

# 浮法贡献弹性/现金流，电子玻璃成长潜力逐步兑现

——2021年中报点评

## 核心观点

- 如期获得高增长，浮法业务享受行业高景气。21H1 实现营收/归母净利润 66.15/13.53 亿，YOY+50%/246%。分业务，我们预计浮法/光伏/工程/电子玻璃实现收入 32/7.5/14/8.8 亿，YOY+75%/30%/38%/118%，实现净利润 10.7/1.8/0.5/2.2 亿，YOY+491%/+80%/ -57%/+315%。电子玻璃如期实现放量。浮法玻璃的弹性主要来自价格，在产产能保持不变。工程玻璃业务由于原片大幅涨价，而终端价格并没有及时调整，导致盈利有所下降。随着 H2 节能玻璃价格上调，我们预计全年此业务盈利和去年能基本相当。
- H2 浮法玻璃高景气有望延续，工程玻璃持续扩张。展望 H2，由于行业供给几乎没有净增量，叠加较为确定的强竣工需求，浮法玻璃行业有望维持 H1 高景气的局面。在工程玻璃方面，肇庆、吴江以及天津的新项目 Q3 逐步投产后将扩大市场覆盖面，进一步巩固行业领军地位。未来 3 年，工程玻璃的产能还有 40% 的增长空间。
- 光伏玻璃扩产目标第一梯队，H2 高端盖板有望放量。预计凤阳 4 条和咸宁 1 条光伏玻璃线将分别在 22Q1 和 22Q3 达产，22 年底在产规模达 7300t/d。由于电子玻璃应用的拓宽以及公司的先发优势，电子玻璃板块实现了翻倍以上的发展，其中预计清远一窑两线贡献接近一半的利润，ITO 导电玻璃和保护贴贡献 5000 万左右净利润，其余利润来自电子盖板玻璃（KK3）。咸宁的产线已于 7 月转产为生产 KK6，进一步提高盖板盈利能力，未来 KK6 和 KK8 有望成为盖板玻璃的主要产品。
- 中长期维度，电子玻璃盈利将持续增长，估值中枢有望提升。我们判断清远一线将于年底或者明年年初投产，拥有 700-800 万平的年产能，未来将主要生产 KK8 盖板玻璃。一旦获得市场认可，将继续引领国内电子玻璃行业。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 0.95/1.07/1.26 元（原值 0.90/1.02/1.21），主要调增浮法/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，维持平板及工程玻璃/光伏玻璃/电子玻璃/太阳能 13/22/32/22X PE，电子玻璃增长快于可比公司、估值溢价 20%，对应目标价 15.53 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产投资大幅下滑、原料价格快速提升、新增产线进度不达预期、电子玻璃量产不及预期

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,472	10,671	13,854	17,136	21,677
同比增长(%)	-1.3%	1.9%	29.8%	23.7%	26.5%
营业利润(百万元)	664	1,112	4,037	4,558	5,361
同比增长(%)	24.7%	67.5%	263.0%	12.9%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	536	779	2,903	3,281	3,860
同比增长(%)	18.4%	45.3%	272.5%	13.0%	17.6%
每股收益(元)	0.17	0.25	0.95	1.07	1.26
毛利率(%)	26.1%	30.2%	45.2%	40.9%	38.8%
净利率(%)	5.1%	7.3%	21.0%	19.1%	17.8%
净资产收益率(%)	5.8%	7.9%	25.3%	23.9%	24.0%
市盈率	58.4	40.2	10.8	9.5	8.1
市净率	3.3	3.1	2.5	2.1	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。

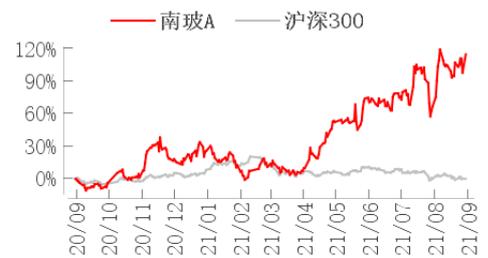


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月30日)	12.52 元
目标价格	15.53 元
52周最高价/最低价	13.27/5.13 元
总股本/流通A股(万股)	307,069/306,626
A股市值(百万元)	38,445
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月30日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.66	29.07	23.52	114.39
相对表现	3.95	30.69	35.83	113.93
沪深300	1.71	-1.62	-12.31	0.46



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

国内电子玻璃领军者，重回扩张之路：首次 2021-06-24  
覆盖报告

## 投资建议

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 477 亿，对应目标价 15.53 元。**我们预计浮法及工程玻璃/光伏玻璃/电子玻璃/太阳能及其他 21 年实现净利润 22.82/1.81/4.4/0 亿，采用分部可比公司估值法分别给予 13/22/32/22X PE，其中太阳能的 PE 估值与光伏玻璃一致，电子玻璃估值较可比公司溢价 20%，主要由于公司处于行业国产化绝对领跑位置，且未来盈利增速快于可比公司。各业务分部对应合理市值为 296/40/141/0 亿，加总可得公司总市值 477 亿，以当前 30.71 亿总股本为基础对应目标价 15.53 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**

	浮法玻璃	工程玻璃	光伏玻璃	电子玻璃及显示	太阳能及其他
收入（亿元）	70.91	34.57	12.10	18.75	2.20
净利率	29.74%	5.00%	15.00%	23.46%	0.00%
净利润（亿元）	21.09	1.73	1.81	4.40	0.00
PE	13	13	22	32	22
市值（亿元）	274	22	40	141	0
总市值（亿元）					477

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 75% 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。在房企拿地放缓、资金面紧张的情况下，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。而玻璃行业产能在政策限制下弹性很小，因此需求的下滑将会使价格承压。

**原料价格快速提升。**纯碱的总产能虽然有所增加，但另一方面光伏玻璃的大量投产对需求端的提振作用不可忽视，纯碱的供需格局在持续向好，未来价格依然具备向上的空间，若价格超预期上涨将给玻璃的成本端带来一定压力。

**电子玻璃量产不及预期。**我们预计下半年二强电子玻璃 KK6 可实现稳定供货，但未来产品投放后市场竞争力如何仍有待检验，盈利能力是否能够达到预期的水平也需要继续跟踪。长期来看，国产替代进程中需要直面康宁的竞争，公司是否能够持续具备产品迭代能力也有待考验。

**新增产线进度不达预期。**未来公司在工程/浮法/电子玻璃等业务上都将展开一轮持续扩张，资金、人员等因素都会影响项目进度，若部分项目达产进度滞后于规划之初的目标，可能会造成业绩不及预期。

**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	1,987	2,126	2,771	3,427	4,335	营业收入	10,472	10,671	13,854	17,136	21,677
应收票据、账款及款项融资	1,205	1,272	1,524	1,885	2,385	营业成本	7,743	7,444	7,599	10,130	13,257
预付账款	78	86	111	137	173	营业税金及附加	116	122	158	196	248
存货	812	815	760	1,013	1,326	营业费用	389	234	291	326	412
其他	651	341	449	528	630	管理费用及研发费用	969	1,072	1,413	1,714	2,124
<b>流动资产合计</b>	<b>4,733</b>	<b>4,640</b>	<b>5,615</b>	<b>6,991</b>	<b>8,849</b>	财务费用	290	224	249	284	259
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	483	744	197	29	98
固定资产	9,783	9,146	10,618	14,382	15,772	公允价值变动收益	0	180	0	0	0
在建工程	1,902	1,893	2,341	1,211	0	投资净收益	0	3	0	0	0
无形资产	1,045	1,140	1,094	1,049	1,003	其他	183	98	90	100	80
其他	738	1,064	1,043	1,110	1,150	<b>营业利润</b>	<b>664</b>	<b>1,112</b>	<b>4,037</b>	<b>4,558</b>	<b>5,361</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,468</b>	<b>13,243</b>	<b>15,097</b>	<b>17,752</b>	<b>17,926</b>	营业外收入	8	14	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>18,201</b>	<b>17,883</b>	<b>20,712</b>	<b>24,742</b>	<b>26,775</b>	营业外支出	9	21	15	10	10
短期借款	2,241	353	538	1,784	2,224	<b>利润总额</b>	<b>662</b>	<b>1,106</b>	<b>4,032</b>	<b>4,558</b>	<b>5,361</b>
应付票据及应付账款	1,333	1,383	1,444	2,026	2,784	所得税	102	294	1,008	1,139	1,340
其他	2,810	2,084	2,042	2,008	2,109	<b>净利润</b>	<b>560</b>	<b>812</b>	<b>3,024</b>	<b>3,418</b>	<b>4,020</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,384</b>	<b>3,819</b>	<b>4,024</b>	<b>5,818</b>	<b>7,116</b>	少数股东损益	24	33	121	137	161
长期借款	1,320	853	853	853	853	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>536</b>	<b>779</b>	<b>2,903</b>	<b>3,281</b>	<b>3,860</b>
应付债券	0	1,994	1,994	1,994	0	每股收益(元)	0.17	0.25	0.95	1.07	1.26
其他	631	601	620	610	630						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,952</b>	<b>3,448</b>	<b>3,467</b>	<b>3,457</b>	<b>1,483</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,335</b>	<b>7,267</b>	<b>7,491</b>	<b>9,275</b>	<b>8,600</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	370	403	524	661	821	成长能力					
实收资本(或股本)	3,107	3,071	3,071	3,071	3,071	营业收入	-1.3%	1.9%	29.8%	23.7%	26.5%
资本公积	565	597	597	597	597	营业利润	24.7%	67.5%	263.0%	12.9%	17.6%
留存收益	5,806	6,373	8,969	11,089	13,636	归属于母公司净利润	18.4%	45.3%	272.5%	13.0%	17.6%
其他	18	172	60	50	50	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,866</b>	<b>10,616</b>	<b>13,220</b>	<b>15,467</b>	<b>18,175</b>	毛利率	26.1%	30.2%	45.2%	40.9%	38.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,201</b>	<b>17,883</b>	<b>20,712</b>	<b>24,742</b>	<b>26,775</b>	净利率	5.1%	7.3%	21.0%	19.1%	17.8%
						ROE	5.8%	7.9%	25.3%	23.9%	24.0%
						ROIC	5.3%	6.6%	19.9%	18.9%	19.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	45.8%	40.6%	36.2%	37.5%	32.1%
净利润	560	812	3,024	3,418	4,020	净负债率	33.3%	18.9%	11.5%	13.0%	0.0%
折旧摊销	905	506	398	504	617	流动比率	0.74	1.21	1.40	1.20	1.24
财务费用	290	224	249	284	259	速动比率	0.61	1.00	1.20	1.02	1.05
投资损失	0	(3)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(92)	290	(290)	(86)	(115)	应收账款周转率	16.2	15.3	17.4	17.5	17.7
其它	715	901	93	(11)	98	存货周转率	10.9	9.0	9.5	11.3	11.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,379</b>	<b>2,731</b>	<b>3,474</b>	<b>4,110</b>	<b>4,879</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(430)	(498)	(2,461)	(3,107)	(826)	每股指标(元)					
长期投资	0	(383)	0	(17)	0	每股收益	0.17	0.25	0.95	1.07	1.26
其他	(303)	91	33	(30)	(20)	每股经营现金流	0.77	0.89	1.13	1.34	1.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(733)</b>	<b>(790)</b>	<b>(2,428)</b>	<b>(3,154)</b>	<b>(846)</b>	每股净资产	3.09	3.33	4.13	4.82	5.65
债权融资	(545)	711	(30)	(100)	(1,994)	估值比率					
股权融资	(9)	(4)	0	0	0	市盈率	58.4	40.2	10.8	9.5	8.1
其他	(1,485)	(2,351)	(371)	(199)	(1,131)	市净率	3.3	3.1	2.5	2.1	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,040)</b>	<b>(1,645)</b>	<b>(401)</b>	<b>(299)</b>	<b>(3,125)</b>	EV/EBITDA	17.7	17.9	7.0	6.2	5.3
汇率变动影响	1	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.5	24.7	7.7	6.8	5.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(393)</b>	<b>292</b>	<b>645</b>	<b>656</b>	<b>908</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)