

高增业绩符合预期，需求滞后而非消失

——2021年三季报点评

核心观点

- **Q3 地产资金紧张/产线冷修转产影响销量，盈利水平创新高。** Q1-Q3 收入 107.66 亿，YOY+64%；归母净利润 36.58 亿，YOY+201%。我们预计 Q3 原片销量约 2815 万重箱，同比减少 385 万重箱，主要由于 1) 价格高位/地产资金风险等因素影响下游备货积极性；2) 9 月公司合计 1800t/d 产能冷修或转产超白光伏，我们预计影响产量 90 万重箱，根据公司规划，Q4 预计仍有 1150t/d 产能将转产超白光伏。Q3 单箱净利润约 52 元，同比增加 31 元，环比 Q2 增加 11 元，处于历史高位。展望 Q4，我们预计其整体盈利将保持相对稳定的高位态势，纯碱的高价将侵蚀部分利润。
- **高成本压力或促使企业继续挺价，Q4 需求有望延迟释放。** 随着纯碱/燃料大幅涨价，特别是小厂在高成本压力下降价的空间将越来越小，近期已有零星企业发布提价函，因此预计到年底价格有望保持相对平稳。我们认为下游真实竣工需求并未消失，目前旺季不旺主要由于加工商提高了对地产商现金支付的要求，导致门窗订单不断推迟，近期地方政府开始接手恒大部分项目以保证交付，预计下游资金状况有望边际改善，年底或出现赶工需求的释放。
- **价格高位下毛利率同比大幅提升，现金流改善。** Q1-Q3 毛利率 54.7%，同比提升 19.7pct。期间费用率 15.3%，同比提升 1.5pct，其中管理费用率提升 3.4pct，主要由于员工业绩奖励和股权激励费用增加，销售/财务费用率下降 0.73/1.18pct，主要由于收入大幅增加摊平费用。经营性净现金流 39.39 亿，YOY+141%，收款能力有所提升，收现比同比提升 4.13pct。
- **发布第三期员工持股计划，彰显长期发展信心。** 参与员工不超过 629 人，计划以 8.49 元/股价格购买已回购股份中的 2768 万股，占总股本的 1.03%，激励范围较前两期扩大。考核指标为以 16-18 年营收平均值为基数，21 年收入复合增长率不低于 10%（即不低于 102 亿），前三季度已完成该目标。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 1.83/2.04/2.33 元（原值为 1.96/2.19/2.48），调减原片价格及产销率、调增原片成本。参考可比公司平均估值，给予 21 年 13X PE，对应目标价 23.79 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	16,339	20,576	25,418
同比增长(%)	11.1%	3.6%	69.4%	25.9%	23.5%
营业利润(百万元)	1,581	2,097	5,661	6,292	7,195
同比增长(%)	17.2%	32.7%	169.9%	11.1%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,346	1,825	4,925	5,474	6,259
同比增长(%)	11.5%	35.6%	169.8%	11.1%	14.4%
每股收益(元)	0.50	0.68	1.83	2.04	2.33
毛利率(%)	29.4%	37.3%	50.7%	44.0%	41.1%
净利率(%)	14.5%	18.9%	30.1%	26.6%	24.6%
净资产收益率(%)	17.0%	20.6%	42.4%	35.5%	33.1%
市盈率	33.9	25.0	9.3	8.3	7.3
市净率	5.5	4.8	3.3	2.7	2.2

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。

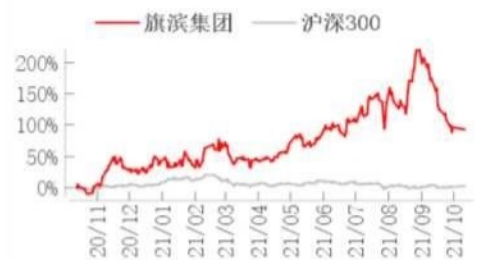


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月11日)	17元
目标价格	23.79元
52周最高价/最低价	28.93/7.86元
总股本/流通A股(万股)	268,622/268,622
A股市值(百万元)	45,666
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年10月12日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.92	-29.52	-11.28	92.61
相对表现	-6.99	-26.16	-3.32	89.87
沪深300	5.07	-3.36	-7.96	2.74



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

相关报告

浮法景气持续高位，光伏玻璃业务突破：——2021年中报点评	2021-08-20
H1业绩再创新高，上调盈利预测：动态更新	2021-07-02
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

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，具备明显的先发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 21 年盈利主要由浮法原片部分供需，光伏/电子玻璃部分利润较少，因此我们不再采用分部估值、而是所有利润合并后采用可比公司估值进行计算。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 13X PE，对应目标价 23.79 元。我们选择其他主营浮法玻璃或光伏玻璃的上市公司作为可比公司，2021-2023 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 13/11/9X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83/2.04/2.33 元/股。目前公司股价对应 PE 分别为 9.3/8.3/7.3X，参考可比公司平均估值水平给予公司 2021 年 13X PE，对应目标价为 23.79 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
金晶科技	600586	10.31	0.23	1.05	1.32	1.56	44.52	9.80	7.84	6.60
南玻 A	000012	10.05	0.25	0.96	1.17	1.37	39.60	10.51	8.56	7.35
福莱特	601865	43.36	0.76	1.08	1.50	1.82	57.15	40.24	28.98	23.87
信义玻璃	00868	17.02	1.32	2.48	2.77	2.92	12.92	6.87	6.13	5.82
信义光能	00968	12.49	0.46	0.51	0.62	0.77	27.42	24.72	20.11	16.22
中国玻璃	03300	1.79	-0.04	0.36	0.48	0.50	-43.20	4.91	3.72	3.60
调整后平均							31.11	12.98	10.66	9.00

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2021 年 10 月 11 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值；汇率为 1 港币=0.8282 人民币

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	6,817	10,176	14,366	营业收入	9,306	9,644	16,339	20,576	25,418
应收票据、账款及款项融资	157	272	327	412	508	营业成本	6,566	6,049	8,060	11,527	14,963
预付账款	112	67	163	206	254	营业税金及附加	121	126	212	267	330
存货	673	1,007	1,209	1,498	1,496	营业费用	129	87	196	226	254
其他	1,074	1,057	1,137	1,176	1,227	管理费用及研发费用	885	1,133	1,944	2,181	2,593
流动资产合计	2,505	3,312	9,653	13,468	17,853	财务费用	112	129	145	154	120
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	80	120	100
其他	628	717	679	678	698	营业利润	1,581	2,097	5,661	6,292	7,195
非流动资产合计	10,560	11,013	10,916	10,898	10,813	营业外收入	4	5	0	0	0
资产总计	13,065	14,326	20,569	24,367	28,666	营业外支出	17	6	0	0	0
短期借款	938	1,268	1,300	1,320	1,320	利润总额	1,568	2,096	5,661	6,292	7,195
应付票据及应付账款	628	1,045	1,290	1,614	1,945	所得税	222	272	736	818	935
其他	1,527	1,416	1,563	1,758	1,926	净利润	1,346	1,824	4,925	5,474	6,259
流动负债合计	3,093	3,728	4,153	4,691	5,191	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	1,113	494	494	494	494	归属于母公司净利润	1,346	1,825	4,925	5,474	6,259
应付债券	0	0	1,500	1,500	1,500	每股收益(元)	0.50	0.68	1.83	2.04	2.33
其他	615	566	588	590	593						
非流动负债合计	1,728	1,060	2,582	2,584	2,587	主要财务比率					
负债合计	4,821	4,788	6,735	7,275	7,778		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%	69.4%	25.9%	23.5%
资本公积	1,681	1,908	2,116	2,116	2,116	营业利润	17.2%	32.7%	169.9%	11.1%	14.4%
留存收益	3,812	4,848	8,967	12,224	16,021	归属于母公司净利润	11.5%	35.6%	169.8%	11.1%	14.4%
其他	57	32	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,245	9,537	13,834	17,091	20,887	毛利率	29.4%	37.3%	50.7%	44.0%	41.1%
负债和股东权益总计	13,065	14,326	20,569	24,367	28,666	净利率	14.5%	18.9%	30.1%	26.6%	24.6%
						ROE	17.0%	20.6%	42.4%	35.5%	33.1%
						ROIC	13.7%	17.0%	34.7%	29.3%	28.0%
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%	32.7%	29.9%	27.1%
净利润	1,346	1,824	4,925	5,474	6,259	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	2.32	2.87	3.44
财务费用	112	129	145	154	120	速动比率	0.59	0.62	2.03	2.55	3.15
投资损失	(1)	(2)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(471)	523	(117)	23	254	应收账款周转率	92.8	75.8	105.4	107.6	107.2
其它	235	(34)	178	31	46	存货周转率	9.4	7.2	7.2	8.5	10.0
经营活动现金流	2,017	3,118	5,562	6,110	7,125	总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
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	1.83	2.04	2.33
其他	(319)	(81)	4	5	0	每股经营现金流	0.75	1.16	2.07	2.27	2.65
投资活动现金流	(902)	(1,120)	(499)	(453)	(402)	每股净资产	3.07	3.53	5.13	6.34	7.75
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	33.9	25.0	9.3	8.3	7.3
其他	(642)	(640)	(918)	(2,351)	(2,583)	市净率	5.5	4.8	3.3	2.7	2.2
筹资活动现金流	(1,051)	(1,599)	844	(2,299)	(2,533)	EV/EBITDA	18.5	15.8	7.4	6.7	5.9
汇率变动影响	(2)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.2	20.7	7.9	7.1	6.3
现金净增加额	62	402	5,907	3,359	4,190						

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