

## H1 业绩再创新高，上调盈利预测

## 动态更新

## 核心观点

- **Q2 业绩环比/同比均大幅增长，价格为主要助推因素。**7/1 晚公司发布 21H1 业绩预增公告，报告期实现归母净利润 21.06-23.27 亿，YOY+316%-360%；扣非净利润 20.68-22.86 亿，YOY+349%-396%。若取预告中位数，Q2 单季度归母净利润 13.37 亿，YOY+286%。根据卓创资讯，21Q2 全国浮法玻璃平均含税价 130 元/重箱，已创历史新高，同比增加 56 元/重箱。我们预计 Q2 公司原片销量 3250-3300 万重箱。由于 20Q1 疫情叠加常规累库，导致 20Q2 的产销率高达 124%，预计 21Q2 产销率同比有所下降。整体看 21H1 业绩弹性主要由价格上涨贡献，销量贡献的利润增量有限。
- **H2 价格有望保持高位，上调全年原片盈利预期。**按照预告扣非净利润中位数，并假设盈利绝大部分来自原片，推算 21Q2 单箱净利润为 40 元，同比增加 32 元，盈利能力继续创新高，主要由于价格大幅上涨，虽然纯碱价格有所上涨，但公司通过海外进口和提前备货部分抵消了负面影响。当前原片厂商库存较低，沙河地区社会库存连续 4 个月下滑，目前也处于较低水位。我们认为 7 月份即将迎来新一轮价格上涨。而来自地产的竣工需求将继续支撑浮法原片价格保持高位。调整核心假设，全年公司浮法均价 125 元/重箱（不含税），单箱平均净利润 43 元，全年销量约 1.2 亿重箱。
- **光伏玻璃价格已筑底，电子/药用玻璃业务推进顺利。**近期硅片价格带动组件成本下降，组件厂开工率有望恢复，光伏玻璃价格有望企稳回升。65t/d 的电子玻璃二期项目已公告开建，有望于明年投产。公司二强盖板玻璃预计下半年获得突破，形成销售。药玻拉管正在不断提升良率，试销售值得期待。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 1.93/2.25/2.54 元（原 EPS 为 1.53/1.95/2.45 元），主要调增浮法原片价格和直接材料成本、调减光伏玻璃价格。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 25.43 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	16,603	21,090	25,926
同比增长(%)	11.1%	3.6%	72.2%	27.0%	22.9%
营业利润(百万元)	1,581	2,097	5,947	6,937	7,844
同比增长(%)	17.2%	32.7%	183.5%	16.7%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,346	1,825	5,174	6,035	6,825
同比增长(%)	11.5%	35.6%	183.4%	16.7%	13.1%
每股收益(元)	0.50	0.68	1.93	2.25	2.54
毛利率(%)	29.4%	37.3%	51.9%	46.3%	43.0%
净利率(%)	14.5%	18.9%	31.2%	28.6%	26.3%
净资产收益率(%)	17.0%	20.6%	44.0%	38.0%	34.5%
市盈率	29.5	21.8	7.7	6.6	5.8
市净率	4.8	4.2	2.8	2.2	1.8

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  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月01日)	18.1元
目标价格	25.43元
52周最高价/最低价	18.77/6.27元
总股本/流通A股(万股)	268,622/268,622
A股市值(百万元)	48,621
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年07月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.43	5.66	44.48	180.78
相对表现	2	7.26	44.86	166.04
沪深300	-1.57	-1.6	-0.38	14.74



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

玻璃价格有望继续超预期，新业务突破在即：——2020 年年报&2021 年一季报点评	2021-04-30
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

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。

**表 1：核心假设及盈利预测变动分析表**

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>核心假设</b>						
玻璃原片单位售价（元/箱）	106	102	100	125	120	117
变动幅度				17.92%	17.65%	17.00%
压延光伏玻璃价格（元/平米）	22	22	21	20	21	21
变动幅度				-9.09%	-4.55%	0.00%
直接材料单箱成本（元/箱）	41.62	42.45	43.30	44.59	45.48	46.39
变动幅度				7.14%	7.14%	7.14%
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>玻璃原片</b>						
销售收入	11,188.30	10,471.98	10,165.00	13,193.75	12,319.98	11,893.05
变动幅度				17.92%	17.65%	17.00%
毛利率	51.96%	49.28%	47.46%	56.88%	54.36%	52.45%
变动幅度				4.92%	5.08%	4.99%
<b>玻璃加工</b>						
销售收入	1,900.00	2,400.00	3,000.00	1,900.00	2,400.00	3,000.00
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	34.00%	33.00%	33.00%	34.00%	33.00%	33.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
<b>光伏玻璃</b>						
销售收入	1,218.01	6,152.44	10,401.55	1,157.10	5,988.19	10,631.43
变动幅度				-5.00%	-2.67%	2.21%
毛利率	35.00%	40.00%	45.00%	30.00%	35.00%	35.00%
变动幅度				-5.00%	-5.00%	-10.00%
<b>电子玻璃</b>						
销售收入	250.00	280.00	300.00	250.00	280.00	300.00
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	25.00%	40.00%	50.00%	25.00%	40.00%	50.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
<b>物流及其他</b>						
销售收入	101.65	101.65	101.65	101.65	101.65	101.65
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
<b>销售收入合计</b>	<b>14,657.96</b>	<b>19,406.07</b>	<b>23,968.20</b>	<b>16,602.50</b>	<b>21,089.82</b>	<b>25,926.13</b>

变动幅度				13.27%	8.68%	8.17%
综合毛利率	47.82%	44.24%	44.67%	51.93%	46.27%	43.05%
变动幅度				4.11%	2.02%	-1.62%

资料来源: wind, 东方证券研究所

表 2: 主要财务数据变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,658	19,406	23,968	16,603	21,090	25,926
变动幅度				13.27%	8.68%	8.17%
营业利润	4,713	6,013	7,579	5,947	6,937	7,844
变动幅度				26.19%	15.37%	3.50%
归属母公司净利润	4,100	5,232	6,594	5,174	6,035	6,825
变动幅度				26.19%	15.37%	3.50%
每股收益 (元)	1.53	1.95	2.45	1.93	2.25	2.54
变动幅度				26.19%	15.37%	3.50%
毛利率 (%)	47.8%	44.2%	44.7%	51.9%	46.3%	43.0%
变动幅度				4.11%	2.02%	-1.62%
净利率 (%)	28.0%	27.0%	27.5%	31.2%	28.6%	26.3%
变动幅度				3.19%	1.66%	-1.19%

资料来源: wind, 东方证券研究所

## 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 683 亿，对应目标价 25.43 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 1.16/0.4/50.18 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 22/9/653 亿，加总可得公司总市值 683 亿，以当前 26.86 亿股本为基础对应目标价 25.43 元，维持“买入”评级。

**表 3：21 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）	11.57	2.50	131.94	20.02
净利率	10.00%	16%	37.52%	3.41%
净利润（亿元）	1.16	0.40	49.50	0.68
PE	19	22	13	13
市值（亿元）	22	9	644	9
总市值（亿元）				683

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。

**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	7,059	10,861	15,360	营业收入	9,306	9,644	16,603	21,090	25,926
应收票据、账款及款项融资	157	272	332	422	519	营业成本	6,566	6,049	7,981	11,332	14,766
预付账款	112	67	166	211	259	营业税金及附加	121	126	216	274	337
存货	673	1,007	1,197	1,473	1,477	营业费用	129	87	199	232	259
其他	1,074	1,057	1,137	1,178	1,229	管理费用及研发费用	885	1,133	1,976	2,236	2,644
<b>流动资产合计</b>	<b>2,505</b>	<b>3,312</b>	<b>9,892</b>	<b>14,144</b>	<b>18,843</b>	财务费用	112	129	144	149	112
长期股权投资	39	43	44	50	50	资产、信用减值损失	17	143	200	49	63
固定资产	8,422	8,118	8,303	8,654	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>5,947</b>	<b>6,937</b>	<b>7,844</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,560</b>	<b>11,013</b>	<b>10,916</b>	<b>10,898</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>20,807</b>	<b>25,043</b>	<b>29,656</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>5,947</b>	<b>6,937</b>	<b>7,844</b>
应付票据及应付账款	628	1,045	1,277	1,586	1,920	所得税	222	272	773	902	1,020
其他	1,527	1,416	1,566	1,763	1,931	<b>净利润</b>	<b>1,346</b>	<b>1,824</b>	<b>5,174</b>	<b>6,035</b>	<b>6,825</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,093</b>	<b>3,728</b>	<b>4,143</b>	<b>4,669</b>	<b>5,171</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>5,174</b>	<b>6,035</b>	<b>6,825</b>
应付债券	0	0	1,500	1,500	1,500	每股收益(元)	0.50	0.68	1.93	2.25	2.54
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>6,725</b>	<b>7,253</b>	<b>7,758</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%	72.2%	27.0%	22.9%
资本公积	1,681	1,908	2,116	2,116	2,116	营业利润	17.2%	32.7%	183.5%	16.7%	13.1%
留存收益	3,812	4,848	9,216	12,923	17,031	归属于母公司净利润	11.5%	35.6%	183.4%	16.7%	13.1%
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>14,082</b>	<b>17,789</b>	<b>21,898</b>	毛利率	29.4%	37.3%	51.9%	46.3%	43.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,065</b>	<b>14,326</b>	<b>20,807</b>	<b>25,043</b>	<b>29,656</b>	净利率	14.5%	18.9%	31.2%	28.6%	26.3%
						ROE	17.0%	20.6%	44.0%	38.0%	34.5%
						ROIC	13.7%	17.0%	36.1%	31.4%	29.4%
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%	32.3%	29.0%	26.2%
净利润	1,346	1,824	5,174	6,035	6,825	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	2.39	3.03	3.64
财务费用	112	129	144	149	112	速动比率	0.59	0.62	2.10	2.71	3.36
投资损失	(1)	(2)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(471)	523	(123)	16	251	应收账款周转率	92.8	75.8	106.2	108.1	107.0
其它	235	(34)	178	31	46	存货周转率	9.4	7.2	7.2	8.4	10.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,017</b>	<b>3,118</b>	<b>5,803</b>	<b>6,661</b>	<b>7,678</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	1.93	2.25	2.54
其他	(319)	(81)	4	5	0	每股经营现金流	0.75	1.16	2.16	2.48	2.86
<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	5.22	6.60	8.13
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	7.7	6.6	5.8
其他	(642)	(640)	(917)	(2,458)	(2,828)	市净率	4.8	4.2	2.8	2.2	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(1,599)</b>	<b>845</b>	<b>(2,406)</b>	<b>(2,778)</b>	EV/EBITDA	16.1	13.8	6.1	5.3	4.8
汇率变动影响	(2)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.7	18.0	6.6	5.7	5.0
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>402</b>	<b>6,149</b>	<b>3,802</b>	<b>4,499</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)