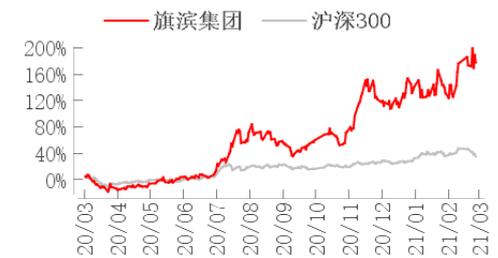
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,378	9,306	9,642	13,633	19,623
同比增长(%)	10.5%	11.1%	3.6%	41.4%	43.9%
营业利润(百万元)	1,349	1,581	2,137	3,830	5,425
同比增长(%)	-0.0%	17.2%	35.2%	79.3%	41.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,208	1,346	1,831	3,126	4,442
同比增长(%)	5.7%	11.5%	36.0%	70.7%	42.1%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.68	1.16	1.65
毛利率(%)	28.8%	29.4%	35.0%	41.7%	40.4%
净利率(%)	14.4%	14.5%	19.0%	22.9%	22.6%
净资产收益率(%)	16.5%	17.0%	19.7%	27.6%	32.6%
市盈率	24.8	22.3	16.4	9.6	6.7
市净率	4.0	3.6	2.9	2.4	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，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月26日)	14.75 元
目标价格	18.13 元
52周最高价/最低价	16/4.35 元
总股本/流通A股(万股)	268,622/268,622
A股市值(百万元)	39,622
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年02月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.58	15.77	24.9	177.3
相对表现	7.01	14.27	17.15	166.39
沪深300	-5.43	1.5	7.75	10.91



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

证券分析师

江剑

021-63325888*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090001

联系人

聂磊

021-63325888*7504

nielei@orientsec.com.cn

相关报告

浮法保持高盈利，光伏玻璃价格存压力	2020-12-23
盈利历史巅峰，加速优化业务结构	2020-10-29
Q2 产销大幅改善，旺季盈利弹性可期	2020-08-11

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。

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	2,933	5,421	8,525	营业收入	8,378	9,306	9,642	13,633	19,623
应收票据及应收账款	137	157	163	230	332	营业成本	5,966	6,566	6,271	7,949	11,697
预付账款	38	112	61	86	124	营业税金及附加	117	121	125	182	258
存货	705	673	643	815	1,200	营业费用	108	129	134	198	285
其他	768	1,074	1,075	1,094	1,117	管理费用及研发费用	818	885	906	1,309	1,845
流动资产合计	2,083	2,505	4,875	7,647	11,298	财务费用	100	112	152	121	96
长期股权投资	37	39	39	38	38	资产减值损失	60	17	43	54	48
固定资产	8,339	8,422	8,182	7,931	7,685	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	2	0	0
无形资产	824	871	848	825	802	其他	106	105	125	10	30
其他	715	628	73	29	29	营业利润	1,349	1,581	2,137	3,830	5,425
非流动资产合计	10,754	10,560	9,796	9,417	8,635	营业外收入	9	4	5	0	0
资产总计	12,838	13,065	14,671	17,063	19,933	营业外支出	11	17	10	20	10
短期借款	490	938	714	826	770	利润总额	1,347	1,568	2,132	3,810	5,415
应付票据及应付账款	918	628	600	761	1,120	所得税	139	222	302	686	975
其他	1,186	1,527	1,371	1,461	1,460	净利润	1,208	1,346	1,830	3,124	4,440
流动负债合计	2,594	3,093	2,685	3,048	3,350	少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	1,483	1,113	1,113	1,113	1,113	归属于母公司净利润	1,208	1,346	1,831	3,126	4,442
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.45	0.50	0.68	1.16	1.65
其他	1,190	615	534	538	541						
非流动负债合计	2,674	1,728	1,647	1,651	1,654	主要财务比率					
负债合计	5,267	4,821	4,332	4,699	5,004		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	8	7	6	4	成长能力					
股本	2,688	2,688	2,686	2,686	2,686	营业收入	10.5%	11.1%	3.6%	41.4%	43.9%
资本公积	1,589	1,681	1,948	1,948	1,948	营业利润	-0.0%	17.2%	35.2%	79.3%	41.6%
留存收益	3,256	3,812	5,643	7,670	10,237	归属于母公司净利润	5.7%	11.5%	36.0%	70.7%	42.1%
其他	37	57	55	55	55	获利能力					
股东权益合计	7,570	8,245	10,339	12,365	14,929	毛利率	28.8%	29.4%	35.0%	41.7%	40.4%
负债和股东权益总计	12,838	13,065	14,671	17,063	19,933	净利率	14.4%	14.5%	19.0%	22.9%	22.6%
						ROE	16.5%	17.0%	19.7%	27.6%	32.6%
						ROIC	13.5%	13.7%	16.4%	23.2%	27.8%
						偿债能力					
						资产负债率	41.0%	36.9%	29.5%	27.5%	25.1%
						净负债率	26.4%	29.3%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	0.80	0.81	1.82	2.51	3.37
						速动比率	0.53	0.59	1.57	2.24	3.01
						营运能力					
						应收账款周转率	121.4	90.9	81.3	89.7	91.6
						存货周转率	9.1	9.5	9.4	10.8	11.5
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.50	0.68	1.16	1.65
						每股经营现金流	0.77	0.75	1.22	1.47	1.95
						每股净资产	2.82	3.07	3.85	4.60	5.56
						估值比率					
						市盈率	24.8	22.3	16.4	9.6	6.7
						市净率	4.0	3.6	2.9	2.4	2.0
						EV/EBITDA	14.5	13.1	10.6	6.8	5.1
						EV/EBIT	22.5	19.3	14.3	8.3	5.9

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有旗滨集团(601636)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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