

新兴业务发展顺利，静待 22 年释放

——公司动态点评

核心观点

- 出于谨慎性原则，继续计提资产减值，消除资产业绩暴雷隐患。公司 10/15 公告，拟对宜昌多晶硅厂，因技改淘汰、检修无法使用的资产计提减值准备 3.02 亿元，拟对东莞光伏技改淘汰、技术水平落后及能耗偏高的资产计提减值准备 3.7 亿元，减少合并报表利润总额 6.72 亿元。假设 15% 的所得税率（拥有 30 家控/参股企业，其中 17 家高新技术企业），对净利润影响预计 5.71 亿元。18-20 年，针对多晶硅业务，公司分别计提资产减值准备 1.37/4.63/7.46 亿元，已累计计提资产减值准备 20.18 亿元，风险释放。
- 电子玻璃迭代，往高端化渗透，单价和盈利能力有望提升。公司的二代高铝电子玻璃（KK6）已开始稳定供货，性能比肩国际品牌主流产品。20 年由于公司在电子玻璃领域的技术突破，被工信部授予单项冠军产品称号。根据互动易，清远一线停产技改预计 21 年年底完成，第三代电子玻璃 KK8 有望 22 年上半年批量供货，计划主要应用于国内外高端手机等移动电子产品中。
- 光伏玻璃产能有望 22H1 建成，22H2 释放产量。根据国家能源局，21 年 1-10 月份新增光伏装机量 29.31GW，低于市场预期（根据 CPIA 预测，2021 年国内光伏新增装机 55-65GW），主要因为硅料价格涨幅超预期，导致组件厂开工不足，这也使得今年光伏玻璃需求低于预期。随着双碳政策的落实，未来光伏玻璃新增产能难度加大，拥有较好融资平台和超白硅砂资源的企业将在新一轮扩产中抢占先机。公司的安徽 60 万吨低铁超白石英砂项目建成后，将保证公司在安徽的 4*1200t/d 光伏玻璃项目顺利投产。预计 21/22/23 年底，公司将分别拥有日融量 1300/7300/9700t/d 的光伏玻璃产能。

财务预测与投资建

- 调整公司 21-23 年 EPS 至 0.62/1.02/1.46 元（原值 0.95/1.07/1.21 元），21 年 3 季度公司的资产减值准备计提超预期。采用分部估值法，参考可比公司 22 年估值，分别给予平板及工程玻璃/光伏玻璃/电子玻璃/太阳能业务 7/26/21/18X 估值，对应合理价格 15.97 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，电子玻璃量产不及预期，资产减值超预期风险

公司主要财务信息	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,472	10,671	13,698	18,722	25,582
同比增长(%)	-1.3%	1.9%	28.4%	36.7%	36.6%
营业利润(百万元)	664	1,112	2,353	3,842	5,499
同比增长(%)	24.7%	67.5%	111.6%	63.3%	43.1%
归属母公司净利润(百万元)	536	779	1,916	3,135	4,487
同比增长(%)	18.4%	45.3%	145.9%	63.6%	43.1%
每股收益(元)	0.17	0.25	0.62	1.02	1.46
毛利率(%)	26.1%	30.2%	36.1%	34.1%	34.3%
净利率(%)	5.1%	7.3%	14.0%	16.7%	17.5%
净资产收益率(%)	5.8%	7.9%	17.5%	24.3%	28.6%
市盈率	57.5	39.6	16.1	9.8	6.9
市净率	3.2	3.0	2.6	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。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月22日)	10.04 元
目标价格	15.97 元
52周最高价/最低价	13.27/5.68 元
总股本/流通A股(万股)	307,069/306,626
A股市值(百万元)	30,830
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年11月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.92	8.78	-15.27	34.35
相对表现	9.89	13.28	-14.64	40.14
沪深300	-2.97	-4.5	-0.63	-5.79



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

相关报告

浮法贡献弹性/现金流，电子玻璃成长潜力	2021-08-30
逐步兑现：——2021年中报点评	
国内电子玻璃领军者，重回扩张之路：首次覆盖报告	2021-06-24

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。

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司在三季度计提了 6.72 亿元资产减值准备，超出了市场预期。除此以外，相比较上篇中报点评报告，我们对 21-23 年盈利预测进行如下调整

- 1、浮法玻璃在 9 月中下旬达到历史高位后，缓慢回落。我们预计后续价格在窄幅震荡。此外，纯碱和天然气价格涨幅超出了我们之前的预期，且可能长期保持在相对高位，对盈利能力中枢有一定的侵蚀。所以我们将浮法玻璃业务的收入和毛利率做了下修。
- 2、光伏玻璃业务方面，公司的新建产能速度较快，有望在 22H1 将 4 座 1200t/d 的窑炉点火，在 22Q3 将 1 座 1200t/d 的窑炉点火。另外，我们预计光伏玻璃价格有望在 22H1 经历价格战后，在下半年逐步企稳回升。所以，我们对光伏玻璃的收入做了上修。
- 3、太阳能业务，在今年三季度计提资产减值后，有望 22 年明年复工，多晶硅业务有望在未来实现盈利。

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
分产品盈利预测						
浮法玻璃						
销售收入	7,091	6,327	6,093	5,771	4,921	4,921
变动幅度				-18.6%	-22.2%	-19.2%
毛利率	58%	54%	52%	44%	36%	35%
变动幅度				-14.4%	-18.4%	-16.8%
工程玻璃						
销售收入	3,457	4,147	5,069	3,881	5,141	6,048
变动幅度				12.2%	24.0%	19.3%
毛利率	30%	30%	30%	25%	30%	30%
变动幅度				-5.0%	0.0%	0.0%
光伏玻璃						
销售收入	1,210	3,444	6,794	1,772	4,213	9,892
变动幅度				46.4%	22.3%	45.6%
毛利率	36%	35%	35%	38%	36%	35%
变动幅度				2.2%	0.3%	0.8%
电子玻璃及显示						

销售收入	1,955	3,177	3,781	1,875	3,097	3,421
变动幅度				-4.1%	-2.5%	-9.5%
毛利率	31%	33%	35%	36%	38%	40%
变动幅度				5.4%	5.1%	4.8%
太阳能						
销售收入	200	100	-	500	1,500	1,500
变动幅度				150.0%	1400.0%	
毛利率	10%	10%	10%	20%	28%	20%
变动幅度				10.0%	18.0%	10.0%
内部抵消						
销售收入	-60	-60	-60	-100	-150	-200
变动幅度				66.7%	150.0%	233.3%
毛利率	0%	0%	0%	0%	0%	0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	13,854	17,136	21,677	13,698	18,722	25,582
变动幅度				-1.1%	9.3%	18.0%
综合毛利率	45%	41%	39%	36%	34%	34%
变动幅度				-9.1%	-6.8%	-4.5%

数据来源：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	13,854	17,136	21,677	13,698	18,722	25,582
变动幅度				-1.1%	9.3%	18.0%
营业利润	4,037	4,558	5,361	2,353	3,842	5,499
变动幅度				-41.7%	-15.7%	2.6%
归属母公司净利润	2,903	3,281	3,860	1,916	3,135	4,487
变动幅度				-34.0%	-4.5%	16.3%
每股收益（元）	0.95	1.07	1.26	0.62	1.02	1.46
变动幅度				-34.0%	-4.5%	16.3%
毛利率(%)	45%	41%	39%	36%	34%	34%
变动幅度				-9.1%	-6.8%	-4.5%
净利率(%)	21%	19%	18%	14%	17%	18%
变动幅度				-7.0%	-2.4%	-0.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

与上篇点评报告相同，光伏/工程玻璃可比公司我们选取金晶科技/旗滨集团/信义玻璃。22 年可比公司平均 PE 为 7X，我们认为可给予光伏/工程玻璃板块 22 年 7X 估值。

在电子玻璃板块，与上篇点评报告相同，我们选取了蓝思科技/凯盛科技作为可比公司，22 年行业平均 PE 为 21X，参考可比公司估值，我们认为可给予电子玻璃业务 22 年 PE 21X。

在光伏玻璃板块，与上篇点评报告相比，由于缺乏 Wind 盈利一致预期，我们删除了中来股份，保留了信义光能/福莱特/亚玛顿。22 年行业平均 PE 为 26X，我们认可给予光伏玻璃业务 22 年 PE 26 X。

太阳能板块，我们把大全能源/特变电工/通威股份作为可比公司，他们都具有多晶硅的生产能力。22 年行业平均 PE 为 18X，参考可比公司估值，我们认可给予太阳能业务 22 年 PE 18X。

表 3：可比公司估值表（截止 2021 年 11 月 22 日）

公司简称	代码	最新股价 (元/股)	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
浮法和工程玻璃业务可比公司平均估值								7.99	6.79	6.00
金晶科技	600586.SH	9.66	0.23	1.16	1.50	1.76	41.71	8.30	6.44	5.49
旗滨集团	601636.SH	16.06	0.69	1.81	2.05	2.38	23.15	8.85	7.83	6.76
信义玻璃	0868.HK	20.30	1.59	2.98	3.33	3.53	12.73	6.81	6.09	5.75
电子玻璃业务可比公司平均估值								30.19	20.75	15.12
凯盛科技	600552.SH	10.65	0.16	0.27	0.41	0.60	67.36	39.87	26.15	17.73
蓝思科技	300433.SZ	23.13	1.12	1.13	1.51	1.85	20.65	20.51	15.34	12.51
光伏玻璃业务可比公司平均估值								40.42	26.46	20.95
福莱特	601865.SH	47.8	0.83	1.10	1.49	1.84	57.59	43.60	32.18	26.00
亚玛顿	002623.SZ	39.91	0.86	0.75	1.46	1.93	46.41	53.15	27.33	20.68
信义光能	0968.HK	14.8	0.55	0.60	0.74	0.92	26.71	24.50	19.87	16.17
太阳能业务可比公司平均估值								21.13	17.65	16.03
大全能源	688303.SH	70.12	0.69	3.41	3.92	4.08	101.62	20.55	17.88	17.20
特变电工	600089.SH	23.36	0.59	1.46	1.63	1.86	39.55	15.96	14.31	12.59
通威股份	600438.SH	49.22	0.86	1.83	2.37	2.69	57.36	26.87	20.74	18.30

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2021 年 11 月 22 日收盘价

资料来源：Wind，东方证券研究所

综合各项业务分部估值可得到公司 22 年合理市值 490 亿，对应目标价 15.97 元。我们预计浮法玻璃/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 8.9/5.1/7.3/7.1/3.0 亿，采用分部

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。

可比公司估值法分别给予 7/7/26/21/18X PE，合计合理市值 490 亿，以当前 30.71 亿总股本为基础对应目标价 15.97 元，维持“买入”评级。

表 4：22 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）	49.21	51.41	42.13	30.97	15.00
净利率	18.00%	10.00%	17.35%	23.00%	19.50%
净利润（亿元）	8.86	5.14	7.31	7.12	2.93
PE	7	7	26	21	18
市值（亿元）	62.01	35.99	190.03	149.61	52.65
总市值（亿元）					490.28

资料来源：Wind，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。我们预计明年 KK8 将开始批量供货，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海外竞争对手的考验，公司是否能够持续具备产品迭代能力也有待考验。

资产减值超预期风险。公司过去 4 年已累计计提 20.2 亿元，主要原因是多晶硅业务，其后续计提概率较小。但我们不能排除公司未来因为其他原因计提资产减值的风险。

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	1,987	2,126	2,793	3,744	5,116	营业收入	10,472	10,671	13,698	18,722	25,582
应收票据、账款及款项融资	1,205	1,272	1,096	1,498	2,047	营业成本	7,743	7,444	8,757	12,344	16,805
预付账款	78	86	110	150	205	营业税金及附加	116	122	156	214	292
存货	812	815	876	1,234	1,681	营业费用	389	234	288	356	486
其他	651	341	447	557	700	管理费用及研发费用	969	1,072	1,240	1,694	2,315
流动资产合计	4,733	4,640	5,320	7,183	9,749	财务费用	290	224	248	278	237
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	483	744	747	95	27
固定资产	9,783	9,146	9,718	13,523	15,229	公允价值变动收益	0	180	0	0	0
在建工程	1,902	1,893	2,686	1,454	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	营业利润	664	1,112	2,353	3,842	5,499
非流动资产合计	13,468	13,243	14,542	17,135	17,383	营业外收入	8	14	10	10	10
资产总计	18,201	17,883	19,863	24,319	27,131	营业外支出	9	21	15	10	10
短期借款	2,241	353	500	1,671	1,830	利润总额	662	1,106	2,348	3,842	5,499
应付票据及应付账款	1,333	1,383	1,664	2,469	3,529	所得税	102	294	352	576	825
其他	2,810	2,084	2,039	2,039	2,187	净利润	560	812	1,996	3,266	4,674
流动负债合计	6,384	3,819	4,203	6,179	7,546	少数股东损益	24	33	80	131	187
长期借款	1,320	853	853	853	853	归属于母公司净利润	536	779	1,916	3,135	4,487
应付债券	0	1,994	1,994	1,994	0	每股收益(元)	0.17	0.25	0.62	1.02	1.46
其他	631	601	620	610	630						
非流动负债合计	1,952	3,448	3,467	3,457	1,483	主要财务比率					
负债合计	8,335	7,267	7,670	9,637	9,029		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	370	403	483	613	800	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%	28.4%	36.7%	36.6%
资本公积	565	597	597	597	597	营业利润	24.7%	67.5%	111.6%	63.3%	43.1%
留存收益	5,806	6,373	7,982	10,351	13,584	归属于母公司净利润	18.4%	45.3%	145.9%	63.6%	43.1%
其他	18	172	60	50	50	获利能力					
股东权益合计	9,866	10,616	12,193	14,682	18,102	毛利率	26.1%	30.2%	36.1%	34.1%	34.3%
负债和股东权益总计	18,201	17,883	19,863	24,319	27,131	净利率	5.1%	7.3%	14.0%	16.7%	17.5%
						ROE	5.8%	7.9%	17.5%	24.3%	28.6%
						ROIC	5.3%	6.6%	14.2%	19.2%	23.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	45.8%	40.6%	38.6%	39.6%	33.3%
净利润	560	812	1,996	3,266	4,674	净负债率	33.3%	18.9%	11.9%	10.7%	0.0%
折旧摊销	905	506	394	491	598	流动比率	0.74	1.21	1.27	1.16	1.29
财务费用	290	224	248	278	237	速动比率	0.61	1.00	1.05	0.96	1.07
投资损失	0	(3)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(92)	323	252	(11)	8	应收账款周转率	16.2	15.7	18.2	19.2	19.2
其它	715	867	643	55	27	存货周转率	10.9	9.0	10.2	11.5	11.4
经营活动现金流	2,379	2,731	3,533	4,078	5,544	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
资本支出	(430)	141	(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	0.62	1.02	1.46
其他	(303)	(548)	33	(30)	(20)	每股经营现金流	0.77	0.89	1.15	1.33	1.81
投资活动现金流	(733)	(790)	(2,428)	(3,154)	(846)	每股净资产	3.09	3.33	3.81	4.58	5.63
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	57.5	39.6	16.1	9.8	6.9
其他	(1,485)	(2,351)	(408)	127	(1,332)	市净率	3.2	3.0	2.6	2.2	1.8
筹资活动现金流	(2,040)	(1,645)	(437)	27	(3,326)	EV/EBITDA	16.9	17.1	10.5	6.8	5.0
汇率变动影响	1	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.0	23.6	12.1	7.6	5.5
现金净增加额	(393)	292	667	952	1,372						

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