

老牌光伏玻璃龙头的二次腾飞

公司规模稳居全球光伏玻璃前二，目前市占率约 20%。随着光伏平价时代到来和双玻组件公认的高性价比，需求稳定增长。凭借长期技术底蕴和融资渠道的扩张，公司产能加速扩张，龙头地位进一步稳固。

核心观点

- **光伏玻璃行业是具有较强先发优势的高成长行业。**作为光伏组件的必需品，光伏玻璃需求跟随终端成长；而玻璃工艺成熟，价格降幅较缓，产值波动性相对小。目前，光伏玻璃短期价格底部初现，反弹可期；中期供需比有望维持在 1.15-1.2，紧平衡态势不改；长期仍有数倍空间，产值将超过 500 亿。公司和信义光能作为行业绝对龙头，市占率已超过 50%；随着本轮单月接近 20% 的价格降幅，落后产能重启出清，而龙头以快于行业的速度扩产，双寡头格局日益稳固，先发优势持续强化。
- **公司是技术底蕴深厚，成本优势明显且稳固的行业龙头。**公司是最早实现光伏玻璃国产化公司，技术底蕴深厚。公司毛利率领先二线 15% 左右，领先小窑炉 20% 以上，成本优势显著。公司成本优势来源于技术和规模的长期积累、大窑炉的高效运用、石英砂自供、高自动化等全方位优势，并非来自资本投入和技术迭代，先发优势更明显。
- **内生+融资双轮驱动扩产加速，老牌龙头的二次腾飞。**过去，公司主要依赖内生成长方式，缺乏多样化的融资手段是限制发展速度的原因之一。今明两年，公司名义产能将从 5400t/d 攀升至 9800t/d，也是行业首家 1200t/d 窑炉运营商，技术功底深厚；同时公司在越南也布局了两条干吨线，客户覆盖面更广；随着可转债的批复，产能落地基本确定，市占率有望加速提升。

财务预测与投资建议

- **我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.46、0.61、0.69 元**，考虑公司标的稀缺性、可比公司估值水平和公司扩张力度等原因，我们按照可比公司 24 倍 PE+25% 溢价，认为公司的合理估值水平为 2020 年的 30 倍市盈率，对应目标价为 13.8 元，首次给予增持评级。

风险提示

短期光伏市场装机不及预期；光伏玻璃扩产超预期；原料价格波动风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,064	4,807	5,716	8,219	10,049
同比增长(%)	2.4%	56.9%	18.9%	43.8%	22.3%
营业利润(百万元)	459	846	1,043	1,365	1,523
同比增长(%)	-6.7%	84.5%	23.3%	30.8%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	407	717	893	1,185	1,336
同比增长(%)	-4.5%	76.1%	24.5%	32.7%	12.8%
每股收益(元)	0.21	0.37	0.46	0.61	0.69
毛利率(%)	27.1%	31.6%	30.8%	29.6%	28.2%
净利率(%)	13.3%	14.9%	15.6%	14.4%	13.3%
净资产收益率(%)	11.8%	17.5%	18.1%	20.0%	18.6%
市盈率	64.6	36.7	29.5	22.2	19.7
市净率	7.2	5.8	4.9	4.0	3.3

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 (首次)

股价(2020年05月25日)	13.25 元
目标价格	13.8 元
52 周最高价/最低价	15.77/8.6 元
总股本/流通 A 股(万股)	195,000/34,098
A 股市值(百万元)	25,838
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2020 年 05 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.51	12.38	-13.68	28.52
相对表现	8.90	11.53	-6.54	21.97
沪深 300	-2.39	0.85	-7.14	6.55



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

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申明。

目 录

公司简介：进入扩产快车道的老牌光伏玻璃龙头	5
光伏玻璃：产业链隐形冠军，双寡头格局持续强化	6
长期仍有数倍空间，双玻加速贡献弹性	6
短期价格底部初现，中期供需紧平衡不改	8
双寡头格局进一步夯实，龙头稳中求进	10
公司竞争力：立足技术与成本领先，借力资本市场活力再现	12
技术底蕴深厚，全方位成本领先构筑壁垒	12
海内外产能同步扩张，全球客户关系紧密	15
历史增长受限于融资，A 股上市后份额加速提升	15
浮法及深加工玻璃：工程玻璃产销两旺，家居玻璃绑定大客户	17
财务分析：盈利能力强，资产周转优于行业	19
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
股价复盘：短期价格主导，中期产能支撑，长期格局体现	22
估值讨论：A 股更具稀缺性，港股更具低估值	23
风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：福莱特名义产能 (t/d)	5
图 3：福莱特股本结构 (截止 2020 年 3 月 31 日)	5
图 4：公司收入利润及增速	6
图 5：福莱特主营业务收入结构与毛利率	6
图 6：常规单面光伏组件结构示意图	7
图 7：光伏玻璃产业链 (红色)	7
图 8：光伏玻璃需求跟随装机成长	7
图 9：光伏玻璃产值波动小于组件	7
图 10：单位终端需求对应玻璃质量	8
图 11：2020 年国内需求拆分 (GW)	8
图 12：2020 各季度需求预测 (GW)	8
图 13：2020 年 3.2mm 玻璃供需成本曲线	9
图 14：光伏玻璃行业产能与价格	9
图 15：中期光伏玻璃供需预测	10
图 16：2016.9—2020.4 光伏市场参与者情况	11
图 17：2010 年国内光伏玻璃日熔量及份额统计	11
图 18：2019 年光伏玻璃行业市场份额统计	11
图 19：目前扩产规划统计	12
图 20：公司光伏玻璃成本整体呈现下降趋势	13
图 21：2009—2018 年公司光伏玻璃成本结构	13
图 22：仅成品率对光伏玻璃成本的影响	13
图 23：重质纯碱价格走势 (元/吨)	13
图 24：大窑炉在能耗、折旧等方面摊薄优势明显	14
图 25：小玻璃厂燃料成本占比更高	14
图 26：2019 人均销售额 (百万元/人)	14
图 27：2019 年底行业窑炉尺寸分布	14
图 28：东南亚公司和组件客户产能情况	15
图 29：公司 2018H1 光伏玻璃前五大客户	15
图 30：公司现金流与产能情况	16
图 31：公司历史市占率	16
图 32：公司可转债相关情况	16
图 33：公司浮法及深加工玻璃业务情况	17

图 34：公司历史浮法及深加工玻璃收入（亿元）	18
图 35：去年底以来浮法玻璃价格有所下行（元/重量箱）	18
图 36：工程玻璃产销两旺，盈利稳定	18
图 37：家居玻璃规模和盈利均较稳定	18
图 38：公司与竞争对手光伏玻璃业务毛利率对比	19
图 39：公司期间费用率	19
图 40：公司与可比公司资产负债率	19
图 41：公司与行业可比公司资产结构（%，截止 2019 年底）	20
图 42：公司应收账款账龄结构（截止 2019 年底）	20
图 43：公司应收账款周转天数	20
图 44：公司历史收现比	21
图 45：公司历史净现比	21
图 46：2019 年公司与可比公司 ROE 分析	21
图 47：公司历史股价复盘	22
图 48：短期股价和光伏玻璃价格高度相关	23
图 49：中期产能释放形成股价底部支撑	23
图 50：可比公司估值表（截止 2020 年 5 月 22 日收盘价）	23
图 51：A 股公司和可比公司 PETTM	24
图 52：H 股公司和可比公司市盈率	24
图 53：过去一年公司 A/H 溢价率高于指数	24
图 54：业务类似公司 A/H 溢价率（截止 2020 年 5 月 19 日）	24

公司简介：进入扩产快车道的新牌光伏玻璃龙头

福莱特玻璃是一家以光伏玻璃制造为主的企业。公司创立于 1998 年 6 月，本部位于长三角经济中心浙江省嘉兴市，前身为耐帮经贸，主营玻璃产品贸易；2006 年起，公司涉足光伏玻璃领域；在当时光伏玻璃技术受海外封锁的背景下，公司成功研发出符合国际标准的光伏玻璃并量产，打破国外巨头技术垄断，成为国内第一家，全球第四家取得瑞士 SPF 认证（公认的高性能光伏玻璃权威认证）的光伏玻璃企业。此外，公司还涉足浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃的生产销售。2015 年 11 月，公司于港股上市（福莱特玻璃，06865.HK）。2019 年 2 月，公司 A 股上市（福莱特 601865.SH）。截止 2019 年底，公司太阳能光伏玻璃产能已达到 5400t/d，排名全球第二，市占率约为 20.3%。

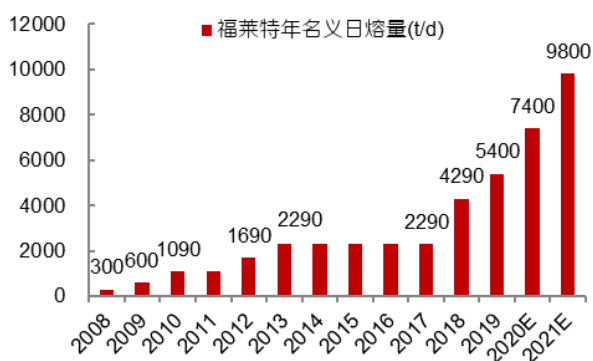
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

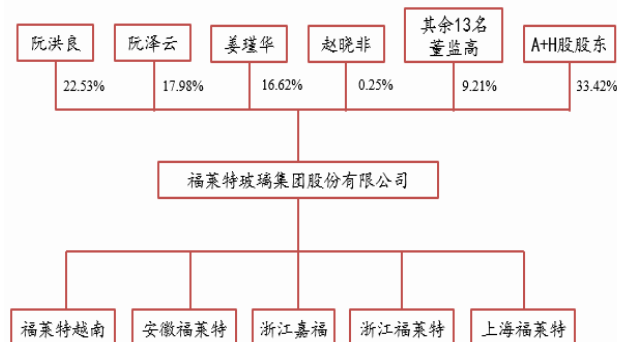
2018 年起，公司进入扩产快车道，海内外同步推进扩大覆盖面。目前公司主要拥有浙江嘉兴、安徽凤阳两处国内光伏玻璃产地，并在越南海防开拓海外产能。目前，公司越南海防 2 座 1000t/d 的窑炉线已完成厂房基建工作，处于安装调试中，但受疫情影响导致的越南签证停发，建设进度有所影响，预计于 2020 年内点火投产。此外，公司募集可转债 14.5 亿（已批复）于凤阳新增 2 座 1200t/d 的窑炉线，预计于 2021 年陆续投产；公司于 2019 年 4 月与凤阳政府达成三期协议，两条 1200t/d 窑炉线预计于 2020-2022 年开始建设。截止 2021 年底，公司名义产能将达到 9800t/d，进一步拉开与二线厂商的规模差距。

图 2：福莱特名义产能（t/d）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：福莱特股本结构（截止 2020 年 3 月 31 日）

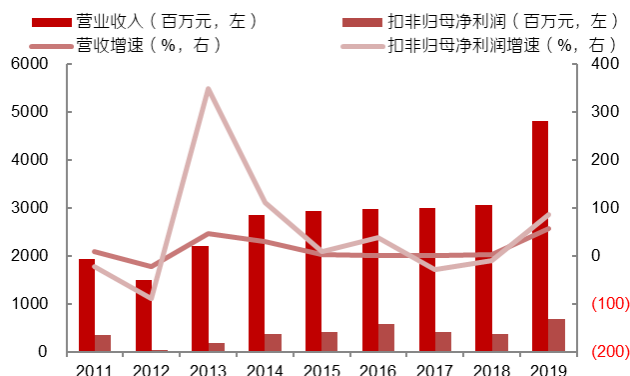


数据来源：Wind，东方证券研究所

家族式企业，股权结构稳定。公司董事长阮洪良先生，其妻姜瑾华女士（任公司副董事长），其女阮泽华女士（任公司董事会秘书），其女婿赵晓非先生（任公司副总经理，光伏玻璃事业部总经理）四人为一致行动人，合计持有公司 57.4% 股权，剩余董监高持股 9.2%，公众持有 33.4% 股份。由于公司 A 股上市时间尚短，H 股+A 股流通股占比约为 40%，A 股限售股占比约为 60%。

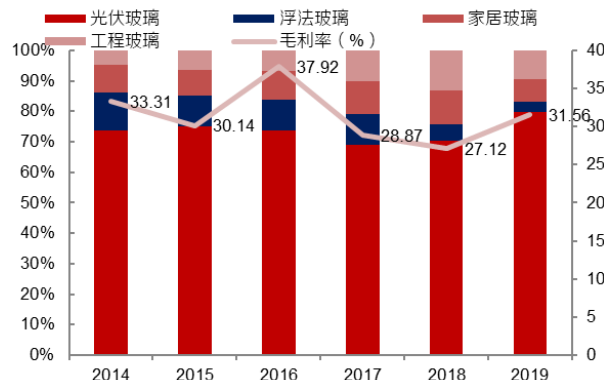
公司营收与产能周期高度相关，利润波动向上。2012 和 2013 年公司陆续投放两条 600t/d 光伏玻璃产线，2013 年收入同比增长 46.69%，扣非后净利润同比增长 349.24%；2014-2017 年底，公司未有新产能投放，收入进入平台期；2018 年受到“531”影响，玻璃价格大幅下调，公司虽有两条 1000t/d 的产线投放，但业绩并未增长；2019 年，受益于光伏玻璃产能周期向上和凤阳 1000t/d 产线的点火，公司实现营收 48.07 亿元，同比增长 56.89%；实现扣非后归母净利润 6.69 亿元，同比增长 77.04%。

图 4：公司收入利润及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：福莱特主营业务收入结构与毛利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司收入结构稳定，毛利率约为 30%，波动较小。公司光伏玻璃收入占比在 70-80%，浮法玻璃、家居玻璃和工程玻璃占比在 20%-30%，毛利率较为稳定。公司整体毛利率主要受光伏玻璃板块影响，通常稳定在 30% 左右，相对于主产业链龙头波动更小。

光伏玻璃：产业链隐形冠军，双寡头格局持续强化

长期仍有数倍空间，双玻加速贡献弹性

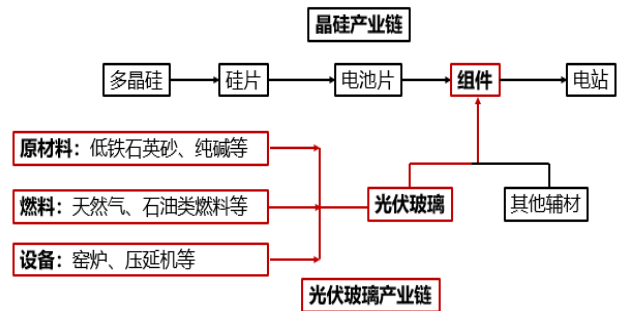
光伏玻璃是光伏组件必需品。光伏电池片机械强度低，易氧化、腐蚀，无法直接暴露在外环境下工作发电，所以需由光伏玻璃、EVA 胶膜等辅材进行封装成组件。光伏玻璃相比传统玻璃，在透光度、机械强度等方面要求更高，是组件正面封装材料的唯一选择。光伏玻璃的上游主要是低铁石英砂、纯碱等原料、以及燃料和设备，下游则只面向光伏组件。

图 6：常规单面光伏组件结构示意图



数据来源：EE Publisher，东方证券研究所

图 7：光伏玻璃产业链（红色）

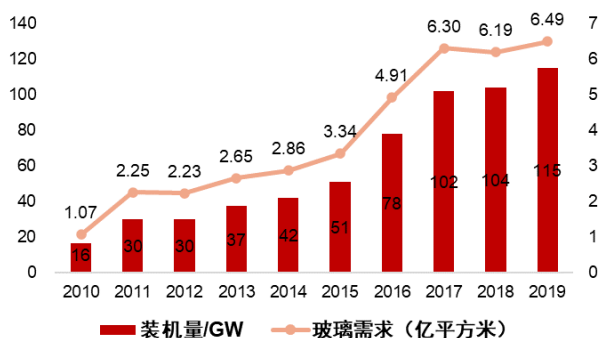


数据来源：网络资料，东方证券研究所

过去十年光伏玻璃需求跟随终端需求成长，产值波动性小于组件。从 2010 到 2019 年，光伏装机从 16GW 快速增长至 115GW，CAGR=24.4%；光伏玻璃的需求增速和装机增速基本一致，CAGR=22%，略低的原因在于电池组件效率的持续提升；产值上，2019 年光伏玻璃达到 158 亿，CAGR=13%，波动性显著小于组件，主要原因在于玻璃工艺相对成熟，成本价格下降幅度小于主产业链。

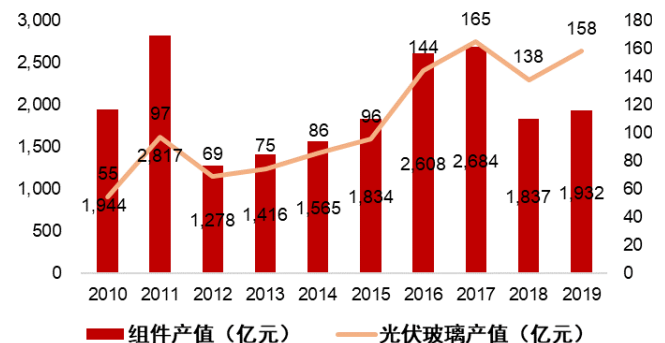
光伏装机长期天花板远未到来。根据 IEA 数据，截至 2019 年，全球光伏累计装机量达 627GW，全球发电量占比仅为 3.0%；分地区来看，全球 GW 级市场从 2010 年的 3 个增加到 2019 年的 18 个，越来越多的国家采用光伏作为电源，光伏装机需求仍有巨大的成长空间。据测算，假如到 2050 年光伏提供 25% 的用电总需求，光伏累计装机量将超过 10000GW，每年仅更换需求即达 400~500GW，加上新增装机将达上千 GW 量级，是当前装机规模的数倍以上；以 2019 年装机量为基数，光伏新增装机将保持 10% 的复合增速增长超过 20 年。

图 8：光伏玻璃需求跟随装机成长



数据来源：Wind，GTM，东方证券研究所

图 9：光伏玻璃产值波动小于组件



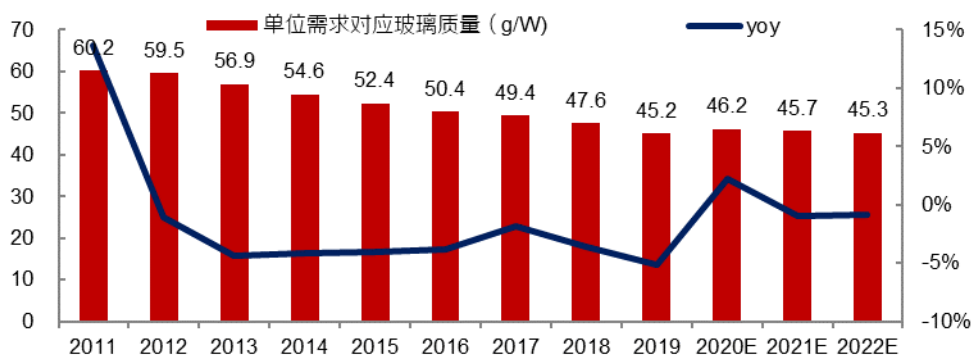
数据来源：Wind，东方证券研究所

光伏玻璃长期市场空间超过 500 亿元。若按照 500GW 的长期终端需求估算，双面率 60%，均价为 18 元/m² 估算，光伏玻璃长期空间为 588 亿元，相比目前仍有 3 倍以上的增长空间。

双玻渗透贡献弹性，玻璃需求好于其他上游环节。上游的多晶硅料、硅片受到电池组件提效、薄片化、出片数提升等影响，单位装机对应的产能需求持续下降；而玻璃也同样受到电池组件提效的影响。

响，单位终端需求对应的玻璃质量持续下降。但随着双玻渗透率的提升和单晶替代进入尾声，我们预计单位需求对应玻璃产能（g/W）需求下降会趋缓，甚至在双玻渗透超预期和 PERC 电池效率进入瓶颈时，单位需求会有所反弹；因此，玻璃产能需求的弹性要优于其他上游和辅材环节。

图 10：单位终端需求对应玻璃质量



数据来源：GTM。东方证券研究所测算

注：假设 2020—2022 年双玻渗透率分别为 25%、35%、45%，且均采用 2.0mm 玻璃；60 型组件功率每年提升 10W。

短期价格底部初现，中期供需紧平衡不改

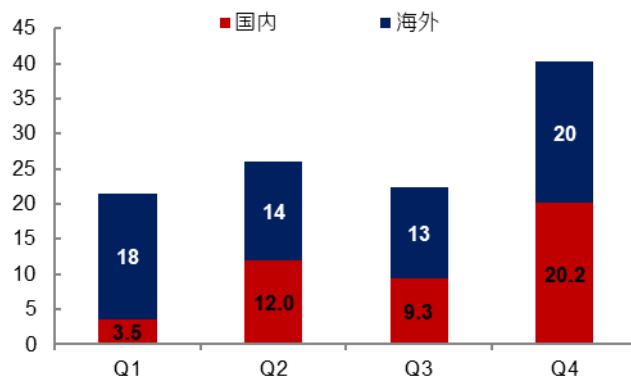
2020 年全球需求预计为 110GW，国内确定，海外静待复苏。受到“新冠”疫情的影响，各大机构全球光伏装机预测相较年初下调 20% 以上。我们认为，国内装机预计在 40-45W，其中户用项目、领跑者及基地配套项目等较为确定，竞价结转和 2020 年竞价项目年内并网的比例存在一定弹性，但随着今年消纳空间落地（国网 39GW，叠加南网和地方电网预计为 47GW），今年国内装机超过 40GW 是大概率事件；海外市场不确定性较强，整体来看欧美等发达国家虽然疫情仍在发酵，但经济活动恢复较好；部分新兴市场如越南市场出口也高于预期；其他如印度、巴西等国家则受到疫情和经济波动影响光伏市场仍待恢复，中性预测全年海外装机 65-75GW。从节奏来看，我们预计国内 630 抢装结束后，海外夏休叠加疫情发酵传导影响需求是低点，随后会逐步复苏。

图 11：2020 年国内需求拆分（GW）



数据来源：公开资料，东方证券研究所预测

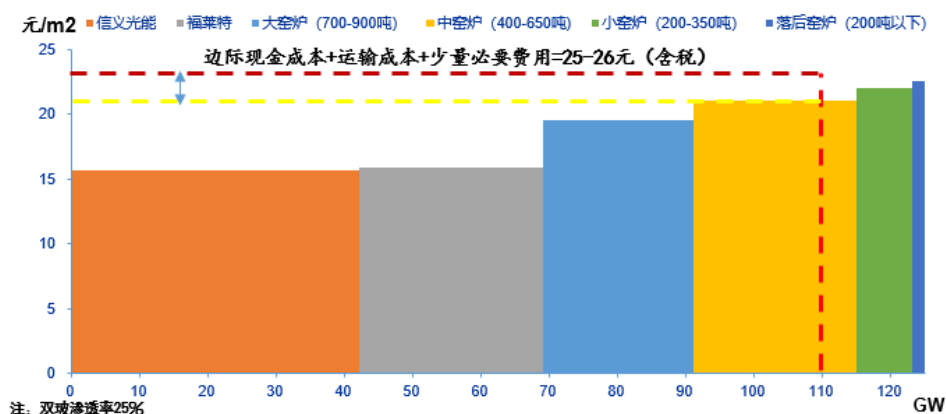
图 12：2020 各季度需求预测（GW）



数据来源：国家能源局，Solarzoom，东方证券研究所

2020 年均价落在 25-26 元/m²，目前已超跌。以 3.2mm 玻璃为例，从全年光伏玻璃的年化供需来看，维持 110GW 需求的边际产商持续生产的价格在 25-26 元/m²，高于目前 24 元/m²；价格超跌的主要原因在于短期需求恶化后，行业库存压力会放大对需求的恐慌，出现低报价；同时中期只有价格深度调整后，边际产能在经历一段亏现金流的生产后才会退出，供需才能迎来好转。

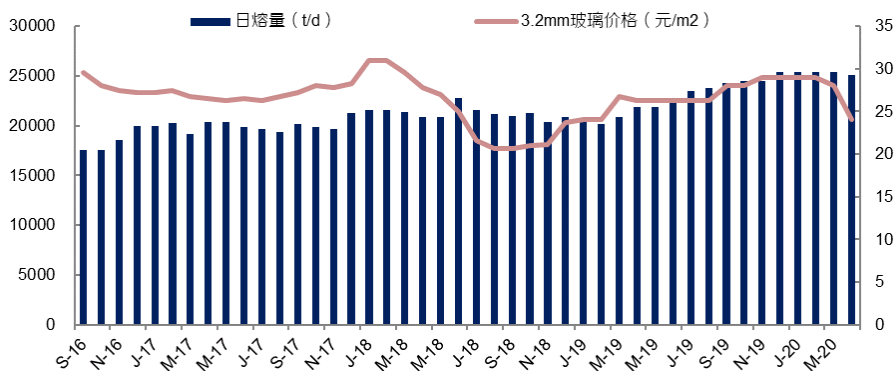
图 13：2020 年 3.2mm 玻璃供需成本曲线



数据来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所

目前供给端已有所收缩。存量上，根据卓创资讯统计，2020 年 4 月底全国光伏玻璃日熔量为 25060t/d，环比下降 300t/d，继 2019 年 2 月以来首次出现下降，验证了目前价格已打破边际产商现金成本线。增量上，信义光能四条干吨线预计均有一个季度左右的推迟，福莱特越南两条 1200t/d 线受到越南签证停发影响，目前仍未点火，预计满产需到明年；其他厂商 2020 年产能扩张有限。

图 14：光伏玻璃行业产能与价格



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

2020 年为出清之年，中期仍将维持供需紧平衡。根据我们模型，目前价格下中型窑炉线尚能勉强维持可变成本上（生产现金成本+运费）生产，小窑炉和落后窑炉将逐步停产；随着 2021 年起龙头大窑炉产线的不断释放，预计中型窑炉也将逐步退出，行业里仅有 650 吨以上的大窑炉能够持续盈利。因此，我们测算得到 2021-2023 年的供需比仍在 1.2 上下，与 2018-2019 年的 1.14 相差不多，同时考虑龙头部分老产能存在检修的可能，预计仍将维持供需紧平衡。

图 15：中期光伏玻璃供需预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
光伏装机（GW）	104	115	110	140	160	180
yoy		10.58%	-4.35%	27.27%	14.29%	12.50%
平均组件效率	16.8%	17.7%	18.5%	19.2%	19.6%	20.1%
双玻占比	10%	15%	25%	35%	45%	50%
常规玻璃需求（亿平米）	5.57	5.54	4.46	4.74	4.49	4.49
薄玻璃需求（亿平米）	1.24	1.96	2.97	5.11	7.34	8.98
平均成品率	76.6%	77.4%	77.3%	77.6%	77.7%	78.0%
需求-日熔量（t/d）	18694	20028	18505	22403	25623	28377
yoy		7.14%	-7.60%	21.07%	14.37%	10.74%
供给-日熔量（t/d）	21277	22790	24428	27150	30300	33330
供需比	1.14	1.14	1.32	1.21	1.18	1.17

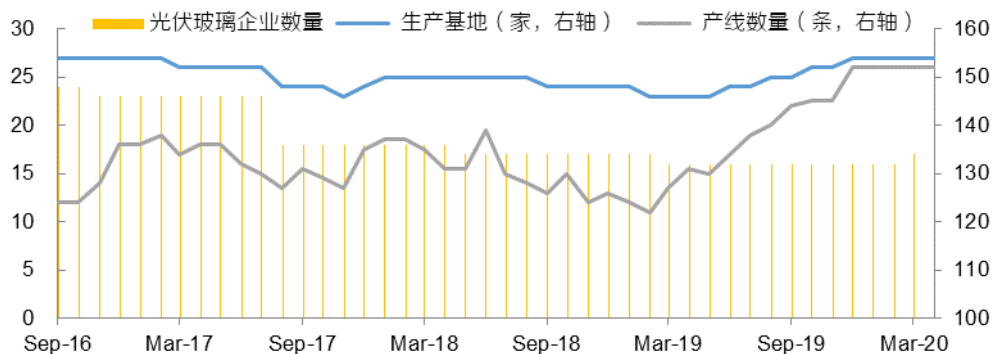
数据来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所测算

注：2018—2019 年主要为 2.5mm 薄玻璃，2020 年及以后为 2.0mm 薄玻璃；

双寡头格局进一步夯实，龙头稳中求进

落后产能重启出清，行业集中度持续提高。2013 年 6 月，全国有 38 家光伏原片生产商；2016 年 9 月，我国光伏玻璃企业数量为 24 家，包括 27 个生产基地，41 个窑炉，124 条产线，合计日熔量为 17580t/d；到 2019 年 2 月，日熔量扩张到 20180t/d，企业数量反降至 17 家，包括 23 个生产基地，36 个窑炉，122 条产线。但随后，由于 2019 年整体行业恢复性增长明显，光伏玻璃面临紧缺，行业生产基地和窑炉数量又快速增加。2020 年 4 月，受到价格下跌影响，窑炉数量再次下滑，行业落后产能出清重启，市场份额加速向头部集中。

图 16：2016.9–2020.4 光伏市场参与者情况

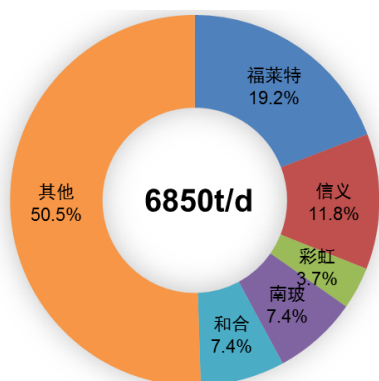


数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

高启停成本提高出清效率。玻璃窑炉点火后 6-8 年需进行一次冷修，冷修复产的燃料（需要空烧一段时间）、维护（内部材料更换）成本高昂，预计达 1 亿元以上，此外冷修的关键材料耐火砖受环保限产影响，近年来价格有所上升，也导致复产成本进一步提高。因此，产线停产若没有足够的盈利空间就不会贸然复产，整体的产能弹性较低，出清效率较高。

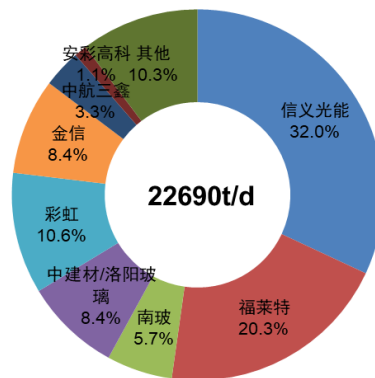
存量上，双寡头市占率已提升至 50% 以上。其中，信义光能市占率从 2010 年的 11.8% 提升至 2019 年的 32.0%；福莱特从 2010 年的 19.2% 提升至 2019 年的 20.3%。

图 17：2010 年国内光伏玻璃日熔量及份额统计



数据来源：《建筑玻璃与工业玻璃》，东方证券研究所

图 18：2019 年光伏玻璃行业市场份额统计



数据来源：公司公告，东方证券研究所

增量上，龙头扩产更有节奏，确定性更强。目前，信义光能 2020 年预计有 4000 吨日熔量的产线投产，福莱特在 2020 年和 2021 年分别有 2 条 1000 吨线和 2 条 1200 吨线投产，确定性较强。其他厂商上，福建新福兴预计 2021 年在广西北海点火 2 条 1100 吨线；南玻 2020 年 3 月 6 日发布《非公开发行 A 股预案》，预计在安徽投产 4 条 1200 吨线，但目前不确定性较高。根据产业链了解，彩虹新能源或有一定扩产规模，但目前落地尚不确定。**预计截至 2021 年底，信义光能和福莱特名义日熔量的占比将超过 60%，实际产量占比有望超过 70%。**

图 19：目前扩产规划统计

厂商	窑炉	预计点火时间
信义光能	广西北海 1000t/d #1	2020 年 6 月
	广西北海 1000t/d #2	2020Q3
	安徽芜湖 1000t/d #7	2020Q4
	安徽芜湖 1000t/d #8	2020 年底
福莱特	越南海防 1000t/d #1	2020 年
	越南海防 1000t/d #1	2020 年
	安徽凤阳 1200t/d #4	2021 年
	安徽凤阳 1200t/d #5	2021 年
福建新福兴	广西北海 1100t/d*2	2021 年初
南玻	安徽 1200t/d*4	未知

数据来源：公司公告，东方证券研究所

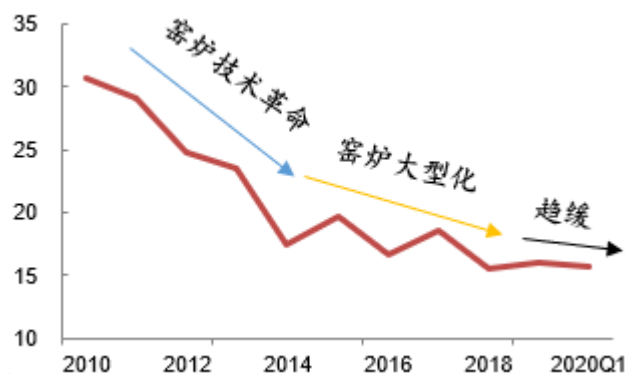
公司竞争力：立足技术与成本领先，借力资本市场活力再现

技术底蕴深厚，全方位成本领先构筑壁垒

自主研发打破国际垄断，长期技术积累深厚。2006 年，公司通过自主研发成为国内首家打破海外厂商对光伏玻璃技术和市场垄断的企业，成功实现光伏玻璃国产化。经过近二十年的技术积累，目前公司在配方、生产工艺及自爆率等关键技术均处于领先，也是国内首家获得瑞士 SPF 认证（公认的高性能光伏玻璃权威认证）的企业。截止 2019 年底，公司拥有专利超过 100 项，并参与光伏玻璃多项国家和行业标准的制定，行业技术领先地位稳固。

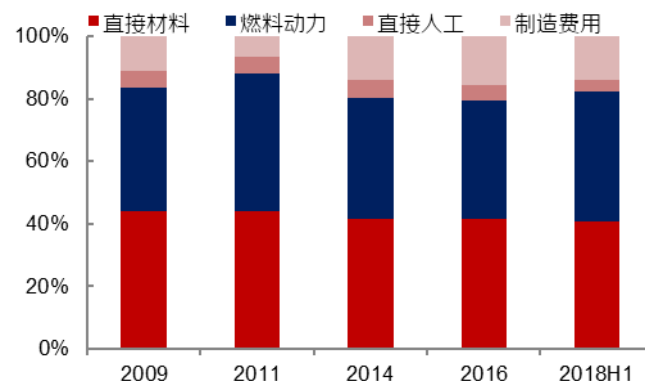
历史成本下降明显，来源于各个环节的全方位优化。早在 2006 以前，光伏玻璃市场由海外四家公司垄断，进口价格超过 80 元/m²；随着以公司为首的国内玻璃厂商逐步实现国产化，目前海外玻璃产量占比已下降至 5% 以下。国产替代过程中，公司成本也从 2010 年的 30 元/m² 以上逐步下降至 2020Q1 的 15.6 元/m² 左右。公司历史成本结构较为稳定，维持 4:4:0.5:1.5 比例，这意味着成本下降并非依赖某个环节的技术变革，而是生产环节的全方位优化，包括成品率的提升、热量循环优化、自动化的提升等。

图 20：公司光伏玻璃成本整体呈现下降趋势



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 21：2009–2018 年公司光伏玻璃成本结构

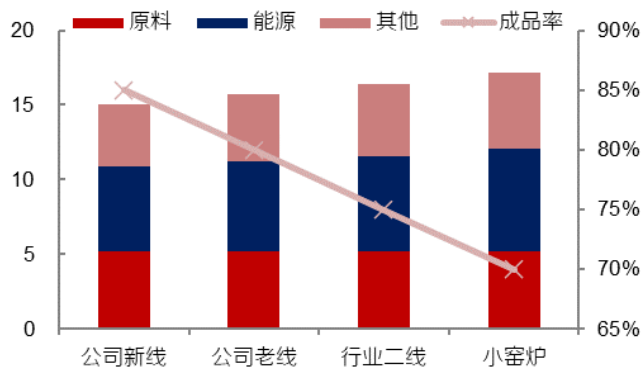


数据来源：公司公告，东方证券研究所

成本全方位领先二三线厂商，主要体现在：

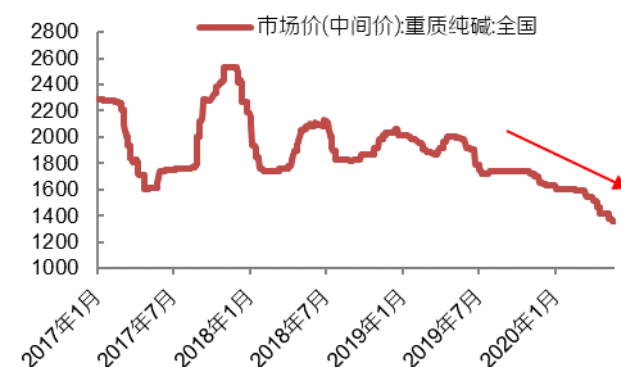
- 1) 大窑炉+技术实现高成品率。公司目前平均成品率约为 80%，新产能有望接近 85%，而行业二线厂商预计在 75%左右，小窑炉在 70%上下；成品率对成本的影响体现在燃料、电力、设备折旧和人工上的全面摊薄，我们预计仅成品率一项，差 5pct 大约影响成本 5%。
- 2) 规模+砂自供实现低原料价格。一方面公司采购量大，具备规模效应，单价更低；另一方面公司 2011 年 4 月以 2.3 亿拍得凤阳县一个玻璃用石英岩矿采矿权，使用年限为 30 年，该部分石英砂自供可以显著降低石英砂成本；此外，受到主要需求建筑建材和汽车市场的不景气影响，近期纯碱价格也显著回调，对冲了一部分玻璃降价对盈利的影响。

图 22：仅成品率对光伏玻璃成本的影响



数据来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所

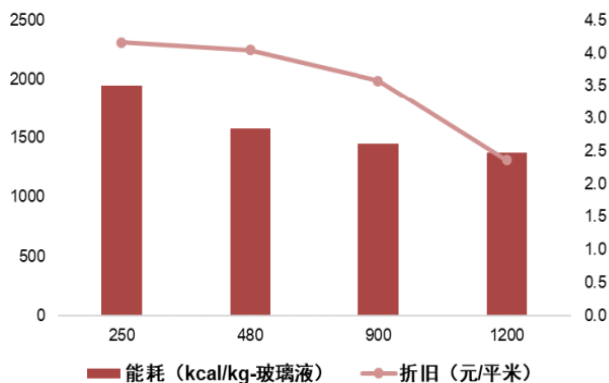
图 23：重质纯碱价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

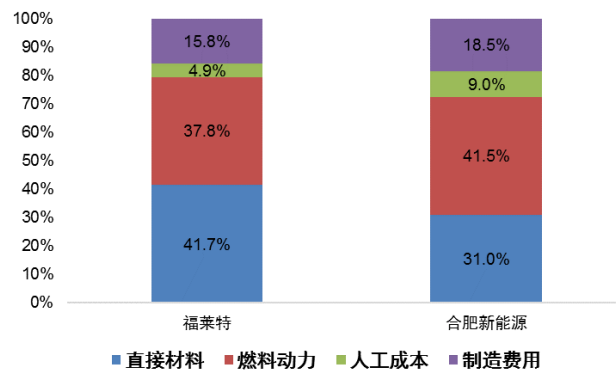
- 3) 大窑炉+技术实现低燃料成本。公司通过技术积累，在窑炉和管道的热量利用和余热管理上更具经验，同时公司掌握的大窑炉技术单位能耗比中小窑炉低 10%以上，导致公司燃料成本占比低于二三线厂商。

图 24：大窑炉在能耗、折旧等方面摊薄优势明显



数据来源：光伏玻璃环评报告，东方证券研究所

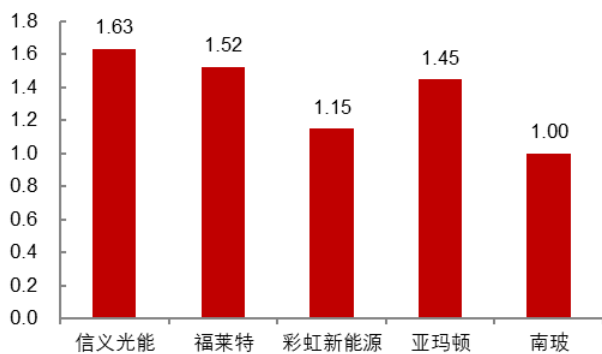
图 25：小玻璃厂燃料成本占比更高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

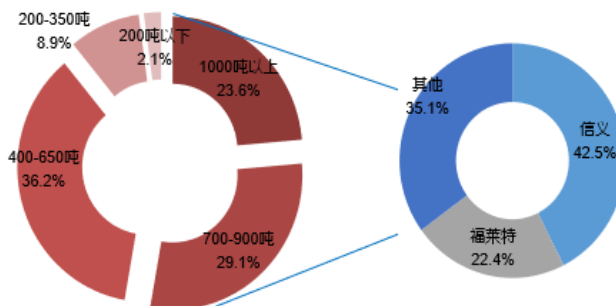
4) 自动化+大窑炉+管理实现更低的人工成本。公司和信义光能（只考虑光伏玻璃）的人均收入分别为 152 和 163 万元，高于竞争对手。从人均日熔量来看，公司 2019 年人均日熔量为 1.7 吨，行业二三线厂商一般在 1 吨上下；同时公司凤阳 2*1200t/d 窑炉项目劳动定员 660 人，即使考虑一定的行政配套人员，人均日熔量也在 3.5 吨以上，优势进一步拉开。

图 26：2019 人均销售额（百万元/人）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：2019 年底行业窑炉尺寸分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：计算方式为公司收入/职工人数；信义光能为光伏玻璃收入，其余为总收入；亚玛顿较高原因为 2019 年只从事深加工环节。

公司成本优势较为稳固。技术和规模上，光伏玻璃生产技术为压延法，主要步骤固定，龙头优势体现在细节上的改进和工艺参数的优化，需要长期积累，且后来者难以弯道超车；窑炉尺寸上，虽然信义早在 2016 年底即点火了行业内首条千吨线，但直至目前只有公司和信义光能够运营千吨线；若将大窑炉定义放宽到 700 吨以上，公司和信义的占比为 65%，也显著高于平均市占率，证明大窑炉技术龙头掌握更好。

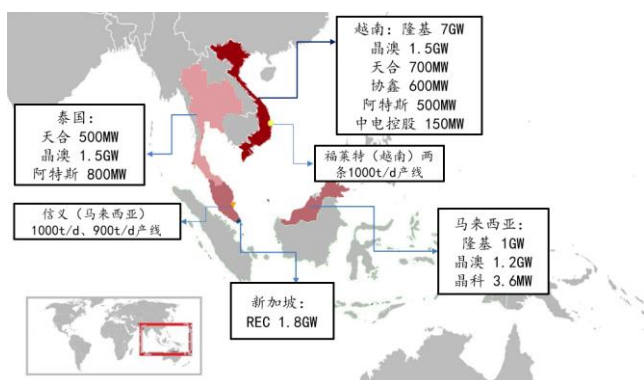
总的来说，目前公司毛利率优势维持在领先行业二线 15% 左右，小窑炉 20% 以上。其优势并非来自资本投入和新技术的导入，而是长期运营能力、技术积累能力和大窑炉的掌控力等方面体现，壁垒更高。

海内外产能同步扩张，全球客户关系紧密

公司未来产能扩张主要集中在安徽凤阳和越南海防两地。其中凤阳厂主要面向国内组件产能，满足日益增长的除美国、印度以外的组件市场需求；越南厂则主要面向海外组件客户。由于美国和印度等市场的高额关税，近年来多家海外组件厂商在东南亚建厂以绕开部分关税，公司越南产线主要满足这部分客户的需求。

越南建厂具备三大优势：1) 越南海防是低铁石英海砂产地，资源便利；同时当地物价水平较低、劳动力成本低廉，交通环境相对便利，也能相应减少公司成本，利好毛利率。2) 提高东南亚客户的响应速度；根据我们统计，仅越南组件产能超过 10GW，整个东南亚组件产能接近 20GW，这部分需求公司响应更快，且运输等成本更低。3) 亦可向欧洲和印度市场客户出货，避开关税。

图 28：东南亚公司和组件客户产能情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所绘制

图 29：公司 2018H1 光伏玻璃前五大客户

	客户名称	营收占比	合作开始时间
1	晶科能源	22.37%	2009 年
2	隆基股份	10.11%	2016 年
3	韩华集团	8.40%	2010 年
4	无锡尚德	6.42%	2007 年
5	晁旻科技	3.90%	2010 年

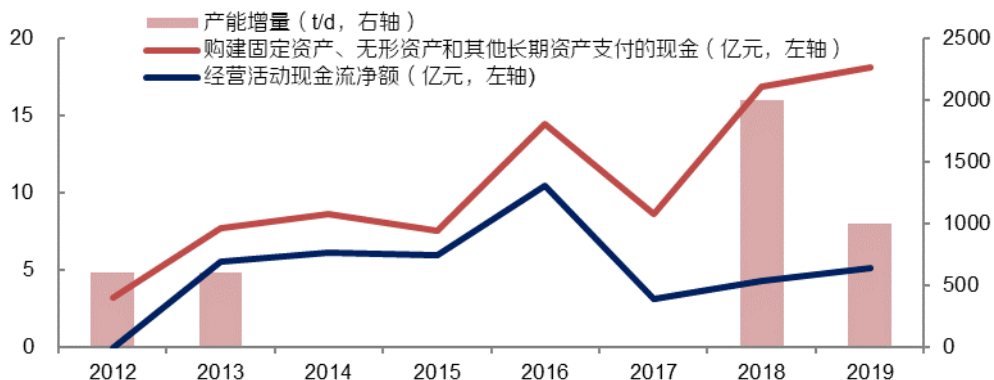
数据来源：公司公告，东方证券研究所

越南签证近期有限度放开，公司产能有望年底满产。因受疫情管控，近几个月越南地区签证均停止签发，导致公司技术人员无法去现场调试设备，影响公司越南产能投建进度。目前，越南已经有限度的放开部分签证，工作人员在拿到公司申请的批文后，提供核算检测证明可入境越南。我们预计，随着五六月份越南签证的逐步放开，公司技术人员的逐步到位，考虑一个季度的设备调试期和一个季度的产能爬坡期，预计公司 2 条 1000t/d 越南海防窑炉线四季度实现点火，年底满产。

随着光伏终端市场的去中心化，组件厂商产品进入各国市场的认证工作量也有所增大。而光伏玻璃需要搭载光伏电池组件取得出口国权威认证，耗时长、花费高，因此大型组件厂通常会设立一个合格供应商目录，一旦进入后合作关系较为稳固。公司作为首批国产光伏玻璃厂商，与一批全球主流组件厂商建立了长期的合作关系，客户包括隆基、晶科、韩华、东方日升等全球 Top10 组件厂商，客户关系紧密。

历史增长受限于融资，A 股上市后份额加速提升

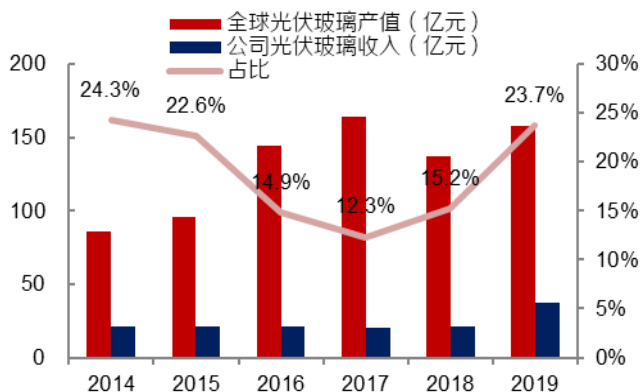
光伏玻璃重资产投资属性，资本开支较大。公司凤阳二期 2*1200t/d 项目总投资为 17.5 亿元，对应 7.3 亿元/千吨；目前龙头新产能单次投资基本以 2 条千吨线以上的配置起步，资本开支在 15 亿元以上。2018 年起，公司再次开始扩产，对应每年资本开支在 12 亿元以上，而经营现金流净额在 4-5 亿，资金缺口有所增大。

图 30：公司现金流与产能情况


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司历史主要依赖经营现金流入再投资的内生成长方式。公司 2012-2019 年累计经营活动现金流净额为 40.4 亿元，累计资本开支为 44.6 亿元，截止 2019 年底公司货币资金为 6.2 亿，合计资金缺口大约为 10.4 亿。公司于 2015 年底和 2019 年初分别在港股和 A 股 IPO 募集 10 亿港元和 2.5 亿人民币（净额），与缺口基本一致。因此，公司收入从 2012 年十亿规模增长到 2019 年的五十亿规模，净利润从六千万增长至七亿规模，主要依赖于公司的经营现金流投资再扩张和两次 IPO 融资，其中前者为主。

缺乏多样化融资手段是过去限制公司发展速度的重要原因之一。2010 年，公司产能占比为 20% 左右，2012 和 2013 年公司分别点火两个 600t/d 窑炉，2014 年市占率上升至 24% 左右；2014-2017 年，公司未有新产能投放，市占率也下滑至 12% 左右；2018 年起，公司重新进入扩张期，市占率再次回升至 20% 以上，并持续提升。而另一龙头信义光能市占率则从 2010 年的 10% 增长至目前的 30% 以上。回顾看，2015-2017 年是国内光伏市场在标杆电价补贴刺激下爆发性增长的三年，装机从 15GW 增长至 53GW；公司由于在港股，融资空间相对小，仅靠内生增速并未满足下游爆发性需求，发展速度相对行业有所放缓。

图 31：公司历史市占率


数据来源：Wind，东方证券研究所测算

图 32：公司可转债相关情况

募集金额	14.5 亿元
------	---------

项目总投资	17.5 亿元
-------	---------

项目详情	安徽凤阳 2*1200t/d 窑炉线
------	--------------------

预期收益率（税后）	12.10%
-----------	--------

预期年均利润总额	3.54 亿元
----------	---------

预计点火时间	2021 年
--------	--------

数据来源：公司公告，东方证券研究所

A 股上市后打开融资渠道，扩产有望提速。2019 年 4 月，公司发布可转债预案，拟募集 14.5 亿元建设凤阳 2 条 1200t/d 窑炉线；2020 年 2 月，申请或证监会批复；目前正处于积极筹划发行中。项目预期税后收益率为 12.10%，产线预计 2021 年点火。我们认为，随着公司 2019 年初回到 A 股上市，有望借助国内资本市场高速发展的东风，拓宽融资渠道和方式，并凭借长期的技术积累和成本优势，实现内生+融资双轮驱动，产能规模和市场份额有望加速提升。

浮法及深加工玻璃：工程玻璃产销两旺，家居玻璃绑定大客户

除了核心的光伏玻璃业务以外，公司还从事浮法玻璃、工程玻璃和家居玻璃的销售，整体收入规模在 10 亿左右，较为稳定。其中，浮法玻璃是原片玻璃，直接在市场上零售；公司的深加工玻璃主要对浮法玻璃原片进行深加工，制成家具玻璃和工程玻璃，应用于具体的下游市场。

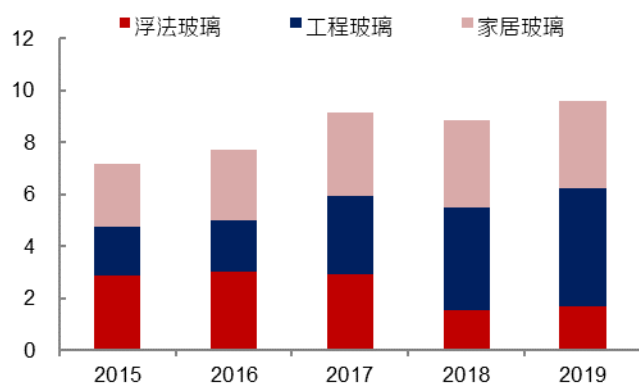
图 33：公司浮法及深加工玻璃业务情况

产品	主要用途	交易方式	主要客户
浮法玻璃	主要用于公司工程玻璃、家居玻璃生产，多余的出售给第三方	市场零售，现款现结	各大玻璃批发商和加工厂
工程玻璃	包括 Low-E 玻璃、夹层玻璃等，主要应用于建筑工程领域	定金+回款+尾款，账期 90-150 天	200 余家各大建设装饰公司
家居玻璃	包括环保镜、钢化玻璃、烤漆玻璃等，应用于室内外家居、家电、装修等领域	账期 30-60 天	宜家及其代工厂为主

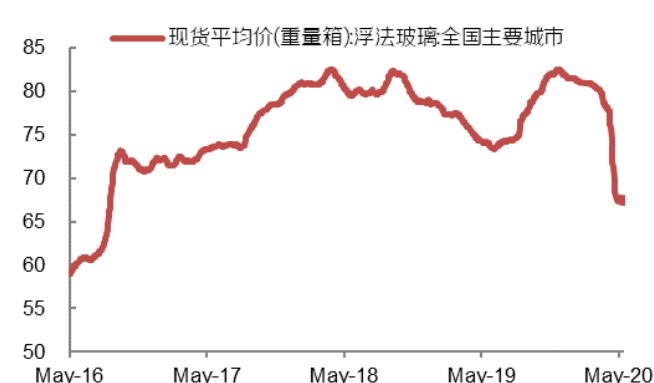
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

公司目前拥有 2 条 600 吨优质浮法原片玻璃产线，其中一座日熔量 600 吨的浮法窑炉已改造为年产十万吨在线 LOW-E 玻璃产线；而由于 2019 年 11 月起，浮法玻璃价格的大幅下行，公司也及时对另一座 600 吨窑炉进行冷修，预计 2020 年下半年结束点火。

公司浮法玻璃主要作为工程玻璃和家具玻璃的原片，剩余部分才会外销给客户，近年来外销规模有所缩小。

图 34：公司历史浮法及深加工玻璃收入（亿元）


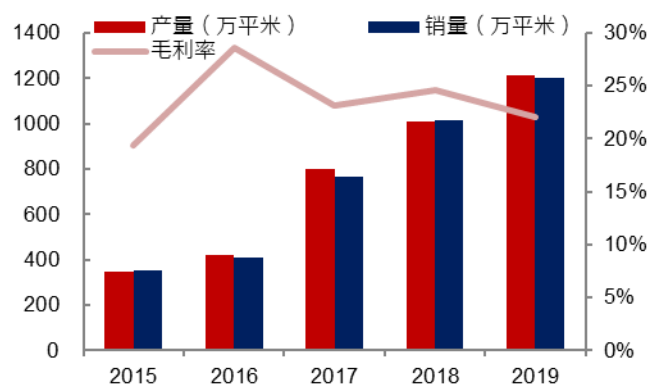
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：去年底以来浮法玻璃价格有所下行（元/重量箱）


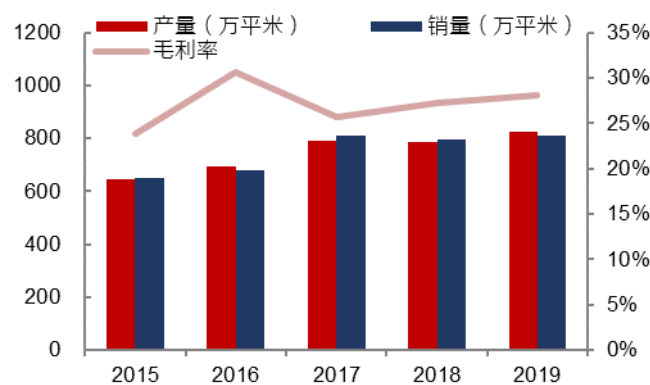
数据来源：Wind，东方证券研究所

LOW-E 玻璃市场需求高，厂商较为分散。 工程玻璃主要应用于建筑门窗、玻璃幕墙等领域，具有美观、安全、节能等优点，主要分为安全玻璃、镀膜玻璃、中空节能玻璃等；其中，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，其对中远红外（波长 2.5-25 微米）光具有 80% 以上的反射比率，在冬天时可以反射室内红外线、降低制热能耗，在夏天时反射室外红外线，降低制冷能耗。随着公众节能意识的增长，市场需求较好。目前，国内约有 162 条 LOW-E 产线，离线式占比 95%，但中小厂商偏多，市场集中度低。

公司目前拥有一条年产 10 万吨 LOW-E 玻璃项目，2019 年上半年已投入运营，兼具在线、离线两种 LOW-E 玻璃的生产能力，产品结构丰富。

图 36：工程玻璃产销两旺，盈利稳定


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：家居玻璃规模和盈利均较稳定


数据来源：Wind，东方证券研究所

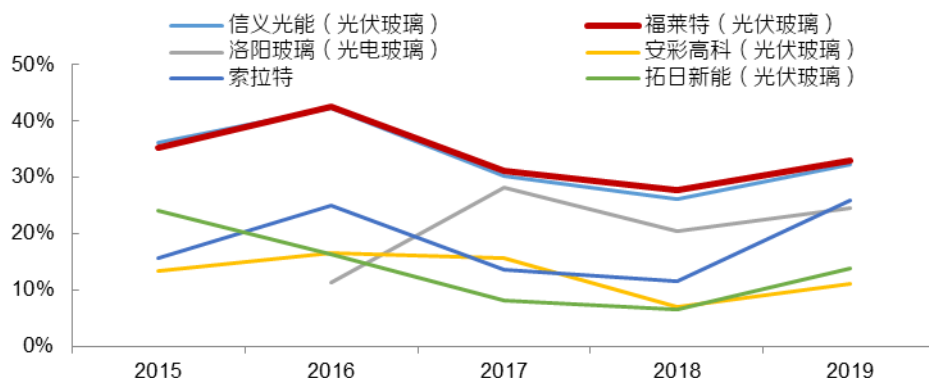
随着经济社会发展，人们对于家居玻璃的需求不再是简单的作为遮挡盖板、反射采光的必需品，而对其安全性、美观程度有了更高的要求，开拓了新的市场空间。因其工艺、雕纹、质地优良，在家居中起到不错的装修效果，逐渐成为多数人品质生活的选择，玻璃门、玻璃把手、玻璃隔板等成为家居、写字楼、餐饮店、娱乐场所不可或缺的产品。

公司 2005 年通过瑞典宜家的审核，成为宜家全球供应链中合格稳定的供应商，宜家及其代工厂也是公司一直以来的主要客户。家居玻璃市具有小批量、多品种、重设计、重工艺的特点，公司与大客户绑定后客户关系稳定，产销率均在 100% 左右。

财务分析：盈利能力强，资产周转优于行业

双寡头毛利率强且优势稳定。2019 年公司光伏玻璃毛利率为 32.87%，与另一龙头信义光能基本一致，显著高于其他竞争对手。从历史来看，公司和信义光能的毛利率基本维持在 30% 以上，而竞争对手毛利率一般在 10%-20%，且波动较大。

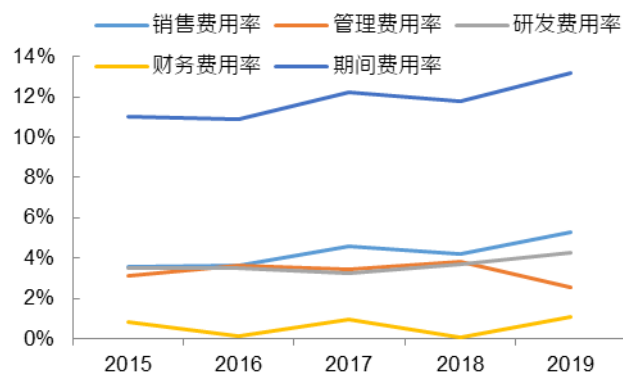
图 38：公司与竞争对手光伏玻璃业务毛利率对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

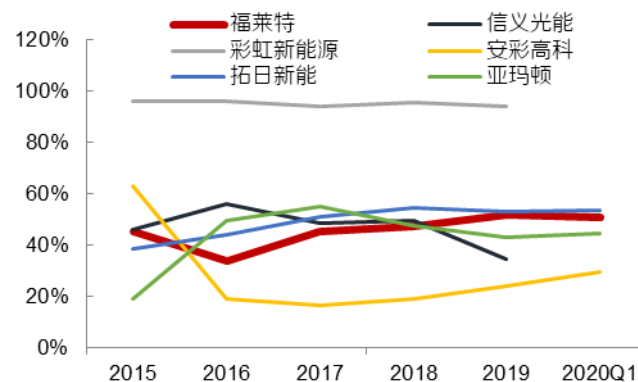
公司期间费用率在 11%-13%，相对稳定。公司销售费用率 2017 年以来有所上升，主要受光伏玻璃价格下滑，而单位重量的运输成本相对稳定，导致运输费用率从 2015 年的 2.75% 上升至 2019 年的 4.74%；而销售费用中除运输费外的费率从 2015 年的 0.93% 下降至 2019 年的 0.57%，体现了较好的规模和品牌效应。公司管理费用率和研发费用率分别维持在 3% 和 4% 左右。

图 39：公司期间费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 40：公司与可比公司资产负债率



数据来源：Wind，东方证券研究所

资产负债率合理，应收账款占比略高。截止 2019 年底，公司资产负债率为 51.95%，处于行业平均水平。细分来看，公司固定资产占比 42.67%，体现了光伏玻璃行业重资产投资特点；应收款项占比 33.86%，略高于行业可比公司；其余和行业可比公司相近。

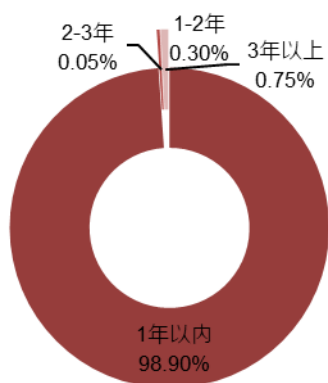
图 41：公司与行业可比公司资产结构（%，截止 2019 年底）

	福莱特	信义光能	彩虹新能源	亚玛顿
货币资金	5.1	7.82	3.33	6.86
应收款项	33.86	23.91	23.78	15.95
存货	5.15	1.45	3.15	3.44
固定资产及在建工程	42.67	58.14	49.14	51.76
其他	13.22	8.68	20.6	21.99

数据来源：Wind，东方证券研究所

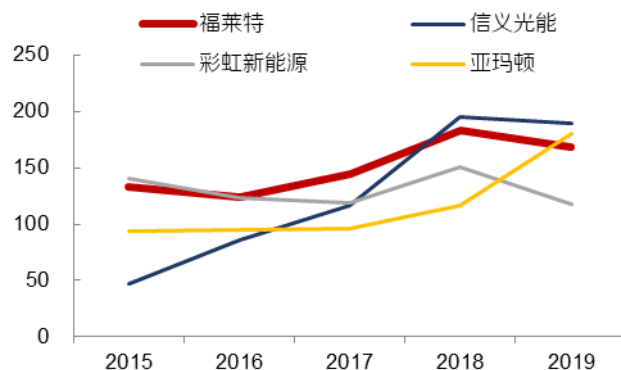
公司大部分应收账款账龄均在一年以内，回款确定性高。公司对于光伏玻璃业务设定信用期一般在 60-90 天，除了个别大客户经过信用评估后，准许信用期 120 天。浮法玻璃采用现款现货，家居玻璃信用期通常为 30-60 天，工程玻璃为 90-150 天，回款周期较短；公司账款计提也较为严格，账龄超过两年计提 50%，超过 3 年计提 100%。2019 年公司应收账款周转天数为 168 天，符合行业平均水平。

图 42：公司应收账款账龄结构（截止 2019 年底）



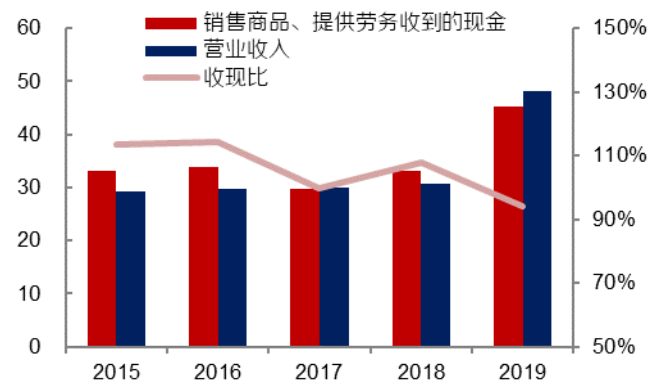
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：公司应收账款周转天数

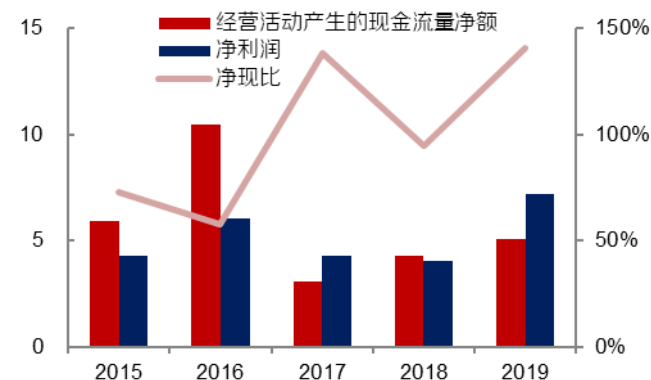


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司 2015-2019 年累计收现比为 1.05，净现比为 0.9，现金流和利润较为匹配，整体符合光伏制造厂商的现金流特点。其中经营现金流和净利润的差额主要体现在固定资产折旧和应收项目的增加，主要原因在于公司规模持续扩大，相关的折旧和应收项目也同步增大。

图 44：公司历史收现比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：公司历史净现比


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司 2019 年 ROE 为 17.53%，同比增加 5.76pct，其中销售净利率（增加 1.63pct）、资产周转率（增加 0.12 次）、权益乘数（增加 0.13）均有改善。可比公司信义光能主要有一部分为光伏发电业务，净利率超过 50%，拉高了整体的净利率，其余净利率显著低于公司；公司资产周转率较高，体现了较好的运营能力；权益乘数处于行业平均水平。

图 46：2019 年公司与可比公司 ROE 分析

	福莱特	信义光能	南玻 A	亚玛顿
ROE (%)	17.53	19.64	5.77	-4.5
其中：销售净利率 (%)	14.92	30.56	5.12	-8.19
资产周转率 (次)	0.59	0.35	0.56	0.3
权益乘数	2.00	2.12	2.01	1.84

数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于光伏玻璃产品，预计公司 2020-2022 年有效日熔量分别为 5300/7880/9880 t/d，成品率为 81%/81%/82%。预计公司光伏玻璃出货均价分别为 22.37/21.59/20.95 元/m²，其中玻璃价格缓慢下降，薄玻璃占比稳步提升。
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 30.8%、29.6%和 28.2%。预计随着龙头产能的扩张和小窑炉的出清，光伏玻璃价格有所下降。

- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 5.67%,6.10%和 6.38%，主要考虑玻璃价格下降后导致运输费用率的提升；管理费用率为 2.37%,2.32%和 2.28%。管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。研发费用维持过去五年平均 3.63%。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.93/11.85/13.36 亿元,同比增长 24.5%/32.7%/12.8%。

投资建议

股价复盘：短期价格主导，中期产能支撑，长期格局体现

公司目前是 A+H 上市公司，由于 A 股上市时间较短，且流通盘规模较小，因此我们选取港股福莱特玻璃（06865.HK）来复盘公司历史股价走势。

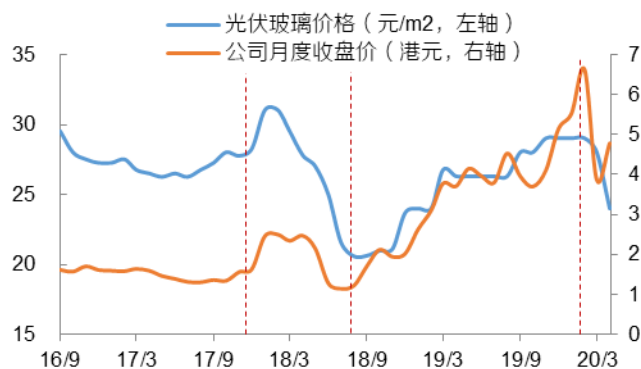
回顾历史，从 2015 年底到 2017 年底，公司未有新产能投放，玻璃价格相对平稳，公司净利润维持在 5 亿元上下，股价低位震荡。2018 年 1 月，公司凤阳一期首条 1000t/d 窑炉线顺利点火，叠加 2018 年初国内装机高预期，股价上涨；随后 2018 年 531 新政出台，产业链价格全面下跌，公司股价大幅回调，即使在六月份公司第二条 1000t/d 线投产也并未改变悲观预期；2018Q4，玻璃价格止跌，并进入了连续六个季度的高景气，期间公司投产第三条 1000t/d 窑炉线，股价也从 1.1 港元一路上涨至 2020 年初最高点的 7.62 港元，涨幅超过 500%。之后由于疫情从国内蔓延至海外，导致占比 75% 的海外需求受到较大冲击，公司股价也先于实际成交价回调。

图 47：公司历史股价复盘

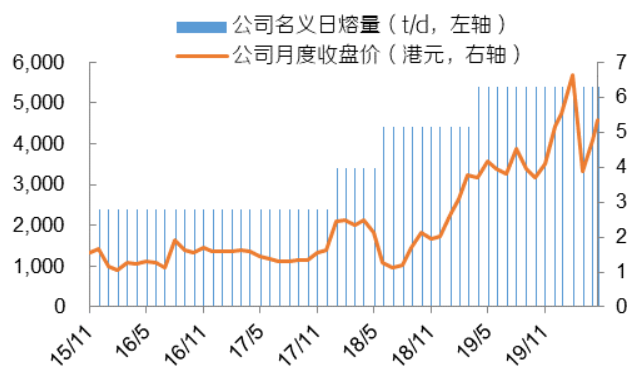


数据来源：Wind，东方证券研究所

总的来说，公司短期股价走势的决定性因素是光伏玻璃的市场价格或者价格预期，由于供给相对可预测，因此主要受终端需求的波动影响，导致公司短期股价呈现与板块同涨同跌态势， β 属性强。中期的股价则依靠产能规模支撑，这一点从历次回调后的底部逐步抬升也可看出。长期股价则是光伏玻璃双寡头稳固格局的体现，龙头依靠技术和成本优势，以快于行业的增速成长，股价走出长牛。

图 48：短期股价和光伏玻璃价格高度相关


数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 49：中期产能释放形成股价底部支撑


数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

目前，光伏玻璃价格已超跌，供给端有所收缩，需求端逐步复苏，供需拐点将至，**短期有弹性**；公司预计在越南和凤阳合计有 4000t/d 的在建产能，预计分别于 2020 年和 2021 年点火，2021 年底日熔量将达到 9800t/d，相比 2019 年底增加接近一倍，**中期有支撑**。光伏玻璃龙头的成本优势是依赖技术、规模和管理全方位建立的，仅靠资本投入难以弯道超车，**长期双寡头格局仍在强化**。

估值讨论：A 股更具稀缺性，港股更具低估值

公司 A 股存在稀缺性，估值高于行业。历史估值来看，公司 2019 年初上市流通盘较小，次新股因素导致初期估值较高；除去 2019 年上半年，公司 PE 一般在 30 倍上下，而其他环节龙头一般在 20 倍上下，溢价较为明显。从可比公司估值来看，我们选取光伏胶膜龙头福斯特，硅片龙头隆基股份和中环股份，硅料和电池片龙头通威股份以及 2019 年上市的组串式逆变器龙头锦浪科技；由于公司是 A 股唯一以光伏玻璃（兼具原片+深加工）为核心主业的公司，存在一定稀缺性；放宽范围后公司的商业模式与福斯特（603806.SH）最为接近，公司估值也高于行业平均。

图 50：可比公司估值表（截止 2020 年 5 月 22 日收盘价）

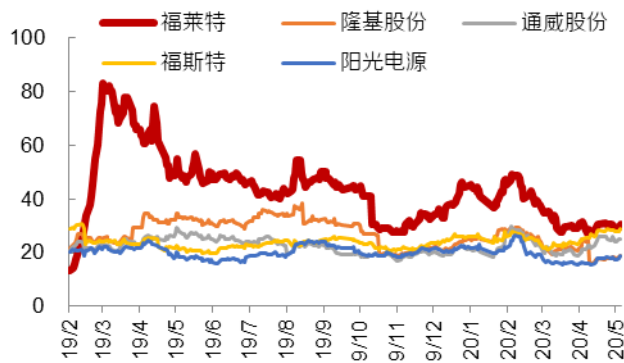
EPS/PE	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
福斯特	1.31	1.39	1.64	28.67	27.04	22.91
隆基股份	1.40	1.66	2.03	22.13	18.61	15.23
锦浪科技	0.92	1.63	2.57	44.86	25.18	16.01
通威股份	0.61	0.67	0.91	21.66	19.76	14.63
中环股份	0.32	0.54	0.72	54.85	33.17	24.83
调整后平均					24.00	18.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46/0.61/0.69 元。其中 A 股综合考虑公司标的稀缺性、业务相近公司的高估值、明后年产能扩张力度以及历史估值水平，按可比公司平均估值+25%溢价，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价为 13.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。

此外，公司 H 股估值更低，折价率有望收敛。港股光伏产业链龙头上市公司较少，主要可参照公司为光伏玻璃另一龙头信义光能（00968.HK）。公司历史估值一直低于信义光能，过去两年的折价率约为 30%，主要的原因有：1）公司 2014-2017 年底产能并未扩张，而这段时期信义光能产能增加约两倍，市场对其成长性预期不同，导致早期折价率一般在 50%以上；2）公司历史共分红 5 次，分红率为 14.10%；信义光能历史分红 7 次，分红率为 44.05%，分红力度不同也对公司估值有所影响；3）规模体量差距。我们认为，随着公司回 A 后融资渠道的打通，扩张的绝对规模与信义接近，相对增幅甚至优于信义，同时流动性也有望改善，公司的估值折价率将有所收敛。

图 51：A 股公司和可比公司 PETTM



数据来源：Wind，东方证券研究所

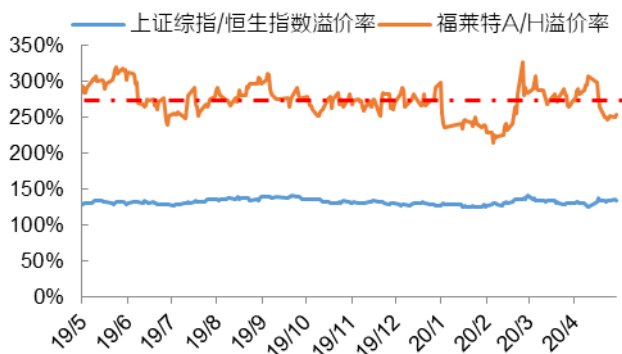
图 52：H 股公司和可比公司市盈率



数据来源：Wind，东方证券研究所

历史公司 A/H 溢价率较高。公司过去一年平均 A/H 溢价率为 2.73，显著高于 1.3 左右的指数溢价率。同时，我们选取了四家业务或所处行业较为类似的 A+H 上市公司，可以看出公司目前的溢价率同样高于平均水平。目前公司 H 股对应 2020/2021 年 PE 分别为 11 倍/9 倍，低于光伏玻璃另一龙头信义光能（0968.HK）。

图 53：过去一年公司 A/H 溢价率高于指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 54：业务类似公司 A/H 溢价率（截止 2020 年 5 月 19 日）

公司	主营业务	A/H 溢价率
洛阳玻璃	光电、信息显示玻璃等	6.39
金风科技	风电发电机及电场开发	1.5
福耀玻璃	汽车玻璃等	1.22
中广核电力	核电站发电	1.70

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **短期光伏市场装机不及预期。**疫情发酵导致海外光伏市场短期需求下滑，目前虽有所改善，但整体恢复情况仍不确定。
- **光伏玻璃扩产超预期。**目前扩产主要来自公司和信义光能，若其他厂商有大规模产能实际落地，可能在短期会导致光伏玻璃价格下行超预期。
- **原料价格波动风险。**公司主要成本来自石英砂、纯碱、天然气和重油，若价格大幅波动可能会对公司毛利率影响较大。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	683	613	1,919	1,542	2,408	营业收入	3,064	4,807	5,716	8,219	10,049
应收票据及应收账款	1,732	3,084	3,430	4,931	6,029	营业成本	2,233	3,290	3,958	5,789	7,211
预付账款	65	93	114	164	201	营业税金及附加	29	35	40	53	60
存货	377	484	554	810	1,010	营业费用	128	255	324	501	641
其他	189	179	202	203	204	管理费用及研发费用	231	326	343	488	594
流动资产合计	3,047	4,453	6,220	7,651	9,852	财务费用	2	53	56	64	69
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	28	4	10	3
固定资产	2,166	3,071	3,644	4,910	5,000	公允价值变动收益	13	(5)	(5)	0	0
在建工程	961	929	1,336	1,063	1,081	投资净收益	(16)	7	6	0	0
无形资产	537	427	531	660	731	其他	30	24	52	52	52
其他	242	513	226	226	226	营业利润	459	846	1,043	1,365	1,523
非流动资产合计	3,906	4,940	5,737	6,859	7,037	营业外收入	8	17	13	13	13
资产总计	6,954	9,392	11,957	14,510	16,889	营业外支出	0	0	6	0	0
短期借款	450	1,316	1,316	1,316	1,316	利润总额	466	863	1,050	1,377	1,536
应付票据及应付账款	1,436	2,193	2,375	3,473	4,327	所得税	59	145	158	193	200
其他	363	945	1,032	1,132	1,232	净利润	407	717	893	1,185	1,336
流动负债合计	2,250	4,454	4,723	5,921	6,874	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	989	282	432	602	692	归属于母公司净利润	407	717	893	1,185	1,336
应付债券	0	0	1,450	1,450	1,450	每股收益 (元)	0.21	0.37	0.46	0.61	0.69
其他	45	143	11	11	11	主要财务比率					
非流动负债合计	1,035	425	1,893	2,063	2,153		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,285	4,879	6,616	7,984	9,027	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	2.4%	56.9%	18.9%	43.8%	22.3%
股本	1,800	1,950	1,950	1,950	1,950	营业利润	-6.7%	84.5%	23.3%	30.8%	11.6%
资本公积	622	839	839	839	839	归属于母公司净利润	-4.5%	76.1%	24.5%	32.7%	12.8%
留存收益	2,592	3,169	4,009	5,193	6,529	获利能力					
其他	(1,345)	(1,445)	(1,457)	(1,457)	(1,457)	毛利率	27.1%	31.6%	30.8%	29.6%	28.2%
股东权益合计	3,669	4,513	5,341	6,526	7,862	净利率	13.3%	14.9%	15.6%	14.4%	13.3%
负债和股东权益总计	6,954	9,392	11,957	14,510	16,889	ROE	11.8%	17.5%	18.1%	20.0%	18.6%
现金流量表						ROIC	8.3%	12.3%	11.6%	12.2%	12.0%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	407	717	893	1,185	1,336	资产负债率	47.2%	52.0%	55.3%	55.0%	53.5%
折旧摊销	2	83	413	573	723	净负债率	26.1%	37.6%	38.9%	41.8%	26.1%
财务费用	2	53	56	64	69	流动比率	1.35	1.00	1.32	1.29	1.43
投资损失	16	(7)	(6)	0	0	速动比率	1.18	0.89	1.20	1.15	1.29
营运资金变动	(453)	(651)	(281)	(713)	(484)	营运能力					
其它	457	315	152	10	3	应收账款周转率	4.6	5.0	4.5	4.7	4.4
经营活动现金流	431	510	1,227	1,118	1,647	存货周转率	6.9	7.6	7.6	8.4	7.9
资本支出	(881)	(832)	(1,501)	(1,701)	(902)	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
长期投资	5	1	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	(427)	(417)	1	0	0	每股收益	0.21	0.37	0.46	0.61	0.69
投资活动现金流	(1,303)	(1,248)	(1,500)	(1,701)	(902)	每股经营现金流	0.24	0.26	0.63	0.57	0.84
债权融资	486	(194)	1,688	270	190	每股净资产	1.88	2.31	2.74	3.35	4.03
股权融资	0	367	0	0	0	估值比率					
其他	(50)	511	(109)	(64)	(69)	市盈率	64.6	36.7	29.5	22.2	19.7
筹资活动现金流	437	684	1,579	206	121	市净率	7.2	5.8	4.9	4.0	3.3
汇率变动影响	14	4	-0	-0	-0	EV/EBITDA	59.4	27.9	18.1	13.7	11.8
现金净增加额	(421)	(50)	1,306	(377)	866	EV/EBIT	59.6	30.5	24.9	19.2	17.2

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

