

## 业绩接近预告上限，盈利能力略超预期

公司公布中报，2020H1 实现收入 46.22 亿港元（同比+15.7%），归母净利润 14.06 亿港元（+47.6%）；利润接近业绩预告（12.85-14.28 亿港元）上限。

## 核心观点

- **光伏玻璃盈利强劲，未来 6 个季度产能快速释放。**光伏玻璃实现营收 34.9 亿港元（+19.3%），毛利率为 38.9%（+11.6pct），毛利率改善主要为单价同比提升 3-5%（尤其 Q1 价格较高）、天然气（同比下降不到 10%）和纯碱价格大幅下降（同比下降 10%+）、薄玻璃占比的提升和生产效率提升。受疫情影响，公司产线相较原计划有所推迟，目前广西北海 2\*1000t/d 产线分别在 6 和 8 月投产，明年芜湖各季度投产 4\*1000t/d 产线，2021 年底产能达到 13800t/d，相比 2020H1 增加 77%。同时，公司 7 月份在张家港签约 8 亿美元投资项目，在未来两年投资继续加码。
- **光伏电站价值有望重估，资金成本优势助力规模扩张。**截止 2020H1，公司拥有 2920MW 电站，大型地面电站为 2764MW；其中补贴项目占比为 93%（39%补贴 1-7 批目录内，54%补贴目录外）；若电站补贴及时发放，公司电站有望重估。此外，公司历史银行借款年利率在 4.2%以下，作为民企资金实力出众；随着明年国内平价全面到来，公司有望借助资金和 EPC 优势积累加速扩张。
- **费用率显著优化，规模效应显成效。**2020H1 公司销售费用率为 2.93%（-0.19pct）、管理费用率为 4.50%（-1pct）、财务费用率为 2.51%（-1.36pct），费用持续改善。经营活动现金流净额为 12.6 亿港元（+158%）；ROE 为 19.4%（+3.2pct）；存货周转天数为 34 天，与去年基本持平（31 天）。

## 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 0.35、0.43、0.49 元（原预测为 0.30/0.37/0.39 元，主要系股本变化和价格毛利率上调），根据分部估值对应估值为 791 亿元市值（即 870 亿港元），目标价为 10.65 港元，上调至“买入”评级。

## 风险提示

原料价格大幅波动；终端需求不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元人民币）	6,722	8,148	9,351	12,186	15,296
同比增长	-15.6%	21.2%	14.8%	30.3%	25.5%
营业利润（百万元）	1,864	2,711	3,558	4,298	4,895
同比增长	-15.7%	45.4%	31.3%	20.8%	13.9%
归属母公司净利润（百万元）	1,632	2,165	2,851	3,484	3,979
同比增长	-16.3%	32.6%	31.7%	22.2%	14.2%
每股收益（元）	0.20	0.27	0.35	0.43	0.49
毛利率	38.6%	43.0%	47.7%	44.0%	40.2%
净利率	24.3%	26.6%	30.5%	28.6%	26.0%
净资产收益率	18.5%	19.8%	20.2%	20.1%	18.9%
市盈率（倍）	37.8	28.5	21.6	17.7	15.5
市净率（倍）	6.8	4.9	4.0	3.2	2.7

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 (上调)

股价	8.37 港元
目标价格	10.65 港元
52 周最高价/最低价	8.88/2.64 港元
总股本/流通 H 股（亿股）	81.65/81.65
H 股市值（百万元港币）	68341
国家/地区	中国
行业	港股
报告发布日期	2020 年 08 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.4%	16.0%	80.4%	111.3%
相对表现	-5.0%	15.1%	76.7%	116.0%
恒生指数	-1.6%	0.9%	3.7%	-4.6%



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

## 相关报告

年报表现靓丽，龙头成长加码： 2020-04-16  
量利齐升新周期，行稳致远成长： 2019-09-19

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。

**图 1：可比公司估值表**

公司	代码	价格 (元)	市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E
福斯特	603806	71.95	57.85	52.29	42.79	35.76
福莱特玻璃	6865.HK	10.96	29.62	20.68	15.95	13.61
隆基股份	601012	57.70	41.22	33.32	26.82	21.53
福莱特	601865	23.40	63.62	44.72	32.32	26.76
中来股份	300393	8.06	25.79	17.62	11.90	8.60
平均数			43.62	33.72	<b>25.96</b>	21.25
信义能源	3868.HK	2.35	15.64	14.66	13.80	13.03
林洋能源	601222	8.58	21.42	15.48	12.08	9.95
平均数			18.53	15.07	<b>12.94</b>	11.49

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2020 年分部估值表（人民币元）**

业务	收入	归母净利润	PE	估值
光伏玻璃	97.7 亿	25.8 亿	26 倍	673 亿
电站及 EPC	23.4 亿	9 亿	13 倍	118 亿
	121.1 亿	34.8 亿		791 亿

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：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		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>核心假设</b>						
玻璃均价（元/m <sup>2</sup> ）	22.55	21.15	20.29	21.80	20.66	19.17
变动幅度				<b>-3.3%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-5.5%</b>
玻璃成本（元/m <sup>2</sup> ）	15.22	14.80	14.61	13.14	13.02	12.66
变动幅度				<b>-13.7%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>-13.4%</b>
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>光伏玻璃</b>						
销售收入	7,590	10,845	11,929	7,102	9,768	12,780
变动幅度				-6.4%	-9.9%	7.1%
毛利率	32.50%	30.00%	28.00%	39.76%	37.00%	34.00%
变动幅度				7.3%	7.0%	6.0%
<b>电站</b>						
销售收入	2,132	2,272	2,499	2,169	2,338	2,436
变动幅度				1.7%	2.9%	-2.5%
毛利率	74.42%	73.84%	75.00%	74.3%	73.6%	73.2%
变动幅度				-0.2%	-0.2%	-1.8%
<b>销售收入合计</b>	<b>9,922</b>	<b>13,317</b>	<b>14,629</b>	<b>9,351</b>	<b>12,186</b>	<b>15,296</b>
变动幅度				<b>-5.7%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>4.6%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>41.36%</b>	<b>37.41%</b>	<b>35.99%</b>	<b>47.68%</b>	<b>43.97%</b>	<b>40.23%</b>
变动幅度				<b>6.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.2%</b>

数据来源：东方证券研究所

**图 4：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		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,922	13,317	14,629	9,351	12,186	15,296
变动幅度				<b>-5.7%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>4.6%</b>
营业利润	3,126	3,775	3,964	3,558	4,298	4,895
变动幅度				<b>13.8%</b>	<b>13.9%</b>	<b>23.5%</b>
归属母公司净利润	2,431	2,980	3,129	2,851	3,484	3,979
变动幅度				<b>17.3%</b>	<b>16.9%</b>	<b>27.1%</b>
每股收益（元）	0.30	0.37	0.39	0.35	0.43	0.49
变动幅度				<b>16.1%</b>	<b>15.7%</b>	<b>25.8%</b>
毛利率(%)	41.36%	37.41%	35.99%	47.68%	43.97%	40.23%
变动幅度				<b>6.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.2%</b>
净利率(%)	24.50%	22.38%	21.39%	30.49%	28.59%	26.01%
变动幅度				<b>6.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.6%</b>

数据来源：东方证券研究所

**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	687	1,990	3,325	6,111	8,761	营业收入	6,722	8,148	9,351	12,186	15,296
应收票据及应收账款	3,640	4,870	4,676	6,093	8,413	营业成本	4,128	4,644	4,893	6,827	9,143
预付账款	1,201	1,207	1,870	2,437	3,059	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	376	368	391	546	731	营业费用	238	252	271	347	428
其他	57	46	59	77	97	管理费用及研发费用	362	383	421	542	673
<b>流动资产合计</b>	<b>5,961</b>	<b>8,481</b>	<b>10,322</b>	<b>15,265</b>	<b>21,062</b>	财务费用	216	228	243	207	192
长期股权投资	380	362	450	500	550	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	13,672	14,788	16,780	17,271	17,670	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	203	182	138	投资净收益	38	30	35	35	35
无形资产	456	181	166	151	136	其他	47	40	0	0	0
其他	466	1,626	2,574	2,574	2,574	<b>营业利润</b>	<b>1,864</b>	<b>2,711</b>	<b>3,558</b>	<b>4,298</b>	<b>4,895</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,974</b>	<b>16,957</b>	<b>20,172</b>	<b>20,678</b>	<b>21,067</b>	营业外收入	106	59	100	100	80
<b>资产总计</b>	<b>20,935</b>	<b>25,437</b>	<b>30,494</b>	<b>35,943</b>	<b>42,129</b>	营业外支出	2	0	1	1	1
短期借款	3,306	2,511	2,511	2,511	2,511	<b>利润总额</b>	<b>1,968</b>	<b>2,770</b>	<b>3,657</b>	<b>4,397</b>	<b>4,974</b>
应付票据及应付账款	2,525	2,070	2,936	4,096	5,486	所得税	179	263	366	448	517
其他	72	157	120	120	120	<b>净利润</b>	<b>1,789</b>	<b>2,507</b>	<b>3,292</b>	<b>3,948</b>	<b>4,457</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,903</b>	<b>4,739</b>	<b>5,567</b>	<b>6,728</b>	<b>8,117</b>	少数股东损益	156	342	441	464	478
长期借款	4,378	3,475	4,998	5,338	5,678	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,632</b>	<b>2,165</b>	<b>2,851</b>	<b>3,484</b>	<b>3,979</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.20	0.27	0.35	0.43	0.49
其他	87	586	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,465</b>	<b>4,061</b>	<b>4,998</b>	<b>5,338</b>	<b>5,678</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,369</b>	<b>8,800</b>	<b>10,565</b>	<b>12,066</b>	<b>13,795</b>	成长能力					
少数股东权益	1,424	3,938	4,379	4,843	5,321	营业收入	-15.6%	21.2%	14.8%	30.3%	25.5%
股本	671	724	817	817	817	营业利润	-15.7%	45.4%	31.3%	20.8%	13.9%
资本公积	1,956	3,778	3,685	3,685	3,685	归属于母公司净利润	-16.3%	32.6%	31.6%	22.2%	14.2%
留存收益	6,515	8,197	11,048	14,532	18,510	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	38.6%	43.0%	47.7%	44.0%	40.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>10,566</b>	<b>16,637</b>	<b>19,929</b>	<b>23,877</b>	<b>28,334</b>	净利率	24.3%	26.6%	30.5%	28.6%	26.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,935</b>	<b>25,437</b>	<b>30,494</b>	<b>35,943</b>	<b>42,129</b>	ROE	18.5%	19.8%	20.2%	20.1%	18.9%
						ROIC	10.9%	13.0%	13.7%	13.7%	13.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	49.5%	34.6%	34.6%	33.6%	32.7%
净利润	1,789	2,507	3,292	3,948	4,457	净负债率	66.2%	24.0%	21.0%	7.3%	0.0%
折旧摊销	584	705	1,098	1,253	1,369	流动比率	1.01	1.79	1.85	2.27	2.59
财务费用	216	228	243	207	192	速动比率	0.95	1.71	1.78	2.19	2.50
投资损失	(38)	(30)	(35)	(35)	(35)	营运能力					
营运资金变动	(159)	(1,600)	294	(1,000)	(1,762)	应收账款周转率	2.1	2.1	2.0	2.3	2.2
其它	(368)	(392)	1,031	4	4	存货周转率	12.0	12.5	12.9	14.6	14.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,024</b>	<b>1,418</b>	<b>5,922</b>	<b>4,376</b>	<b>4,225</b>	总资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
资本支出	(2,521)	(1,710)	(3,107)	(1,708)	(1,708)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	18	(88)	(50)	(50)	每股收益	0.20	0.27	0.35	0.43	0.49
其他	(137)	(335)	35	35	35	每股经营现金流	3.02	1.96	8.18	6.05	5.84
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,659)</b>	<b>(2,027)</b>	<b>(3,160)</b>	<b>(1,723)</b>	<b>(1,723)</b>	每股净资产	1.12	1.56	1.90	2.33	2.82
债权融资	376	(903)	1,523	340	340	估值比率					
股权融资	(995)	1,875	0	0	0	市盈率	37.8	28.5	21.7	17.7	15.5
其他	771	933	(244)	(207)	(192)	市净率	6.8	4.9	4.0	3.2	2.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>152</b>	<b>1,905</b>	<b>1,279</b>	<b>133</b>	<b>148</b>	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
汇率变动影响	(40)	0	0	0	0	EV/EBIT	-	-	-	-	-
<b>现金净增加额</b>	<b>(523)</b>	<b>1,296</b>	<b>4,041</b>	<b>2,787</b>	<b>2,650</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

