

福莱特 (601865.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

行业低谷尽显韧性，玻璃龙头穿越周期

——光伏景气底部看龙头系列（四）

投资逻辑：

为什么选择光伏玻璃？ 1) 组件大尺寸趋势下，玻璃是少有的抗通缩环节，在大尺寸组件趋势下，玻璃进一步减薄难度较大，且技术替代风险小；2) 盈利下滑叠加政策管控下双寡头格局稳定，中小窑炉占比 23%，行业成本曲线仍然陡峭，头部企业合理利润空间有望保持稳定；3) 2024 版《水泥玻璃行业产能置换实施办法（征求意见稿）》删除“光伏玻璃不需要产能置换”表述，行业扩产边际收紧，预计 2024 年新增光伏玻璃产能不到 2 万吨/日，供给集中度有望进一步提升；4) 随着玻璃投资回报率回归合理水平，行业扩产积极性下降，供需格局有望逐步改善，成本端纯碱、天然气价格也从高位回落，预计玻璃盈利有望逐步走出底部区域。

为什么选择福莱特：成本优势显著，份额有望持续提升，海外产能提供溢价。 1) 从毛利率来看，目前公司仍能保持和二三线 10pct 以上差距，我们判断主要来自大窑炉、技术领先和石英砂自供的优势。2023 年公司新公示的项目中窑炉规模已提高至 1600t/d，有望进一步扩大成本差，巩固龙头地位；2) 公司计划 2024 年及以后投产的项目规模达到 4.56 万吨/日，位居行业首位，待规划项目全部落地，总产能将达到 6.62 万吨/日，有望推动公司市占率持续提升；3) 公司 2020、2021 年分别在越南海防投产各 1000 吨/日产线，2023 年公告印尼两条 1600 吨/日扩产规划，预计将于 2025 年中或下半年点火投产。虽然国际贸易政策存在不确定性，但考虑到海外玻璃供需仍然紧缺，叠加东南亚石英砂、纯碱成本更低的优势，预计公司海外产能盈利能力有望持续高于国内；4) 公司多年保持稳健的财务状况和卓越的成本控制能力，资产负债率一直稳定在 50%左右，同时 ROE 长期保持在 10%以上，费用率、净利率等各项指标同样优于行业平均水平。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 239、298、377 亿元，同比增长 11%、25%、26%，归母净利润分别为 35.1、46.3、60.6 亿元，同比增长 27%、32%、31%。考虑到公司业务模式稳定、龙头地位稳固，给予公司 2025 年 15 倍 PE，对应目标价为 29.61 元，维持“买入”评级。

风险提示

下游装机需求低于预期、公司产能建设速度低于预期、光伏压延玻璃政策风险、原材料价格波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸（执业 S1130522010005）

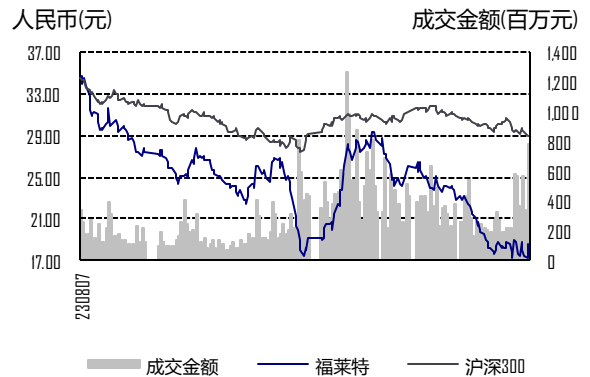
yuwendian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.52 元

目标价（人民币）：29.61 元

相关报告：

- 《福莱特公司点评：24 年产能投放加速·盈利有望超预期》· 2024.3.26
- 《福莱特公司点评：Q3 业绩超预期·盈利、现金流环比显著改善》· 2023.10.30
- 《福莱特公司点评：Q2 环比改善·海外产能溢价明显》· 2023.8.29



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,461	21,524	23,883	29,846	37,691
营业收入增长率	77.44%	39.21%	10.96%	24.97%	26.28%
归母净利润(百万元)	2,123	2,760	3,509	4,626	6,060
归母净利润增长率	0.13%	30.00%	27.14%	31.84%	31.02%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.17	1.50	1.97	2.59
每股经营性现金流净额	0.07	0.82	8.33	7.51	9.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.13%	12.42%	14.26%	16.25%	18.05%
P/E	33.69	22.75	12.37	9.38	7.16
P/B	5.10	2.83	1.76	1.52	1.29

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、光伏景气底部看龙头：福莱特.....	5
2、行业：政策端收紧行业扩产放缓，成本端下行盈利弹性可期.....	5
2.1 为什么选择玻璃：少有的抗通缩环节，技术替代风险小.....	5
2.2 盈利下滑叠加政策管控，行业格局稳定，成本曲线保持陡峭.....	8
2.3 风险预警下在建项目点火推迟，行业马太效应愈加显著.....	10
2.4 供需有望逐步改善，带动盈利见底回升.....	11
2.5 盈利：纯碱、天然气趋势向下，有望改善短期盈利.....	13
3、公司：成本优势显著，份额持续提升，海外有望享溢价.....	15
3.1 大窑炉+技术领先+石英砂自供，公司成本优势保持稳定.....	15
3.2 储备项目规模领先，市占率有望持续提升.....	16
3.3 海外玻璃供需紧缺，东南亚产能有望持续享受高溢价.....	17
4、历史复盘及财务分析.....	19
4.1 股价及估值复盘.....	19
4.2 ROE/ROIC 回归历史中枢，并持续显著好于可比公司.....	20
4.3 费用控制成效显著，净利率领先同行.....	20
4.4 财务状况稳健，短期偿债能力强.....	21
5、盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议及估值.....	22
6、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：福莱特季度毛利率基本触底.....	5
图表 2：硅片、组件大型化趋势明显，玻璃进一步减薄难度较大.....	6
图表 3：玻璃厚度越薄，其抗冲击强度与抗弯强度也就越小.....	6
图表 4：预计 1.6mm 厚度光伏玻璃渗透率会逐步提高，但只适用于部分应用场景.....	6
图表 5：与普通背板相比，玻璃背板的耐酸、阻水、耐紫外线等性能更佳.....	7
图表 6：当前其他各种背板类型均存在性能及成本的问题，只适用于特定应用场景.....	7
图表 7：预计玻璃背板市占率还将持续提升.....	8
图表 8：2020 年底至 2021 年初光伏玻璃价格出现小高峰.....	8
图表 9：截至 2023 年底光伏玻璃在产产能 9.95 万吨/日.....	8
图表 10：2021-2023 年实际新增与听证会公示项目计划扩产产能比值为 93%/54%/16%.....	9
图表 11：截至 2024 年 8 月初，信义、福莱特产能占行业总产能比例分别为 20%、18%.....	9



图表 12:	1000t/d 以下窑炉占比 23%左右	10
图表 13:	近四年 1000t/d 以下窑炉点火合计 1.9 万吨/日	10
图表 14:	根据最新政策要求, 光伏玻璃行业需落实产能风险预警机制	10
图表 15:	冷修前需补充产能置换手续的产能 4.2 万吨/日	11
图表 16:	开展风险预警的项目已投产的多数为头部企业	11
图表 17:	预计 2024 年信义和福莱特在新增产能中的占比有望进一步提升 (吨/日)	11
图表 18:	2022-2024 年光伏玻璃月度新增产能情况 (吨/日)	12
图表 19:	光伏玻璃月度供需及预测	12
图表 20:	按照当年毛利率测算二三线企业新投产项目回收期超过窑炉服役年限	13
图表 21:	直接材料及制造费用合计成本占比超 83%	13
图表 22:	1Q22 福莱特主要采购原材料构成	13
图表 23:	复盘: 供需宽松背景下, 原材料价格的剧烈波动可能影响玻璃短期盈利	14
图表 24:	玻璃是纯碱的主要下游应用方式	14
图表 25:	2024 年进口价格约在 1600-1800 元/吨左右	14
图表 26:	2024 年纯碱供给走向过剩, 国内累库趋势明显	15
图表 27:	液化天然气市场价逐步回落	15
图表 28:	2024 年嘉兴工商业气价已回落至 3.90 元/方	15
图表 29:	大窑炉单吨投资额更低	16
图表 30:	大窑炉生产单耗优势显著 (t/t)	16
图表 31:	公司 1200t/d 窑炉单耗略低于二三线 1400t/d 窑炉 (t/t)	16
图表 32:	近几年龙头毛利率优势仍保持稳定	16
图表 33:	公司规划产能规模位居行业首位	17
图表 34:	公司计划 2024 年及以后投产的储备项目规模达到 4.56 万吨/日	17
图表 35:	东南亚及印度光伏压延玻璃产能	18
图表 36:	预计 2024/2025E 东南亚及印度组件需求量 69/81GW (GW)	18
图表 37:	东南亚及印度组件产能总计 92.5GW 以上 (GW)	18
图表 38:	预计 2024/2025E 东南亚及印度压延玻璃有效供给 47/69GW	19
图表 39:	2023 年福莱特越南子公司净利率远高于公司综合净利率	19
图表 40:	公司 PE、EPS 历史复盘	20
图表 41:	公司 2023 年 ROE 为 15.2%	20
图表 42:	公司 2023 年 ROIC 为 10.3%	20
图表 43:	公司 2023 年销售费用率为 0.6%	21
图表 44:	公司 2023 年管理费用率为 4.2%	21
图表 45:	公司 2023 年研发费用率 2.8%	21
图表 46:	公司 2023 年净利率为 12.8%	21



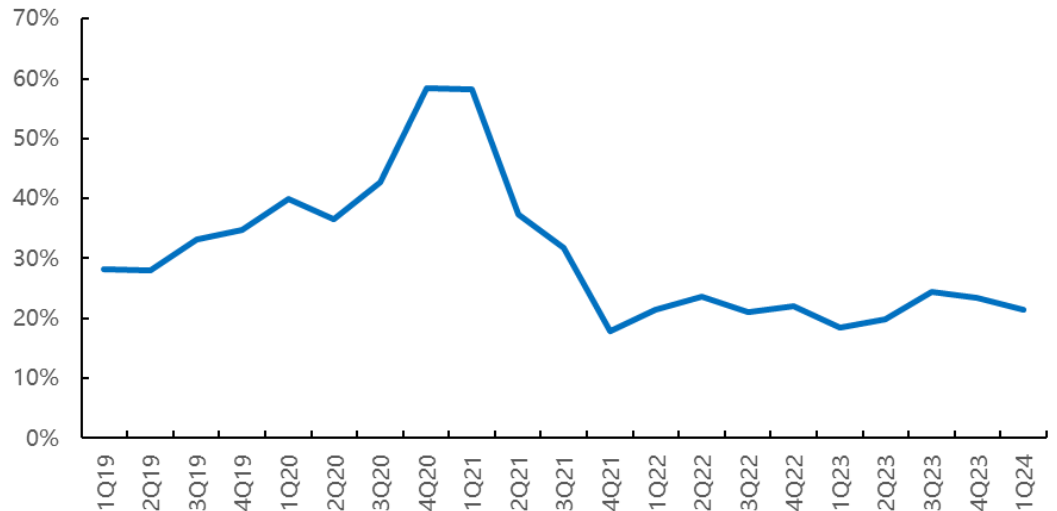
图表 47: 1Q24 公司资产负债率为 47%.....	21
图表 48: 1Q24 公司速动比率为 1.79.....	21
图表 49: 公司光伏压延玻璃业务拆分及收入预测.....	22
图表 50: 可比公司估值对比.....	22



1、光伏景气底部看龙头：福莱特

行业供需由过剩走向平衡，龙头毛利率有望触底反升。从2019-2020年光伏玻璃供需紧缺到2021年产能迅速释放供需走向过剩，2022-2023年光伏玻璃行业毛利率连续两年触底，随着新增产能释放放缓、原材料价格压力逐步减弱，我们认为光伏玻璃行业盈利中枢有望回归长期合理水平。

图表1：福莱特季度毛利率基本触底



来源：ifind，国金证券研究所

2023年12月我们在光伏板块2024年度策略中提出，推荐各环节在这一轮产能出清过程中展现出强势盈利韧性和发展后劲的强α企业。本篇报告我们选择在行业扩产浪潮中持续维持份额及盈利能力领先的玻璃龙头福莱特，深入阐述我们看好光伏玻璃这一行业中短期内复苏的原因及福莱特自身的优势及成长性。

2、行业：政策端收紧行业扩产放缓，成本端下行盈利弹性可期

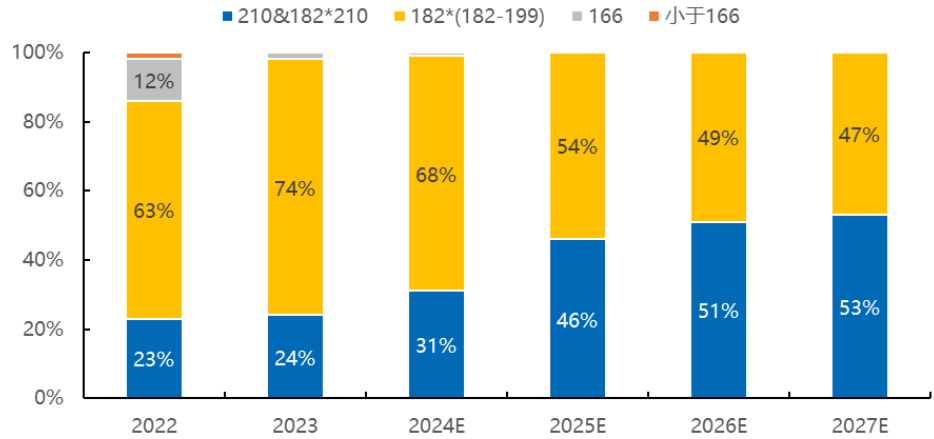
2.1 为什么选择玻璃：少有的抗通缩环节，技术替代风险小

不同于其他辅材环节在降本增效过程中面临耗量降低的风险，在组件大尺寸趋势持续演进的背景下，光伏玻璃进一步减薄的难度较高，是少有的抗通缩环节。

组件大尺寸趋势下，玻璃进一步减薄空间有限。随着光伏产业降本增效持续推进，大尺寸组件逐步成为主流路线，根据PV InfoLink统计，2023年182、210尺寸组件市占率达98%，且往后看210组件渗透率有望持续向上。受玻璃性能限制，光伏玻璃薄片化与组件大型化兼得的难度较大。随着厚度的减小，玻璃的抗冲击强度与抗弯强度逐渐减小，而大型化会导致玻璃受荷力矩增大，因此两者相结合会对光伏玻璃的性能强度产生较大影响。下游应用中，不少集中式地面电站需要应对诸如强风、高昼夜温差、冰雹、大雪等恶劣气候，对玻璃强度的要求较高，因此进一步减薄的空间有限。



图表2: 硅片、组件大型化趋势明显, 玻璃进一步减薄难度较大



来源: PV InfoLink, 国金证券研究所

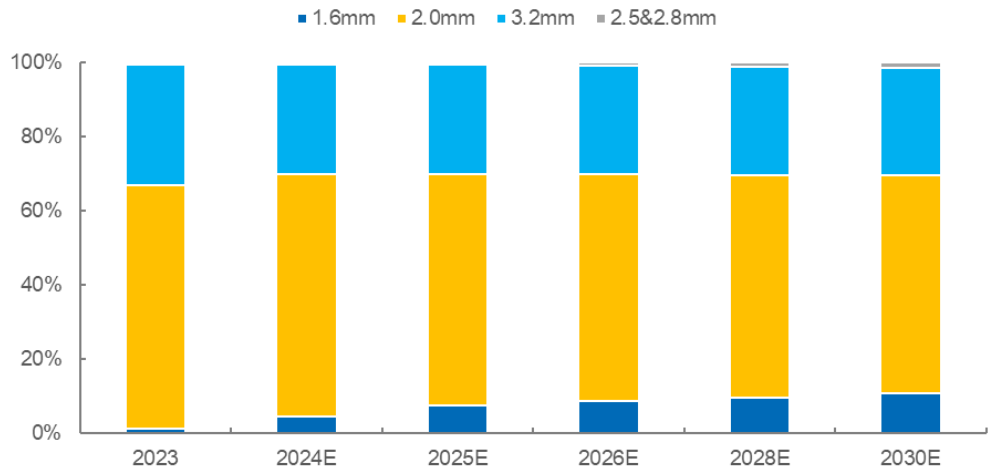
图表3: 玻璃厚度越薄, 其抗冲击强度与抗弯强度也就越小

序号	厚度 mm	表面应力 MPa	钢化方式		抗冲击强度			四点弯曲强度		
			类别	颗粒度	钢球重量 g	落球高度 mm	破坏荷载 N	最大位移 mm	弯曲强度 MPa	Lb/Ls
1	1.6	60	半钢	无	227	1000	700	140	80	200/600
2	2	70	半钢	无	227	1000	900	90	120	200/700
3	2.2	95	全钢	>20	535	1000	1300	80	160	200/700
4	2.4	110	全钢	>30	1040	1000	1600	60	190	200/700
5	1.2	150	化钢	无	1040	1000	600	160	160	200/510

来源: 浙江荣星, 国金证券研究所

受玻璃强度限制, 1.6mm 光伏玻璃中短期内大范围应用可能性不大。据 CPIA 统计, 2023 年 2.0mm、3.2mm 光伏玻璃市占率分别为 65.5%、32.5%; 1.6mm 光伏玻璃市占率为 1.5%, 且预计会逐步提升。但受限于薄片化带来的较低强度, 中短期内预计仍以部分特殊分布式场景为主, 大范围应用可能性不大。

图表4: 预计 1.6mm 厚度光伏玻璃渗透率会逐步提高, 但只适用于部分应用场景



来源: CPIA, 国金证券研究所

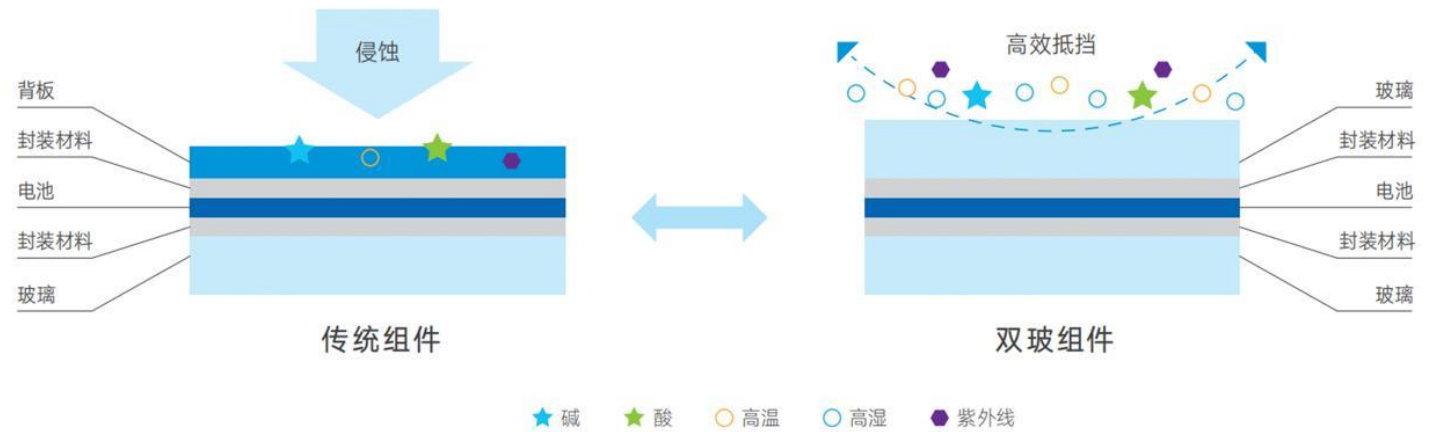
从封装方式看, 光伏组件可分为单玻组件及双玻组件。单玻组件仅正面接收阳光, 背面则



有背板保护，主要优点在于重量较轻，人力、运输及其他系统性成本较低，适用于屋顶等分布式场景，但容易产生热膨胀，防护性也弱于双玻组件；双面光伏组件正反两面均能发电，在反射光强的环境发电收益明显更高，并且由于玻璃防护性较背板坚固，使得双玻组件得以被应用于高原与沙漠等极端地区，因此双玻组件往往是大型集中式项目的热门选型。

从技术上来看，作为最可靠、高透、廉价的封装材料，玻璃几乎没有被技术颠覆的风险。TOPCon 组件容易产生水气渗入和腐蚀等问题，并在湿热测试后引发功率衰减，与其他背板材料相比，光伏玻璃优秀的阻水、阻酸性能保证了在 N 型 TOPCon 主流趋势下的不可替代性。中长期看，即使后期主流电池组件技术演绎至 HJT、BC、钙钛矿阶段，在没有兼顾成本及性能的其他背板材料商业化之前，玻璃也很难出现被替代的情况。

图表5：与普通背板相比，玻璃背板的耐酸、阻水、耐紫外线等性能更佳



来源：索比咨询，国金证券研究所

图表6：当前其他各种背板类型均存在性能及成本的问题，只适用于特定应用场景

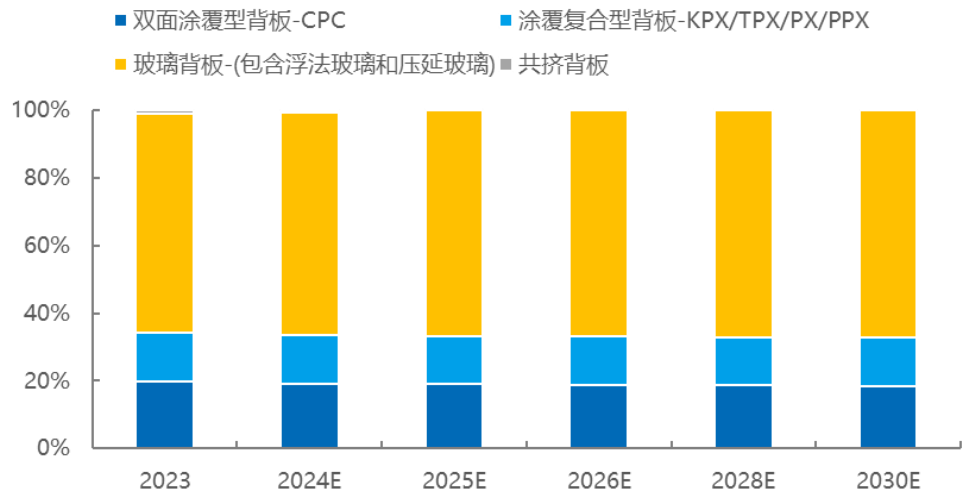
背板类型	技术优点	技术缺点	成本
TPT	耐紫外线性能好，户外通过 25 年验证	与封装材料粘结强度差，耐水解差，内层反射率低	高
KPK	耐紫外线性能好	耐水解差	高
TPE/KPE/TPC/KPC	外层耐紫外线性能好	水汽透过率高，内层耐紫外差	中
TPO/KPO/TPX/KPX	水汽透过率低，耐水解好	内层耐紫外差	中
CPC	散热好	水汽透过率高，外层剥落风险大	低
PPE	水汽透过率低，耐水解好	外层和内层均耐紫外差	中
AOE/000	水汽透过率低，耐水解好	外层和内层均耐紫外差	低

来源：李媛媛《浅析光伏组件背板材料的技术发展及选型建议》，国金证券研究所

玻璃背板渗透率的持续提升也能冲抵薄片化带来的单位耗量的降低。据 CPIA 统计，2023 年玻璃背板组件市占率为 64.6%，预计随着新型电池技术的不断进步和渗透率的持续提升，玻璃背板市场占有率有望持续增长。从单位耗量的角度来看，玻璃背板市占率的提升也能冲抵薄片化带来的单耗下降，从而保证单耗的稳定性。



图表7: 预计玻璃背板市占率还将持续提升



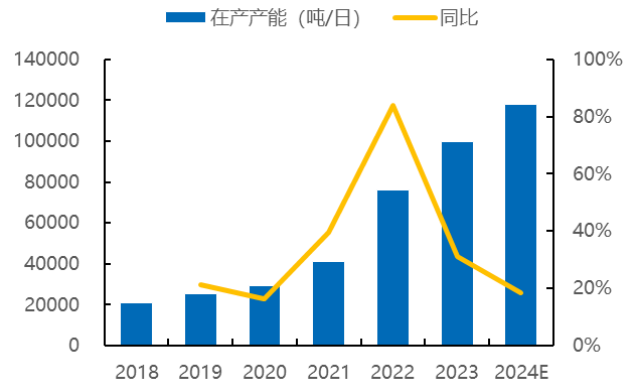
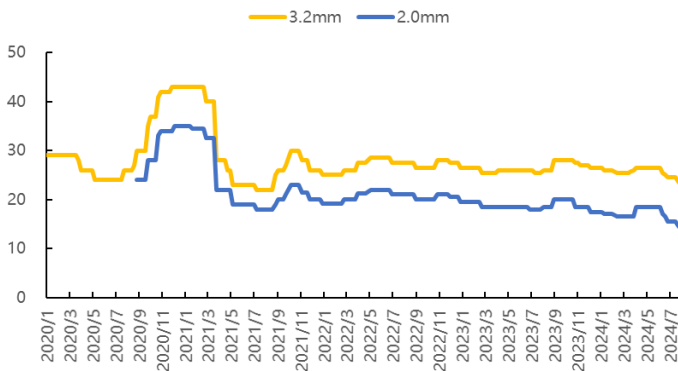
来源: CPIA, 国金证券研究所

2.2 盈利下滑叠加政策管控, 行业格局稳定, 成本曲线保持陡峭

2020年底至2021年初光伏玻璃行业因高盈利的吸引而经历了一段快速扩张期。由于全球对绿色能源的迫切需求以及光伏技术的不断成熟, 光伏玻璃作为太阳能电池组件的关键封装材料, 其市场需求急剧增加, 价格不断攀升。在这种背景下, 众多企业为了抓住市场机遇, 纷纷加大投资, 扩大生产规模, 导致行业内的产能迅速增长。根据卓创资讯统计, 2020-2023年底国内光伏玻璃在产产能分别为2.95、4.13、7.59、9.95万吨/日, 分别同比增长16%、40%、84%、31%。

图表8: 2020年底至2021年初光伏玻璃价格出现小高峰

图表9: 截至2023年底光伏玻璃在产产能9.95万吨/日



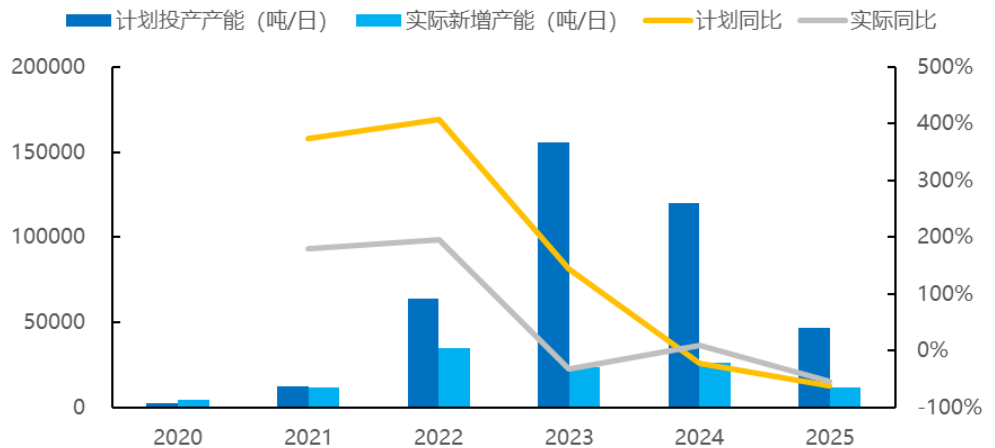
来源: PV InfoLink, 国金证券研究所 (截至2024年8月1日, 单位: 元/平方)

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

盈利下降+政策引导, 行业扩产速度边际放缓。随着产能的快速扩张, 市场逐渐出现了供过于求的现象, 导致行业盈利水平持续下降, 企业的扩产节奏开始边际放缓。此外, 虽然2021年7月工信部发文《水泥玻璃行业产能置换实施办法》取消了光伏压延玻璃项目需进行产能置换的政策, 但要求新建光伏玻璃项目必须经过省级工业和信息化主管部门的听证会, 并建立产能风险预警机制, 严格的政策监管下也导致行业实际扩产规模远低于计划投产规模。根据各省听证会公示信息统计, 截至2024年8月初, 各省上报听证会项目合计超过40万吨/日, 其中2021-2023年计划投产的产能分别为1.25万吨/日、6.37万吨/日、15.54万吨/日, 实际投产产能仅占计划产能的93%、54%、15%, 公示项目的完成率逐年降低。



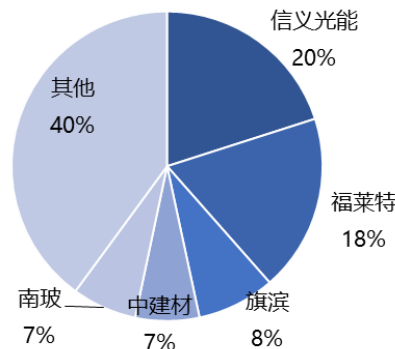
图表10: 2021-2023年实际新增与听证会公示项目计划扩产产能比值为93%/54%/16%



来源: 各省工信厅公示听证会信息, 卓创资讯, 国金证券研究所

信义+福莱特市占率 38%，双寡头格局稳定。虽然近几年行业新投产产能较多，但行业龙头的市场地位仍不可撼动。截至2024年8月初，信义光能、福莱特在产产能分别为2.32、2.14万吨/日，合计占光伏玻璃行业在产产能（含海外产能）的38%，其他各公司市占率均不到10%，行业双寡头格局仍旧保持稳定。

图表11: 截至2024年8月初，信义、福莱特产能占行业总产能比例分别为20%、18%

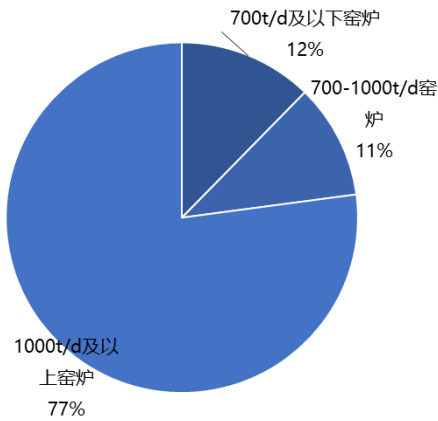


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

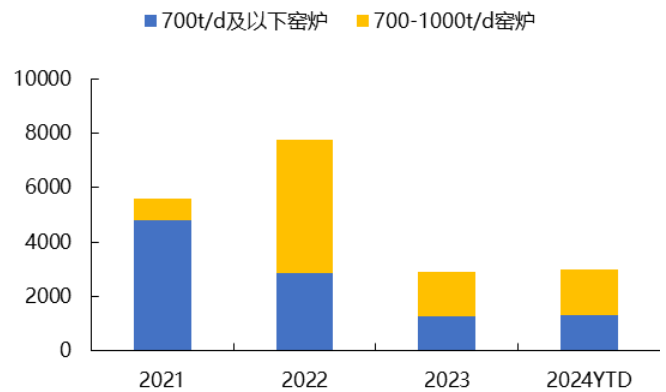
中小型窑炉占比 23%，扩产限制下成本曲线有望保持陡峭。根据我们梳理，截至2024年8月初光伏玻璃在产产线中700t/d及以下、700-1000t/d、1000t/d及以上规模窑炉占比分别为12%、11%、77%，其中1000t/d以下的中小窑炉中，约有75%为2021年及之后新点火或冷修复产。2021-2024年1-7月新点火及冷修复产的窑炉分别为1.54、3.86、2.48、1.95万吨/日，其中1000t/d以下规模窑炉分别为5590、7750、2900、3000吨/日，占比分别为36%、20%、12%、15%。虽然新投产产能中千吨级以上窑炉占比大幅提升，但中小窑炉仍占到存量产能的23%，未来供给持续受限下光伏玻璃成本曲线有望保持陡峭，头部企业合理利润空间有望保持稳定。



图表12: 1000t/d 以下窑炉占比 23%左右



图表13: 近四年 1000t/d 以下窑炉点火合计 1.9 万吨/日



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所 (含冷修复产及新点火产线, 单位: 吨/日)

2.3 风险预警下在建项目点火推迟, 行业马太效应愈加显著

政策管控日益趋严, 在建项目投产时间不确定性增加。2023 年 5 月工信部、国家发改委发布《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的有关通知》, 要求进一步落实产能风险预警机制, 安徽、江西、宁夏、贵州、山东、浙江、甘肃、湖北等省份梳理了已听证建成和在建光伏压延玻璃项目并形成初步处理意见。从各省公布的处理意见来看, 通知对新版产能置换办法施行 (2021 年 7 月 31 日) 前有实质性工程量的在建/已投项目要求在冷修期前补充产能置换手续, 无实质性工程量的在建/少数已投产项目则需要开展风险预警, 且风险预警意见由工信部和国家发改委最终下达, 进一步增加在建项目投产时间的不确定性。2024 年 6 月, 工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法 (2024 年本) (征求意见稿)》, 删除“光伏玻璃不需要产能置换”表述, 行业扩产进一步边际收紧。

图表14: 根据最新政策要求, 光伏玻璃行业需落实产能风险预警机制

时间	政策名	重点内容
2009 年 11 月	《关于抑制产能过剩和重复建设引导平板玻璃行业健康发展的意见》	严格控制平板玻璃新增产能、加快淘汰落后产能, 鼓励企业生产需求短缺的平板显示玻璃、光伏玻璃等技术含量和附加值高、有利于替代进口的深加工产品
2018 年 1 月	《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	压延玻璃列入工信部产能置换政策中
2020 年 1 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	明确光伏玻璃项目需制定产能置换方案
2020 年 12 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法 (修订稿)》(征求意见稿)	光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案, 但要新建项目需由省级工业和信息化主管部门召开听证会, 项目投产后不生产建筑玻璃
2021 年 7 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案, 但要建立产能风险预警机制, 新建项目由省级工业和信息化主管部门召开听证会, 项目投产后不生产建筑玻璃
2022 年 11 月	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	开展光伏压延玻璃产能预警, 指导光伏压延玻璃项目合理布局
2023 年 5 月	《关于进一步做好光伏压延玻璃产能风险预警的有关通知》	进一步落实产能风险预警机制, 安徽、江西、宁夏、贵州、山东、浙江、甘肃等省份梳理当地光伏压延玻璃项目并形成初步处理意见
2024 年 6 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法 (2024 年本) (征求意见稿)》	删除“光伏玻璃不需要产能置换”表述, 行业扩产进一步边际收紧

来源: 工信部、国家发改委, 国金证券研究所

风险预警机制导致大部分在建项目推迟, 行业马太效应愈加显著。根据部分省份梳理的项目信息统计, 已听证的建成和在建光伏压延玻璃产能合计约 14.2 万吨/日, 其中有 3.8 万吨/日须在冷修前补充产能置换手续, 主要为 2020 年前后投产的新产能; 8.4 万吨/日项目需要按照要求开展风险预警; 5920 吨/日需补齐产能置换手续或开展风险预警; 8700 吨/日项目低风险; 4800 吨/日项目取消。

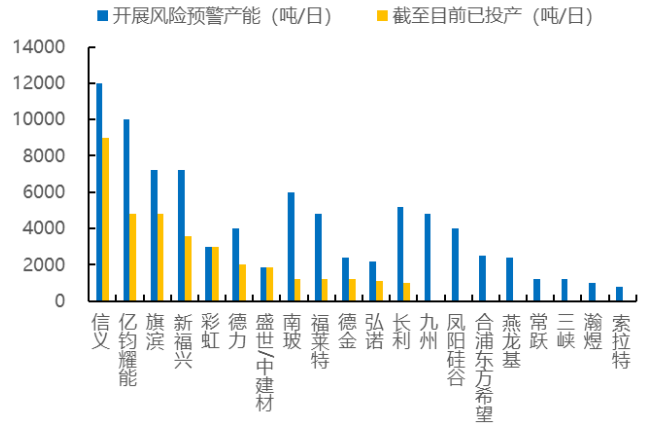
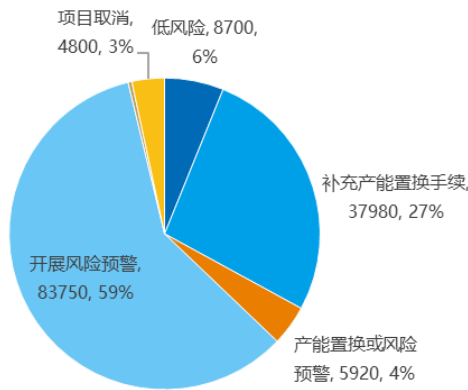


截至 2024 年 8 月，根据我们跟踪统计，要求开展风险预警的项目中已投产产能约为 3.48 万吨/日，占比为 41%，其中规划产线较少、生产规模小的二三线企业及新进入者通过率远低于头部玩家，行业强者愈强的现象变得更加显著。

此外，从已投产的项目来看，点火时间推迟的情况也非常普遍，如原计划 2023 年投产的福莱特凤阳四期项目实际点火时间为 2024 年 3 月底，原计划 2023 年底投产的新福兴广西项目实际点火时间为 2024 年 2 月，原计划 2023 年底投产的南玻广西项目实际点火时间为 2024 年 3 月底，对企业的资金规模和管理能力提出不小的挑战。

图表 15: 冷修前需补充产能置换手续的产能 4.2 万吨/日

图表 16: 开展风险预警的项目已投产的多数为头部企业



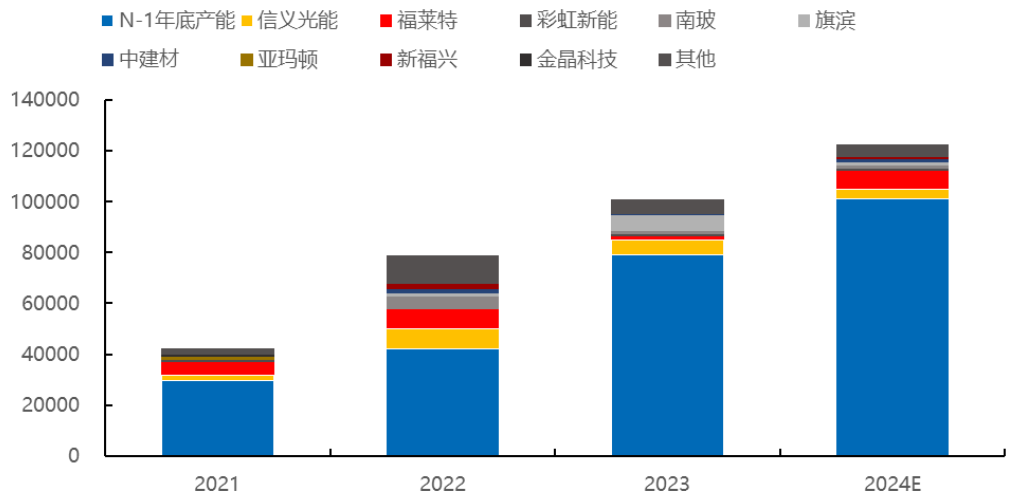
来源: 各省工信厅, 国金证券研究所

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2.4 供需有望逐步改善, 带动盈利见底回升

预计 2024 年新增光伏玻璃产能不到 2 万吨/日, 供给集中度有望进一步提升。从过去几年行业扩产情况来看, 信义和福莱特在新增产能中的份额有所下降, 2021-2023 年占比分别为 58%、42%、33%。随着政策监管日益趋严, 龙头企业巨大的新项目储备优势逐渐开始体现, 据 2023 年年报指引, 2024 年信义、福莱特计划新点火的产能分别为 6400 吨/日、9600 吨/日, 假设两龙头均按时点火, 则预计 2024 年行业新点火产能有望达到 2.6 万吨/日左右。但考虑到严监管下新产能点火的不确定性, 及目前盈利底部企业点火意愿较低, 我们预计今年新点火产能约 2.2-2.6 万吨/日, 若将冷修线统计在内, 预计实际新增产能大概率不到 2 万吨/日, 供给集中度有望进一步向头部企业集中。

图表 17: 预计 2024 年信义和福莱特在新增产能中的占比有望进一步提升 (吨/日)



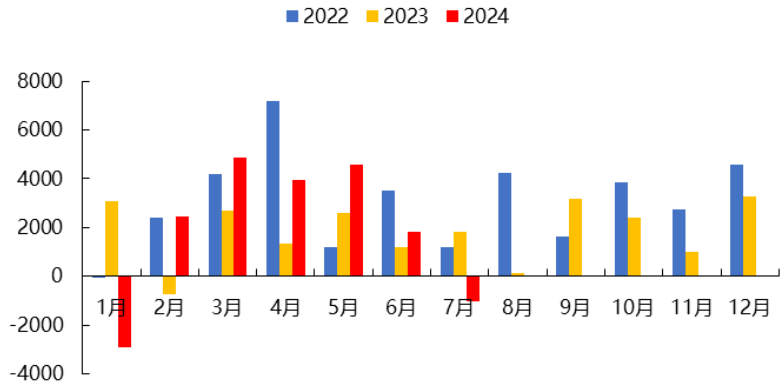
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所预测

短期玻璃盈利波动由供需边际变化决定。我们复盘了 2022/7 至今每月组件产量与光伏玻璃有效供给的变化趋势, 可以看出光伏玻璃月度价格变动主要与当月玻璃供需的边际变化相关。在 2022/7-2022/8、2022/12-2023/1、2024/1-2024/2 及 2024/06-2024/07 玻璃过剩幅度大幅提升的几个时段, 正好对应玻璃降价较快的几个节点, 而在 2023/8-2024/9、2024/3-2024/4 玻璃供需边际改善幅度较大的两个时段正好对应玻璃价格上涨的情况。



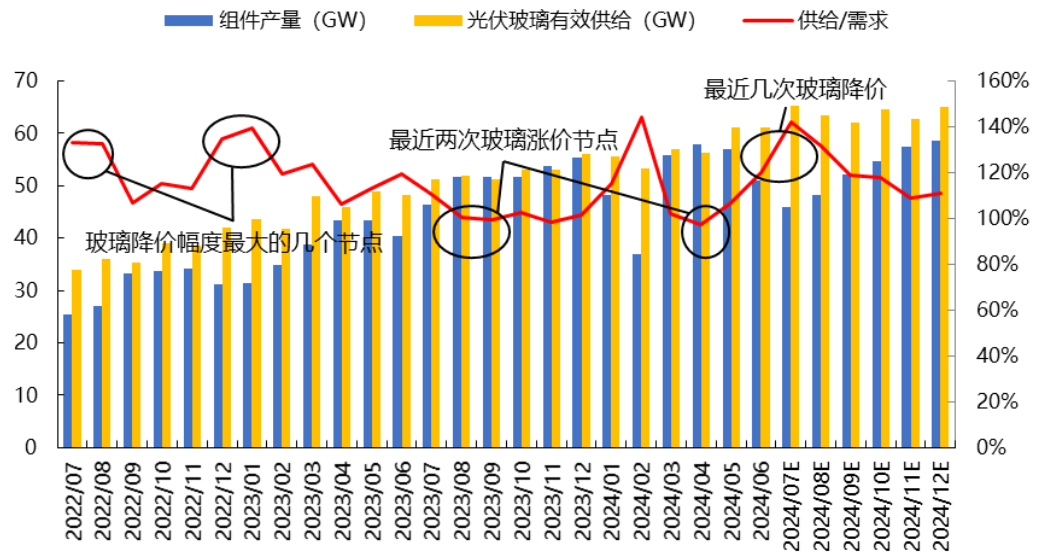
具体到今年光伏装机及组件生产节奏来看，3-5 月份玻璃新点火产能合计 1.34 万吨/日，导致 5-7 月份玻璃有效供给增加较多，叠加 6 月份组件排产下滑的影响，玻璃价格出现多次降价。考虑到近期玻璃库存持续累积，同时盈利已下降至偏低水平，我们预计未来几个月行业扩产速度有望大幅放缓，实际上 7 月以来已有约 6000 吨/日产能停产冷修，对目前供给起到一定缓解作用。从需求端来看，近期海外新兴市场需求旺盛，随着欧洲夏休期结束，我们预计国内需求和海外需求有望形成共振，组件排产有望逐月提升，短期玻璃供需有望逐步改善。

图表 18: 2022-2024 年光伏玻璃月度新增产能情况 (吨/日)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 19: 光伏玻璃月度供需及预测



来源: 卓创资讯, PV InfoLink, 国金证券研究所

中长期看，玻璃投资回收期回归合理，行业扩产速度有望放缓，进而推动盈利见底回升。我们选取近两年投产项目进行投资回收期回测，2022-2023 年龙头企业（福莱特）投资回收期分别为 5.8、6.5 年，已回归至合理水平，二线企业超过 10 年，扩产积极性有望大幅降低。我们判断，在此盈利水平下，叠加政策管控因素，未来几年光伏玻璃扩产速度有望大幅放缓，有望推动玻璃盈利见底回升。



图表20: 按照当年毛利率测算二三线企业新投产项目回收期超过窑炉服役年限

企业 (投产地点)	窑炉日熔量	成品率	单窑炉投资额 (亿元)	测算投资回收期(年)			
				2020	2021	2022	2023
福莱特(凤阳)	1200t/d	85.6%	11.97	2.15	3.23	5.78	6.46
凯盛(自贡)	1200t/d	85.0%	11.10	3.62	9.56	> 10	> 10

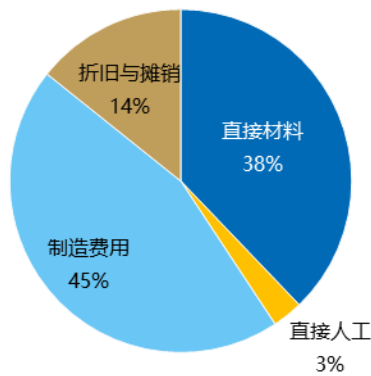
来源: 各公司公告、各公司公众号, 国金证券研究所测算

2.5 盈利: 纯碱、天然气趋势向下, 有望改善短期盈利

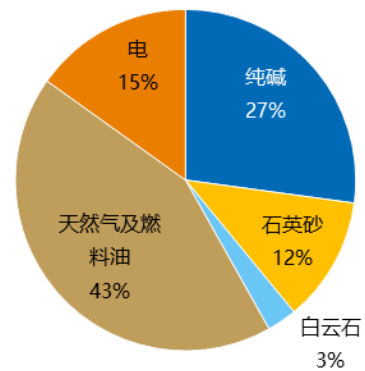
直接材料及能源动力是光伏玻璃成本的主要构成。根据公司公告披露, 直接材料约占光伏玻璃生产成本的 38%, 其中直接材料成本以纯碱及石英砂为主, 1Q22 分别占公司主要采购科目的 27%、12%, 制造费用占约占光伏玻璃生产成本的 45%, 制造费用主要包括电、燃料油及天然气等驱动窑炉持续运转的能源动力, 其中天然气及燃料油可以互相替代, 使用比例主要取决于二者的性价比, 1Q22 电力、天然气及燃料油分别占主要采购科目的 15%、43%。

图表21: 直接材料及制造费用合计成本占比超 83%

图表22: 1Q22 福莱特主要采购原材料构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

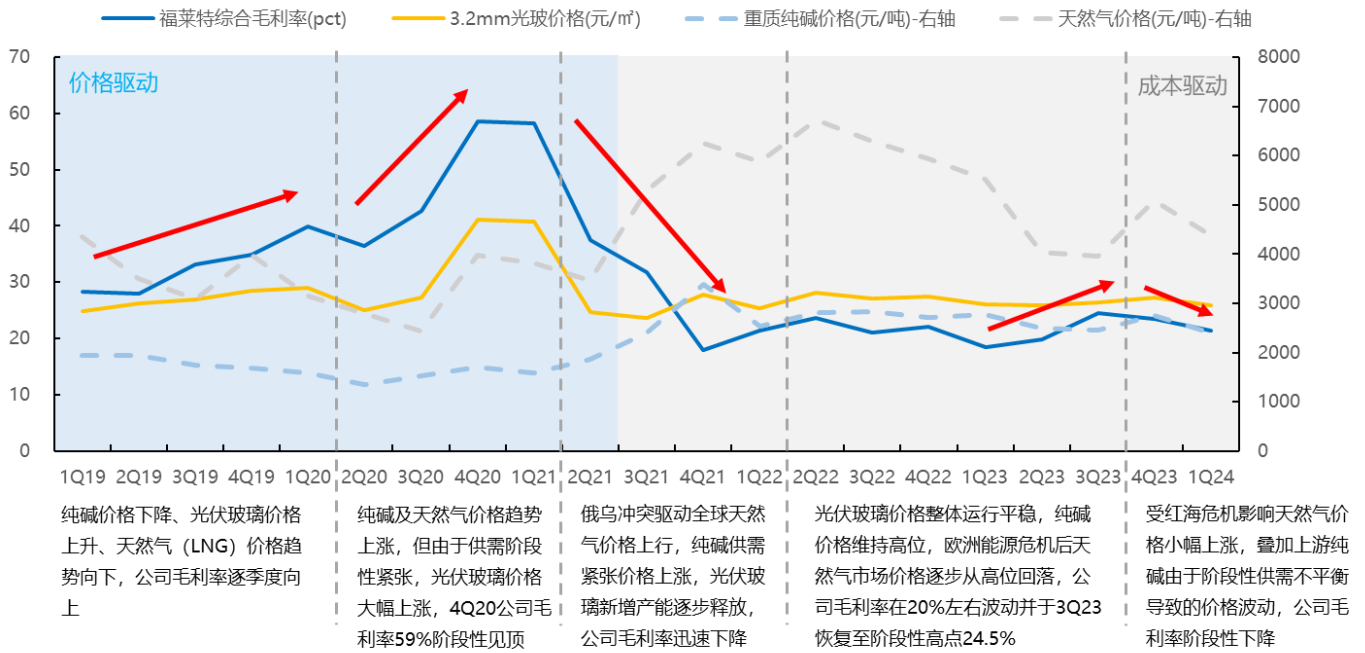
复盘: 供需宽松背景下, 原材料价格的剧烈波动可能影响玻璃短期盈利。过去 5 年福莱特毛利率变化可以分为两个阶段:

第一阶段(1Q19-2Q21): 政策层面的产能投放限制叠加下游光伏需求的迅速爆发, 光伏玻璃产能供应阶段性紧张, 玻璃价格持续性上涨, 带动公司毛利率逐季度提升至 58% 以上。在此阶段, 玻璃价格是影响盈利能力的主要因素, 成本的波动对盈利影响不明显。

第二阶段(3Q21 至今): 新增产能逐步点火投产后, 供给由短缺走向过剩, 光伏玻璃定价权向下游转移, 单平盈利收缩至合理且平稳的状态, 此阶段天然气、纯碱等原材料价格的剧烈波动可能会对玻璃短期毛利率造成影响(如 1Q22 和 3Q23)。



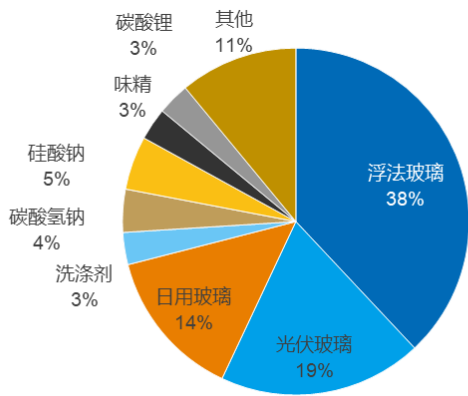
图表23: 复盘: 供需宽松背景下, 原材料价格的剧烈波动可能影响玻璃短期盈利



来源: ifind、Wind、PV InfoLink, 国金证券研究所

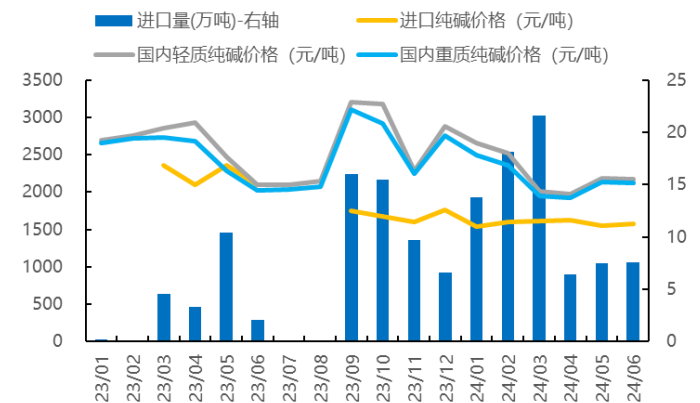
纯碱产能供给由紧平衡走向过剩, 价格降幅明显。纯碱可分重质纯碱及轻质纯碱, 其中重质纯碱主要用于生产光伏玻璃及浮法玻璃。由于浮法玻璃对应下游房地产需求波动较小, 重质纯碱新增需求主要由光伏玻璃需求增量决定。2023年国内纯碱新增年产能超400万吨, 且以重质纯碱为主。预计2024年纯碱行业将由紧平衡走向过剩, 近期国内纯碱库存已有一定规模累积, 同时由于海外进口价格与国内价格已形成倒挂, 部分下游需求方加大进口推动国内库存规模进一步扩大, 结合过去5年纯碱价格及库存周期历史, 行业历次库存规模扩大都会带来纯碱价格的调整, 预计纯碱价格有望回落至1600-1800元/吨。

图表24: 玻璃是纯碱的主要下游应用方式



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表25: 2024年进口价格约在1600-1800元/吨左右

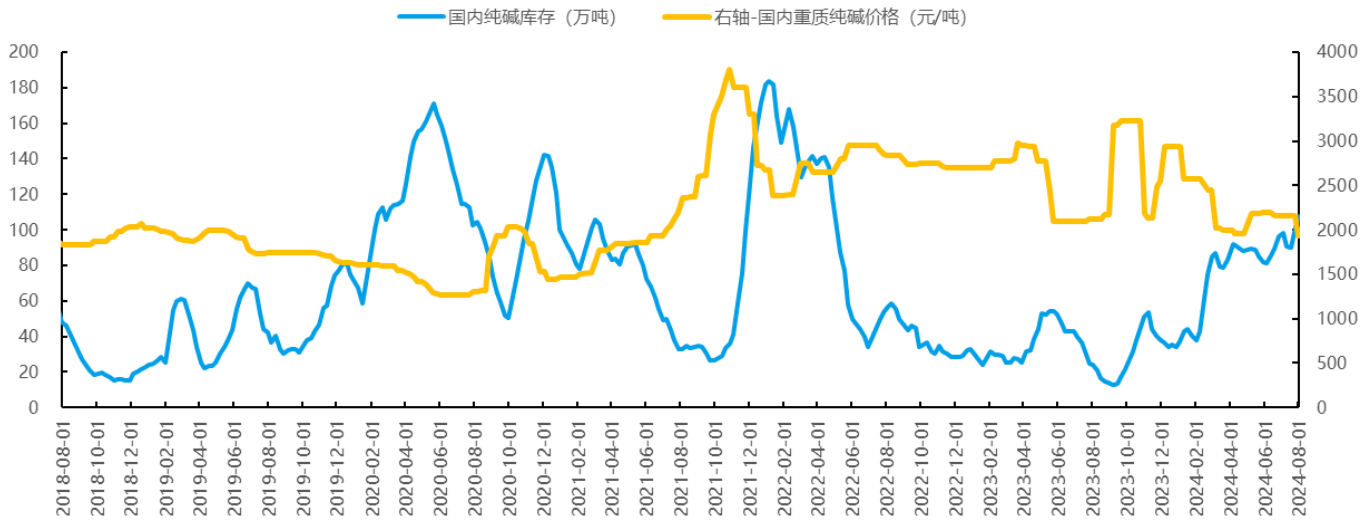


来源: 海关总署、中国氯碱网, 国金证券研究所

注: 由于23年1-2、7-8月单月进口量较小, 进口价格计算失真因此删去



图表26：2024年纯碱供给走向过剩，国内累库趋势明显



来源：wind、隆众资讯、中国氯碱网，国金证券研究所

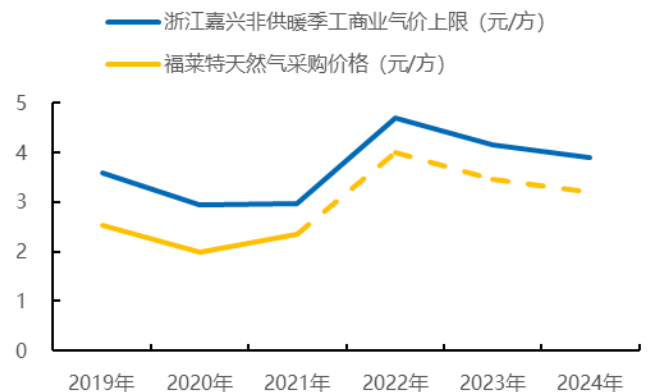
天然气价格中枢走低，天然气成本有望下降。受海外地区冲突影响，2022年天然气价格发生剧烈波动，公司采购天然气成本大幅上升，2022年浙江嘉兴市发改委将工商业非供暖季天然气销售价格上限由2.96元/方上调至4.69元/方，上调幅度超58%，带动玻璃毛利率下行。随着欧洲能源危机紧迫性降低，国内液化天然气价格中枢逐步走低，2024年5月嘉兴市发改局再次将工商业非供暖季气价上限调低至3.90元/方，预计随着国际气价逐步下行，国内工商业气价有望回到2019-2021年3-3.6元/方水平并驱动玻璃毛利率改善。

图表27：液化天然气市场价逐步回落

图表28：2024年嘉兴工商业气价已回落至3.90元/方



来源：ifind，国金证券研究所



来源：嘉兴市发改委，国金证券研究所；注：2022-2024年福莱特采购价为预估数据，仅做趋势参考

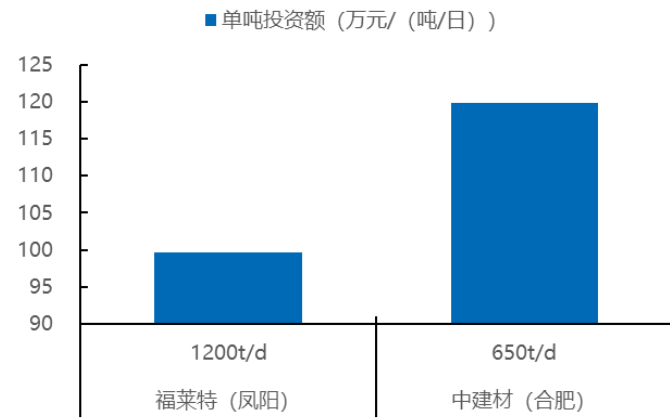
3、公司：成本优势显著，份额持续提升，海外有望享溢价

3.1 大窑炉+技术领先+石英砂自供，公司成本优势保持稳定

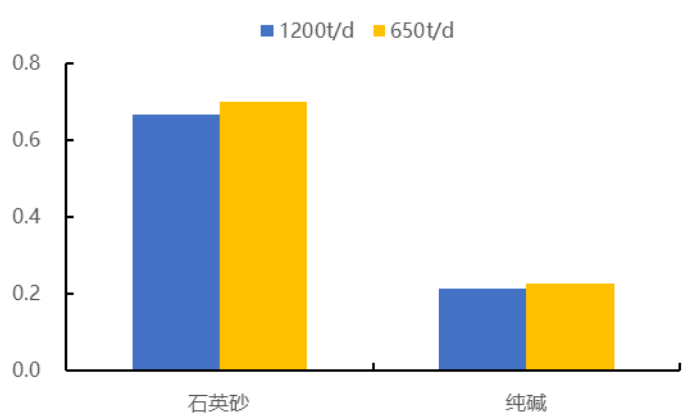
大窑炉规模化优势明显，可显著降低原材料单耗、提高良品率。光伏玻璃固定资产投资额大、原材料成本占比高，大窑炉相对于小窑炉单吨投资额优势显著，同时大窑炉内部的燃料和温度更稳定，因此所需要的原材料和能耗更少。玻璃成品率的损失来源包括切边和不良品，其中切边是损失的主要来源，随着单线规模的大幅提升，需切除的废边占比、生产线有效面积覆盖率等指标较原有产能得到了明显优化。



图表29: 大窑炉单吨投资额更低



图表30: 大窑炉生产单耗优势显著 (t/t)



来源: 公司公告、洛阳玻璃公告, 国金证券研究所

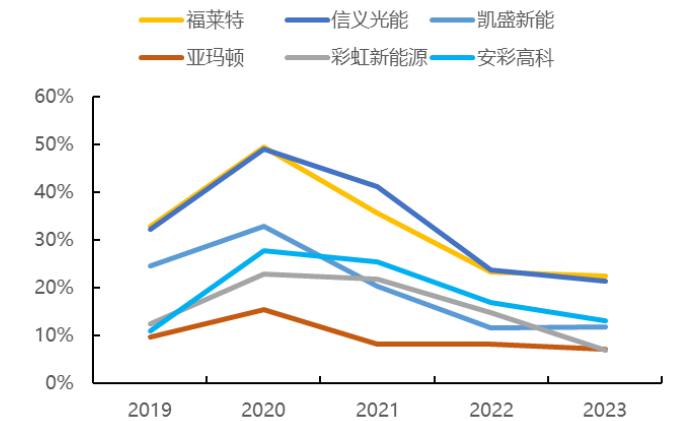
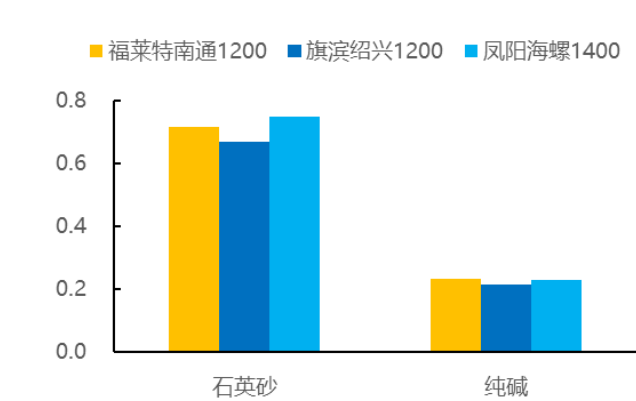
来源: 旗滨绍兴、中建材宜兴环评文件, 国金证券研究所

公司成本优势显著, 1600t 窑炉有望进一步扩大成本差。公司从 2017 年开始千吨级窑炉的生产, 并不断扩产巩固规模优势。近几年行业窑炉大型化趋势明显, 新增产能主要以 1000t/d 以上为主, 但同规格窑炉、不同企业之间仍存在单耗、良品率的差异, 从 2023 年各企业毛利率来看, 公司的相对领先优势仍保持在 10 个百分点左右, 其他企业难以望其项背。2023 年公司新公示的项目单窑炉规模已上升至 1600t/d, 有望进一步扩大与二三线企业成本差, 巩固龙头地位。

此外, 公司收购三力矿业、大华矿业全部股权, 并竞得“安徽省凤阳县灵山-木屐山矿区新 13 号段玻璃用石英岩矿”采矿权, 石英砂自供比例高, 保障了公司原材料的供应稳定性, 更有助于公司控制成本。

图表31: 公司 1200t/d 窑炉单耗略低于二三线 1400t/d 窑炉 (t/t)

图表32: 近几年龙头毛利率优势仍保持稳定



来源: 各公司环评报告, 国金证券研究所

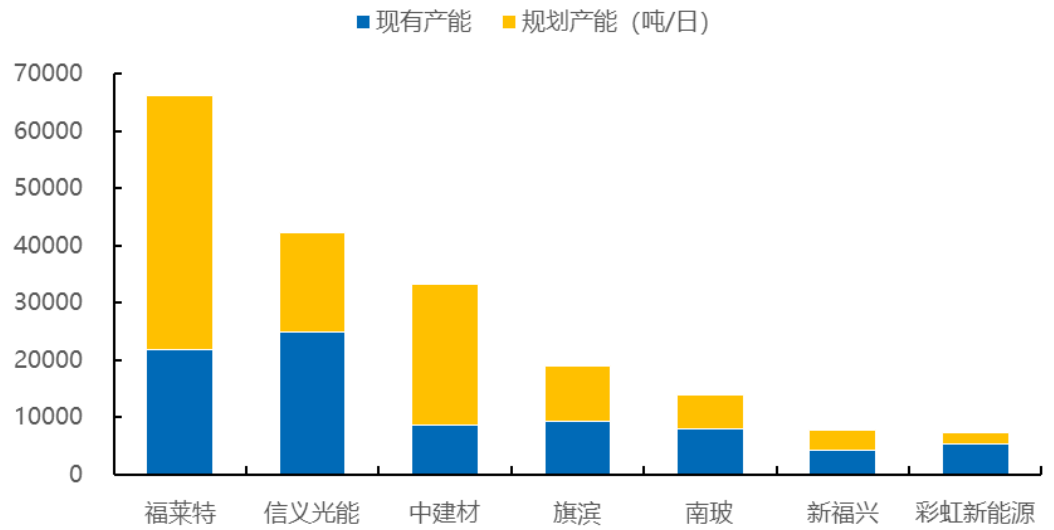
来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 储备项目规模领先, 市占率有望持续提升

根据听证会公示以及公告, 公司计划 2024 年及以后投产的项目规模达到 4.56 万吨/日, 其中包括海外 3200 吨/日, 储备项目规模位居行业首位, 有望推动公司市占率持续提升。若公司规划产能全部落地, 届时总产能将达到 6.62 万吨/日。



图表33：公司规划产能规模位居行业首位



来源：卓创资讯，各省工信厅，国金证券研究所

从规划产能分布来看，公司不再局限于老产能所在的浙江及安徽地区，呈现向各地扩散的趋势，我们判断这或许与上述地区日益紧张的能耗指标有关。公司作为光伏玻璃龙头在国内具有广泛认可度，有望通过自己规模优势、品牌效应及上市公司的融资优势，在原先光伏玻璃产能分布较少的省份率先取得扩产指标、资源配套等地方支持，继续巩固龙头地位，同时也可降低单一地区扩产不确定性的风险。

图表34：公司计划2024年及以后投产的储备项目规模达到4.56万吨/日

地址	产线	产能 (吨/日)	(预计) 投产时间
安徽凤阳	四期	1200	2024年3月31日
安徽凤阳	四期	1200	2024年5月30日
安徽凤阳	四期	1200	2024年
安徽凤阳	四期	1200	2024年
江苏南通	一期	1200	2024年
江苏南通	一期	1200	2024年
江苏南通	一期	1200	2024年
江苏南通	一期	1200	2024年
安徽凤阳	五期	1200*4	2025-2026
江苏南通	二期	1200*2	2025年
印尼		1600*2	2025年
广西北海		1600*8	
四川宜宾		1600*4	
江苏连云港		1600*4	
合计		45600	

来源：公司公告，广西、安徽、江苏、四川省工信厅，国金证券研究所整理；注：蓝色底纹为未点火产能

3.3 海外玻璃供需紧缺，东南亚产能有望持续享受高溢价

海外玻璃产能以龙头企业为主，合计6100吨/日。近几年国际贸易形势日益严峻，海外组件产能建设持续加速，玻璃企业就近扩产满足下游供应，同时可提升应对贸易风险的能力。海外光伏玻璃产能主要集中在东南亚及印度地区，截至2024年8月初，海外在产产能合计约6100吨/日，规划产能8000吨/日以上，除少量印度企业的产线外，其余在产及规划产能全部为国内头部企业。公司2020、2021年分别在越南海防投产各1000吨/日产线，2023年公告印尼两条1600吨/日扩产规划，预计将于2025年中或下半年点火投产。



图表35: 东南亚及印度光伏压延玻璃产能

公司	地址	产能 (吨/日)	(预计) 投产时间
福莱特	越南海防	1000	2020/12/17
福莱特	越南海防	1000	2021/2/16
福莱特	印尼	1600	2025 年中或下半年
福莱特	印尼	1600	2025 年中或下半年
信义光能	马来西亚	900	2016/11/16
信义光能	马来西亚	1000	2018/12/31
信义光能	马来西亚	1200	预计 2024 年
信义光能	马来西亚	1200	预计 2024 年
旗滨	马来西亚	1200	2023/10/31
旗滨	马来西亚	1200	预计 2024 年
旗滨	马来西亚	1200	预计 2025 年底
Borosil	印度	200	2014/7/15
Borosil	印度	250	2019/5/31
Borosil	印度	550	2023/1/31
合计		14100	

来源: 卓创咨询, 国金证券研究所

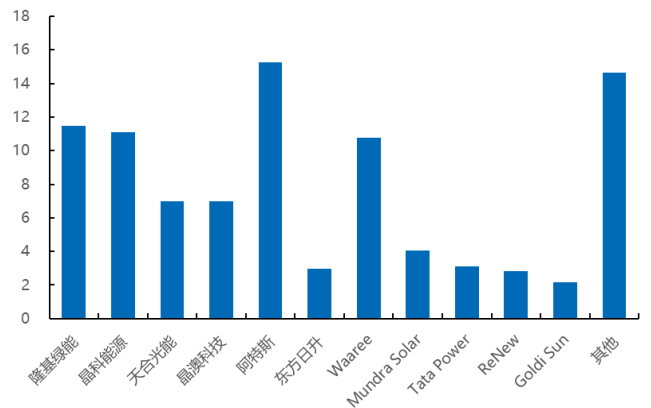
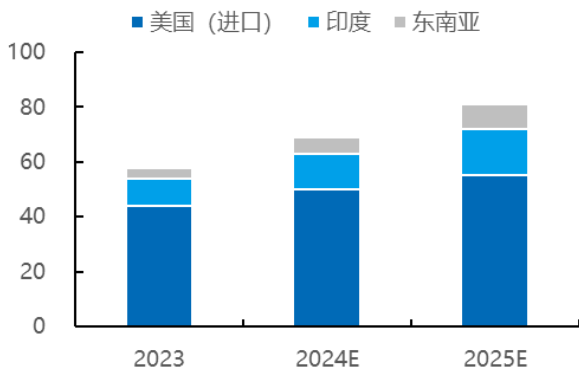
海外光伏玻璃产能除就近满足东南亚及印度地区下游需求外, 主要目标客户为受美国贸易政策影响在东南亚布局的组件企业, 以及美国本土组件产能, 因此我们将从这几个市场的组件需求及产能来分析玻璃下游市场情况。

1) 组件需求: 2023 年美国进口光伏组件约 50GW, 其中约 78%来自东南亚、10%来自印度, 即使未来东南亚组件产能受“双反”调查影响出货受阻, 考虑到美国几乎没有压延玻璃产能, 我们判断美国本土晶硅组件产能依然需要依赖东南亚玻璃供应(不直接从中国进口主要是为了避免潜在的贸易风险), 因此这部分仍然计入美国进口的组件需求。此外, 根据 JMK Research 和 APVIA 的统计数据, 我们预计 2024/2025 年东南亚及印度光伏装机需求合计约 24/32GW, 预计 2024/2025 年美国(进口)、印度、东南亚市场组件需求量合计约 74/87GW。

2) 组件产能: 据我们不完全统计, 东南亚及印度光伏组件产能合计约 92.5GW 以上, 基本可以满足美国(进口)和东南亚及印度的组件需求。

图表36: 预计 2024/2025E 东南亚及印度组件需求量 69/81GW (GW)

图表37: 东南亚及印度组件产能总计 92.5GW 以上 (GW)



来源: JMK Research, SEIA, APVIA, BNEF, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, MNRE, SMM, 国金证券研究所(截至 2024 年 8 月)

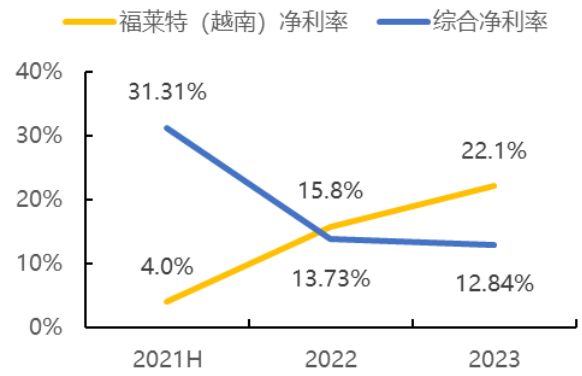
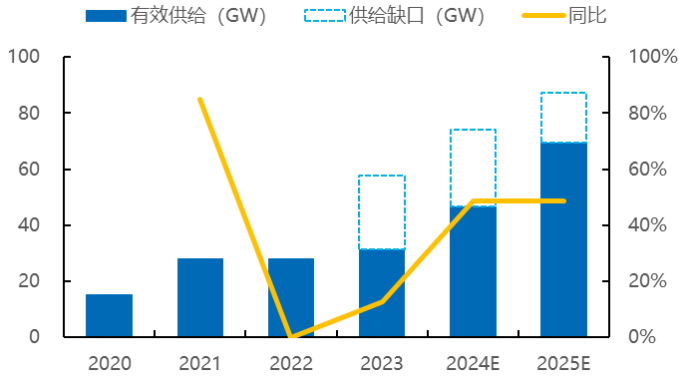
未来几年海外玻璃供给仍存在缺口, 公司东南亚产能有望持续享受溢价。根据我们对需求及供给释放节奏的预测, 预计 2024-2025 年东南亚及印度地区的玻璃供给将存在大约 27/18GW 的缺口, 虽然组件企业可以通过从中国进口玻璃满足需求, 但考虑到玻璃的运距对成本影响较大和潜在的贸易风险问题, 我们预计东南亚玻璃产能仍有望因供不应求而享



受溢价，叠加东南亚石英砂、纯碱成本更低的优势，预计公司海外产能盈利能力有望持续高于国内。

图表38：预计 2024/2025E 东南亚及印度压延玻璃有效供给 47/69GW

图表39：2023 年福莱特越南子公司净利率远高于公司综合净利率



来源：PV Magazine，各公司公告，国金证券研究所统计

来源：公司公告，国金证券研究所（2021H1 公司越南新产能处于爬坡期，因此净利率偏低；公司未披露 2021 年越南子公司净利率）

4、历史复盘及财务分析

4.1 股价及估值复盘

复盘公司上市以来估值及盈利变化，可以分为以下阶段：

阶段一（2019-2020）：2018 年光伏 531 之后，光伏行业迎来平价，需求进入高景气周期，但由于玻璃扩产周期长、投资额高，供给增速显著慢于需求增速，2020H2 玻璃供需出现紧缺，公司 PE 和 EPS 持续提升；

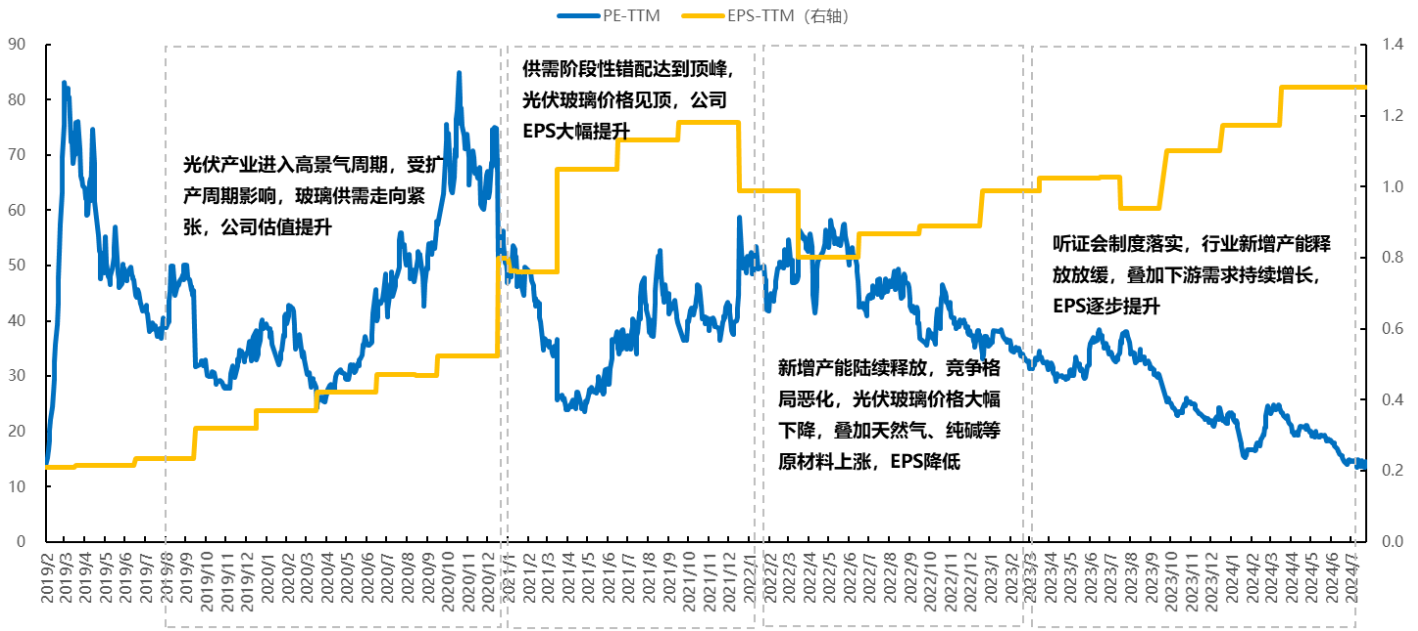
阶段二（2021）：2020 年底至 2021 年初光伏玻璃价格维持高位，同时行业内备案新产能越来越多，虽然 EPS 仍在持续提升，但随着市场对供需格局的担心，PE 率先进入下行通道；

阶段三（2022）：2020 年底至 2021 年规划的新产能陆续释放，供需过剩压力加剧，光伏玻璃价格大幅下降，叠加天然气、纯碱等原材料价格上涨，EPS 大幅下降，此时 PE 波动向下；

阶段四（2023 至今）：随着听证会制度落实，以及玻璃行业持续低盈利，行业新增产能的释放有所放缓，供需逐步改善，EPS 逐步提升，但由于市场对光伏行业整体供需格局的担忧，公司 PE 波动下行至 15-20 倍。



图表40: 公司 PE、EPS 历史复盘



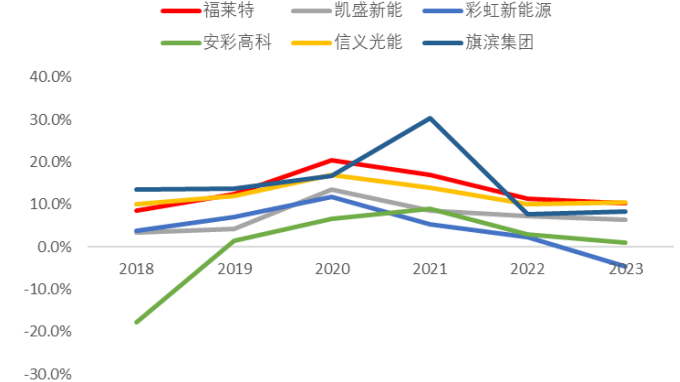
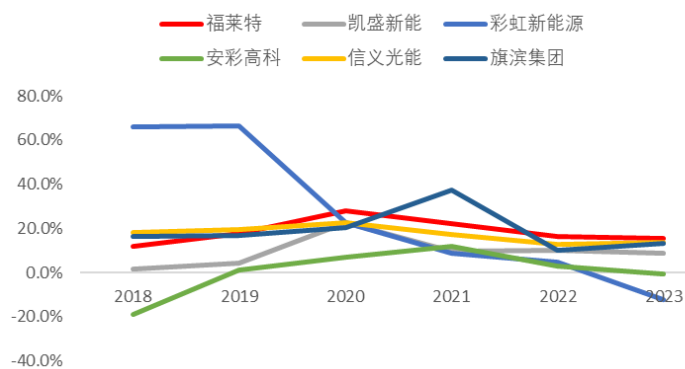
来源: ifind, 国金证券研究所绘制

4.2 ROE/ROIC 回归历史中枢, 并持续显著好于可比公司

2018-2023 年公司 ROE 分别为 11.8%、17.5%、27.7%、22.3%、16.4%、15.2%，ROIC 分别为 8.6%、12.5%、20.5%、16.9%、11.5%、10.3%。横向来看，公司 ROE、ROIC 持续显著好于可比公司，稳定性也好于同业，凸显出公司在行业中的领先地位和卓越的成本控制力。纵向来看，尽管公司 ROE、ROIC 已从高位回归至历史中枢水平，但 ROE 仍长期保持在 10% 以上，显示出公司具有持续的盈利能力和市场竞争力。

图表41: 公司 2023 年 ROE 为 15.2%

图表42: 公司 2023 年 ROIC 为 10.3%



来源: Wind, 国金证券研究所

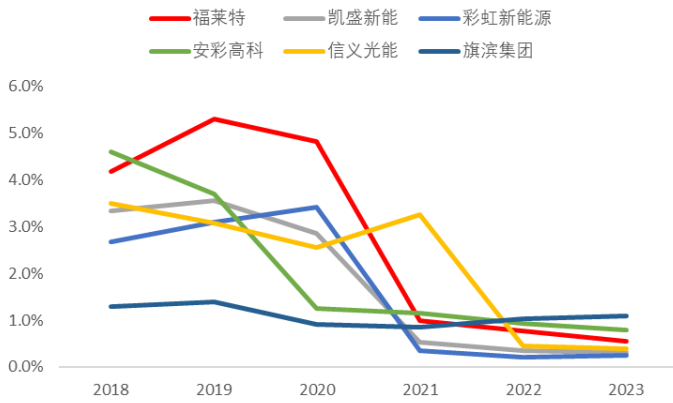
来源: Wind, 国金证券研究所

4.3 费用控制成效显著, 净利率领先同行

公司近几年费用控制成效显著, 2023 年销售、管理、研发费用率分别为 0.6%、4.2%、2.8%，均处于行业较低水平。在制造成本和费用管控的双重优势下, 公司 2023 年净利率 12.8%，继续保持多年领先地位。

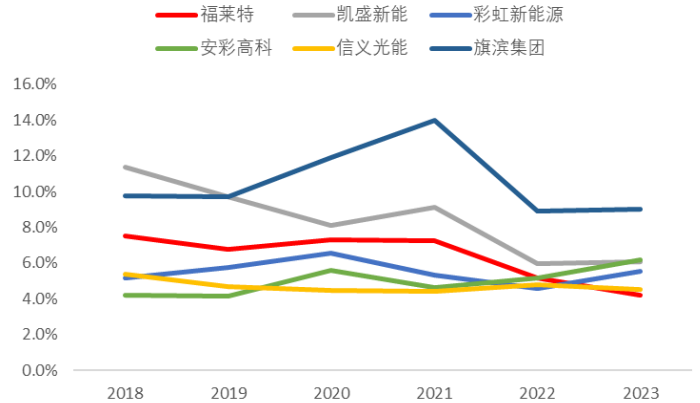


图表43: 公司 2023 年销售费用率为 0.6%



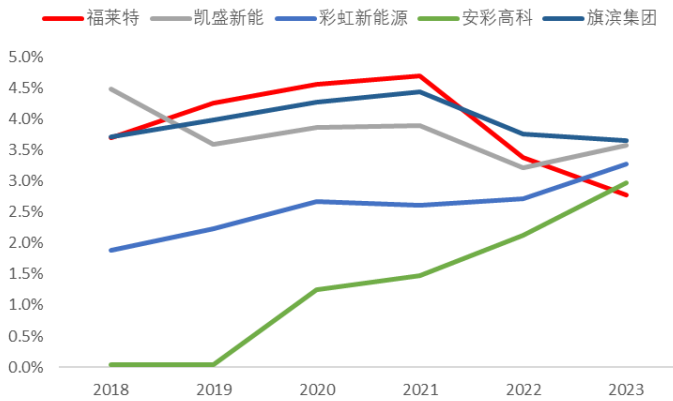
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 公司 2023 年管理费用率为 4.2%



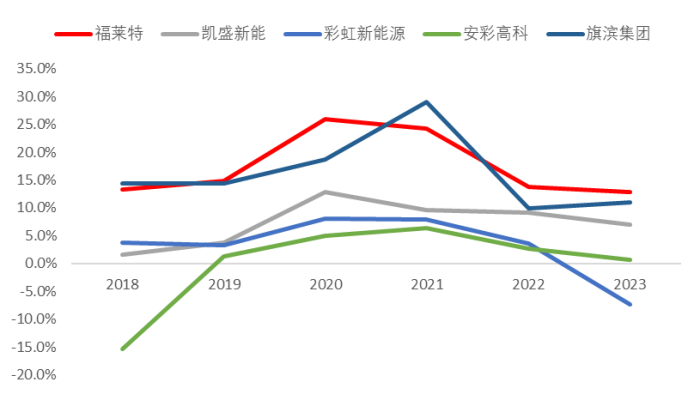
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 公司 2023 年研发费用率为 2.8%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 公司 2023 年净利率为 12.8%

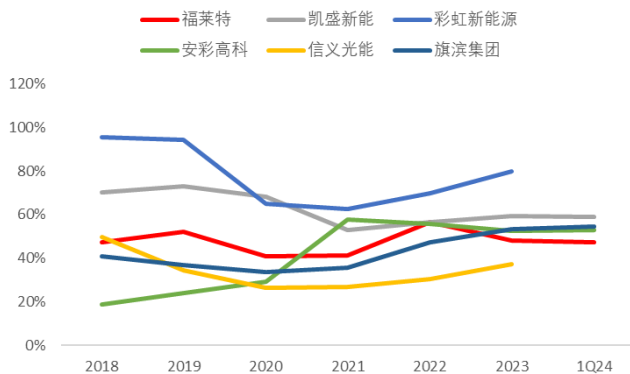


来源: Wind, 国金证券研究所

4.4 财务状况稳健, 短期偿债能力强

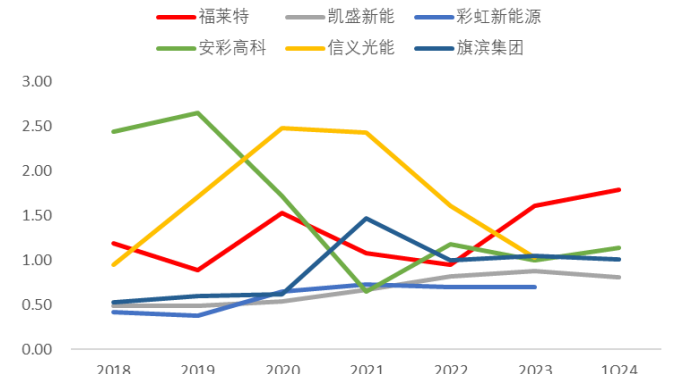
公司多年来一直将资产负债率维持在 50% 左右的水平, 显示出追求稳健与平衡的财务管理策略。此外, 公司短期偿债能力和流动性状况不断改善, 1Q24 速动比率提升至 1.79, 优于大部分可比公司。

图表47: 1Q24 公司资产负债率为 47%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 1Q24 公司速动比率为 1.79



来源: Wind, 国金证券研究所



5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 239、298、377 亿元，同比增长 11%、25%、26%，归母净利润分别为 35.1、46.3、60.6 亿元，同比增长 27%、32%、31%。

由于公司 90%以上的收入和利润来自光伏玻璃业务，其他业务对公司业绩影响微小，因此我们仅对光伏玻璃业务进行拆分及预测：

根据公司产能在建及冷修情况，我们预计 2024-2026 年底公司压延玻璃日熔量将分别达到 2.86、3.66、4.30 万吨/日，考虑到新产能 2-3 个月爬坡期，我们预计对应 24-26 年公司玻璃产量为 881、1122、1443 万吨，同比增长 21%、27%、29%，全部折算成 2.0mm 对应的出货量分别为 14.8、18.8、24.2 亿平。

随着原材料降价及行业持续的降本提效，我们预计 2024-2026 年 2.0mm 光伏玻璃价格将逐年下降至 14.84、14.70、14.56 元/平米。考虑到纯碱及天然气价格已进入下降通道，同时行业供需情况有所好转，我们预计公司 2024-2026 年光伏玻璃业务毛利率有望修复至 25%左右。

图表49：公司光伏压延玻璃业务拆分及收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
日熔量 (吨/日)	19,400	20,600	28,600	36,600	43,000
YoY		6%	39%	28%	17%
出货量 (亿平)	8.4	12.2	14.8	18.8	24.2
YoY		45%	21%	27%	29%
单价 (元/平米)	16.29	16.13	14.84	14.70	14.56
收入 (百万元)	13,682	19,677	21,948	27,670	35,237
YoY		44%	12%	26%	27%
毛利率	23.31%	22.45%	25.33%	25.33%	25.33%
总收入 (百万元)	15,461	21,524	23,883	29,846	37,691
YoY		77%	39%	11%	25%
毛利率	22.1%	21.8%	24.49%	24.73%	24.77%

来源：Wind，国金证券研究所预测

5.2 投资建议及估值

我们选取四家光伏玻璃公司信义光能、安彩高科、凯盛新能、金晶科技和一家辅材龙头企业福斯特作为可比公司，四家可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 15、12、10 倍。考虑到公司业务模式稳定、龙头地位稳固，给予公司 2025 年 15 倍 PE，对应目标价为 29.61 元，维持“买入”评级。

图表50：可比公司估值对比

代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
0968.HK	信义光能*	323.43	38.07	42.76	53.64	64.92	8.50	7.56	6.03	4.98
600207.SH	安彩高科	41.28	(0.19)	1.60	1.98	2.43	-	25.80	20.85	16.99
600876.SH	凯盛新能	44.99	3.95	5.20	6.90	8.08	11.40	8.65	6.52	5.57
600586.SH	金晶科技*	81.15	4.62	5.12	6.06	7.57	17.57	15.85	13.39	10.72
603806.SH	福斯特*	430.18	18.50	26.37	34.10	40.67	23.25	16.31	12.62	10.58
	平均值						15.18	14.84	11.88	9.77
601865.SH	福莱特	434.86	27.60	35.09	46.26	60.60	15.72	12.37	9.38	7.16

来源：Wind，国金证券研究所（标*公司采用国金证券盈利预测，其他可比公司采用 Wind 一致预测；截至 2024/8/7；信义光能总市值及净利润单位为亿港元）



6、风险提示

下游装机需求低于预期。随着新能源装机规模提升，部分地区电网出现一定程度的消纳压力，可能会造成全球光伏新增装机量低于预期，或对公司光伏玻璃产品的销量及售价产生负面影响，进而影响业绩。

公司产能建设速度低于预期。公司目前规划中的产能规模较大，然而考虑到光伏玻璃政策收紧，未来扩产落地仍存在不确定性，若投产时间推迟，则可能影响公司全年光伏玻璃销量。

光伏压延玻璃政策风险。目前光伏玻璃政策下对新建项目监控趋严，行业总体供需呈现紧平衡状态，但若未来政策放松，可能会导致行业阶段性出现供给过剩的压力。

原材料价格波动风险。光伏玻璃成本中原材料纯碱、石英砂和燃料天然气等成本占比高，若短期原材料、燃料价格出现大幅波动，可能会导致公司盈利能力因不能及时向下传导而出现大幅波动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,713	15,461	21,524	23,883	29,846	37,691
增长率		77.4%	39.2%	11.0%	25.0%	26.3%
主营业务成本	-5,620	-12,048	-16,831	-18,039	-22,475	-28,353
%销售收入	64.5%	77.9%	78.2%	75.5%	75.3%	75.2%
毛利	3,093	3,413	4,693	5,844	7,372	9,338
%销售收入	35.5%	22.1%	21.8%	24.5%	24.7%	24.8%
营业税金及附加	-48	-135	-198	-215	-269	-339
%销售收入	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-86	-119	-120	-143	-179	-226
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-222	-278	-302	-310	-358	-415
%销售收入	2.5%	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
研发费用	-408	-523	-597	-621	-776	-980
%销售收入	4.7%	3.4%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	2,328	2,358	3,476	4,554	5,790	7,378
%销售收入	26.7%	15.3%	16.2%	19.1%	19.4%	19.6%
财务费用	-53	-240	-483	-689	-650	-592
%销售收入	0.6%	1.6%	2.2%	2.9%	2.2%	1.6%
资产减值损失	13	-42	-130	-67	-100	-162
公允价值变动收益	-1	-2	1	0	0	0
投资收益	32	13	28	0	0	0
%税前利润	1.3%	0.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,382	2,155	3,051	3,899	5,140	6,734
营业利润率	27.3%	13.9%	14.2%	16.3%	17.2%	17.9%
营业外收支	-2	-2	0	0	0	0
税前利润	2,380	2,153	3,052	3,899	5,140	6,734
利润率	27.3%	13.9%	14.2%	16.3%	17.2%	17.9%
所得税	-260	-30	-289	-390	-514	-673
所得税率	10.9%	1.4%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	2,120	2,123	2,763	3,509	4,626	6,060
少数股东损益	0	0	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,120	2,123	2,760	3,509	4,626	6,060
净利率	24.3%	13.7%	12.8%	14.7%	15.5%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,120	2,123	2,763	3,509	4,626	6,060
少数股东损益	0	0	3	0	0	0
非现金支出	531	1,355	1,975	1,806	2,163	2,497
非经营收益	129	322	728	751	657	751
营运资金变动	-2,201	-3,655	-3,530	-741	-2,649	-3,029
经营活动现金净流	580	144	1,936	5,325	4,797	6,279
资本开支	-3,760	-8,061	-5,591	-3,618	-160	-3,730
投资	126	194	-228	-200	0	0
其他	72	-1	-7	0	0	0
投资活动现金净流	-3,563	-7,869	-5,826	-3,818	-160	-3,730
股权募资	2,510	0	6,039	-425	0	0
债权募资	2,167	8,476	2,454	-644	-1,629	1,081
其他	-722	-622	-1,491	-1,502	-1,543	-1,710
筹资活动现金净流	3,954	7,854	7,002	-2,570	-3,172	-629
现金净流量	956	185	3,129	-1,064	1,465	1,920

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,843	2,932	6,616	5,405	6,763	8,606
应收款项	2,632	6,203	7,396	7,645	9,507	11,888
存货	2,276	2,396	2,001	2,936	3,621	4,568
其他流动资产	1,147	850	819	991	1,080	1,198
流动资产	8,898	12,381	16,833	16,977	20,971	26,259
%总资产	44.3%	38.2%	39.2%	37.8%	44.7%	49.0%
长期投资	90	100	613	613	613	613
固定资产	9,383	13,100	16,871	19,556	21,124	22,429
%总资产	46.7%	40.5%	39.3%	43.5%	45.1%	41.9%
无形资产	670	3,799	3,360	3,404	3,470	3,595
非流动资产	11,185	20,000	26,149	27,989	25,905	27,300
%总资产	55.7%	61.8%	60.8%	62.2%	55.3%	51.0%
资产总计	20,083	32,382	42,982	44,966	46,876	53,559
短期借款	2,171	4,398	3,167	2,674	1,044	2,125
应付款项	3,481	5,720	5,569	5,722	5,672	6,095
其他流动负债	513	416	449	783	919	1,074
流动负债	6,164	10,533	9,185	9,178	7,636	9,294
长期贷款	1,968	3,889	6,655	6,655	6,655	6,655
其他长期负债	141	3,927	4,851	4,447	4,040	3,962
负债	8,273	18,349	20,691	20,280	18,331	19,912
普通股股东权益	11,810	14,032	22,215	24,610	28,469	33,571
其中：股本	537	537	588	639	639	639
未分配利润	6,195	7,824	9,998	12,868	16,727	21,829
少数股东权益	0	0	76	76	76	76
负债股东权益合计	20,083	32,382	42,982	44,966	46,876	53,559

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.99	0.99	1.17	1.50	1.97	2.59
每股净资产	5.50	6.54	9.45	10.50	12.15	14.33
每股经营现金净流	0.27	0.07	0.82	8.33	7.51	9.83
每股股利	0.00	0.23	0.62	1.00	1.20	1.50
回报率						
净资产收益率	17.95%	15.13%	12.42%	14.26%	16.25%	18.05%
总资产收益率	10.56%	6.56%	6.42%	7.80%	9.87%	11.32%
投入资本收益率	12.92%	8.93%	8.68%	10.77%	13.03%	14.38%
增长率						
主营业务收入增长率	39.18%	77.44%	39.21%	10.96%	24.97%	26.28%
EBIT增长率	11.21%	1.28%	47.40%	31.01%	27.13%	27.43%
净利润增长率	30.15%	0.13%	30.00%	27.14%	31.84%	31.02%
总资产增长率	63.73%	61.24%	32.74%	4.62%	4.25%	14.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.2	46.2	55.1	57.0	57.0	57.0
存货周转天数	89.5	70.8	47.7	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	116.9	97.0	93.5	90.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	264.6	265.0	256.3	272.0	232.0	192.4
偿债能力						
净负债/股东权益	9.28%	63.72%	30.20%	30.17%	15.63%	11.00%
EBIT利息保障倍数	44.3	9.8	7.2	6.6	8.9	12.5
资产负债率	41.19%	56.67%	48.14%	45.10%	39.11%	37.18%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究