

投资评级 优于大市 维持

玻璃景气维持高位，积极布局光伏玻璃

股票数据

03月04日收盘价(元)	13.94
52周股价波动(元)	4.57-16.00
总股本/流通A股(百万股)	2686/2686
总市值/流通市值(百万元)	40051/40051

相关研究

《20H2 玻璃盈利望大幅回升，中期看好深加工增长》2020.08.11
《继续加码深加工，完善激励机制》2020.04.10

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	15.3	16.5	27.8
相对涨幅 (%)	18.1	13.8	22.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

投资要点:

事件:近日公司公布2020年业绩快报,公司2020年收入96.4亿元、同比+3.6%;归母净利润18.3亿元、同比+36.0%。20Q4公司收入同比+11.4%、至30.9亿元;归母净利润同比+46.9%、至6.2亿元。

点评:

● 20Q4 玻璃价格持续攀升，箱净利维持高位。

销量方面，20H2公司部分生产线处于冷修状态（如漳州旗滨），对产销量有一定影响，我们预计20Q3、20Q4销量增速较前期有一定下降。

价格方面，持续的平板玻璃供给侧改革有效遏制新增产能，2020年强劲的房地产竣工赶工需求，带来平板玻璃行业景气度提升，下半年玻璃价格持续上涨，根据我们测算，公司20Q4单箱收入为100元，环比+13元、同比+16元。

盈利水平方面，20Q4玻璃价格表现优异，我们预计费用或减值损失对当期利润有一定影响，因此20Q4公司箱净利19.9元，环比-2元、同比+7元。

深加工玻璃等其他业务方面，1)公司持续扩大节能建筑玻璃业务规模，我们预计全年深加工玻璃收入延续上半年较快增长速度；2)醴陵电子于2020年4月进入商业化运营，正在持续优化产品品质等级和稳定提升产量，不断提高成品率；3)公司控股孙公司湖南药玻第一期25吨中性硼硅药用玻璃素管项目已于2021年1月点火投产。

● 加大全产业链布局，积极布局光伏玻璃，加码药用、电子玻璃，项目跟投激励新业务增长。

上游方面，公司完成了控股醴陵市金盛硅业有限公司并取得采矿权，形成福建漳州、广东河源、湖南郴州、醴陵4个配套硅砂矿，同时马来西亚旗滨收购马来西亚砂矿并积极推进砂矿项目建设。下游深加工项目方面，湖南节能一期项目建成部分已投入商业化运营，长兴节能、天津节能以及湖南节能二期扩建项目正在建设之中，2019年公司节能建筑玻璃业务收入占总收入比重已提升至7%，我们预计2020年占比继续提升。

光伏玻璃方面，公司已公告湖南郴州1200t/d、浙江绍兴1200t/d项目，此外于浙江宁波已签订4*1200t/d光伏玻璃项目，合计7200t/d光伏压延玻璃项目。超白浮法项目方面，公司现有湖南郴州1000t/d、福建漳州1000+500t/d项目均已转产。若上述项目落地，则未来公司光伏压延和超白浮法日熔量将分别占总日熔量的29%、10%，光伏玻璃有望成为另一支柱产业。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8378	9306	9640	12544	14939
(+/-)YoY(%)	10.5%	11.1%	3.6%	30.1%	19.1%
净利润(百万元)	1208	1346	1829	3294	3851
(+/-)YoY(%)	5.7%	11.5%	35.8%	80.1%	16.9%
全面摊薄EPS(元)	0.45	0.50	0.68	1.23	1.43
毛利率(%)	28.8%	29.4%	34.0%	42.3%	41.7%
净资产收益率(%)	16.0%	16.3%	19.9%	28.7%	27.2%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

公司在药用、电子玻璃项目上均采用跟投机制，有望对新业务扩张形成较强激励作用。1) 公司计划投资建设中性硼硅药用玻璃项目，建设规模为3窑8线100吨/天(一期项目为25吨/天)，总投资6亿元，公司和跟投平台分别持有69.2%和30.8%股权。2) 电子玻璃项目方面，公司和跟投平台分别持有82.6%和17.4%股权。

● **公布中长期发展战略规划纲要，股权激励进一步深化，彰显长期发展信心。**

公司已公布中长期发展战略规划纲要，争取在2021、2024年收入分别超过100、135亿元，净资产收益率不低于同行业对标企业80分位值水平，争取2024年原片产能比2018年增加30%以上、节能玻璃产能规模增加200%以上。公司持续完善激励机制，2016、2017年相继完成2轮限制性股票激励，授予股份合计约占总股本的7%，在此基础上再次公布2套股权激励方案，彰显长期发展信心：1) 2019~2024年拟滚动实施6期员工持股计划，总规模预计为1.25亿股，占20Q3总股本4.65%；2) 实施事业合伙人持股计划，股票来源为实际控制人无偿赠与，总人数不超过50人(首批核心管理层员工共计23名)，总规模不超过1亿股，占20Q3总股本的3.72%。

● **维持“优于大市”评级。**公司承诺2020~2022继续维持在足额预留盈余公积金以后每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可供分配利润50%。公司发行15亿元可转债已于2021年2月获证监会核准批复。我们预计公司2020~2022年EPS分别为0.68、1.23、1.43元/股，给予2021年PE 15~18倍，合理价值区间18.45~22.14元/股。

● **盈利预测假设。**

1) 销量：我们预计公司光伏玻璃等新产能投放时间在2021年底或2022年初，因此考虑到对库存的去化，我们假设2021年销量增速保持低速增长，2022年增速开始有所回升。2) 单箱收入：我们认为受益于玻璃价格高景气以及行业新增产能受限，考虑到2020H2开始玻璃价格已有较为明显的抬升并且保持历史高位，公司深加工业务占比逐步提升，我们预计2021~2022年单箱收入相比2020年有明显抬升。3) 单箱成本：我们预计2021~2022年纯碱、石油焦成本有所提升，考虑到供给端的差异性，我们预计单箱成本提升幅度小于单箱收入。

● **风险提示。**1) 行业复产产能投放超预期；2) 原材料成本超预期上行；3) 深加工进展不达预期。

表1 公司销量、单位收支分拆及预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量	万重量箱	11003	11845	11400	11813	13442
yoy		6.5%	7.7%	-3.8%	3.6%	13.8%
合计：营业收入	亿元	84	93	96	125	149
营业成本	亿元	60	66	64	72	87
单箱收入	元/重箱	76	79	85	106	111
单箱成本	元/重箱	54	55	56	61	65
单箱毛利	元/重箱	22	23	29	45	46

资料来源：公司年报(2018~2019)，海通证券研究所

表2 A股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS(元人民币/股)一致预期			PE(倍)			PB(倍)
		2021/3/4	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	(按最新每股净资产计算)
600449.SH	宁夏建材	15.05	1.61	2.30	2.66	9.4	6.5	5.7	1.2
600801.SH	华新水泥	22.96	3.03	2.69	3.37	7.6	8.5	6.8	2.2
600720.SH	祁连山	15.07	1.59	2.36	2.71	9.5	6.4	5.6	1.5
000012.SZ	南玻A	6.70	0.17	0.29	0.34	38.4	23.0	19.5	2.1
600660.SH	福耀玻璃	49.30	1.16	1.06	1.48	42.7	46.4	33.4	6.2
600529.SH	山东药玻	41.95	0.77	0.96	1.21	54.4	43.8	34.6	6.0
平均值						27.0	22.5	17.6	3.2

资料来源：WIND，海通证券研究所。注：盈利预测采用WIND一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)					营业总收入	9306	9640	12544	14939
每股收益	0.50	0.68	1.23	1.43	营业成本	6566	6363	7242	8707
每股净资产	3.07	3.42	4.27	5.27	毛利率%	29.4%	34.0%	42.3%	41.7%
每股经营现金流	0.75	1.02	1.56	1.76	营业税金及附加	121	125	163	194
每股股利	0.30	0.38	0.45	0.52	营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估(倍)					营业费用	129	135	176	209
P/E	27.81	20.47	11.37	9.72	营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	4.55	4.07	3.26	2.64	管理费用	514	530	690	822
P/S	4.03	3.88	2.99	2.51	管理费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	6.63	12.63	7.50	6.09	EBIT	1604	2101	3771	4409
股息率%	2.2%	2.7%	3.2%	3.7%	财务费用	112	123	124	123
盈利能力指标(%)					财务费用率%	1.2%	1.3%	1.0%	0.8%
毛利率	29.4%	34.0%	42.3%	41.7%	资产减值损失	-14	-19	-25	-30
净利润率	14.5%	19.0%	26.3%	25.8%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	16.3%	19.9%	28.7%	27.2%	营业利润	1581	2078	3743	4377
资产回报率	10.3%	13.4%	21.2%	20.8%	营业外收支	-13	0	0	0
投资回报率	12.4%	15.7%	24.7%	24.0%	利润总额	1568	2078	3743	4377
盈利增长(%)					EBITDA	2589	2861	4541	5189
营业收入增长率	11.1%	3.6%	30.1%	19.1%	所得税	222	249	449	525
EBIT 增长率	17.1%	31.0%	79.5%	16.9%	有效所得税率%	14.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	11.5%	35.8%	80.1%	16.9%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1346	1829	3294	3851
资产负债率	36.9%	32.7%	26.2%	23.6%					
流动比率	0.81	1.04	1.89	2.68	资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.56	0.76	1.52	2.29	货币资金	488	835	2281	4736
现金比率	0.16	0.31	0.97	1.78	应收账款及应收票据	157	163	212	252
经营效率指标					存货	673	653	743	893
应收账款周转天数	4.50	4.50	4.50	4.50	其它流动资产	1186	1183	1205	1235
存货周转天数	37.44	37.44	37.44	37.44	流动资产合计	2505	2834	4441	7117
总资产周转率	0.71	0.71	0.81	0.81	长期股权投资	39	39	39	39
固定资产周转率	1.10	1.12	1.43	1.66	固定资产	8423	8607	8801	9005
					在建工程	621	721	821	921
					无形资产	871	871	871	871
					非流动资产合计	10560	10835	11129	11433
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	13065	13669	15570	18550
净利润	1346	1829	3294	3851	短期借款	938	602	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	628	609	693	833
非现金支出	1002	779	795	810	预收账款	63	65	84	100
非经营收益	189	123	48	0	其它流动负债	1464	1459	1578	1721
营运资金变动	-519	-4	61	78	流动负债合计	3093	2735	2355	2655
经营活动现金流	2017	2727	4198	4740	长期借款	1113	1113	1113	1113
资产	-714	-891	-900	-900	其它长期负债	615	615	615	615
投资	9	0	0	0	非流动负债合计	1728	1728	1728	1728
其他	-197	0	0	0	负债总计	4821	4463	4083	4382
投资活动现金流	-902	-891	-900	-900	实收资本	2688	2686	2686	2686
债权募资	2438	-335	-602	0	归属于母公司所有者权益	8237	9199	11480	14160
股权募资	13	-1	0	0	少数股东权益	8	8	8	8
其他	-3502	-1153	-1250	-1385	负债和所有者权益合计	13065	13669	15570	18550
融资活动现金流	-1051	-1490	-1852	-1385					
现金净流量	62	347	1446	2454					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为03月04日;(2)以上各表均为简表

资料来源:公司年报(2019),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国巨石,西部水泥,帝欧家居,华新水泥,万年青,三棵树,伟星新材,兔宝宝,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,惠达卫浴,永高股份,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团,塔牌集团,中国建材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。