



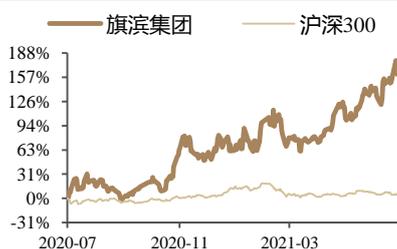
## 买入（首次）

所属行业：建筑材料/玻璃制造  
当前价格(元)：18.89  
合理区间(元)：24.18-26.04

### 证券分析师

闫广  
资格编号：S0120521060002  
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.96	19.87	44.47
相对涨幅(%)	11.93	18.94	43.79

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 旗滨集团：厚积薄发，再攀高峰

## 投资要点

- 浮法行业高景气度，推动业绩高弹性。**2021年进入地产竣工周期，玻璃需求强劲，在新的产能置换政策下，新增供给难度增大，产能净增加冲击十分有限，行业供需偏紧延续高景气度。而旗滨集团作为国内浮法原片龙头，集规模、渠道及品牌等优势于一体，充分受益行业景气度上行；同时公司纯碱、石油焦等原燃料可以做到集采价格低于行业平均，随着石英砂自供比例不断提升，成本优势愈发突出；公司产能位于经济发达的东南沿海区域，下游需求旺盛且价格优势明显，形成天然的区位优势，在价格不断走高的背景下，浮法业绩弹性十足。
- 布局光伏领域，提供中期增量。**在“碳达峰、碳中和”目标指引下，未来光伏行业有望保持快速发展，预计“十四五”期间全球年均新增装机量达到210-260GW，同时随着双玻组件渗透率不断提升，光伏玻璃的需求将维持高增长，基于光伏行业的高景气度以及产能置换政策的放松，公司通过转产及新建生产线快速提升光伏玻璃产能，预计到2022年末公司光伏玻璃产能将达到8500吨/天，目前公司已经与隆基开展合作，在光伏玻璃大幅扩产的背景下，渠道资源显得尤为重要，公司有望依托成本及资金优势，快速提升市场份额，成为新的业绩增长点。
- 产业链延伸有望突破，打开未来成长空间。**公司电子玻璃技术路径基本实现突破，当前积极拓展下游渠道，21H2有望实现商业化放量，并且二期项目已经启动建设；同时中性硼硅药用玻璃一期已经于21年1月末投产，随着技术瓶颈的突破以及产品的问世，产能扩张也有望加速；电子玻璃与中性硼硅管国产替代空间广阔，公司依托资源、渠道、成本等优势有望异军突起，未来产品结构将更加优化，高端产品提升公司竞争壁垒，整体估值有望抬升。
- 投资建议：**公司浮法业务推升业绩弹性，产业链延伸打开未来成长性，预计2021-2023年公司业绩分别为49.9、57.4和68.2亿元，对应EPS分别为1.86、2.14和2.54元，对应PE估值分别为10.2、8.8和7.4倍；参考可比公司平均估值以及公司未来产品高端化带来的成长性，首次覆盖给予“买入”评级，目标价区间为24.18-26.04元。
- 风险提示：**地产投资大幅下滑，供给端大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨超预期，新业务拓展不及预期。

## 股票数据

总股本(百万股):	2,686.22
流通A股(百万股):	2,686.22
52周内股价区间(元):	7.07-20.21
总市值(百万元):	50,742.64
总资产(百万元):	15,478.00
每股净资产(元):	3.87

资料来源：公司公告

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,306	9,644	14,831	19,218	22,821
(+/-)YOY(%)	11.1%	3.6%	53.8%	29.6%	18.7%
净利润(百万元)	1,346	1,825	4,986	5,742	6,819
(+/-)YOY(%)	11.5%	35.6%	173.1%	15.2%	18.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.68	1.86	2.14	2.54
毛利率(%)	29.4%	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
净资产收益率(%)	16.3%	19.3%	34.5%	28.4%	25.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 投资五要素

### 驱动因素

第一、地产新开工加速向竣工端传导，竣工需求强劲；第二、公司新业务按预期推进；第三、光伏玻璃价格不再继续恶化。

### 盈利预测与投资建议

我们认为，浮法玻璃价格持续上涨，业绩再次上修；新业务拓展有望实现突破性进展。公司浮法业务推升业绩弹性，产业链延伸打开未来成长性，预计 2021-2023 年公司业绩分别为 49.9、57.4 和 68.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.86、2.14 和 2.54 元，对应 PE 估值分别为 10.2、8.8 和 7.4 倍；参考可比公司平均估值以及公司未来产品高端化带来的成长性，首次覆盖给予“买入”评级，目标价区间为 24.18-26.04 元。

### 区别于市场的观点

从周期的角度来看，浮法玻璃确实位于近年来景气高位，但我们认为，当下行业格局在持续向好发展，因为未来新增产能愈发困难，行业是存量产能的博弈，而龙头企业加快并购的步伐，行业集中度加速提升，整体供需格局持续向好，同时环保趋严带来的成本上涨提升价格中枢，未来周期波动性或弱化；其次，从旗滨集团自身来看，新一届管理层上任以来，战略及执行力得到市场认可，公司完善的激励机制及高分红回馈股东，从中长期的发展来看，我们有理由相信，管理层将带领公司再上一个新高度。

### 股价表现的催化因素

我们认为，浮法价格持续上涨，带动公司业绩弹性，为主要的的安全边际；其次，光伏玻璃按计划投产，为未来 2-3 年提供确定性的增量；最后，药玻与电子玻璃实现突破，下游订单放量，产品高端化带来新催化。

### 主要风险

地产投资大幅下滑，供给端大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨超预期，新业务拓展不及预期。

## 内容目录

1. 浮法行业 $\beta$ 行情，行业景气度持续提升.....	6
1.1. 浮法玻璃价格及行业盈利持续创新高.....	6
1.2. 需求端：竣工周期支撑需求，汽车、出口复苏锦上添花.....	6
1.3. 供给端：新增产能冲击十分有限.....	10
1.4. 全年供需紧平衡，行业高景气度延续.....	12
1.5. 成本逐步抬升，龙头企业优势凸显.....	12
2. 旗滨集团：浮法支撑业绩弹性，新业务打开成长空间.....	13
2.1. 浮法业务推升业绩弹性.....	13
2.2. 加码光伏玻璃，提供中期增量.....	16
2.3. 药玻+电子玻璃望迎突破，打开未来成长空间.....	19
3. 盈利预测及投资建议.....	20
4. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1: 2021 年浮法玻璃全国均价高开高走 .....	6
图 2: 沙河地区部分燃煤薄板生产线盈利情况 .....	6
图 3: 浮法玻璃行业库存持续走低 .....	6
图 4: 国内浮法玻璃在产产能 .....	6
图 5: 浮法玻璃下游需求分布占比 .....	7
图 6: 地产新开工加速向竣工传导 .....	7
图 7: 中国建筑竣工面积及增速 .....	7
图 8: 近几年我国汽车销量及增速 .....	8
图 9: 全球主要经济体 GDP 增速预测 .....	9
图 10: 以 5mm 厚度测算平板玻璃出口规模 .....	9
图 11: 21 年以来玻璃表观需求增速维持高位 .....	10
图 12: 2020 年以来纯碱价格中低位运行 .....	12
图 13: 石油焦价格跟随原油价格持续走高 .....	12
图 14: 当前旗滨集团产能占比约 10%左右 .....	14
图 15: 国内玻璃主要流向图 .....	14
图 16: 旗滨集团近三年箱成本变化情况 .....	15
图 17: 2013-2020 年我国光伏新增装机量及增速 .....	17
图 18: 2013-2020 年我国光伏累计装机量及增速 .....	17
图 19: 2021-2025 年我国新增光伏装机预测 .....	17
图 20: 2021-2025 年全球新增光伏装机预测 .....	17
图 21: 2020-2021 年光伏玻璃价格走势 .....	18
图 22: 2021-2022 年全国计划新建光伏玻璃产能 .....	18
表 1: 近几年单位建筑面积玻璃用量逐年增加 .....	7
表 2: 我国汽车玻璃需求测算 .....	8
表 3: 近几年国内浮法产能变化情况 .....	10
表 4: 21 年具备冷修可能的生产线 .....	11
表 5: 21 年计划新点火以及冷修复产生生产线 .....	11
表 6: 国内玻璃供需平衡表测算 .....	12
表 7: 以沙河地区为例不同燃料系统下的生产成本 .....	13
表 8: 旗滨集团浮法生产线 .....	14
表 9: 旗滨集团节能深加工产能 .....	15

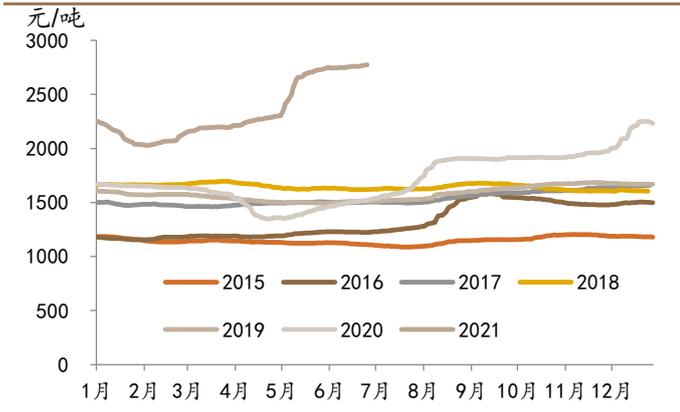
表 10: 旗滨集团浮法及深加工业务业绩弹性测算.....	16
表 11: 组件与光伏玻璃需求测算.....	17
表 12: 全球光伏新装机需求对应光伏玻璃测算.....	18
表 13: 旗滨集团光伏生产线以及未来新建规划.....	19
表 14: 旗滨集团中性硼硅管项目建设情况.....	19
表 15: 电子玻璃主要性能指标.....	20
表 16: 全国及全球智能手机需求空间测算.....	20
表 17: 可比公司估值对比.....	21

## 1. 浮法行业β行情，行业景气度持续提升

### 1.1. 浮法玻璃价格及行业盈利持续创新高

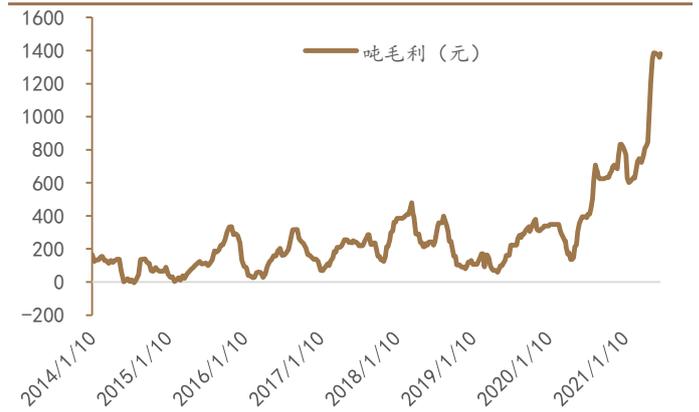
2021年浮法玻璃价格实现高开高走，尤其二季度旺季以来价格持续走高，截止到6月底，全国浮法玻璃均价突破2750元/吨，沙河地区燃煤薄板吨毛利突破1300元/吨，均创历史新高。我们认为，基于当前偏紧的供需格局，库存处于绝对低位，下半年有望旺季更旺。

图 1：2021 年浮法玻璃全国均价高开高走



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

图 2：沙河地区部分燃煤薄板生产线盈利情况

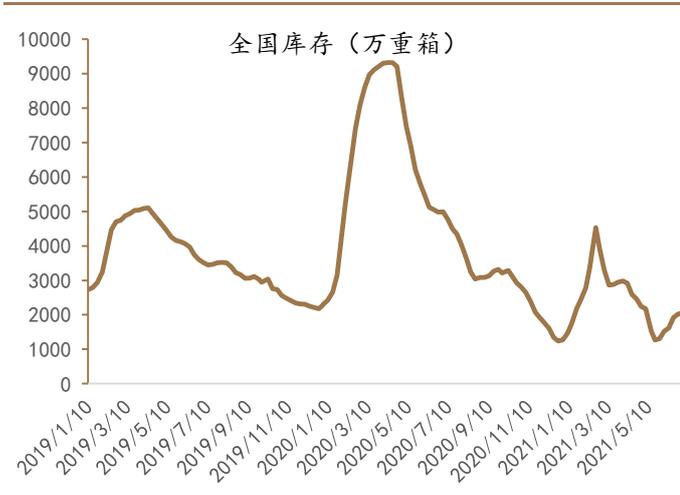


资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

### 1.2. 需求端：竣工周期支撑需求，汽车、出口复苏锦上添花

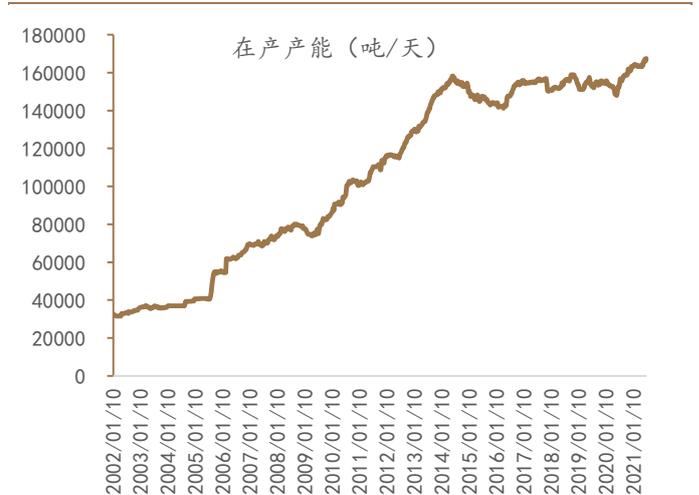
**地产竣工周期支撑需求：**2021年以来行业库存持续下行，到6月末行业主要样本城市库存降至约2000万重箱左右，处于近年来低位；而目前行业在产产能约10.05亿重箱，较2020年同期增加约9000万重箱，产能大幅增加的背景下库存持续走低，表明行业需求十分强劲。我们认为，本轮行业高景气度延续的核心驱动力是地产竣工需求的支撑。

图 3：浮法玻璃行业库存持续走低



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图 4：国内浮法玻璃在产产能

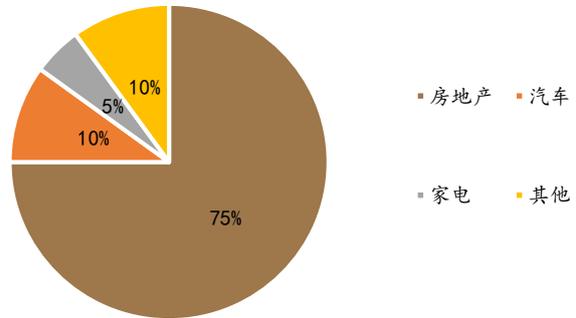


资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

浮法玻璃约70%-75%的需求来自于房地产，其广泛应用于门窗、幕墙及装饰

领域，其次是汽车、家电及出口等，而玻璃的实际应用靠近地产竣工端，因此浮法玻璃需求与地产周期强相关；同时随着汽车车窗、天窗面积日益增大，汽车单车玻璃的用量也在稳步提升。

图 5：浮法玻璃下游需求分布占比

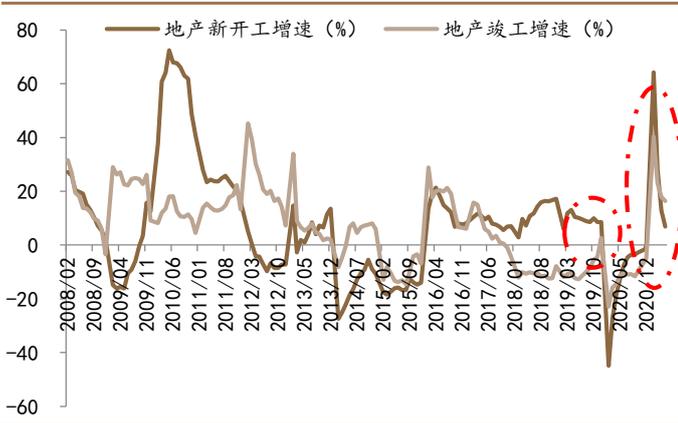


资料来源：玻璃行业协会，德邦证券研究所

从 2019 年下半年起，地产新开工开始加速向竣工终端传导，竣工周期支撑玻璃需求，但由于 2020 年 H1 疫情影响，竣工节奏再次被打乱，直到下半年才重回加速传导。我们认为，18-20 年地产销售面积均超过 17 亿平米，而随着交房周期的到来，新开工有望继续加速向竣工端传导，地产竣工端需求有望保持稳定。

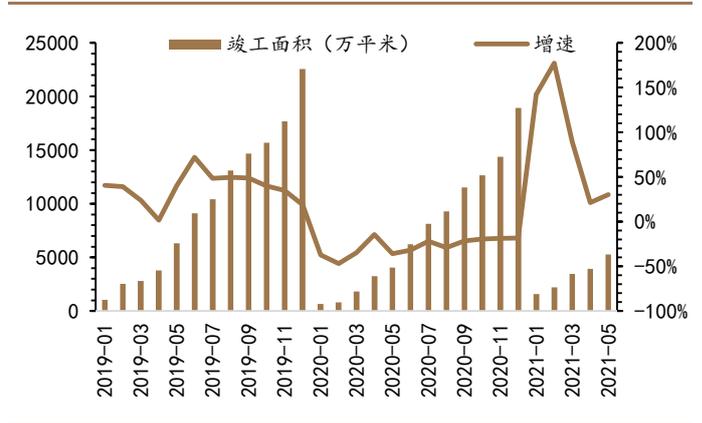
从中国建筑公布的竣工数据来看，其竣工面积占全国竣工面积的 20-25%，从 2020 年下半年以来逐月恢复，2021 年 1-5 月份累计竣工面积约 5267 万平米，同比增长 30%，表明新开工加速向竣工端传导。

图 6：地产新开工加速向竣工传导



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 7：中国建筑竣工面积及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

近年来，随着开窗面积变大以及双、三层玻璃的广泛使用，单位建筑面积的玻璃用量在稳步提升；考虑到地产新开工向竣工端加速传导，我们假设 2021 年地产竣工增速为 5%，单位建筑面积玻璃用量以 0.69 重箱/平米计算，我们测算得出，预计 2021 年地产端玻璃用量约 6.6 亿重箱，保持稳定增长。

表 1：近几年单位建筑面积玻璃用量逐年增加

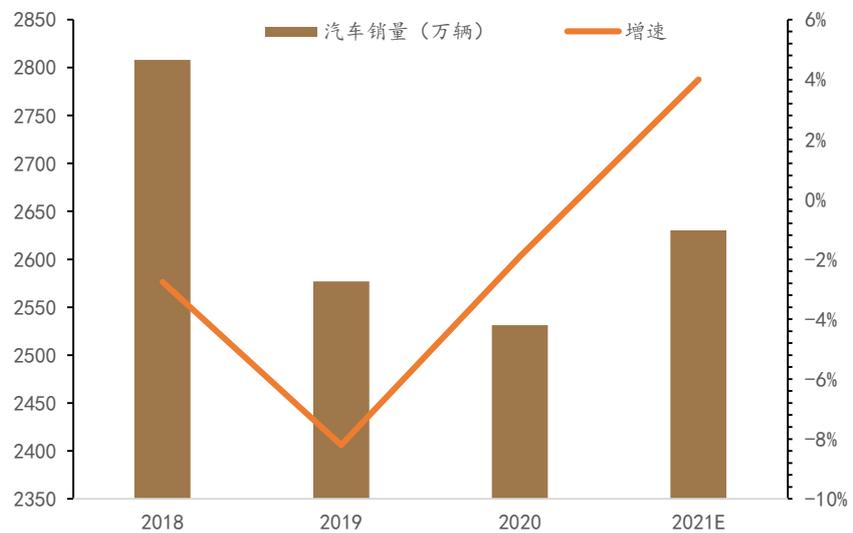
时间	房屋累计竣工面积 (万平方米)	平板玻璃产量 (万重箱)	平均库存 (万重箱)	假设地产用量占比	地产用量 (万重箱)	单位建筑面积玻璃用量 (重箱/平米)
2015	100,039	73,863	3,406	70%	49,320	0.49

2016	106,128	77,403	3,289	70%	51,880	0.49
2017	101,486	79,024	3,276	70%	53,023	0.52
2018	93,550	86,864	3,225	70%	58,547	0.63
2019	95,942	92,670	4,002	70%	62,068	0.65
2020	91,218	94,572	4,268	70%	63,213	0.69
2021E	95,779			70%	66,088	0.69

资料来源: Wind, 玻璃期货网, 德邦证券研究所

**汽车消费稳步回升: 2020 年以来国家出台一系列政策促进汽车消费, 2020 年下半年起汽车消费逐月好转, 根据中汽协测算, 预计 2021 年我国汽车销量有望达到 2630 万辆, 同比增长约 4%; 而随着汽车开窗面积变大, 玻璃的用量也在逐步提升, 根据调研数据当前单车平均玻璃用量约 5.2 平米左右; 同时到 2020 年底我国汽车保有量约 2.81 亿辆, 假设按照 5% 的替换率测算, 预计 2021 年我国汽车玻璃用量约 5246 万重箱, 若考虑出口用量, 则汽车玻璃需求量更大。**

图 8: 近几年我国汽车销量及增速



资料来源: 中汽协, 德邦证券研究所

表 2: 我国汽车玻璃需求测算

内容	测算
预计 2021 年汽车销量 (万辆)	2630
我国 2020 年末汽车保有量 (亿量)	2.81
保有量替换率	5%
合计总量 (万辆)	4035
单车玻璃用量 (平米)	5.2
汽车玻璃厚度 (毫米)	5
单车玻璃用量转换成重量 (吨)	0.065
每车汽车玻璃用量 (万重箱)	5245.5

资料来源: Wind, 中汽协, 德邦证券研究所

**海外经济逐步恢复, 出口有望加速好转: 根据 IMF 的最新预测, 预计 2021 年全球经济同比增长 5.5%, 其中发达国家经济增速为 4.3%, 新兴及发展中国家为 6.3%; 从主要经济体来看, 预计美国经济增长 4.1%, 欧盟增长 4.2%, 日本增**

长 3.1%，英国增长 4.5%，中国增长 8.1%，印度增长 11.5%，俄罗斯增长 3%，随着疫情影响边际减弱，预期全球经济将触底反弹，国内出口也有望加速好转。

图 9：全球主要经济体 GDP 增速预测

(实际GDP, 年百分比变化)	估计值		预测值	
	2020	2021	2022	
世界产出	-3.5	5.5	4.2	
发达经济体	-4.9	4.3	3.1	
美国	-3.4	5.1	2.5	
欧元区	-7.2	4.2	3.6	
德国	-5.4	3.5	3.1	
法国	-9.0	5.5	4.1	
意大利	-9.2	3.0	3.6	
西班牙	-11.1	5.9	4.7	
日本	-5.1	3.1	2.4	
英国	-10.0	4.5	5.0	
加拿大	-5.5	3.6	4.1	
其他发达经济体	-2.5	3.6	3.1	
新兴市场和发展中经济体	-2.4	6.3	5.0	
亚洲新兴市场和发展中经济体	-1.1	8.3	5.9	
中国	2.3	8.1	5.6	
印度	-8.0	11.5	6.8	
东盟五国	-3.7	5.2	6.0	
欧洲新兴市场和发展中经济体	-2.8	4.0	3.9	
俄罗斯	-3.6	3.0	3.9	
拉丁美洲和加勒比	-7.4	4.1	2.9	
巴西	-4.5	3.6	2.6	
墨西哥	-8.5	4.3	2.5	
中东和中亚	-3.2	3.0	4.2	
沙特阿拉伯	-3.9	2.6	4.0	
撒哈拉以南非洲	-2.6	3.2	3.9	
尼日利亚	-3.2	1.5	2.5	
南非	-7.5	2.8	1.4	
备忘项				
低收入发展中国家	-0.8	5.1	5.5	

来源：国际货币基金组织《世界经济展望最新预测》，2021年1月。

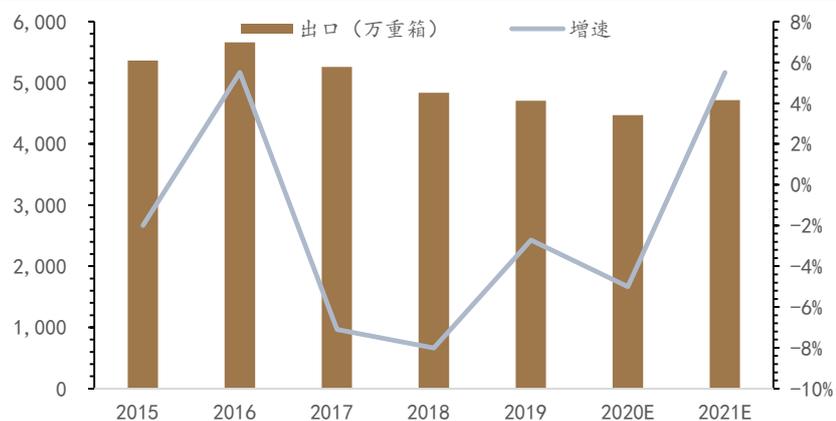
注释：印度的数据和预测值是按财年列示的。财年2020/2021从2020年4月开始，基于日历年。2020年印度的经济增速预测值为-7.6%，2021年为11.0%。

国际货币基金组织

资料来源：国际货币基金组织，德邦证券研究所

受疫情影响，预计 2020 年玻璃出口规模同比下滑 5%左右；而随着海外经济的复苏，2021 年海外出口有望重回正增长，从美国房屋销售来看，2020 年美国二手房销售达到 564 万套，创 2006 年以来新高，流动性充裕下，美国房地产市场有望维持火热，支撑玻璃需求回暖。

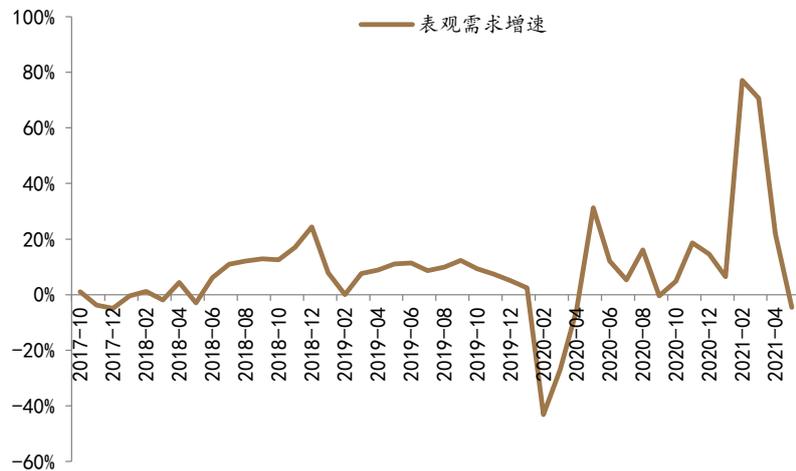
图 10：以 5mm 厚度测算平板玻璃出口规模



资料来源：Wind，德邦证券研究所

从玻璃的表观需求来看，我们测算，2020年5月份以来需求增速保持正增长，行业库存持续下降与价格上涨与之相互验证，进入2021年，新开工有效向竣工端传导支撑需求，同时随着开窗面积的增大、双层、三层玻璃应用的普及，单位建筑面积使用的玻璃逐步增加，汽车及出口端的复苏，2021年玻璃需求端将保持稳定增长（5月份增速有所下滑，主要是去年同期基数较高，从绝对需求量来看，仍是近一年来的新高）。

图 11：21 年以来玻璃表观需求增速维持高位



资料来源：Wind，德邦证券研究所

### 1.3. 供给端：新增产能冲击十分有限

根据工信部颁布的《水泥玻璃行业置换实施办法》(修订稿)，从2021年1月1日起，停产2年及以上以及3年内累计停产2年以上的生产线不再具备复产指标，这标志着僵尸产能将永久退出，新建生产线难度将增加，行业将进入存量产能博弈阶段。按照窑炉正常的冷修复产节奏，我们测算，2021年行业产能或净增加约2000吨/天，整体冲击十分有限，若考虑到旗滨等部分企业生产线转产光伏背板，则2021年建筑玻璃供给依旧偏紧。

表 3：近几年国内浮法产能变化情况

	新点火		冷修复产		冷修停产		净变化	
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)
2016	6	5200	16	10780	10	5830	12	10150
2017	6	3800	13	7600	26	15380	(7)	(3980)
2018	5	2850	18	12410	22	13350	1	1910
2019	3	2550	17	10700	18	11700	2	1550
2020	9	6150	25	16600	23	15430	11	7320
2021E	8	5707	17	10530	22	14000	3	2237

资料来源：Wind，玻璃期货网，德邦证券研究所

**产能置换政策带来新机遇：**根据我们统计，仍有不少生产线窑龄即将到期或已到期，虽然短期由于行业盈利较好，部分生产线推迟冷修时间，但并不能长时间推迟下去，因为生产效率及安全性将大幅降低，因此2021年仍有部分生产线将

进入冷修周期。

**表 4：21 年具备冷修可能的生产线**

	地区	生产线	日熔化量 (吨/天)	备注
1	山东	金晶集团滕州二线	600	于 2021.2.1 冷修
2	安徽	信义芜湖一线	500	于 2021.2.8 冷修
3	新疆	新疆晶华浮法玻璃厂	600	于 2021.3.5 冷修
4	四川	成都台玻二线	900	于 2021.4.28 冷修
5	广东	广东中山玉峰三线	600	于 2021.5.15 冷修
6	江苏	台玻东海改造二线	800	于 2021.6.18 冷修
7	河北	河北沙河安全公司三线	500	2007 年 11 月投产
8	河北	秦皇岛北方集团工业园二线	600	2010 年 1 月投产
9	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010 年 2 月投产
10	河北	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010 年 4 月投产
11	河北	河北沙河德金玻璃有限公司二线	500	2010 年 2 月投产
12	河北	沙河长城玻璃有限公司五线	900	2010 年 6 月投产
13	江苏	中国玻璃东台二线	600	2010 年 3 月投产
14	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010 年 2 月投产
15	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	2010 年 7 月投产
16	山东	金晶集团三线	450	2010 年 11 月投产
17	浙江	浙江玻璃股份有限公司一线	400	2010 年 8 月投产
18	福建	福耀集团福清二线	450	2010 年 6 月投产
19	浙江	福莱特嘉兴一线	600	2011 年 1 月投产
20	广东	江门信义一线	600	2011 年 1 月投产
21	河北	河北迎新玻璃行唐三线	800	2011 年 2 月投产
22	江苏	吴江南玻一线	700	2011 年 6 月投产

资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

从产能增加的角度来看，按照 20Q4 以来的高盈利及即将实施的产能置换政策，具备复产能力的生产线基本都已经复产，未来新增产能难度加大，2021 年计划新点火的生产线均是 2020 年购买指标后的产能置换线，因为未来基本是冷修及复产生生产线的存量产能博弈。

**表 5：21 年计划新点火以及冷修复产生生产线**

计划新点火	地区	生产线	日熔化量 (吨/天)	备注
1	广东	广东明轩二线	1000	2021.4.21 点火
2	福建	福建龙泰玻璃有限公司	700	2021.5.1 点火
3	黑龙江	中建材佳星（黑龙江）有限公司二 线	600	2021.6.6 点火
4	河南	河南中联搬迁二线	600	2021.6.29 点火
5	贵州	贵州黔玻永太新材料公司置换线	727	计划 2021 年 12 月点火
6	辽宁	信义玻璃营口有限公司置换线	800	计划 2021 年 12 月 31 日点火
7	辽宁	中玻（朝阳）新材料有限公司置换 线	900	计划 2021 年 10 月点火
8	辽宁	凌海聚源微晶新材料有限公司置换 线	380	计划 2021 年 12 月点火
计划复产	地区	生产线	日熔化量 (吨/天)	备注
1	辽宁	本溪迎新玻璃有限公司三线	900	2021.1.8
2	湖北	武汉明达（原亿钧）玻璃有限公司	700	2021.1.28
3	河南	安阳安彩一线	500	2021.2.28
4	江苏	台玻东海改造一线	800	2021.4.24
5	安徽	信义芜湖一线	500	2021.5.18
6	山东	金晶集团滕州二线	600	2021.5.18

7	河北	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	500	2021.06.8
8	陕西	中国玻璃陕西二线	450	2021.06.19
9	广东	台玻东莞一线	700	2021.06.23
10	江苏	中国玻璃宿迁三线	600	2021.06.28
11	河南	中国洛阳浮法玻璃集团五线	230	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻
12	河北	河北沙河迎新玻璃厂四线	500	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻
13	四川	台玻集团成都一线	700	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻
14	广东	江门华尔润三线	1050	预计 2022 年下半年复产, 建筑级白玻
15	山西	山西利虎黎城一线	500	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻
16	湖北	湖北三峡新型建材公司三线	700	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻
17	江苏	中国玻璃东台一线	600	预计 2021 年下半年复产, 建筑级白玻

资料来源: 玻璃期货网, 德邦证券研究所

#### 1.4. 全年供需紧平衡, 行业高景气度延续

从玻璃供需情况来看, 我们判断, 由于新的产能置换政策以及部分浮法产能转产光伏的催化, 2021 年行业净增产能十分有限, 而在竣工周期支撑下以及汽车、出口逐步回暖, 行业需求有望保持稳定增长, 供需紧平衡态势使得行业高景气度延续, 而当前库存持续低位运行的状态下, 现货价格易涨难跌。

表 6: 国内玻璃供需平衡表测算

年份	平板玻璃产量 (万重箱)	实际增速	平均库存 (万重箱)	5mm 出口 (万重箱)	汽车销量 (万辆)	增速	汽车玻璃需求 (万重箱)	建筑需求 (万重箱)	增速	其他需求
2015	73862.7	-6.81%	3406	5365.0	2,459.80	4.7%	3197.74	49319.69	-8.2%	12574.3
2016	77403.0	4.79%	3289	5660.3	2,802.80	13.7%	3643.64	51879.80	5.2%	12930.3
2017	79023.5	2.09%	3276	5258.0	2,887.90	3.1%	3754.27	53023.25	2.2%	13712.0
2018	86863.5	9.92%	3225	4836.8	2,808.10	-2.8%	3650.53	58546.95	10.4%	16604.3
2019	92670.2	6.68%	4002	4705.5	2,576.90	-8.2%	3349.97	62067.74	6.0%	18545.0
2020	94572.3	2.05%	4268	4470.2	2,531.10	-1.9%	3290.43	63213.01	1.8%	19330.6
2021E	96600.0	2.14%	3000	4707.1	2,630.00	3.9%	3419.00	66088.00	4.5%	19385.9

资料来源: WIND, 德邦证券研究所

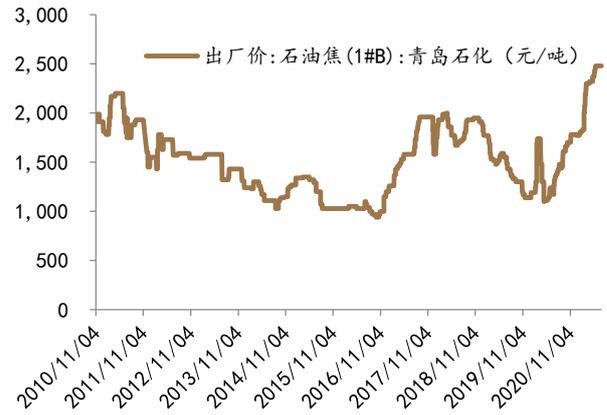
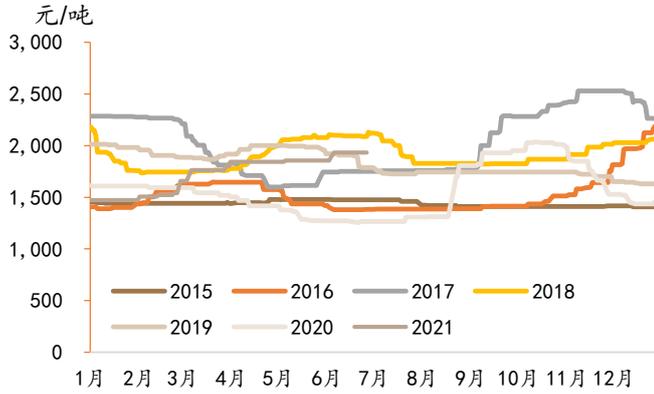
#### 1.5. 成本逐步抬升, 龙头企业优势凸显

目前纯碱价格约 2000 元/吨左右, 处于过去几年价格中枢位置 (纯碱价格每下跌 100 元/吨, 大概玻璃箱成本节约 1 元/重箱), 由于信义、旗滨等行业龙头具有海外纯碱采购通道, 到位价预计不超过 1800 元/吨, 一旦国内价格过高, 龙头企业将加大力度采购海外纯碱, 因此国内纯碱价格或窄幅震荡; 同时石油焦跟随原油价格波动, 近期价格有所上涨 (石油焦价格每下跌 100 元/吨, 大概玻璃箱成本也节约 1 元/重箱), 能源成本或有所上升。

对于有库存能力的龙头企业来说, 可以在原材料 (纯碱) 价格较低时加大采购量锁定未来一定时期的成本, 同时龙头企业石英砂自给率更高, 成本优势更加突出。

图 12: 2020 年以来纯碱价格中低位运行

图 13: 石油焦价格跟随原油价格持续走高



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

资料来源: Wind, 德邦证券研究所

我们按照当前燃料价格, 测算沙河地区不同燃料体系下生产成本, 以天然气为燃料的生产成本相对较贵, 但却是生产高端产品必不可少的燃料, 天然气的燃值跟稳定, 燃效效率更高, 未来随着环保趋严以及产品升级, 清洁燃料占比有望继续提升; 石油焦及煤制气成本相对较低, 但近期随着煤价及原油价格上涨, 整体成本有所提升。

表 7: 以沙河地区为例不同燃料系统下的生产成本

项目	单位	含税单价	生产单吨玻璃耗能	单位成本 (元)	备注
煤制气	元/吨	840	0.35	294	秦皇岛动力末煤平仓价(截止 2021/5/31)
重油	元/吨	2679	0.2	535.8	燃料油期货结算价(截止 2021/7/2)
石油焦	元/吨	2480	0.22	545.6	青岛石化石油焦出厂价 (2021/7/2)
天然气	元/方	2.63	200	526	36 城市管道天然气价格
重质纯碱	元/吨	1932	0.22	425.04	全国重质纯碱平均价(截止 2021/7/2)
石英砂	元/吨	200	0.69	138	以沙河地区数据计算
白云石	元/吨	95	0.17	16.15	以沙河地区数据计算
石灰石	元/吨	95	0.06	5.7	以沙河地区数据计算
长石	元/吨	224	0.05	11.2	以沙河地区数据计算
芒硝	元/吨	564	0.01	5.64	以沙河地区数据计算
水	元/吨	3.56	0.66	2.35	以沙河地区数据计算
电	元/度	0.57	13	7.41	以沙河地区数据计算
工资福利	元/吨			50	以沙河地区数据计算
环保	元/吨			60	以沙河地区数据计算
制造费用	元/吨			100	以沙河地区数据计算
生产成本 (煤)	元/吨			1115.49	55.8 元/重量箱
生产成本 (油)	元/吨			1357.29	67.9 元/重量箱
生产成本 (石油焦)	元/吨			1367.09	68.4 元/重量箱
生产成本 (气)	元/吨			1347.49	67.4 元/重量箱

资料来源: Wind, 玻璃行业协会, 德邦证券研究所

## 2. 旗滨集团: 浮法支撑业绩弹性, 新业务打开成长空间

### 2.1. 浮法业务推升业绩弹性

目前公司有 26 条浮法生产线, 分别位于福建漳州、广东河源、湖南郴州及醴陵、浙江绍兴以及马来西亚五个基地, 占当前国内在产产能约 10.3%, 为国内第

二大浮法玻璃生产企业，在行业严控新增产能的背景下，规模优势十分明显。

表 8：旗滨集团浮法生产线

基地	产线	产品品种	日熔量 (T/D)	投产日期
湖南醴陵	醴陵一线	白玻	800	2014.07
	醴陵二线	翡翠绿	600	2014.08
	醴陵三线	海水蓝	600	2014.12
	醴陵四线	在线 SUN-E	600	2015.06
	醴陵五线	全氧阳光镀膜	600	2018.8
湖南郴州	郴州一线	超白浮法	1000	2018.1
广东河源	河源一线	白玻	800	2012.05
	河源二线	白玻	600	2013.1
浙江绍兴	陶堰一线	白玻	600	2014.04
	陶堰二线	白玻	600	2014.01
浙江平湖	平湖一线	湖水蓝	500	2008.03
	平湖二线	白玻	600	2014.09
浙江长兴	长兴一线	白玻	800	2017.12
	长兴二线	白玻	600	2014.12
	长兴三线	白玻	600	2015.07
	长兴四线	白玻	600	2015.1
福建漳州	漳州一线	超白	1000	2018.4
	漳州二线	福特蓝	600	2019.7
	漳州三线	白玻	600	2020.11
	漳州四线	白玻	800	2011.08
	漳州五线	翡翠绿	600	2020.5
	漳州六线	白玻	800	2012.07
	漳州七线	超白	500	2020.1
	漳州八线	白玻	900	2014.12
马来西亚	一线	LOW-E 在线镀膜	700	2017.4
	二线	高档多元化	700	2017.8
<b>合计</b>	<b>26 条</b>	<b>总产能</b>	<b>17700</b>	

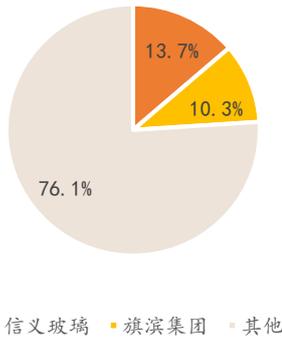
资料来源：公司资料，德邦证券研究所

公司产能主要布局华东、华中和华南地区，具有显著的区位优势。由于玻璃运输半径限制，区位属性明显。公司产品输出主要面向长三角和珠三角两大经济带，一方面两个区域经济发达，需求较好；另外一方面，华东及华南区域产品价格领先于全国均价。公司在两大经济圈均有生产基地，并且公司的多个生产基地位于沿海省市，配备有船运码头，运输成本较陆运更低。综合来看，公司生产基地及消费市场均靠近两大经济带，区位优势突出且无法复制。

图 14：当前旗滨集团产能占比约 10%左右

图 15：国内玻璃主要流向图

各区域产品主要流向分析



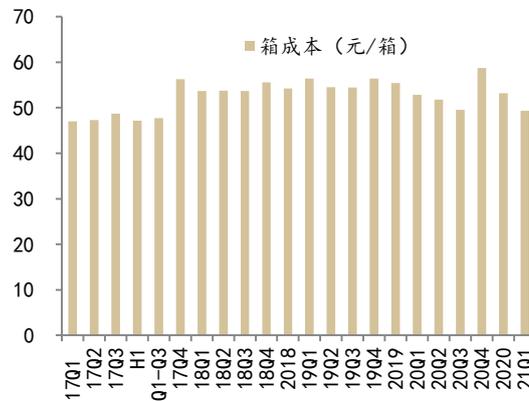
资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

公司规模优势使得公司在原材料及能源采购过程中具备集采优势，例如纯碱采购价格低于市场均价；同时公司打通海外纯碱以及石油焦的采购渠道，要远低于国内市场采购价格；此外公司硅砂自给率不断提升，当前自供比例达到约75%左右，自己开采硅砂的成本要远低于市场价，相比竞争对手，在环保大背景下，资源优势更加凸显。近几年公司不断改进生产工艺，通过冷修技改提升产线生产效率。

我们测算，在同等燃料下，相较于竞争对手，公司具有5-7元/重箱的成本优势，因此多重优势造就了成本护城河。

图 16：旗滨集团近三年箱成本变化情况



资料来源：公司资料，德邦证券研究所

公司节能深加工业务自2018年投产以来，产能快速扩张，目前已形成广东、浙江、湖南、马来西亚的节能深加工基地，天津武清基地建设中；2020年公司实现销量约2200万平米(+94.4%)，毛利率达到33.2%。根据统计局数据显示，2016-2019年国内中空玻璃复合增速为11.2%，到2020年城镇绿色建筑占新建建筑的玻璃将达到50%，国家大力推广节能建筑玻璃拉动单层及双层中空LOW-E玻璃的需求，公司依托原片的规模优势，市占率将快速提升。

表 9：旗滨集团节能深加工产能

项目	产线	产能	备注
广东节能一期	1条镀膜线	120万m <sup>2</sup> /年	2018年6月份商业化运营
	3条中空线	100万m <sup>2</sup> /年	
广东节能二期	1条镀膜线	135万m <sup>2</sup> /年	2019年11月份投产，投资额1.4亿元（自有资金8000万元）

	4 条中空线	125 万 m <sup>2</sup> /年	
浙江绍兴节能	1 条镀膜线	120 万 m <sup>2</sup> /年	2018 年 7 月份商业化运营
	3 条中空线	100 万 m <sup>2</sup> /年	
	2 条镀膜线	480 万 m <sup>2</sup> /年	
浙江长兴节能	8 条中空线	240 万 m <sup>2</sup> /年	投资约 6 亿元, 2019 年底土地搞定, 目前进入建设阶段, 20 年下半年陆续投产
	钢化夹层玻璃	20 万 m <sup>2</sup> /年	
	钢化玻璃	15 万 m <sup>2</sup> /年	
马来西亚节能	1 条镀膜线	120 万 m <sup>2</sup> /年	
	3 条中空线	100 万 m <sup>2</sup> /年	
湖南节能	2 条镀膜线	600 万 m <sup>2</sup> /年	
	3 条中空线	95 万 m <sup>2</sup> /年	
湖南节能二期	1 条镀膜线	500 万 m <sup>2</sup> /年	项目总投资约 1.82 亿元, 资金自筹, 建设周期预计 1 年
	2 条中空线	50 万 m <sup>2</sup> /年	
天津武清节能	2 条镀膜线	480 万 m <sup>2</sup> /年	项目总投资约 6 亿元, 资金自筹, 建设周期预计 2 年
	8 条中空线	240 万 m <sup>2</sup> /年	
	其他玻璃 35 万平方米		

资料来源: 公司资料, 德邦证券研究所

目前公司浮法产能约 1.2 亿重箱, 考虑到公司部分转产光伏的生产线, 预计 2021 年浮法有效产能约 1.1 亿重箱, 随着 2021 年玻璃价格持续走高, 目前公司含税价格已超过 140 元/重箱, 我们测算, 单箱净利创历史新高, 盈利水平不断提升, 假设全年按照平均箱净利 35/40/45 元测算, 预计浮法业绩分别为 39、44 及 50 亿元, 弹性十足。

而深加工业务随着长兴基地以及湖南基地二期, 天津武清基地陆续投产, 预计 2021 年收入有望达到 20 亿元, 假设按照 7% 的净利率计算, 预计贡献 1.4 亿净利润。

表 10: 旗滨集团浮法及深加工业务业绩弹性测算

浮法业务	产量 (亿重箱)	转产抵消 (亿重箱)	单箱净利 (元)			业绩弹性 (亿元)		
			保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
	1.2	0.094	35	40	45	38.7	44.2	49.8
节能深加工	营业收入 (亿元)	净利率				1.4	1.4	1.4
	20	7%						
<b>合计</b>						40.1	45.6	51.2

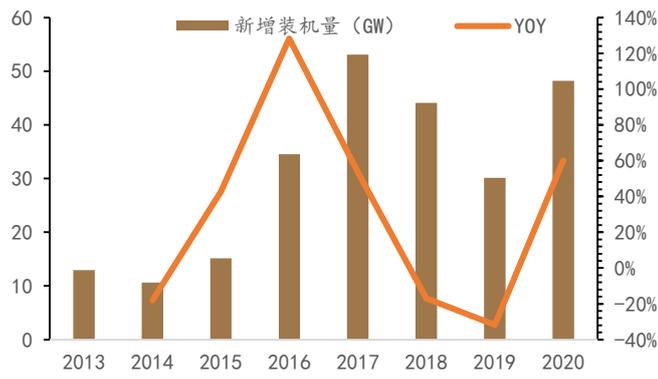
资料来源: 公司资料, 德邦证券研究所

## 2.2. 加码光伏玻璃, 提供中期增量

根据中国“二氧化碳”排放力争于 2030 年实现碳达峰, 2060 年实现碳中和的目标, 到 2030 年, 非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上; 因此, 发展可再生能源势在必行, 而太阳能有清洁、安全、取之不尽等优势, 已成为发展最快的可再生能源。

2020 年我国光伏新增装机 48.2GW, 同比增长 60%, 其中 Q4 在抢装的支撑下, 新增装机 29.4GW, 同比增长 108.5%。我们认为, 2021 年是碳达峰启动元年, 光伏新增装机有望保持快速发展, 国家明确规定 2021 年风电光伏保障性并网规模不低于 90GW。

图 17: 2013-2020 年我国光伏新增装机量及增速



资料来源: 国家能源局, 德邦证券研究所

图 18: 2013-2020 年我国光伏累计装机量及增速



资料来源: 国家能源局, 德邦证券研究所

根据中国光伏行业协会的预测, 为达到 2030 年碳达峰的目标, 预计“十四五”期间, 我国光伏年均新增装机或在 70-90GW, 其中 2021 年装机 55-65GW; 按照 2020 年光伏新增装机量来看, 中国新增装机量约占全球的 37%, 在各国“碳中和”的目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下, 预计“十四五”期间, 全球每年新增光伏装机约 210-260GW, 其中 2021 年装机约 150-170GW, 相较于“十三五”, 装机量再上一台阶, 将推动整个行业快速发展。

图 19: 2021-2025 年我国新增光伏装机预测



资料来源: CPIC, 德邦证券研究所

图 20: 2021-2025 年全球新增光伏装机预测



资料来源: CPIC, 德邦证券研究所

根据未来全球光伏新增装机量、双玻组件渗透率提升以及单位组件对应光伏玻璃需求; 我们测算得出, 1GW 组件对应传统单玻 (3.2mm) 的光伏玻璃需求约为 5.4 万吨, 对应双玻 (2.0mm) 的光伏玻璃需求为 6.9 万吨。则假设按照 2021 年全球新增装机量 160GW 测算, 则全球需求光伏玻璃约 1250 万吨, 同比增长约 26%。

根据卓创资讯统计, 截止 2021 年 7 月初, 全国光伏玻璃约 207 条, 日熔量约 35940 吨/天, 假设按照 80% 的良率测算, 则实际有效产能约为 28750 吨/天, 则全年日熔量约为 1050 万吨。

表 11: 组件与光伏玻璃需求测算

参数	单位	传统单玻	传统双玻
光伏玻璃厚度	MM	3.2	2
单吨光伏玻璃对应面积	平方米/吨	125	200
组件用玻璃成品良率	%	76%	71.30%
所需光伏玻璃面积 (166/60 片)	平方米	1.66	3.32

组件功率	W	325	335
1GW 组件对应光伏玻璃面积	平方米	5107692	9910448
1GW 组件对应光伏玻璃重量	万吨	5.4	6.9

资料来源：CPIC，德邦证券研究所；注：双玻按照 2mm 测算

表 12：全球光伏新装机需求对应光伏玻璃测算

参数	单位	2020A	2021E	2022E
国内装机量	GW	48.2	60	75
增速			24.5%	25.0%
全球装机量	GW	130	160	200
增速			23.1%	25.0%
容配比	组件容量/逆变器容量	1.3	1.3	1.3
对应组件规模	GW	169	208	260
双玻渗透率		30.0%	40.0%	48.0%
双玻装机量	GW	50.7	83.2	124.8
单玻装机量	GW	118.3	124.8	135.2
对应 2.0MM 双玻需求	万吨	352.36	578.23	867.34
对应 3.2MM 单玻需求	万吨	636.04	670.99	726.91
光伏玻璃总需求	万吨	988.40	1249.21	1594.24
增速			26.4%	27.6%

资料来源：CPIC，德邦证券研究所

由于 2020 年下半年双玻组件渗透率快速提升，导致光伏玻璃供应紧张，光伏价格一路上行，3.2MM 镀膜玻璃一度涨至 42 元/平米，企业盈利水平也大幅提升，同时基于对光伏未来发展的信心，许多企业加大新建生产线力度，据不完全统计，2021、2022 年计划新建产能约为 22800 吨/天、13000 吨/天，而由于上游硅料短缺价格大幅上涨导致 21H1 装机量低于预期，同时光伏玻璃龙头企业欲抑制行业无序扩张，光伏玻璃价格从 3 月份以来持续下行，目前 3.2MM 镀膜玻璃已经降至 22 元/平米，当前价格体系下，小企业基本不赚钱，部分转产的生产线已转回建筑玻璃，一定程度抑制产能扩张的节奏，而对于大企业拥有成本、资金等优势，有望加速抢占市场份额。

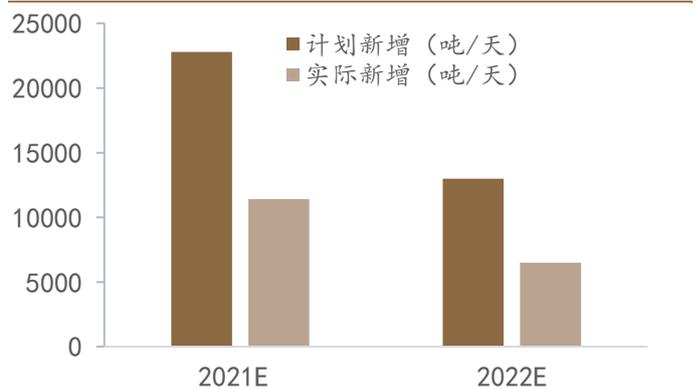
考虑到资金压力及建设周期等因素，预计当年实际产能增加不超过计划的 50%，我们判断，随着下半年的装机旺季来临，部分小企业推迟产能建设计划，同时部分转产生产线回转建筑玻璃，行业格局有望改善，价格或底部逐步回升。

图 21：2020-2021 年光伏玻璃价格走势



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图 22：2021-2022 年全国计划新建光伏玻璃产能



资料来源：各公司官网，行业协会，德邦证券研究所

考虑到未来光伏行业高景气度，以及根据近期工信部颁布的玻璃产能置换政策的修订稿来看，光伏玻璃新建产能将不需要产能置换，因此旗滨集团加码光伏玻璃，公司计划转产 3 条生产线以及新建 5 条生产线，预计到 2023 年末，公司光伏玻璃产能将突破 8000 吨/天；假设按照当前 2MM 的价格水平，龙头企业具有一定成本优势，我们测算单位净利约 4 元/平米左右，假设全部生产 2mm 厚度的玻璃，我们测算，预计 22 年将增厚业绩约 11.4 亿，而公司新建的 1200 吨/天生产线具有规格大、效率高的优势，随着产能的逐步释放，未来将成为公司新的业绩增长点。

**表 13：旗滨集团光伏生产线以及未来新建规划**

地区	生产线	产品品类	产能 (吨/天)	备注
湖南	郴州超白线	超白	1000	预计 21 年 Q3 转产
福建	漳州一线	转产超白	1000	预计 21 年 Q3 转产
福建	漳州七线	转产超白	500	已转产
湖南	郴州压延线	新建压延	1200	预计 22 年初投产
福建	新建压延线	新建压延	1200	预计 22 年下半年投产
浙江绍兴	新建压延线	新建超白	1200	预计 22 年上半年投产
浙江宁海	新建 2 条压延线	新建压延	2400	预计 22 年下半年投产
合计			8500	

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

### 2.3. 药玻+电子玻璃望迎突破，打开未来成长空间

公司一期 25 吨/天中性硼硅管项目已于 2021 年 1 月末点火投产，根据内部回报率来看，该项目预计营收 1 亿元，净利润 3300 万元，净利率同样超过 30%；同时公司计划在浙江绍兴基地投资 4.71 亿元，新建 2 条 25t/d 中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线，加速产能扩张步伐。

国家药监局于 2017 年颁布的一致性评价政策明确要求：仿制药使用的包装材料要与原研药一致，水针剂的药物全部使用中性硼硅玻璃；国内约 95% 以上药物为仿制药，因此国内低硼硅药玻转中硼硅药玻市场广阔，2019 年国内拉管销量约 30 万吨，但只有约 10% 是中硼硅管，假如未来占比提升至 50%，则有将近 15 万吨的市场。目前国内 90% 以上中性硼硅管由海外肖特、康宁、NEG 提供；国内仅有沧州四星、凯盛君恒有能力生产，但相较于海外巨头，差距还是比较明显；根据调研情况，肖特中硼硅管售价约 2.8 万元/吨，假设按照此售价测算，15 万吨的中硼硅管替换需求，则市场空间约 40 亿元，若考虑疫苗及药瓶行业的自生发展，则市场空间更大，由此可见中性硼硅管国产替代空间也十分广阔。

旗滨集团经过多年技术积累，随着一期生产线点火投产，有望快速实现技术突破完成量产，抢占行业市场份额，同时进一步优化产品结构，高端化产品占比提升，加强抵御周期波动的能力。

**表 14：旗滨集团中性硼硅管项目建设情况**

地区	生产线	产品品类	产能	备注
湖南郴州	一期	中性硼硅管	25 吨/天	投资 1.55 亿元，预计 2021 年 1 月份点火投产
浙江绍兴	二期	中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线	2 条 25 吨/天	项目计划投资 4.7 亿元，建设周期 1 年

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2019年7月公司一期65吨/天超薄高铝电子玻璃投产，并于2020年4月实现商业化运营，目前公司一强产品可以达到稳定量产，二强产品技术基本突破，2021年有望迎来商业化量产；同时公司已启动二期65吨/天生产线建设。

高端盖板对玻璃的保护性能以及光学性能要求较高，目前经过二次强化的超薄高铝玻璃成为高端市场的主流产品，而当前高端手机盖板市场主要被康宁、旭硝子等海外巨头占据，其中康宁市占率超过80%，国内企业占比仅约10%左右（国内主流企业彩虹、南玻、旭虹、中建材、旗滨等），根据调研情况，康宁“大猩猩”六代产品售价在400元/平方米以上，而国内同等产品质量的原片售价仅约140-150元/平方米，我们测算21年国内高端手机国产替代的市场空间约3500万平米，对应市场规模约60亿元，若考虑电脑、平板的盖板需求，则市场空间更大，在中美贸易战加剧的背景下，盖板玻璃的国产替代空间广阔。

根据公司电子玻璃项目内部回报率来看，一期65吨/天生产线预计营收4.08亿元，净利润1.57亿元，净利率达到36%，盈利能力非常突出；我们认为，2021年随着高端产品突破量产，未来有望推动估值提升。

**表 15：电子玻璃主要性能指标**

性能	内容	代表产品
保护性能	抗跌落的高度以及抗划痕的强度	康宁 GG6 产品抗 2 米跌落；彩虹的“熊猫”抗 1.5-2 米跌落，南玻 KK6 抗 1.5 米跌落
光学性能	光透过率以及色彩还原度	南玻 KK6 色彩还原度等指标好于康宁 GG6

资料来源：公开资料，德邦证券研究所

**表 16：全国及全球智能手机需求空间测算**

	2019	2020	2021E
全球智能手机出货量 (亿部)	13.67	12.65	13.8
中国智能手机出货量 (亿部)	3.71	3.3	3.96
智能手机背板渗透率	30%	35%	40%
原片到成品转换率	20%	20%	20%
全球智能手机盖板玻璃需求 (亿平方米)	1.11	1.07	1.21
中国智能手机盖板玻璃需求 (亿平方米)	0.30	0.28	0.35
产品单价 (元/平方米)	180	180	180
全球智能手机盖板玻璃市场规模 (亿元)	200	192	217
中国智能手机盖板玻璃市场规模 (亿元)	54	50	62

资料来源：IDC，公司资料，德邦证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

我们认为，在地产竣工周期支撑下，玻璃需求强劲，而新的产能置换政策下，新增产能愈发困难，存量产能博弈下净增产能冲击十分有限，行业库存持续低位运行，价格不断超预期推升行业盈利水平。而旗滨作为浮法龙头，浮法业务弹性十足，有望逐季度超预期；电子玻璃+中性硼硅则有望实现技术突破放量，高门槛下国产替代空间巨大；光伏玻璃未来三年逐年有新产能投放，提供中期增量。预计2021-2023年公司业绩分别为49.9、57.4和68.2亿元，对应EPS分别为1.86、2.14和2.54元，对应PE估值分别为10.2、8.8和7.4倍；参考可比公司平均估

值以及公司未来产品高端化带来的成长性，给予基于 21 年业绩 13-14xPE, 目标价区间为 24.18-26.04 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17: 可比公司估值对比

公司名称	收盘价 (元/港元)	总市值 (亿元/港元)	归母净利润 (亿元/亿港元)			PE (x)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
信义玻璃	30.95	1255	99.95	108.45	120	12.55	11.57	10.46
南玻 A	9.80	301	25.68	31.19	36.3	11.72	9.65	8.29
金晶科技	9.24	132	13	15.53	18.33	10.16	8.50	7.20
福莱特	41.98	901	24.58	31.52	38.39	36.66	28.58	23.47
<b>平均</b>						17.77	14.6	12.36
旗滨集团	18.89	507	49.86	57.42	68.19	10.18	8.84	7.44

资料来源: Wind, 德邦证券研究所 注: 收盘价截止 2021/7/9 除旗滨集团外, 其余标的盈利预测均采用 wind 一致预测

## 4. 风险提示

- 地产投资大幅下滑, 需求不及预期
- 供给端政策执行不及预期, 僵尸产能被激活
- 原材料价格大幅上涨, 成本压力超预期
- 公司新业务拓展进度不及预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.68	1.86	2.14	2.54
每股净资产	3.53	5.38	7.52	10.06
每股经营现金流	1.16	2.21	2.57	2.93
每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.80	10.18	8.84	7.44
P/B	5.36	3.51	2.51	1.88
P/S	5.26	3.42	2.64	2.22
EV/EBITDA	16.03	7.98	6.79	5.48
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
净利润率	18.9%	33.6%	29.9%	29.9%
净资产收益率	19.3%	34.5%	28.4%	25.2%
资产回报率	12.7%	24.7%	21.3%	19.7%
投资回报率	16.9%	29.3%	25.1%	22.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.6%	53.8%	29.6%	18.7%
EBIT 增长率	40.3%	150.9%	16.0%	17.6%
净利润增长率	35.6%	173.1%	15.2%	18.7%
偿债能力指标				
资产负债率	33.4%	27.9%	24.9%	21.8%
流动比率	0.9	1.9	2.0	2.4
速动比率	0.6	1.5	1.5	2.0
现金比率	0.2	1.0	1.1	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.3	5.3	5.3	5.3
存货周转天数	60.7	60.7	60.7	60.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,825	4,986	5,742	6,819
少数股东损益	-2	-4	-5	-6
非现金支出	1,129	685	714	699
非经营收益	78	80	88	91
营运资金变动	87	182	359	262
经营活动现金流	3,118	5,929	6,898	7,866
资产	-1,141	-3,983	-5,494	-4,693
投资	3	0	0	0
其他	18	3	4	5
投资活动现金流	-1,120	-3,981	-5,490	-4,688
债权募资	2,869	-1,218	80	90
股权募资	66	0	0	0
其他	-4,534	1,413	-97	-101
融资活动现金流	-1,599	196	-17	-11
现金净流量	402	2,144	1,392	3,167

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 09 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,644	14,831	19,218	22,821
营业成本	6,049	7,284	10,097	12,128
毛利率%	37.3%	50.9%	47.5%	46.9%
营业税金及附加	126	193	251	298
营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	87	134	173	206
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	721	964	1,343	1,539
管理费用率%	7.5%	6.5%	7.0%	6.7%
研发费用	412	612	808	951
研发费用率%	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%
EBIT	2,250	5,644	6,547	7,700
财务费用	129	87	97	101
财务费用率%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-138	-57	-87	-72
投资收益	2	3	4	5
营业利润	2,097	5,688	6,604	7,815
营业外收支	-1	5	7	7
利润总额	2,096	5,693	6,611	7,822
EBITDA	3,236	6,271	7,175	8,328
所得税	272	711	874	1,009
有效所得税率%	13.0%	12.5%	13.2%	12.9%
少数股东损益	-2	-4	-5	-6
归属母公司所有者净利润	1,825	4,986	5,742	6,819

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	910	3,054	4,445	7,612
应收账款及应收票据	272	418	542	643
存货	1,007	1,212	1,680	2,018
其它流动资产	1,124	1,150	1,191	1,221
流动资产合计	3,312	5,833	7,858	11,494
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	8,118	11,435	15,951	19,751
在建工程	1,105	931	1,029	1,059
无形资产	1,040	1,210	1,379	1,548
非流动资产合计	11,013	14,316	19,101	23,099
资产总计	14,326	20,149	26,958	34,593
短期借款	1,268	0	0	0
应付票据及应付账款	1,045	1,258	1,744	2,094
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,416	1,762	2,268	2,650
流动负债合计	3,728	3,020	4,012	4,745
长期借款	494	544	624	714
其它长期负债	566	2,066	2,066	2,066
非流动负债合计	1,060	2,610	2,690	2,780
负债总计	4,788	5,630	6,702	7,525
实收资本	2,686	2,686	2,686	2,686
普通股股东权益	9,473	14,459	20,201	27,020
少数股东权益	64	60	55	49
负债和所有者权益合计	14,326	20,149	26,958	34,593

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实的靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。