

南玻 A (000012)

证券研究报告

2021年11月15日

技术引领行业，三块玻璃齐头并进

浮法玻璃构筑坚实基本盘，多元发展打开成长空间

公司是浮法玻璃龙头，以超白浮法玻璃为特色，在建筑玻璃领域品牌优势显著，目前拥有(截至21年10月)11条浮法原片产线，日容量共计8000t/d，其中超白日容量2800t/d，超白产能行业占比27.9%，超白产能为行业最高。近年来公司已成为国内电子玻璃领军企业，同时光伏玻璃快速扩张。我们认为浮法玻璃未来有望为公司贡献相对稳健利润及充足现金流，而电子/光伏玻璃有望为公司带来高成长性，多晶硅产线明年有望复产届时或带来较高的利润弹性。同时，随着新兴业务利润占比的提升，公司估值亦有望重塑，首次覆盖，给予“买入”评级。

手机盖板玻璃技术逐步追赶国际企业，引领国产替代进程

根据IDC，2020年全球智能手机出货量为12.9亿部，我们测算2025年全球手机玻璃盖板市场规模接近700亿元。高铝盖板玻璃技术此前主要受国外企业控制，公司通过自主研发打破了国外的技术垄断。2020年公司超薄电子玻璃产量为4.94万吨，在国内同类市场占有率约50%，随21年底或22年初清远一线技改完成并复产，22年公司产量有望显著增加，且产品结构将逐步向高附加值盖板转变。我们认为公司在砂矿、产能、技术上具有领先优势，后续随着客户导入的提速，公司电子玻璃业务有望呈现高成长性。公司目前已实现高铝二代KK6玻璃量产，随着新产线投产和KK8产品(对标康宁GG7)的使用，营收规模和净利率有望持续双升。

光伏玻璃快速扩产，技术/超白石英砂构筑成本优势

公司目前在产光伏玻璃日容量1300t/d，深加工生产线共计6000万平米/年，在建4条日容量为1200t/d的光伏玻璃生产线及配套加工线，预计均将于21年年末或22年下半年投产，达产后公司光伏玻璃产能将达6100t/d，远期或达9700t/d。同时，公司获得隆基股份的65亿元的长单销售合同，产能消化有所保障。公司成本端优势主要得益于：1)公司光伏玻璃原片良率达90%，高于行业龙头企业；2)公司提前布局石英砂资源，安徽低铁超白石英砂60万吨在建项目完成后，预计可实现自供78-90万吨玻璃产量，对应2mm玻璃产量可达1.56亿-1.8亿平方米。

多元化布局打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为老牌玻璃企业，技术优势显著，三块玻璃业务均具备较高价值，我们认为随着股东层面风险逐步出清，后续成长可见性有望更加清晰。我们预计公司21-23年归母净利润19.5/25.1/31.0亿元，对应EPS 0.63/0.82/1.01元。参考浮法、光伏、电子玻璃、太阳能业务等公司估值，对应22年合理市值为404亿元，对应目标价13.2元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期、光伏玻璃行业竞争加剧、原材料价格超预期上涨、玻璃价格不及预期、电子玻璃良率不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,472.03	10,671.25	13,706.96	18,560.83	22,149.40
增长率(%)	(1.30)	1.90	28.45	35.41	19.33
EBITDA(百万元)	3,055.61	4,046.78	4,895.13	4,825.15	5,805.00
净利润(百万元)	536.43	779.33	1,945.52	2,507.92	3,090.91
增长率(%)	18.43	45.28	149.64	28.91	23.25
EPS(元/股)	0.17	0.25	0.63	0.82	1.01
市盈率(P/E)	53.58	36.88	14.77	11.46	9.30
市净率(P/B)	3.03	2.81	2.55	2.24	1.95
市销率(P/S)	2.74	2.69	2.10	1.55	1.30
EV/EBITDA	6.18	6.00	6.83	7.12	5.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.36元
目标价格	13.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,961.32
流通A股股本(百万股)	1,956.89
A股总市值(百万元)	18,357.98
流通A股市值(百万元)	18,316.50
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	39.02
一年内最高/最低(元)	13.27/5.74

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南玻 A-年报点评报告:收入增长稳定,多元化战略逐渐体现》2018-04-24
- 《南玻 A-公司深度研究:玻璃行业老牌劲旅整装待发,三大产业链助力远航》2017-11-16
- 《南玻 A-季报点评:第三季度盈利双升,受益玻璃、多晶硅价格上涨》2017-10-27

内容目录

1. 品牌价值显著，三块玻璃齐头并进	4
1.1. 老牌玻璃企业，技术领先行业	4
1.2. 玻璃业务稳步增长，太阳能板块拖累公司整体表现	5
2. 高质量原片生产，深加工能力沉淀多年	6
2.1. 浮法玻璃：行业后续仍存成长空间，超白浮法打造差异化	6
2.1.1. 21 年浮法玻璃均价高位回落，竣工逻辑仍存	6
2.1.2. 超白产品打造差异化，“一窑两线”技术灵活生产	7
2.2. 工程玻璃：高端节能产品技术领先	8
3. 光伏玻璃：短期内产能有望居行业前列	10
3.1. 行业扩产加速，目前价格处于较低水平	10
3.2. 公司加速扩产，成本端石英砂优势明显	11
4. 电子玻璃：技术领先，后续规模放量可期	13
4.1. 电子玻璃基板壁垒较高，主要由外资主导	13
4.2. 厚积薄发，公司盖板玻璃认可度逐步提升	14
4.3. 技术、产能优于同行，国产替代排头兵	15
5. 盈利预测与估值	16
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：南玻 A 发展历程	4
图 2：南玻 A 股权结构	4
图 3：2016-2021Q1-3 公司营业总收入	5
图 4：2016-2020 年公司平板玻璃产销量	5
图 5：2016-2020 年公司营收结构	5
图 6：2016-2020 年公司毛利率及分业务毛利率	5
图 7：2016-2021Q1-3 公司各项费用率	6
图 8：2016-2021Q1-3 公司归母净利润及同比	6
图 9：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm 白玻）	6
图 10：房地产新开工面积滚动均值	6
图 11：浮法玻璃在产日熔量（t/d）	7
图 12：目前在产浮法玻璃产能分布（截至 21 年 10 月）	7
图 13：目前在产超白浮法玻璃产能分布（截至 21 年 10 月）	7
图 14：年初至今不同规格浮法玻璃价格差异对比	8
图 15：南玻浮法玻璃业务毛利率处于较高水平	8
图 16：各企业 6mmLow-E 玻璃价格对比	9
图 17：工程玻璃产能近年保持稳定	9

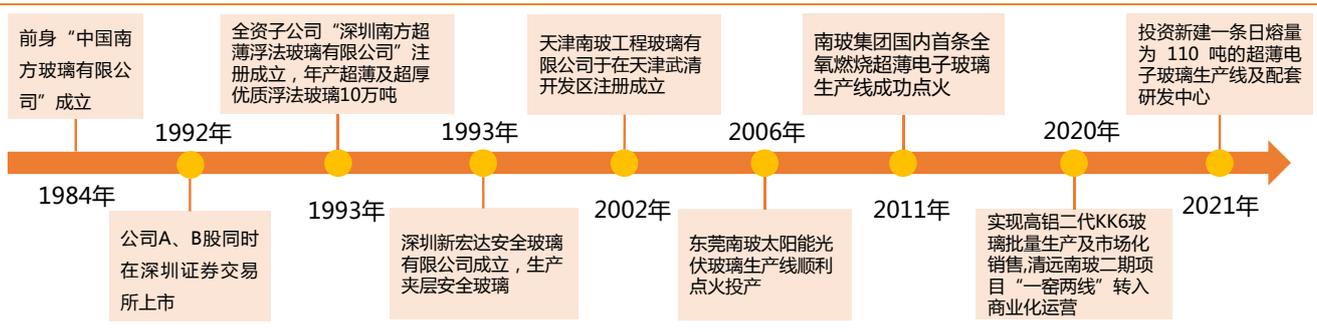
图 18: 光伏玻璃中长期需求日熔量预测	10
图 19: 头部企业扩产情况	11
图 20: 光伏镀膜玻璃价格底部企稳	11
图 21: 福莱特光伏玻璃单位成本	11
图 22: 电子玻璃厚积薄发, 净利率逐年提升	15
表 1: 公司浮法原片产线情况	8
表 2: 绿色建筑相关政策	9
表 3: 南玻工程玻璃计划新建产能	10
表 4: 公司光伏玻璃产能统计	12
表 5: 公司石英砂产线情况	12
表 6: 全球盖板玻璃主要生产企业	13
表 7: 全球手机玻璃盖板市场规模预测	13
表 8: 钠钙玻璃与高铝玻璃比较	14
表 9: 公司电子玻璃产线	15
表 10: 南玻、旭虹、彩虹电子玻璃对比	16
表 11: 公司分业务盈利预测	17
表 12: 公司核心费用指标预测表	17
表 13: 可比公司估值表	18
表 14: 公司分部估值表	18

1. 品牌价值显著，三块玻璃齐头并进

1.1. 老牌玻璃企业，技术领先行业

公司发展前期深耕浮法、工程玻璃，逐步拓展光伏玻璃、电子玻璃业务。公司前身中国南方玻璃成立于 1984 年，起初是面向国际市场的玻璃外贸公司，在发现国内对高端建筑玻璃的需求后开启了玻璃研发与制造之路，公司于 1992 年在 A、B 股同时挂牌上市。1993 年成立子公司分别生产超薄及超厚优质浮法玻璃与夹层安全玻璃，2002 年天津南玻工程玻璃有限公司成立，2006 年东莞南玻太阳能光伏玻璃生产线顺利点火投产，2011 年国内首条全氧燃烧超薄电子玻璃生产线点火，2020 年清远南玻二期项目“一窑两线”转入商业化运营，有效增强电子玻璃整体盈利水平，同时进一步巩固和强化南玻在国内电子玻璃领域的竞争优势。公司目前已形成玻璃、电子及显示器玻璃、太阳能三大产业。

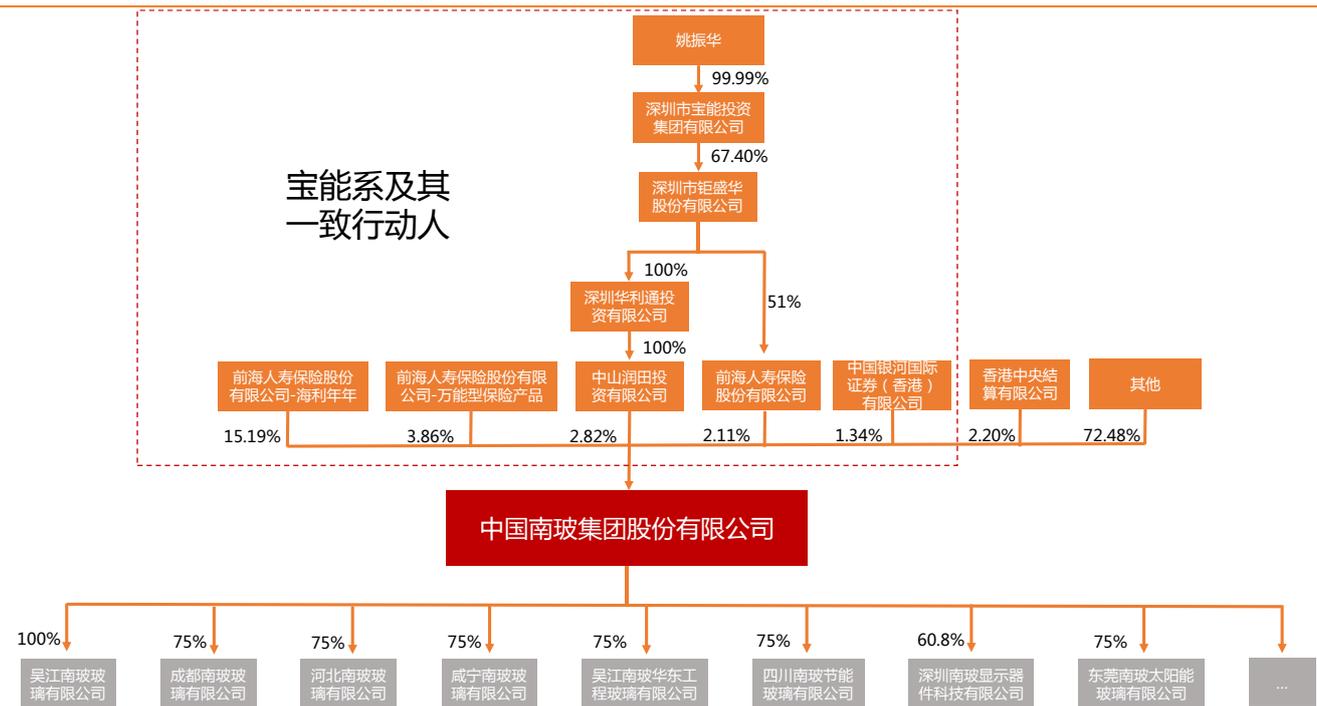
图 1：南玻 A 发展历程



资料来源：天津南玻节能玻璃有限公司官网，公司公告，索比光伏网，天风证券研究所

宝能系目前仍是公司第一大股东。公司成立时由香港招商局轮船股份有限公司、中国北方工业深圳公司、深圳建筑材料工业集团公司及广东国际信托投资公司四大股东联合发起。2015 年之前公司股权结构分散，大股东为中国北方工业公司，持股占比 3.62%。2015 年以前前海人寿保险股份有限公司为首的宝能系入主南玻集团，成为第一大股东，截至 21 年三季度，宝能系共持股 25.3%。

图 2：南玻 A 股权结构

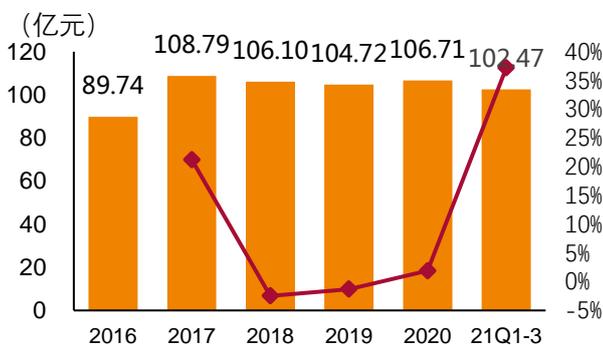


资料来源：wind，天风证券研究所，注：截止至 21Q3

1.2. 玻璃业务稳步增长，太阳能板块拖累公司整体表现

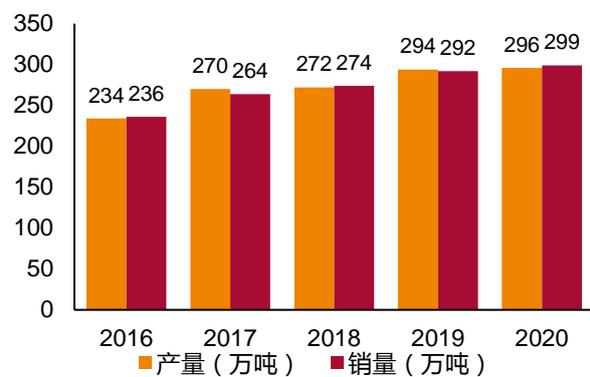
受太阳能业务影响，近年公司营收总规模较为稳定。公司 16-20 年营业收入分别为 89.7/108.8/106.1/104.7/106.7 亿元，21 年 Q1-3 营业收入为 102.5 亿。17 年公司营业收入 yoy+21.23%，主要系 17 年浮法玻璃价格上行，同时随公司产能提升浮法玻璃产销两旺，浮法原片子公司收入总计 38 亿元，yoy+25%。受“531”光伏新政影响，18 年光伏行业迎来至暗时刻，下游市场骤然紧缩，加之公司生产基地所处地区电价相对高企，硅片环节新技术导入工艺摸索周期较缓，18-20 年太阳能板块营收 23.0/15.0/9.2 亿元，yoy-25.7%/-34.7%/-38.7%；18-20 年玻璃板块营收为 73.9/79.1/86.5 亿元，yoy+5.9%/+7.1%/+9.4%，此消彼长之下，公司近 3 年营收规模较为稳定。**据 21 年半年报披露，目前公司 9000 吨的多晶硅产线仍在技改中，我们认为多晶硅产线明年有望复产，届时或将带来较高的利润弹性。**公司营收及利润主要由玻璃板块贡献，玻璃业务营收及毛利率双升。18-20 年玻璃业务收入 CAGR+8.2%，占总收入比分别为 69.6%/75.5%/81.1%，毛利率为 27.2%/27.0%/30.9%，略高于综合毛利率。

图 3：2016-2021Q1-3 公司营业总收入



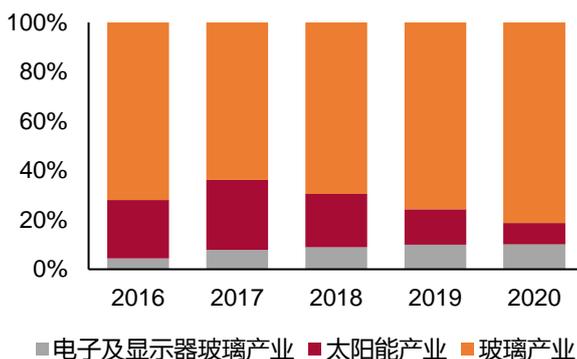
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2016-2020 年公司平板玻璃产销量



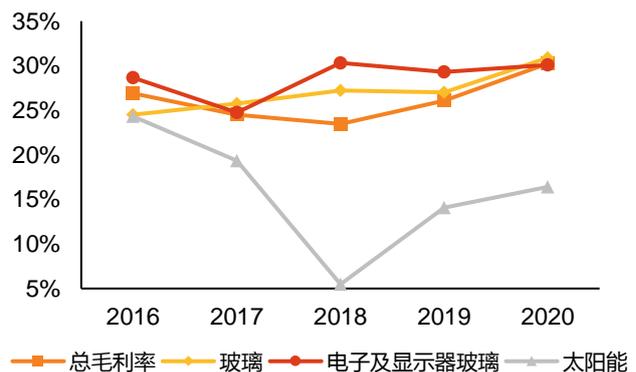
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016-2020 年公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

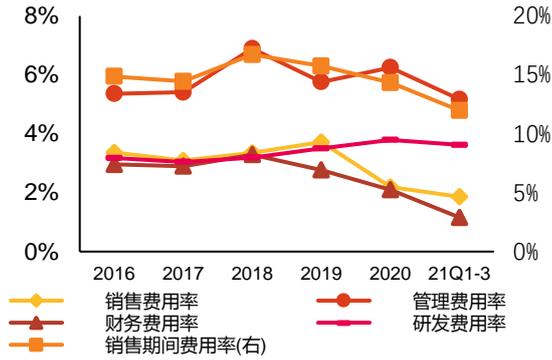
图 6：2016-2020 年公司毛利率及分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用管控效果显著，16-20 年公司期间费用率约 15%，21Q1-3 为 11.8%，同比 19 年及 20 年均有所下降；销售费用率由 16 年的 3.4% 降至 21Q1-3 的 1.9%，财务费用率由 16 年的 3.0% 降至 21Q1-3 的 1.2%，研发费用率稳步增长，由 17 年的 3.0% 升至 21Q1-3 的 3.6%。受 18 年太阳能产业影响明显下滑，18 年归母净利润为 4.5 亿元，yoy-45.1%；随着期间费用率进入下行通道及玻璃业务占比的提升，20 年公司归母净利润 7.8 亿元，恢复至 2016 年水平。同时，19 及 20 年由于多晶硅市场竞争激烈等原因，分别共计提资产减值准备 4.63、7.46 亿元，随多晶硅业务减值计提影响逐步退去，我们认为公司业绩有望大幅好转。

图 7：2016-2021Q1-3 公司各项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016-2021Q1-3 公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

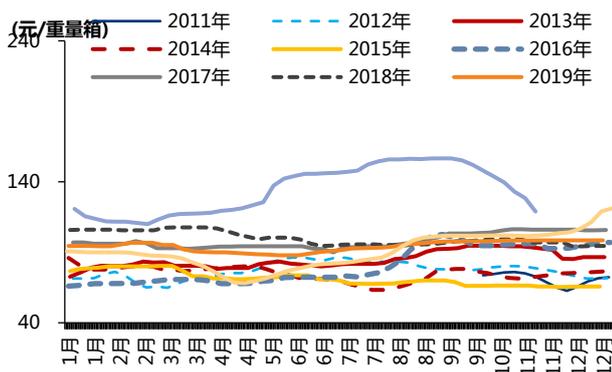
2. 高质量原片生产，深加工能力沉淀多年

2.1. 浮法玻璃：行业后续仍存成长空间，超白浮法打造差异化

2.1.1. 21 年浮法玻璃均价高位回落，竣工逻辑仍存

今年以来浮法玻璃现货及期货价格持续创新高，7 月 23 日 FG201 最高价达 3079 元/吨，随后开始回落，截至 11 月 11 日，浮法玻璃均价 2380 元/吨，“金九银十”以来累库存，目前由于资金端压力下游需求不及预期，玻璃厂家成本端压力持续增加。根据行业经验，玻璃及门窗安装一般在新开工后 1-1.5 年，我们利用房地产新开工面积单月值，用每月的前 12-18 个月的新开工面积均值表征当月需要进行玻璃及门窗安装的施工面积需求，预计在需求不受限电等因素影响下，地产端玻璃需求高景气或延续至明年 1 月，当前限电、资金等因素或推迟了竣工高峰来临的时间，行业需求的波动或也随之减弱。

图 9：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm 白玻）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 10：房地产新开工面积滚动均值



资料来源：wind，天风证券研究所

浮法玻璃产能增量主要来自于产能置换新线投产、冷修线复产、产线转产等，产能减量主要来自于产线冷修和转产（如建筑超白转做光伏背板等）。根据玻璃协会预测，2021 年计划停产冷修线 18 条共 1.21 万吨/d，而复产线 0.995 万吨/d，整体供给偏紧。根据金晶科技的统计，价格坚挺情况下，部分产线或延迟冷修（超龄窑炉 27 条共 1.73 万吨/d），预计全年产能净增量 4000t/d，产能同比增 3%左右。我们推测今年浮法玻璃产能增量超出年初预期，可能与年内玻璃价格高企，企业因高利润而推迟冷修或加速复产所致，这样情况下，明年进入冷修的浮法产线或超预期，明年产能的增量或低于预期。

图 11: 浮法玻璃在产日熔量 (t/d)



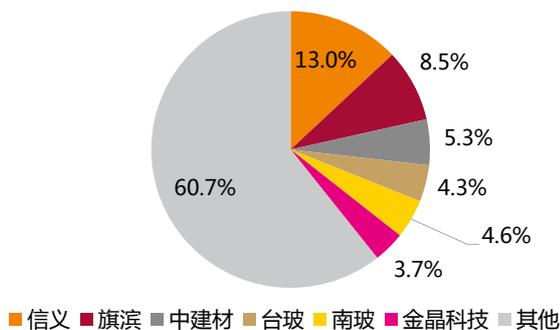
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

➤ 行业集中度相对不高

浮法玻璃领域企业众多, 头部企业产能集中度不高。据卓创资讯, 截止 21 年 10 月, 浮法产线在产总产能 17.5 万 t/d, 其中, 信义玻璃产能占比第一约 13.0%, 旗滨产能占比约 8.5%, 南玻产能占比约 4.6%, CR5 约 35.7%。

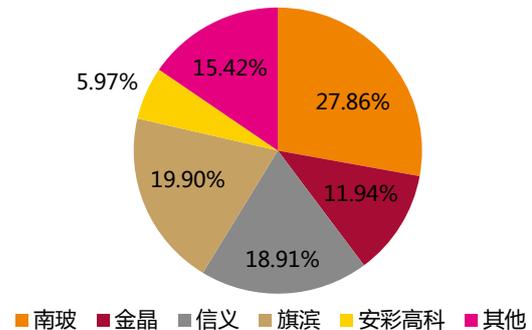
目前国内超白浮法产能占浮法玻璃总产能的 6%。据卓创资讯, 截止 21 年 10 月, 全国超白玻璃在产总产能为 10050t/d, 公司有四条线生产超白浮法玻璃, 总产能达 2800t/d, 占比 27.9%, 为行业最高。

图 12: 目前在产浮法玻璃产能分布 (截至 21 年 10 月)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 13: 目前在产超白浮法玻璃产能分布 (截至 21 年 10 月)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

2.1.2. 超白产品打造差异化, “一窑两线” 技术灵活生产

公司近三成产线为超白浮法玻璃, “一窑两线” 柔性化生产。公司目前拥有 11 条浮法原片产线, 日熔量达 8000t/d, 其中超白产线 4 条, 日熔量 2800t/d, 普白产线 7 条, 日熔量 5200t/d。河北南玻二线采用 “一窑二线” 技术, 其中一条线产超白超薄, 另一条线产超白超厚, 该技术打破了传统的生产模式, 完成了浮法玻璃工艺一窑二线的技术突破, 开创玻璃柔性化生产先河。

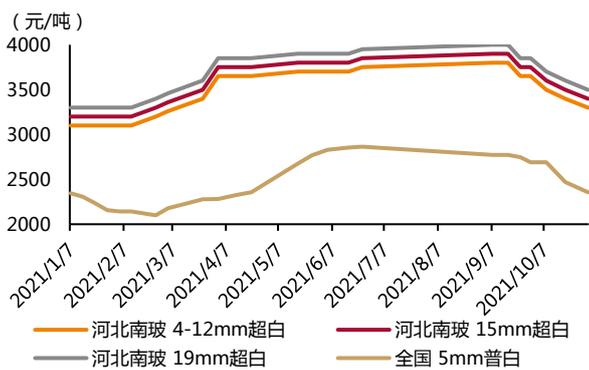
表 1: 公司浮法原片产线情况

公司	产线	产能 (t/d)	浮法原片类型	超白产能 (t/d)	普白产能 (t/d)
河北南玻玻璃有限公司	南玻一线	600	白玻	2800	5200
	南玻二线	900	超白		
吴江南玻玻璃有限公司	吴江一线	600	白玻		
	吴江二线	900	白玻		
咸宁南玻玻璃有限公司	咸宁一线	700	超白		
	咸宁二线	700	白玻		
东莞南玻太阳能玻璃有限公司	东莞一线	700	白玻		
成都南玻玻璃有限公司	南玻一线	500	超白		
	南玻二线	700	白玻		
	南玻三线	1000	白玻		
清远南玻节能新材料有限公司	超白线	700	超白		
总计		8000			

资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

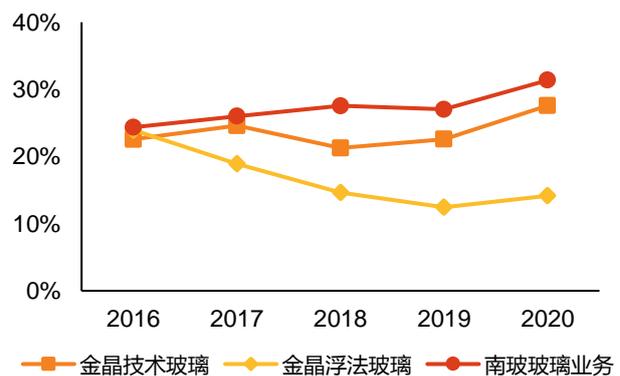
差异化产品满足高端市场, 产品附加值较高。浮法玻璃领域由于技术成熟、发展时间长、技术壁垒不高, 导致赛道参与者众多, 常规化产品竞争激烈, 和其他浮法厂商比不具备价格优势。但技术较高的差异化产品可以获得更好的价格及毛利率, 如 19mm 超白超厚产品。此规格产品生产厂家较少, 21 年以来河北南玻 19mm 超白超厚浮法玻璃比普通 5mm 白玻价格高约 1188 元/吨。参考同样作为超白浮法玻璃领域的龙头企业金晶科技, 其技术玻璃 (主要是超白玻璃) 20FY 毛利率为 27.6%, 比普通浮法玻璃高 13.4pct。公司玻璃业务总体毛利率也常年高于金晶技术玻璃毛利率, 我们认为公司差异化产品策略成果显著, 盈利能力处于行业领先水平。

图 14: 年初至今不同规格浮法玻璃价格差异对比



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 15: 南玻浮法玻璃业务毛利率处于较高水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 工程玻璃: 高端节能产品技术领先

工程玻璃主要分为安全玻璃、镀膜玻璃、中空节能玻璃等; 镀膜玻璃中的 Low-E 玻璃是目前国内外公认的节能性能最好的窗用材料, 对中远红外 (2.5-25 μm) 具有 80% 以上反射比率, 既能够在冬天保持室内的热辐射、降低采暖能耗, 又能在夏天阻隔室外的热辐射, 降低建筑的制冷能耗。我们认为, 节能玻璃产品在“双碳”下迎来快速发展机遇, 公司国内工程玻璃领先地位已奠定, 产销预计将随产能投放增长, 业绩放量可期。

➤ 政策推动节能建筑市场发展

2020年7月，国家住建部、发改委等多个部门发布《关于印发绿色建筑创建行动方案的通知》，设立了到22年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%的目标，随后各地纷纷响应，其中哈尔滨市力争城镇新建绿色建筑面积占比达90%。节能玻璃作为建筑节能的关键所在，在欧美发达国家的普及率已经超过80%，但在我国目前使用率尚不足15%。我们认为，节能玻璃作为建筑节能中最重要的一环市场空间广阔。据中国建筑与工业玻璃协会，预计全球节能玻璃市场规模将从2017年的235.9亿美元增加到2025年的353.9亿美元，CAGR为5.2%，下游节能玻璃市场有望保持稳步增长。

表 2：绿色建筑相关政策

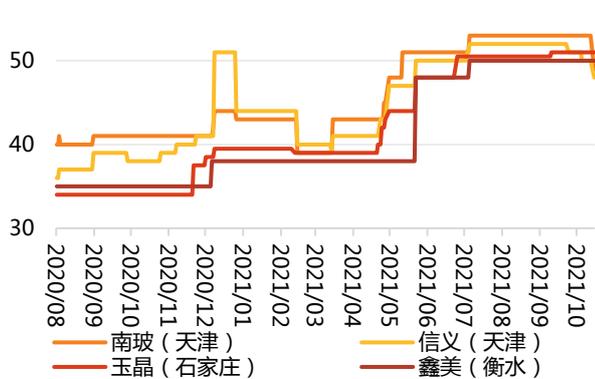
地区	政策名称	内容	时间
全国	《绿色建筑创建行动方案》	到2022年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%	2020年7月
重庆	《重庆市绿色建筑创建行动实施方案》	到2022年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%，全市新开工装配式建筑占新建建筑比例不低于20%	2020年10月
黑龙江	《绿色建筑创建行动实施方案》	到2022年全省城镇新建建筑中绿色建筑设计面积占比力争达到70%以上，其中哈尔滨市力争达到90%以上	2020年10月
湖北	《房建与市政工程绿色建造科技创新联合体工作实施方案（讨论稿）》	到2022年规划全省绿色建筑竣工面积占比要达70%以上	2021年3月
内蒙古	《2021年建筑节能工作实施方案》	2021年城镇绿色建筑竣工面积占新建建筑竣工面积比例力争达到55%	2021年4月

资料来源：国家住建部，天风证券研究所

公司工程玻璃行业领先

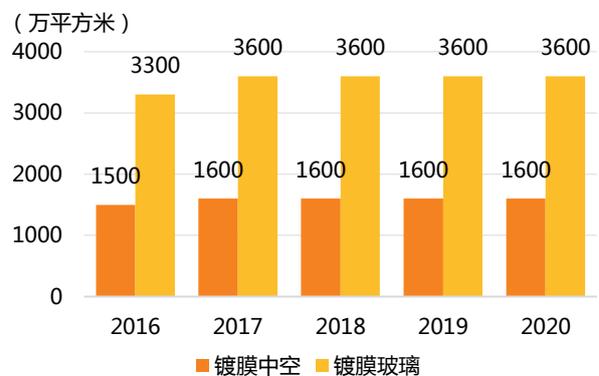
公司技术沉淀深厚，已取得多方认证，产品价格优势明显。公司是国内较早生产高端建筑节能玻璃的企业，LOW-E玻璃产能及技术领先，2017及2020年低辐射镀膜玻璃被工信部授予单项冠军产品称号，充分证明公司工程玻璃的领先地位。公司质量管理体系分别经英国AOQC和澳洲QAS机构认证，产品质量同时满足美国、英国及澳大利亚等国的国家标准，在国际性招投标中占据优势，公司由此成为中央电视台、大兴国际机场、阿布扎比天空塔、埃及新首都CBD、韩国LCT等众多国内外标志性建筑的玻璃供应商。公司6mmLow-E玻璃价格今年以来高于同行业公司，截至2020年末，公司中空镀膜复合玻璃的产能为1,600万平方米/年，镀膜玻璃的产能超3,600万平方米/年，且近5年来产能较为稳定。

图 16：各企业 6mmLow-E 玻璃价格对比



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 17：工程玻璃产能近年保持稳定



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

公司工程玻璃业内领先，新一轮扩产已启动。目前，国内工程玻璃领域格局清晰，南玻、信义、台玻、耀皮四分天下，第二梯队则由旗滨、金晶、中玻等组成。公司目前拥有天津、东莞、咸宁、吴江、成都等五大建筑节能玻璃加工基地，产能共计 5200 万平方米，2019 年起公司陆续开启的新一轮工程玻璃产能布局，预计到 2022 年末，公司工程玻璃产能将达到 6756 万平方米。

表 3：南玻工程玻璃计划新建产能

地区	预计投产	投产产能
肇庆基地	21Q3 逐步投产	年产中空节能玻璃 250 万平米，镀膜节能产品 350 万平米
吴江智能工厂		年产 LOW-E 节能中空玻璃 120 万平米
天津基地扩产		年产能增加 276 万平米
西安基地	2022 年	年产中空节能玻璃 210 万平米，镀膜节能产品 350 万平米

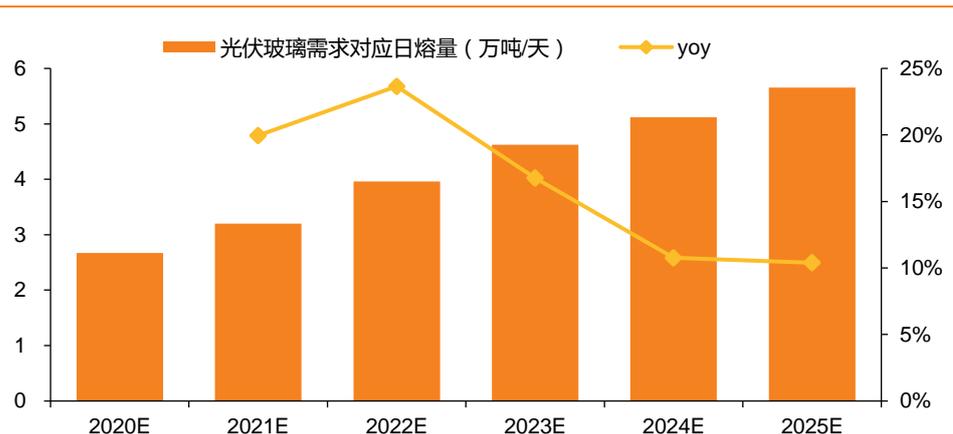
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 光伏玻璃：短期内产能有望居行业前列

3.1. 行业扩产加速，目前价格处于较低水平

我们预计十四五阶段光伏玻璃需求有望快速增长，在以集中式光伏组件参数作为预测基础的情况下，预计 2021 年需求量对应日熔量有望在 3.2 万吨/天左右，2025 年的需求量有望达到 5.65 万吨/天，CAGR+16.2%。假设全球光伏装机新增容量为 CPIA 预测的中值，组件规格和单双玻比例采用 PVInfolink 和 CPIA 的预测值；假设 2020 年双玻组件中 2.5mm 和 2mm 玻璃的渗透率各为 50%，至 2025 年 2mm 玻璃渗透率上升至 100%，而单玻组件均采用 3.2mm 玻璃；同时假设光伏组件年产量为装机容量的 1.1 倍，玻璃窑炉年生产天数 360 天，而考虑了废品、裁切等因素后的成品率为 85%。根据上述假设，我们预计 20/21 年的光伏玻璃需求量对应的日熔量为 2.67/3.2 万吨/天，2025 年需求量有望达 5.65 万吨/天，21-23 年需求量增速有望保持在 15%以上，24/25 年增速有望达到 10%以上，21-25 年 CAGR+16.2%。

图 18：光伏玻璃中长期需求日熔量预测

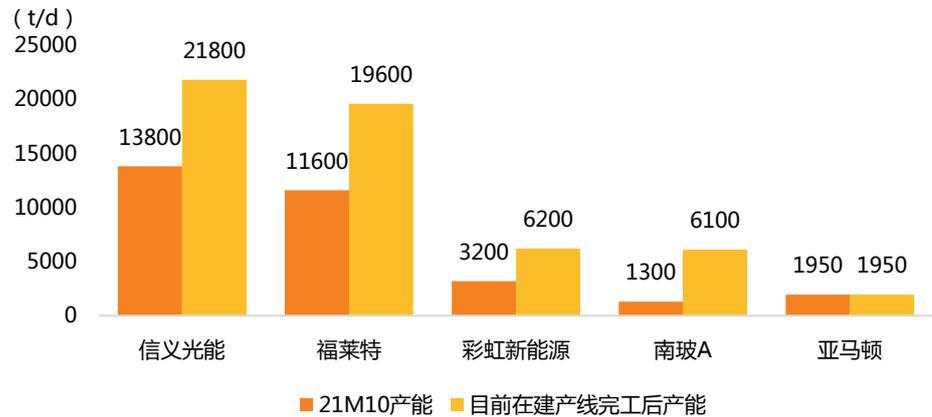


资料来源：CPIA，天风证券研究所

据卓创资讯，2021 年初超白压延在产产能 29540t/d，10 月末达到 43060t/d，净增量达到 13520t/d，Q4 产能或持续增加。3 月后光伏玻璃价格出现大幅下行，叠加“双碳”背景下地方政府能耗指标或有收紧趋向，当前不能排除后续产线延期投产可能。据卓创最新统计，截止 21M10，行业产能排名前三的企业信义光能、福莱特、彩虹新能源超白压延光伏玻璃产能分别为 13800、11600、3200t/d，目前南玻日熔量 1300t/d，目前在建项目完工后，预计公司日熔量将达到 6100t/d，有望越居产能第二梯队。且公司扩产窑炉均为 1200t/d

规格，随 210 组件的渗透，大窑炉生产将具备明显优势。

图 19: 头部企业扩产情况



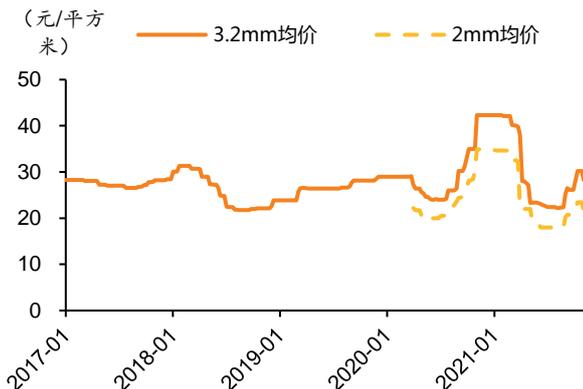
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

注: 扩产情况仅根据卓创资讯公布在建项目统计

光伏玻璃价格已逐步企稳回升，但行业利润或仍处于底部区间。去年 Q4 到今年年初，受光伏产业链上游各环节的涨价影响，尤其是硅料及玻璃，下游组件厂商开工意愿逐步降低，21Q2 玻璃价格降幅明显，目前已企稳回升，中长期随硅料企业明年扩产项目逐步投产，我们认为产业链利润分配有望逐步恢复，长线看，新型能源占比提升背景下，随着分布式等推进，市场有望逐步向好。

政策支持下长期需求有望逐步向好:据国家能源局,1-9 月国内光伏新增装机合计 25.56GW, yoy+44.3%。3 月初迄今九部委陆续发文支持，首次将光伏定为主体能源，进一步增强行业信心。7 月 26 日，发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，核心聚焦完善分时电价机制及其后续执行。10 月 24 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，推动新能源发展。长线看，新型能源占比提升背景下，随着分布式等推进，市场有望逐步向好。

图 20: 光伏镀膜玻璃价格底部企稳



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 21: 福莱特光伏玻璃单位成本



资料来源: 福莱特历年财报, 天风证券研究所

3.2. 公司加速扩产，成本端石英砂优势明显

➢ 扩产加速，2023 年末产能或将达 9700t/d

目前拥有 2 条太阳能压延玻璃原片生产线，日熔量 1300t/d，年产约 43 万吨太阳能玻璃原片；12 条太阳能玻璃深加工生产线共计 6000 万平米/年深加工产能。为补齐光伏玻璃业务产能与规模化布局短板，公司与安徽凤阳县政府签署投资协议建设太阳能装备用轻质高透

面板制造基地项目，建设 4 条日熔量为 1200t/d 的光伏玻璃生产线及配套加工线，预计 21 年底或 22 年投产，此外还在咸宁基地新建一条日熔量 1200t/d 的光伏玻璃生产线及配套加工线，预计均将于 2022 年下半年投产。公司 9 月 10 日公告广西北海光伏绿色能源产业园（一期）项目，项目建设期 2 年，若 2023 年末建成，则 23 年产能有望提升至 9700t/d，约为目前产能的 7.5 倍。

表 4: 公司光伏玻璃产能统计

地区	产能 (t/d)	点火时间
江苏吴江	650	2014 年 3 月
广东东莞	650	2012 年 2 月 (21Q4 计划冷修)
安徽凤阳	4*1200	计划 2022H1 逐渐投产
湖北咸宁	1200	计划 2022Q3 投产
广西北海 (2021/09/10 公告)	2*1200	取得审批后建设期 2 年
总计	9700	

资料来源：卓创资讯，公司公告，天风证券研究所

➤ 技术有优势，客户有粘性

公司是最早生产光伏玻璃的企业之一，技术处于行业领先。公司 2mm 以下超薄光伏玻璃细分领域技术、品质、成品率与市场占有率较为领先，在一窑多线技术、宽幅压延技术、超薄玻璃加工工艺技术等方面储备雄厚。公司光伏玻璃原片良率达 90%，我们计算福莱特 2020 年原片良率约为 85%，高于行业龙头公司。下游客户具有粘性，公司光伏玻璃主要客户包括隆基、松下、京瓷、富士、天合、阿斯特。2020 年，公司与隆基签订 5 年共计 65 亿元长单，将有效消化新增产能。

➤ 成本端：石英砂&大窑炉构筑成本优势，天然气产线“双碳”政策下占优

公司产线燃料全部采用天然气，各地在“双碳”政策下能耗指标趋紧，或导致对玻璃窑炉燃料的升级。纯碱是平板玻璃生产的主要原料，约占生产成本的 25%；重油或天然气是玻璃生产的主要燃料，约占生产成本的 35%。公司全部产线使用清洁能源天然气，全部产品均可直接用于下游深加工。通过对在建产能梳理，未来 2-3 年行业内新建大窑炉主要集中在头部企业，大窑炉相对小窑炉成本更低，主要体现在大窑炉内部的燃料和温度更稳定，废边也相对更少，因此所需要的原材料和能耗更少。

公司扩产同时布局石英砂资源，光伏玻璃业务毛利率有望优化。目前，公司生产所用石英砂中约 70%需要外购。公司下设江油南玻矿业发展有限公司、清远南玻石英材料有限公司、安徽南玻石英材料有限公司，其中江油南玻矿业年产高档浮法玻璃精砂 60 万吨。安徽低铁超白石英砂 60 万吨在建项目完成后，预计可实现自供 78-90 万吨玻璃产量，若全部生产 2mm 光伏玻璃，产量可达 1.56 亿-1.8 亿平方米。近年来环保政策趋严，推升开采成本，石英砂采购价格不断上涨，低铁超白石英砂投产后，有望减轻公司的原材料成本压力。

表 5: 公司石英砂产线情况

	产量/年	玻璃产量/年 (预估)
江油南玻矿业发展有限公司	高档浮法玻璃精砂 60 万吨	78-90 万吨
清远南玻石英材料有限公司	2018 年新建 8 万吨石英精砂 (超白) 项目	10.4-12 万吨
安徽南玻石英材料有限公司	低铁 (超白) 石英砂 60 万吨 (在建)	78-90 万吨
总计	128 万吨	166.4-192 万吨

资料来源：wind，清远市生态环境局，天风证券研究所

4. 电子玻璃：技术领先，后续规模放量可期

4.1. 电子玻璃基板壁垒较高，主要由外资主导

电子玻璃行业壁垒较普通玻璃更高，且下游企业认证周期长，国产替代有望逐步展开。电子玻璃长期以来国外垄断，盖板玻璃行业呈现一家独大的竞争格局，康宁全球市占率 70%，国内厂商市场份额较少。近年来，我国企业纷纷尝试技术突破并且已经取得阶段性的成果，如中建材，彩虹集团在高世代（8.5 世代）大尺寸液晶显示玻璃的突破，南玻、旭虹、旗滨等在高铝盖板玻璃上的突破以及凯盛科技等公司在 UTG 方面的突破。近年来，国内下游厂商更加注重供应链安全性，我们认为电子玻璃领域的国产替代创造了机遇。

表 6：全球盖板玻璃主要生产企业

企业	国家	产品商标	生产工艺	投产时间
康宁	美国	GorillaGlass	溢流法	2007
旭硝子	日本	Gragontrail	浮法	2011
电气硝子	日本	Dinorex	溢流法	2011
肖特	德国	Xensation	浮法	2011
科立视	中国	Techstone-C	溢流法	2013
旭虹	中国	Pandaking	浮法	2014
南玻	中国	Kirinking	浮法	2015
彩虹	中国	Kylin	溢流法	2016
中建材	中国	-	浮法	2005

资料来源：中国粉体网，天风证券研究所

手机玻璃盖板超 500 亿市场规模，未来有望保持稳定增长。根据 IDC 数据，2020 年全球智能手机出货量为 12.9 亿部，据 Statista 预测，到 2025 年，全球智能手机出货量将达到 18.2 亿部。我们根据以下假设计算手机玻璃盖板市场规模：1) 考虑到维修需求，假设手机盖板玻璃出货量是手机出货的 1.3 倍；2) 据奥维云网数据，2020 年手机背板的玻璃材料渗透率为 39%，随着 5G 的普及，我们合理预测玻璃背板渗透率稳步上升；3) 背板玻璃出货考虑维修等需求，换算系数假定低于盖板，假设为 1.1 倍；4) 据蓝思科技招股说明书计算得 2013 年手机玻璃盖板单价为 22.85 元/片，蓝思科技当时大客户为 LG 等头部公司价格应处于行业前列，但考虑到近年手机屏幕尺寸有所增大，我们假设手机盖板玻璃单价为 20 元。在不考虑钢化膜的情况下，我们测算 2021 年全球手机玻璃盖板市场规模超 500 亿元。

表 7：全球手机玻璃盖板市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
手机出货量（亿部）	12.9	14.91	15.96	16.8	17.72	18.22
yoy		14.7%	7.0%	5.3%	5.5%	2.8%
前盖板需求（亿片）-考虑面板出货	16.8	19.4	20.7	21.8	23.0	23.7
玻璃背板渗透率	39%	42%	45%	48%	50%	55%
背板需求	5.5	6.9	7.9	8.9	9.7	11.0
总计（亿片）	22.3	26.3	28.6	30.7	32.8	34.7
单价（元/片）	20	20	20	20	20	20
市场规模（亿元）	446	525	573	614	656	694
yoy		17.8%	9.0%	7.2%	6.7%	5.9%

资料来源：奥维云网，Statista，天风证券研究所

智能电子产品中常用到的是钠钙玻璃及铝硅酸盐玻璃。钠钙玻璃的玻璃液成分是在二氧化硅中加入氧化钙和氧化钠等，一般玻璃厂都不存在配方壁垒，进入门槛较低，但是钠钙玻璃的强化难度高，表面易划伤、易压碎，主要用于低端产品。铝硅酸盐玻璃按铝含量划分可分为中铝和高铝玻璃，中铝与高铝玻璃的铝含量分界线一般定义为 14%-16%。高铝玻璃在基本的玻璃成分之外加入氧化铝，一方面可以增加玻璃材料本身的强度，另一方面也可降低强化难度，性能优势明显，目前市面上大部分高端机型如 iPhone、三星等，采用高铝盖板玻璃。目前国内手机玻璃盖板厂商主要企业是南玻和旭虹。

表 8：钠钙玻璃与高铝玻璃比较

	钠钙玻璃	铝硅酸盐玻璃
代表企业	旭硝子 中央硝子 板硝子 南玻	康宁 肖特 旭硝子 电气硝子 南玻 旭虹
CS (表面压应力)	400-700Mpa	600-1000Mpa
DOL (应力层深度)	8-25 μm	30-50 μm
应用机型	低端机型	康宁大猩猩系列 龙迹系列 索尼 Xperia 系列

资料来源：ZEALER 公众号，天风证券研究所

4.2. 厚积薄发，公司盖板玻璃认可度逐步提升

公司在电子玻璃领域已初步形成规模优势，随着清远高铝超薄玻璃及咸宁基地导光板光电玻璃等项目转入商业化运营，有助于公司增强技术实力、丰富产品类型，成为新的盈利增长点。

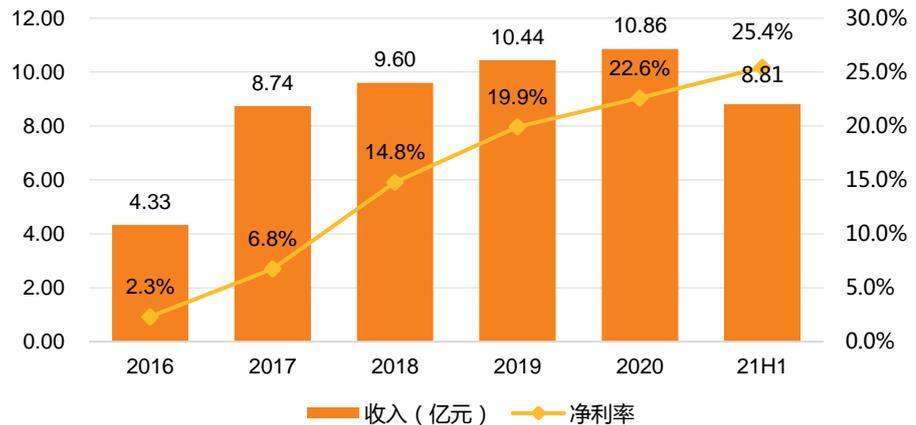
1) 河北视窗专注电子玻璃超薄细分领域，率先在国内同行中稳定生产出高品质 1.1mm 和 0.7mm 电子级超薄玻璃，一举打破了外企长久以来的垄断局面，提高了国产玻璃企业的市场话语权。从普通钠钙到中铝超薄再到 NB3 新型中铝超薄电子玻璃，目前成为国内为数不多的可以提供 0.25mm-1.1mm 全系列中铝超薄电子玻璃的企业，也是国内仅有的可以同时生产 0.7mm 盖板和 ITO 产品的企业；

2) 2020 年咸宁光电高铝二代 KK6 玻璃量产，标志公司打破了国际巨头对高端电子玻璃的技术壁垒及市场垄断，填补了国内领域空白。KK6 玻璃是公司采用浮法工艺开发的新一代高端触控显示用锂铝硅酸盐盖板玻璃，产品具有高表面硬度、高透过率和低软化点等特点，表现出极佳的抗冲击、抗跌落、抗划伤和抗弯曲性能，可满足下游终端客户在 3D 曲面技术、5G 通讯方案等领域对基础材料的更高标准要求；

3) 2020 年 4 月公司对清远一线电子玻璃进行冷修技改，预计 21 年底或 22 年初技改完成，到时可量产高铝三代 KK8 玻璃，其性能可完全对标国际品牌新一代拳头产品(康宁 GG7)，未来将进一步提升电子玻璃产品的竞争优势。

随着电子玻璃技术的积累以及下游厂商的逐步导入，2020 年公司电显业务规模达 10.9 亿元，2016-2020 年公司电显业务营收 CAGR+26%，净利润 CAGR+122.3%。净利率从 2016 年的 2.3% 上升至 21H1 的 25.4%，随着高铝三代 KK8 玻璃产线投产，营收规模和净利率有望持续双升。

图 22：电子玻璃厚积薄发，净利率逐年提升



资料来源：历年财报，天风证券研究所

4.3. 技术、产能优于同行，国产替代排头兵

目前国内高端盖板玻璃市场逐渐向国外看齐，从钠钙玻璃发展到中铝再到高铝，铝含量的提升增强了玻璃的防护能力。目前国产高铝盖板玻璃已经能对标国际主流厂商的主打产品，同时国内下游盖板玻璃应用厂商也在逐渐开始进行国产替代，华为、小米、中兴、VIVO 等品牌已经逐渐使用国产盖板玻璃。**南玻在砂矿、产能、技术上具有领先优势。**

1) **原材料到原片及加工一体化布局**：石英砂玻璃的重要原材料之一，南玻、彩虹、旭虹三家盖板厂商仅有南玻在江油、清远、凤阳拥有自己的石英砂矿资源储备，预计未来年产超 60 万吨超白石英砂。

2) **工艺各有千秋，但浮法更适合大量供货**：南玻与旭虹采用浮法技术，盖板玻璃产量大，但由于浮法的沾锡问题导致盖板玻璃平整度不如溢流法；彩虹采用的溢流法产量小，但品质优于浮法生产的盖板玻璃。

3) **形成全国性战略布局**：目前公司已完成北至河北廊坊、中至湖北宜昌和咸宁、南至广东清远四个电子玻璃生产基地的全国性战略布局。截至 2020 年末，超薄电子玻璃设计产能为 10.2 万吨/年，2020 年公司超薄电子玻璃产量为 4.94 万吨。受益于产品技术升级以及市场稳步开拓等，FY20 电子玻璃的销量继续上升，产销率超 100%，目前南玻电子玻璃产品国内同类市场占有率约 50%。

目前 4 家子公司共有电子玻璃产线 5 条，其中清远二线运用“一窑两线”技术，分别生产 0.33mm-1.1mm 超白超薄电子玻璃和 3-4mm、15-22mm 超白特种玻璃。2021 年 3 月，公司公告子公司河北视窗计划建设一条日熔量 110t/d 的超薄电子玻璃生产线(主打高端 ito 市场)及配套研发中心。项目建成后，公司将实现从三代高铝到中铝、钠钙，高中低端各类应用场景电子玻璃产品领域的全面覆盖。此外，公司拟建一条 700t/d 的电子玻璃产线，进一步扩大电子玻璃产能。

表 9：公司电子玻璃产线

公司	产线	产品	备注
河北视窗	1 条 150t/d	中铝玻璃为主	
宜昌光电	1 条 200t/d	中铝玻璃为主	在产
清远新材料	2 条 350t/d	高铝玻璃为主	
咸宁光电	1 条 80t/d	高铝玻璃 (KK6、KK6Plus)	
河北视窗	1 条 110t/d	高端 ito	待投产
-	1 条 700t/d	电子玻璃&光电玻璃	

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所（注：清远一线技改 21 年底或 22 年初复产）

目前国内手机玻璃盖板厂商主要企业是南玻和旭虹，代表产品分别为 KK6 和熊猫 1681，南玻 KK8 产品将有望应用于高端机型。公司产能行业领先，目前南玻盖板玻璃年产能 1500 万平米，高铝三代 KK8 产品的下游企业验证顺利推进，清远一线预计 21 年底或 22 年初点火复产，生产 KK8 产品。旭虹年产高铝盖板玻璃 1000 万平米，后续两期共两条年产 740 万平方米高铝盖板玻璃产线预计 21-23 年期间投产；彩虹年产高铝盖板玻璃 300 万平方米。

表 10：南玻、旭虹、彩虹电子玻璃对比

	南玻	旭虹	彩虹
砂矿	有	无	无
工艺	浮法	浮法	溢流法
产能	1500 万平米/年	1000 万平米/年	300 万平米/年
主打产品	南玻 KK6	旭虹 Panda-1681	彩虹 CG01、CG21

资料来源：新材料网，公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

根据上述分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

1) **浮法玻璃**：我们预计公司后续浮法玻璃产能及产销量也有望保持相对稳定，收入端变化主要来自于产品单价的变化。今年以来浮法玻璃价格出现大幅上涨，公司的价格略高于市场均价，我们预计公司今年浮法玻璃均价有望达 125 元/重箱，2022 年、2023 年或均同比下降 15、10 元/重箱。在此基础上，预计 21-23 年浮法玻璃收入规模达 61.8/54.3/49.4 亿元。浮法玻璃毛利率主要受价格影响，预计 21-23 年毛利率分别为 40%/30%/29%。

2) **工程玻璃**：工程玻璃是在浮法玻璃基础上深加工得到的产品，由于公司工程玻璃的原片-深加工为一体化产品，因此我们预计该项业务的毛利率主要与浮法玻璃原片价格的波动有关。同时，根据公司扩产计划，工程玻璃深加工产能 23 年将增加至 6756 万平方米。我们预计公司 21-23 年工程玻璃收入 28.5/32.5/34.9 亿元，毛利率 26%/26%/27%。

3) **电子玻璃**：公司将实现从三代高铝到中铝、钠钙，高中低端各类应用场景电子玻璃产品领域的全面覆盖，随着下游大客户的拓展及 KK6、KK8 产品的占比提升，我们预计公司毛利率也将随之提升，综合预计公司 21-23 年电子玻璃收入 19.6/28.4/39.7 亿元，预计 21-23 年毛利率 40%/42%/45%。

4) **光伏玻璃**：我们预计随着公司产能的逐步释放，公司光伏玻璃产销量有望实现较大幅增长，且随着 2mm 玻璃占比的逐步提升，单吨均价有望随之提升。今年 Q2 以来光伏玻璃价格出现较大下降，9 月以来逐步企稳回升，由于今年上半年光伏玻璃价格维持历史较高水平，我们预计 22-23 年均价或不及 21 年全年均价，综合预计公司 21-23 年光伏玻璃收入 15.3/39.0/75.9 亿元，随产能释放，预计 21-23 年毛利率 38%/29%/28%。

5) **太阳能业务**：公司目前高纯多晶硅产能为 9,000 吨/年（技改中），我们预计若明年技改完成，以目前多晶硅价格计算（20 万元一吨），太阳能业务将扭亏为盈，综合预计公司 22 年太阳能收入 30 亿元，对应贡献 3.2 亿元利润。

表 11：公司分业务盈利预测

		2021E	2022E	2023E
浮法玻璃	产能（万吨）	247.00	247.00	247.00
	产能（万重箱）	4940	4940	4940
	单价（元/重箱）	125	110	100
	收入（百万元）	6175	5434	4940
	毛利率	40.0%	30.0%	29.0%
	毛利（百万元）	2470	1630	1433
	净利率	18%	12%	12%
工程玻璃	销量（万平米）	7120	7932	8113
	单价（元/平米）	40	41	43
	收入（百万元）	2848	3252	3489
	毛利率	26.0%	26.0%	27.0%
	毛利（百万元）	740	846	942
	净利率	4%	8%	10%
	净利（百万元）	123.2	273.7	351.4
光伏玻璃	有效产能（万吨）	43.0	120.7	241.5
	有效产能（万平米）	7305	20509	41018
	单价（元/平米）	22.0	19.0	18.5
	收入（百万元）	1607	3897	7588
	毛利率	38.0%	29.0%	28.0%
	毛利（百万元）	611	1130	2125
	净利率	16%	11%	11%
电子玻璃与显示	收入（百万元）	1957	2838	3973
	毛利率	40.0%	42.0%	45.0%
	净利率	18%	24%	28%
	净利（百万元）	358.7	693.0	1115.4
太阳能	收入（百万元）	1000	3000	2000
	毛利率	20%	28%	20%
	净利率	-1.7%	10.4%	3.1%

资料来源：天风证券研究所预测

5) **费用假设：**我们预计随着公司营收持续快速增长，销售、管理及研发费用有望体现一定规模效应，稳中有降。由于 21-23 年仍处于公司产能集中投放的时期，预计公司资本开支较大，仍需要较多的外部资金来源，假设资金缺口主要由债性资金提供，则公司财务费用仍可能保持在相对较高水平，但财务费用率随公司规模提升有望逐年降低。

表 12：公司核心费用指标预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.7%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用率	5.8%	6.3%	5.2%	5.2%	5.0%
研发费用率	3.5%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%
财务费用率	2.8%	2.1%	1.8%	2.8%	2.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 21-23 年归母净利润 19.5/25.1/31.0 亿元，CAGR+58%，对应 EPS 0.63/0.82/1.01。公司传统浮法及工程玻璃业务基本盘稳定，且工程玻璃拥有产能扩张计划；公司 06 年即涉足光伏玻璃领域，光伏产能扩张迅速且良率行业领先，当前光伏玻璃价格已处于较底部，待公司产能投放有望跃居产能前三，厚增公司业绩；电子玻璃技术逐步比肩国际企业，随着 KK6、KK8 产品的下游认证，预计未来也将成为利润贡献主力。参考可比公司，22 年我们给予浮法玻璃业务 8xPE，对应市值 54 亿元；工程玻璃 10xPE，对应市值 27 亿元；电子玻璃 26xPE，对应市值 180 亿元；光伏玻璃 25x PE，对应市值 111 亿元；随硅料复产，预计太阳能业务扭亏为盈，但太阳能业务不是公司未来的主要发展方向，因此我们给予 10xPE，对应市值 31 亿元。综上，我们预计公司合理市值为 404 亿元，对应价格 13.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
601636.SH	旗滨集团	15.8	423.6	0.68	1.81	2.05	2.38	23.21	8.69	7.69	6.64
0868.HK	信义玻璃	18.0	723.5	1.59	2.82	3.10	3.43	11.30	6.37	5.80	5.24
					平均值				7.53	6.74	5.94
601865.SH	福莱特	47.8	1,026.6	0.76	1.09	1.48	1.84	63.03	43.74	32.24	26.03
0968.HK	信义光能	11.8	1,052.7	0.51	0.60	0.74	0.92	23.08	19.60	15.90	12.94
					平均值			43.06	31.67	24.07	19.48
002475.SZ	立讯精密	40.5	2,853.2	1.03	1.19	1.64	2.11	46.65	40.06	29.13	22.62
600552.SH	凯盛科技	9.1	69.7	0.16	0.27	0.41	0.60	57.74	33.93	22.06	15.19
					平均值			52.20	36.99	25.60	18.90
000012.SZ	南玻 A	9.4	287.4	0.25	0.63	0.82	1.01	36.88	14.77	11.46	9.30

注：数据截至 2021/11/12 收盘，21-23 年预测 EPS 除南玻 A 外，其余公司为 Wind 一致预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 14：公司分部估值表

	2022 年利润(亿元)	PE 估值	对应市值(亿元)
浮法玻璃	6.7	8.0	54
工程玻璃	2.7	10.0	27
光伏玻璃	4.4	25.0	111
电子玻璃	6.9	26.0	180
太阳能业务	3.1	10.0	31
合计			404

资料来源：天风证券研究所预测

6. 风险提示

产能投放不及预期：电子玻璃项目可能在设备制造周期、安装调试、小批量（尚未形成销售）到大批量达产上，项目达产时间存在不确定性。

电子玻璃良率不及预期：电子玻璃较普通浮法及工程玻璃来说壁垒更高，电子玻璃的良率也将影响产品毛利，若新产线良率不及预期将影响整体业务毛利率水平。

光伏玻璃行业竞争加剧：随下游景气度提升，光伏玻璃企业不断扩产，若未来头部企业扩产持续加速，下游需求不及行业扩产进度，公司盈利能力或不及预期。

原材料价格超预期上涨：目前纯碱厂库不多，订单充足，重碱出厂报价持续上涨，光伏玻璃行业大量扩产，未来价格依然具备向上的空间，若价格上涨超预期将给玻璃的成本端带来一定压力。

玻璃价格不及预期：下游地产资金端压力导致玻璃需求不及预期，玻璃厂商累库情况加剧，为促进走货厂家让利促销，玻璃价格或不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,986.98	2,125.79	2,056.04	2,784.12	3,322.41
应收票据及应收账款	946.70	889.43	1,775.81	1,317.66	2,127.80
预付账款	78.20	85.93	109.42	172.55	165.87
存货	812.32	815.16	824.02	1,449.65	1,101.93
其他	909.15	723.53	902.33	987.51	917.11
流动资产合计	4,733.35	4,639.84	5,667.62	6,711.51	7,635.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9,783.04	9,145.64	11,626.97	13,514.37	15,549.04
在建工程	1,902.14	1,893.38	3,536.03	4,575.22	4,245.13
无形资产	1,130.07	1,188.87	1,129.09	1,069.31	1,009.53
其他	652.64	1,015.18	928.96	963.21	966.09
非流动资产合计	13,467.89	13,243.08	17,221.05	20,122.10	21,769.79
资产总计	18,201.24	17,882.91	22,888.67	26,833.61	29,404.91
短期借款	2,240.97	352.90	2,077.97	3,740.99	5,369.52
应付票据及应付账款	1,332.60	1,382.68	1,547.55	2,715.58	2,217.48
其他	2,810.23	2,083.50	2,824.89	2,232.24	3,023.05
流动负债合计	6,383.79	3,819.08	6,450.42	8,688.81	10,610.05
长期借款	1,320.23	853.25	1,899.84	2,031.05	631.62
应付债券	0.00	1,994.02	1,990.00	1,990.00	1,990.00
其他	631.36	600.68	795.30	675.78	690.58
非流动负债合计	1,951.59	3,447.95	4,685.14	4,696.83	3,312.21
负债合计	8,335.38	7,267.03	11,135.56	13,385.64	13,922.25
少数股东权益	370.27	402.89	484.35	589.34	718.75
股本	3,106.92	3,070.69	3,070.69	3,070.69	3,070.69
资本公积	683.22	597.00	597.00	651.67	651.67
留存收益	6,489.07	6,970.21	8,198.08	9,787.94	11,693.21
其他	(783.62)	(424.91)	(597.00)	(651.67)	(651.67)
股东权益合计	9,865.86	10,615.88	11,753.12	13,447.97	15,482.65
负债和股东权益总计	18,201.24	17,882.91	22,888.67	26,833.61	29,404.91

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	560.42	811.95	1,945.52	2,507.92	3,090.91
折旧摊销	972.77	923.29	935.81	1,133.19	1,355.20
财务费用	319.59	273.31	206.06	402.82	442.89
投资损失	0.00	(2.65)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(673.20)	610.39	17.10	305.80	(80.69)
其它	1,199.45	114.33	81.45	105.00	129.40
经营活动现金流	2,379.04	2,730.62	3,185.94	4,454.73	4,937.71
资本支出	646.87	283.33	4,805.38	4,119.52	2,985.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,379.95)	(1,073.12)	(9,805.38)	(8,119.52)	(5,985.19)
投资活动现金流	(733.08)	(789.79)	(5,000.00)	(4,000.00)	(3,000.00)
债权融资	5,273.65	4,127.70	6,967.81	8,562.04	8,791.14
股权融资	(293.27)	(73.97)	(378.14)	(348.15)	(442.89)
其他	(7,020.54)	(5,698.31)	(4,845.35)	(7,940.55)	(9,747.67)
筹资活动现金流	(2,040.16)	(1,644.59)	1,744.32	273.35	(1,399.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(394.20)	296.24	(69.74)	728.08	538.29

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,472.03	10,671.25	13,706.96	18,560.83	22,149.40
营业成本	7,743.13	7,444.47	8,790.71	12,789.40	15,309.50
营业税金及附加	115.81	121.90	156.58	212.02	253.01
营业费用	389.27	233.92	274.14	352.66	398.69
管理费用	602.59	666.98	712.76	965.16	1,107.47
研发费用	366.87	404.84	493.45	649.63	730.93
财务费用	290.42	224.01	206.06	402.82	442.89
资产减值损失	(463.32)	(738.51)	(680.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	0.00	179.91	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.65	0.00	0.00	0.00
其他	763.54	1,019.21	1,360.00	200.00	200.00
营业利润	663.72	1,111.88	2,393.26	3,089.14	3,806.90
营业外收入	7.83	14.37	12.02	11.41	12.60
营业外支出	9.44	20.55	10.51	13.50	14.86
利润总额	662.11	1,105.69	2,394.77	3,087.04	3,804.65
所得税	101.69	293.74	367.80	474.12	584.34
净利润	560.42	811.95	2,026.97	2,612.92	3,220.31
少数股东损益	23.99	32.63	81.45	105.00	129.40
归属于母公司净利润	536.43	779.33	1,945.52	2,507.92	3,090.91
每股收益(元)	0.17	0.25	0.63	0.82	1.01

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.30%	1.90%	28.45%	35.41%	19.33%
营业利润	24.69%	67.52%	115.25%	29.08%	23.24%
归属于母公司净利润	18.43%	45.28%	149.64%	28.91%	23.25%
获利能力					
毛利率	26.06%	30.24%	35.87%	31.09%	30.88%
净利率	5.12%	7.30%	14.19%	13.51%	13.95%
ROE	5.65%	7.63%	17.26%	19.50%	20.94%
ROIC	6.18%	7.66%	18.59%	18.51%	19.45%
偿债能力					
资产负债率	45.80%	40.64%	48.65%	49.88%	47.35%
净负债率	33.31%	18.86%	41.79%	42.96%	35.32%
流动比率	0.74	1.21	0.88	0.77	0.72
速动比率	0.61	1.00	0.75	0.61	0.62
营运能力					
应收账款周转率	9.27	11.62	10.29	12.00	12.86
存货周转率	14.83	13.11	16.72	16.33	17.36
总资产周转率	0.56	0.59	0.67	0.75	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.25	0.63	0.82	1.01
每股经营现金流	0.77	0.89	1.04	1.45	1.61
每股净资产	3.09	3.33	3.67	4.19	4.81
估值比率					
市盈率	53.58	36.88	14.77	11.46	9.30
市净率	3.03	2.81	2.55	2.24	1.95
EV/EBITDA	6.18	6.00	6.83	7.12	5.89
EV/EBIT	9.06	7.77	8.45	9.31	7.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com