

## 玻璃价格有望继续超预期，新业务突破在即

—2020 年年报&amp;2021 年一季报点评

## 核心观点

- **业绩加速增长，盈利高弹性源自价格。**20 年营收/归母净利润 96.44/18.25 亿，YOY+4%/36%，其中原片/节能玻璃收入 84.28/11.09 亿，YOY-1%/+66%，原片产/销量 1.17/1.14 亿重箱，YOY-2%/-4%，均价（不含税）74 元/重箱，YOY+3%，20 年盈利的弹性主要来自生产成本的下降，扣除运费，我们测算每重箱同比下降 5.3 元。21Q1 营收/归母净利润 29.22/8.8 亿，YOY+125%/448%，预计原片销量 2855 万重箱，较 20Q1/19Q1 增加 79%/17%，均价（不含税）99.2 元/重箱，较 20Q1/19Q1 增加 28%/32%。21Q1 玻璃的整体价格处于历史高位，体现需求的旺盛，及行业协同的改善。
- **单位盈利继续创新高。**20 年原片单箱毛利 27.58 元，同比增 6.76 元，假设节能玻璃业务净利率 4%，推算原片单箱净利 15.65 元，同比增 4.46 元。我们预计 21Q1 原片业务单箱毛利/净利 52.9/30.8 元，同比增加 25.2/20.7 元。我们需要提示的是未来纯碱价格的上涨，可能将部分侵蚀原片的盈利。
- **21 年原片盈利将再超预期。**预计 Q1 原片单箱净利 30.8 元，同比增 20.7 元，为季度最高。从目前玻璃价格走势及历史经验判断，未来三个季度盈利将不断创历史新高。目前普白玻璃的全国均价已接近 120 元/重箱，创历史新高，而厂库仍处于低位。随着下游需求进入旺季，价格有望不断创新高。
- **光伏玻璃产能目标再提档，超白砂自采有望降低成本。**虽然光伏玻璃近期价格调整较大，但长期看需求将持续增长，公司公告继续新建压延生产线，拟于东山县新建 1 条 1200t/d、宁海县新建 2 条 1200t/d 的压延线，加上前期已公告的柳州/绍兴线，预计到 23 年将有 5 条（共 6000t/d）压延线在产，到 22 年底光伏超白+压延产能将达到 8500 t/d。同时公司取得资兴年产 57.6 万吨的超白石英砂采矿权，保障了未来新建基地的用砂需求和供应安全。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 1.53/1.95/2.45 元（21-22 年原值为 1.43/1.91 元），主要调增浮法原片价格、调减光伏玻璃价格和销量。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 19/22/13X PE，对应目标价 20.29 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,306	9,644	14,658	19,406	23,968
同比增长(%)	11.1%	3.6%	52.0%	32.4%	23.5%
营业利润(百万元)	1,581	2,097	4,713	6,013	7,579
同比增长(%)	17.2%	32.7%	124.7%	27.6%	26.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,346	1,825	4,100	5,232	6,594
同比增长(%)	11.5%	35.6%	124.6%	27.6%	26.0%
每股收益(元)	0.50	0.68	1.53	1.95	2.45
毛利率(%)	29.4%	37.3%	47.8%	44.2%	44.7%
净利率(%)	14.5%	18.9%	28.0%	27.0%	27.5%
净资产收益率(%)	17.0%	20.6%	36.6%	35.7%	35.7%
市盈率	29.5	21.8	9.7	7.6	6.0
市净率	4.8	4.2	3.1	2.4	1.9

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。

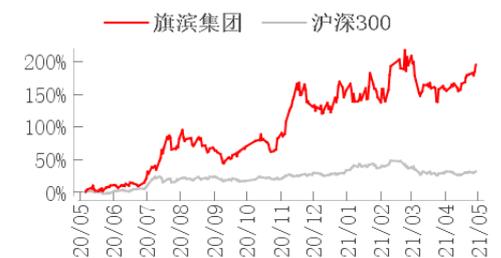
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES
投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	14.8 元
目标价格	20.29 元
52周最高价/最低价	16/4.97 元
总股本/流通A股(万股)	268,622/268,622
A股市值(百万元)	39,756
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.25	12.46	20.32	195.53
相对表现	4.48	9.92	16.72	176.62
沪深300	0.77	2.54	3.6	18.91



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

Q1 业绩超预期，期待新业务突破	2021-04-09
业绩符合预期，21 年持续高增长	2021-02-28
浮法保持高盈利，光伏玻璃价格存压力	2020-12-23

## 估值与投资建议

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，近几年先后进入玻璃深加工、电子玻璃、光伏玻璃等业务，未来成长边界有望逐步拓宽。由于公司各项业务相对较为独立且市场给予的估值体系存在较大差异，因此我们基于 21 年的盈利预测将各项业务分别拆分后进行分部估值。

**综合各项业务分部估值可得到公司 21 年合理市值 545 亿，对应目标价 20.29 元。**我们预计光伏玻璃/电子玻璃/玻璃原片及加工业务 21 年实现净利润 1.22/0.5/39.28 亿（由于上市公司中只从事玻璃加工的企业较少，大部分都是原片与加工一体化，因此我们将两项业务合在一起进行估值），采用分部可比公司估值法给予 19/22/13X PE，得到合理市值为 23/11/511 亿，加总可得公司总市值 545 亿，以当前 26.86 亿股本为基础对应目标价 20.29 元，维持“买入”评级。

**表 1：21 年公司各业务分部的业绩拆分及估值**

	光伏玻璃	电子玻璃	玻璃原片	玻璃加工及其他
收入（亿元）	12.18	2.50	111.88	20.01
净利率	10.00%	20%	34.11%	5.60%
净利润（亿元）	1.22	0.50	38.16	1.12
PE	19	22	13	13
市值（亿元）	23.142	11	496.08	14.56
总市值（亿元）				545

资料来源：公司公告，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 70% 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。

**原料成本快速提升。**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，如果未来油价继续上行，将会推高石油焦的价格。

**光伏玻璃价格大幅下滑。**我们在对光伏玻璃业绩进行预测的过程中虽然假设未来光伏玻璃价格是下行的，但如果行业供给扩张超出市场预期，价格出现断崖式下滑，公司光伏玻璃业绩可能会存在低于预期的风险。

## 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。

**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	488	910	5,939	9,408	14,095	营业收入	9,306	9,644	14,658	19,406	23,968
应收票据、账款及款项融资	157	272	293	388	479	营业成本	6,566	6,049	7,649	10,820	13,262
预付账款	112	67	147	194	240	营业税金及附加	121	126	191	252	312
存货	673	1,007	1,147	1,407	1,326	营业费用	129	87	176	213	240
其他	1,074	1,057	1,133	1,174	1,224	管理费用及研发费用	885	1,133	1,730	2,018	2,397
<b>流动资产合计</b>	<b>2,505</b>	<b>3,312</b>	<b>8,659</b>	<b>12,571</b>	<b>17,364</b>	财务费用	112	129	149	162	125
长期股权投资	39	43	44	50	50	资产、信用减值损失	17	143	111	47	154
固定资产	8,422	8,118	8,389	8,745	8,922	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	600	1,096	879	532	187	投资净收益	1	2	0	0	0
无形资产	871	1,040	1,012	984	955	其他	105	117	60	120	100
其他	628	717	679	678	698	<b>营业利润</b>	<b>1,581</b>	<b>2,097</b>	<b>4,713</b>	<b>6,013</b>	<b>7,579</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,560</b>	<b>11,013</b>	<b>11,002</b>	<b>10,989</b>	<b>10,813</b>	营业外收入	4	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,065</b>	<b>14,326</b>	<b>19,661</b>	<b>23,560</b>	<b>28,177</b>	营业外支出	17	6	0	0	0
短期借款	938	1,268	1,300	1,320	1,320	<b>利润总额</b>	<b>1,568</b>	<b>2,096</b>	<b>4,713</b>	<b>6,013</b>	<b>7,579</b>
应付票据及应付账款	628	1,045	1,224	1,515	1,724	所得税	222	272	613	782	985
其他	1,527	1,416	1,547	1,746	1,912	<b>净利润</b>	<b>1,346</b>	<b>1,824</b>	<b>4,100</b>	<b>5,232</b>	<b>6,594</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,093</b>	<b>3,728</b>	<b>4,070</b>	<b>4,581</b>	<b>4,956</b>	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	1,113	494	494	494	494	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,346</b>	<b>1,825</b>	<b>4,100</b>	<b>5,232</b>	<b>6,594</b>
应付债券	0	0	1,500	1,500	1,500	每股收益(元)	0.50	0.68	1.53	1.95	2.45
其他	615	566	588	590	593						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,728</b>	<b>1,060</b>	<b>2,582</b>	<b>2,584</b>	<b>2,587</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,821</b>	<b>4,788</b>	<b>6,652</b>	<b>7,165</b>	<b>7,543</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	8	64	64	64	64	成长能力					
实收资本(或股本)	2,688	2,686	2,686	2,686	2,686	营业收入	11.1%	3.6%	52.0%	32.4%	23.5%
资本公积	1,681	1,908	2,116	2,116	2,116	营业利润	17.2%	32.7%	124.7%	27.6%	26.0%
留存收益	3,812	4,848	8,142	11,528	15,768	归属于母公司净利润	11.5%	35.6%	124.6%	27.6%	26.0%
其他	57	32	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,245</b>	<b>9,537</b>	<b>13,008</b>	<b>16,395</b>	<b>20,635</b>	毛利率	29.4%	37.3%	47.8%	44.2%	44.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,065</b>	<b>14,326</b>	<b>19,661</b>	<b>23,560</b>	<b>28,177</b>	净利率	14.5%	18.9%	28.0%	27.0%	27.5%
						ROE	17.0%	20.6%	36.6%	35.7%	35.7%
						ROIC	13.7%	17.0%	29.9%	29.2%	30.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	36.9%	33.4%	33.8%	30.4%	26.8%
净利润	1,346	1,824	4,100	5,232	6,594	净负债率	29.3%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	797	678	431	428	445	流动比率	0.81	0.89	2.13	2.74	3.50
财务费用	112	129	149	162	125	速动比率	0.59	0.62	1.84	2.44	3.24
投资损失	(1)	(2)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(471)	523	(81)	7	217	应收账款周转率	92.8	75.8	100.8	110.8	107.8
其它	235	(34)	88	29	137	存货周转率	9.4	7.2	7.1	8.4	9.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,017</b>	<b>3,118</b>	<b>4,688</b>	<b>5,858</b>	<b>7,518</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
资本支出	(581)	(1,035)	(501)	(452)	(402)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(4)	(1)	(6)	0	每股收益	0.50	0.68	1.53	1.95	2.45
其他	(319)	(81)	4	5	0	每股经营现金流	0.75	1.16	1.75	2.18	2.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>(902)</b>	<b>(1,120)</b>	<b>(499)</b>	<b>(453)</b>	<b>(402)</b>	每股净资产	3.07	3.53	4.82	6.08	7.66
债权融资	(500)	(1,184)	1,554	52	50	估值比率					
股权融资	91	226	209	0	0	市盈率	29.5	21.8	9.7	7.6	6.0
其他	(642)	(640)	(923)	(1,987)	(2,479)	市净率	4.8	4.2	3.1	2.4	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(1,599)</b>	<b>840</b>	<b>(1,935)</b>	<b>(2,429)</b>	EV/EBITDA	16.1	13.8	7.6	6.1	4.9
汇率变动影响	(2)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.7	18.0	8.2	6.5	5.2
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>402</b>	<b>5,029</b>	<b>3,470</b>	<b>4,687</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)