

光伏玻璃

行业景气度持续，龙头企业强者恒强

行业深度

2020-07-14 星期二

投资要点

➤ 全球光伏装机需求持续增长：

目前中国、欧美疫情已基本得到控制，海内外装机需求开始复苏。中性预计2020年全球光伏新增装机110GW，其中国内新增装机40GW，海外新增装机70GW。2020年受疫情影响的滞后需求将于2021年释放，预期2021年全球新增装机140GW，同比增长27%。

➤ 受益双面双玻渗透率快速提升，光伏玻璃行业景气度持续：

2019年双面双玻组件渗透率约为10-15%，目前单双面PERC电池片已经同价，随着下游应用端对于双面组件发电增益的认可，预期2020年双面双玻组件的渗透率将会快速提升。全球光伏装机需求持续增长叠加双面双玻组件渗透率提升，预期光伏玻璃行业景气度持续。

➤ 双寡头竞争格局形成，行业集中度将进一步提升：

光伏玻璃为技术和资本双密集型行业，先发优势、规模优势、资源优势和客户优势等构筑的行业壁垒突出，已多年来未有新进入者。信义光能和福莱特玻璃分别为全球第一大和第二大光伏玻璃生产商，目前已形成双寡头竞争格局。2020年只有信义光能和福莱特玻璃有新产能投产，预计2020年两家龙头公司的市占率将由2019年50%进一步提升至62%，行业前五市占率进一步提升到85%。

➤ 龙头公司加速扩产，强者恒强：

光伏玻璃行业的成本优势主要来自于规模优势，单炉规模越大，生产成本越低。例如，日熔量1000吨的窑炉生产的玻璃产品成本较日熔量650吨的玻璃产品成本要低10%-20%。信义光能和福莱特玻璃两家龙头公司借助大窑炉规模成本优势加速扩产，更加凸显竞争优势，并形成较强的议价能力，维持相对稳定的毛利率水平。

➤ 投资标的推荐：

1) 信义光能 (968.HK)：一体化优势显著，盈利能力卓越

基于公司光伏玻璃龙头规模成本一体化优势，盈利能力显著领先行业。2019年总计日熔化量7,800吨的光伏玻璃生产线，规划6,000吨的新产能，2020年产能达11,800吨/日，2021年将达到13,800吨/日。

2) 福莱特玻璃 (6865.HK)：技术领先，加速扩产

公司光伏玻璃核心技术行业领先。2019年总计日熔化量5,400吨的光伏玻璃生产线，规划4,400吨的新产能，至2020、2021年产能分别达7,400吨/日，9,800吨/日。根据公司A股发行预案，预期公司远期产能将达到12,200吨/日。

相关报告

《信义光能(968.HK)深度报告：光伏玻璃行业翘楚，未来成长可期-20200619》

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

目录

目录.....	2
1.全球光伏装机需求持续增长.....	5
2.双玻组件渗透率提升助推光伏玻璃需求.....	7
3.行业形成双寡头竞争格局，强者恒强.....	11
3.1 龙头公司加速扩产，市场份额进一步提升.....	11
3.2 龙头公司规模成本优势显著.....	14
3.3 龙头公司盈利能力强.....	15
4. 投资标的推荐.....	16
4.1 信义光能（968 HK）.....	16
4.2 福莱特玻璃（6865 HK）.....	16
风险提示.....	16

图目录

目录.....	2
图 1: 光伏玻璃产业链.....	5
图 2: 超白压花光伏玻璃.....	5
图 3: 2012-2021E 年全球光伏新增装机 (GW)	5
图 4: 2019-2025E 地面光伏电站初始投资成本 (元/W)	6
图 5: 2020-2025 年国内光伏新增装机预测 (GW)	6
图 6: 单双玻组件示意图.....	7
图 7: 第三批领跑者基地中标类型.....	7
图 8: 单双玻 PERC 组件成本对比(元/W).....	9
图 9: 单双面 PERC 电池片价格 (元/W)	9
图 10: 2016-2020E 单双面组件市场占有率.....	10
图 11: 2013-2019 年中国和全球太阳能组件产量 (GW)	11
图 12: 2018-2020 年中国光伏玻璃分月产能 (吨/日)	11
图 13: 2019 年主要光伏玻璃日熔量 (吨/日)	12
图 14: 2020 年主要光伏玻璃公司产能市占率.....	12
图 15: 2016-2020E 光伏玻璃行业集中度.....	13
图 16: 3.2MM 光伏玻璃价格 (元/M ²)	13
图 17: 福莱特光伏玻璃成本结构 (2018 年)	14
图 18: 信义光能光伏玻璃成本结构 (2019 年)	14
图 19: 纯碱价格走势 (元/吨)	14
图 20: 重油出厂价 (元/吨)	14
图 21: 行业良品率对比.....	15
图 22: 行业毛利率对比.....	15
图 23: 行业 ROE 对比.....	15
图 24: 行业派息率对比.....	15

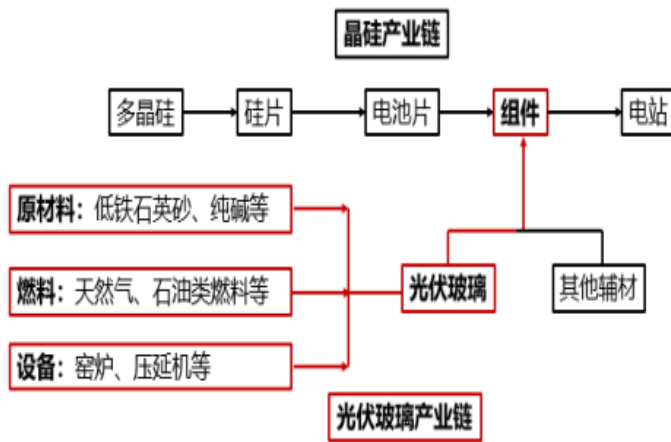
表目录

目录.....	2
表 1: 2020 年国内新增装机明细.....	6
表 2: 2.0mm 及 2.5mm 光伏玻璃合理价格测算.....	8
表 3: 光伏玻璃合理价格对应的单双玻组件成本对比.....	9
表 4: 光伏装机量对应光伏玻璃需求测算.....	10
表 5: 全球光伏玻璃需求测算 2018~2020E.....	10
表 6: 主要光伏玻璃公司新投产产能规划.....	12
表 7: 行业估值.....	16

1.全球光伏装机需求持续增长

光伏玻璃是光伏组件的上游原料，其强度、透光率等直接决定了光伏组件的寿命和发电效率，是晶硅光伏组件生产的必备材料。光伏玻璃透过晶体硅技术及薄膜技术广泛用于光伏组件。光伏玻璃可分为三种主要类型，即超白压花玻璃、超白加工浮法玻璃及透明导电氧化物镀膜(TCO)玻璃。由于超白压花玻璃及超白加工浮法玻璃的含铁量较低，因此与普通玻璃相比，超白压花玻璃对晶体硅光伏电池的透光率更高，从而提高光伏组件的发电效率。

图 1：光伏玻璃产业链



资料来源：公开资料、国元证券经纪（香港）整理

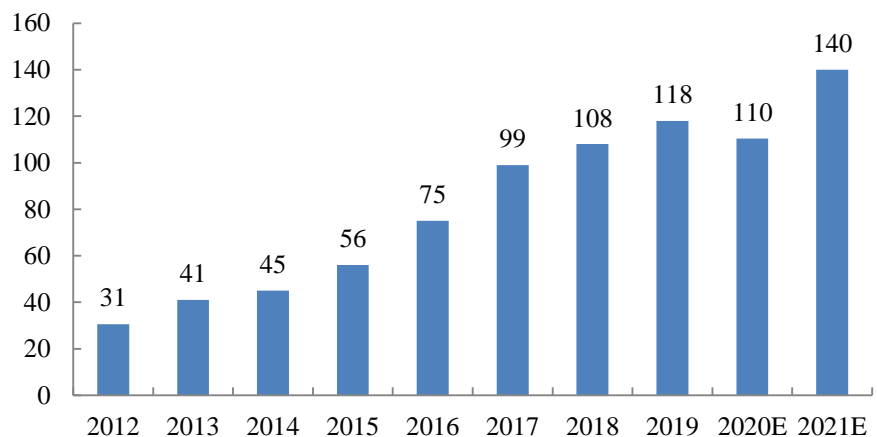
图 2：超白压花光伏玻璃



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

目前中国、欧美疫情已基本得到控制，海内外装机需求开始复苏。BloombergNEF 最新预计 2020 年全球光伏新增装机 110GW。2020 年受疫情影响的滞后需求将于 2021 年释放，预期 2021 年新增装机 140GW，同比增长 27%。

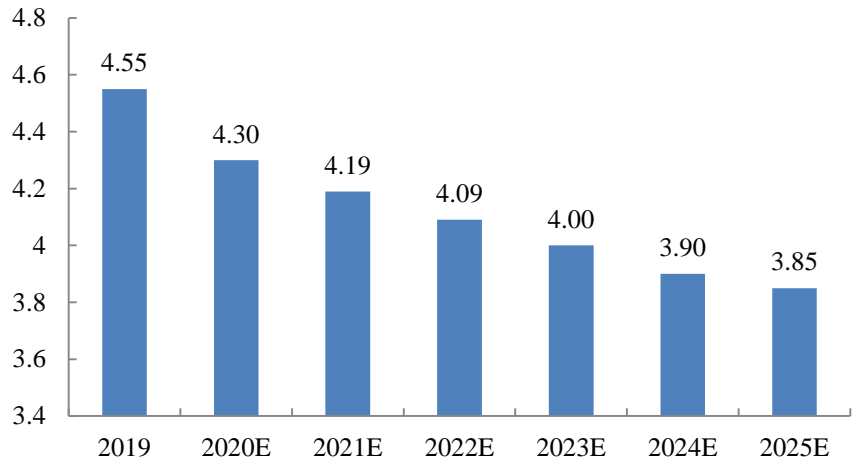
图 3：2012-2021E 年全球光伏新增装机（GW）



资料来源：BloombergNEF、国元证券经纪（香港）整理

CPIA 数据显示，随着各环节技术进步与成本控制，2019 年单晶 PERC 组件成本降至约 1.31 元/W，较 2018 年下降超过 9%，预计 2021 年可降至 1.15 元/W。2019 年我国地面光伏初始投资成本为 4.55 元/W，较 2018 年下降 7.5%，其中组件占投资成本的 38.5%，预计 2020 年全投资成本可下降至 4.3 元/W。光伏度电成本的快速下降将促进中国光伏平价时代加速到来，支撑光伏装机需求持续增长。

图 4：2019-2025E 地面光伏电站初始投资成本（元/W）



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

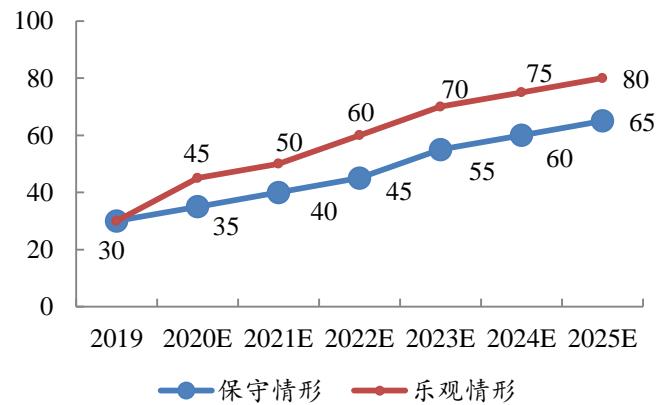
2019 年对需要国家补贴的项目采取竞争配置方式确定市场规模，因政策出台时间较晚，截止 2019 年底竞价项目实际并网量只有目标的 1/3。近期国家能源局公布 2020 年光伏发电竞价补贴项目，拟纳入竞价补贴项目总容量 25.97GW，同比增长 14%，项目规模略超出市场预期。2020 年，在未建成的 2019 年竞价项目、特高压项目，加上新增竞价项目、平价项目拉动下，CPIA 预计 2020 年国内预计新增光伏装机 35-45GW。

表 1：2020 年国内新增装机明细

项目 (单位:GW)	2019 年 结转	2020 年 新增	2020 年 预测
户用光伏		7	7
竞价	9	9	18
平价	6.5	3	9.5
领跑者	1.7		1.7
特高压	3.4		3.4
示范基地	0.6		0.6
合计	21.2	19	40.2

资料来源：国家能源局、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2020-2025 年国内光伏新增装机预测（GW）



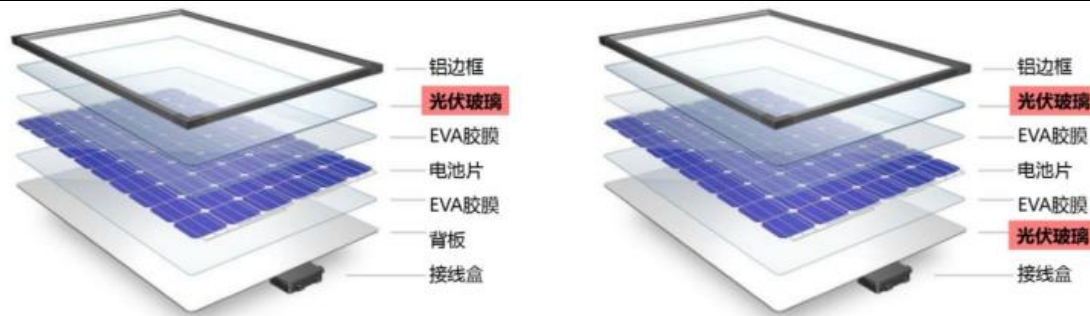
资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

2.双玻组件渗透率提升助推光伏玻璃需求

近年来，随着制作工艺的成熟和对应成本的降低，从2018年开始国内多家大型组件企业已经进入双面组件规模化量产阶段，2019年双面组件实际产量超过15GW，双面组件产能达到25GW以上。

双玻减薄趋势明显，截至2018年底，双面组件主要采用2.5mm+2.5mm双玻无框和有框两种封装方式。随着2.0mm半钢化光伏玻璃量产能力的提升以及成本的明显下降，在满足强度和成本要求的情况下，大幅度降低了双面双玻组件的重量（以72片电池组件为例，双面双玻组件重量可降低5KG），2019年光伏组件企业对双面组件主要采用的是2.0mm+2.0mm双玻有框的封装方式。目前个别组件企业也开始生产1.6mm+1.6mm双面双玻组件，预期1.6mm+1.6mm双面双玻组件将会更多的应用于屋顶，并逐步替代现有的3.2mm的单玻常规组件。

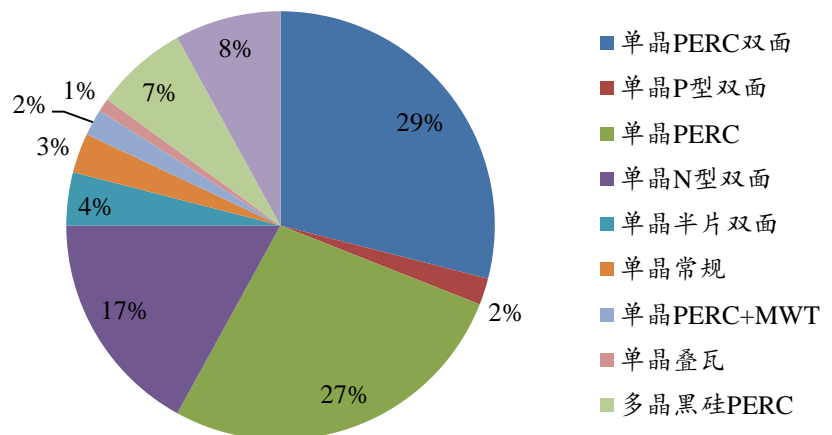
图6：单双玻组件示意图



资料来源：公开资料、国元证券经纪（香港）整理

从前三批光伏领跑者项目中标情况来看，首批领跑者中单晶产品占比就超过60%，在第三批领跑者中达到85%左右，推动单晶在国内市场应用的主流趋势。

图7：第三批领跑者基地中标类型



资料来源：国家能源局、国元证券经纪（香港）整理

随着光伏补贴的降低和平价上网时代的到来，在持续降本的巨大压力下，近年来光伏电池和组件的技术发展日新月异，形式多种多样。以转换效率为轴看光伏技术发展来看，BSF 电池为 1 代电池、PERC 单晶为 2 代电池，则目前正处于 PERC+ 的 2.5 代电池时代。对比 PERC、TOPCon、HJT（异质结）三种电池的成本数据，PERC 电池成本最低，目前 PERC+ 较异质结更有性价比。

工信部公开征求《光伏制造行业规范条件（2020 年本）》的意见，较 2018 年版本提升了对现有、新建光伏制造企业及项目的产品技术、生产指标等要求，对光伏企业电池片、组件转化效率提出明确要求，其中现有产能多晶、单晶硅电池转换效率不低于 19%、22.5%；新建产能多晶、单晶硅电池转换效率不低于 20%、23%。对新建单晶电池片项目要求效率不低于 23%，高于 2019 年行业平均水平，意味着至少需要采用 PERC+ 以上的技术路线，而普通 PERC 技术路线即将面临淘汰。

2.0mm 与 2.5mm 光伏玻璃处在面世初期，成本较高，虽然相对 3.2mm 玻璃而言节省了 20~40% 原片玻璃，但与 3.2mm 玻璃的价差并未体现出应有的成本优势。随着双玻趋势带动薄玻璃需求增长、玻璃大厂大产线技改及技术进步，薄玻璃价格已经逐步下降。经过初步测算，通过设定一线厂商的合理毛利率水平，预期 2.5mm 与 2.0mm 玻璃的合理价格有望分别降至 19.8 元/平米和 17.8 元/平米。

表 2：2.0mm 及 2.5mm 光伏玻璃合理价格测算

玻璃厚度 (mm)	3.2	2.5	2.0
1 吨原片产能对应玻璃产量 (平米/吨)	95	119	144
光伏玻璃单位成本 (元/平米)	15.5	12.8	11
毛利率	27%	27%	30%
当前售价 (含税 元/平米)	24	21	20
合理价格 (含税 元/平米)	-	19.8	17.8

资料来源：卓创资讯、PVinforLink、国元证券经纪（香港）整理

按照 2.5mm 与 2.0mm 玻璃的合理价格 19.8 元/平米和 17.8 元/平米，2.5mm 双玻半框组件成本仅高于传统单玻组件成本 1 分/W，而两者电池片的售价已经同价。

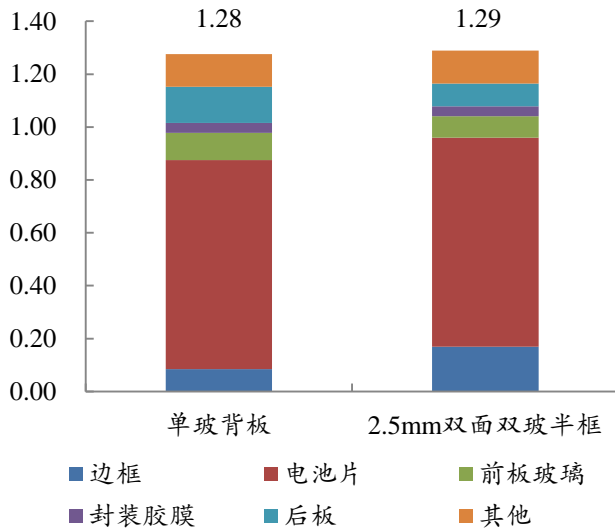
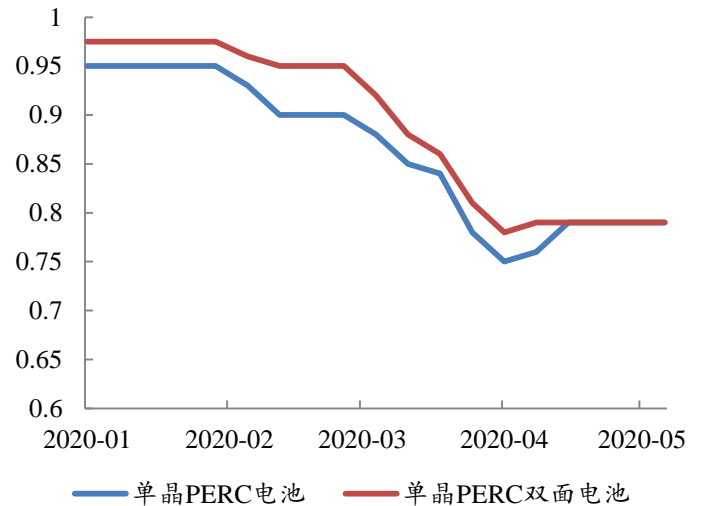
未来 2.0-2.5mm 薄玻璃溢价将逐步缩小，2.0mm 双玻带框组件解决重量及爆裂问题的同时单价比 2.5mm 玻璃便宜 1-2 元/平米，光伏组件封装形态向 2.0mm 双玻结构进化是确定趋势，预期 2.0mm 双玻组件占比将会快速提升。

随着 2.0mm 玻璃价格合理化的，带框 2.0mm 双玻组件将实现与普通单玻组件或透明背板组件同等制造成本且重量控制在 23kg 以下，则其相对普通单面组件的背面发电增益以及相对透明背板组件的高可靠性将成为纯额外收益。

表 3: 光伏玻璃合理价格对应的单双玻组件成本对比

组件类型		2.0mm 双玻全框	2.0mm 双玻半框	2.5mm 双玻半框	传统单玻
组件封装方式	前板	2.0mm 玻璃	2.0mm 玻璃	2.5mm 玻璃	3.2mm 玻璃
	后板	2.0mm 玻璃	2.0mm 玻璃	2.5mm 玻璃	传统背板
边框	元/块	55	27.5	27.5	55
电池片	元/W	0.79	0.79	0.79	0.79
前板玻璃	元/m ²	17.8	17.8	19.8	24
封装胶膜	元/m ²	12	12	12	7.5
后板	元/m ²	17.8	17.8	19.8	12
其他材料	元/块	34	34	34	34
制造成本	元/块	18	18	18	12
组件制造良率		99%	99%	99%	99%
破碎率		0.075%	0.075%	0.075%	0.06%
生产成本	元	487	459	413	411
包括(含托盘)	元/块	220(30 片)	220(30 片)	220(30 片)	220(28 片)
压块(螺丝)	元/块	6	6	6	6
总成本	元/块	493	465	419	417
组件功率	W	325	325	325	325
总成本	元/W	1.52	1.43	1.29	1.28

资料来源: 卓创资讯、PVinforLink、国元证券经纪(香港)整理

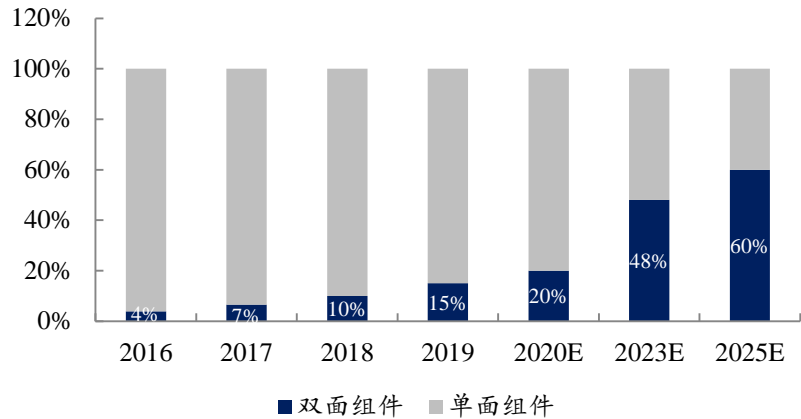
图 8: 单双玻 PERC 组件成本对比(元/W)

图 9: 单双面 PERC 电池片价格 (元/W)


资料来源: 卓创资讯、PVinforLink、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: PVinforLink、国元证券经纪(香港)整理

2019 年单面组件仍是市场主流, 市场占比为 86%, 2019 年双面组件渗透率约 10-15%, 但龙头组件企业出货中双面组件占比已接近 30%。

随着下游应用端对于双面组件年发电增益的认可, 以及安装方式的逐步优化, 双面发电组件的应用规模将会不断扩大。

图 10：2016-2020E 单双面组件市场占有率


资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

光伏玻璃需求的增长由全球光伏装机量增长+双玻组件渗透率提升共同推动。假设 2021 和 2025 年光伏装机量 120GW、140GW，双玻渗透率分别提升至 20%、30%，其中 2.0mm 双玻占比 30%和 60%，则 2021 和 2025 为年光伏玻璃原片需求分别增长约 32%、34%。

表 4：光伏装机量对应光伏玻璃需求测算

参数	传统单玻	双面双玻	双面双玻
玻璃厚度	3.2	2.5	2.0
一吨原片 VS 玻璃产能 (平米/吨)	125	160	200
原片至玻璃合格率	95%	95%	95%
光伏玻璃生产良品率	80%	78%	76%
一块组件所需玻璃面积 (平米)	1.635	3.27	3.27
组件功率 (60 片) W	310	310	310
1GW 组件对应原片需求 (万吨)	5.6	8.9	7.3

资料来源：卓创资讯、PVinforLink、国元证券经纪（香港）整理

表 5：全球光伏玻璃需求测算 2018-2020E

	2019	2020E	2021E	2022E	2025E
全球光伏装机	118	110	140	160	200
组件需求量 (GW)	120	110	140	160	200
双玻渗透率	15%	20%	30%	40%	60%
单玻装机量(GW)	100.3	88	98	96	80
双玻装机量(GW)	17.7	22	42	64	120
单玻原片需求(万吨)	561.68	492.8	548.8	537.6	448
双玻原片需求 (万吨)	143.37	178.2	340.2	518.4	972
合计原片需求 (万吨)	705.05	671	889	1056	1420
增长			32%	19%	34%

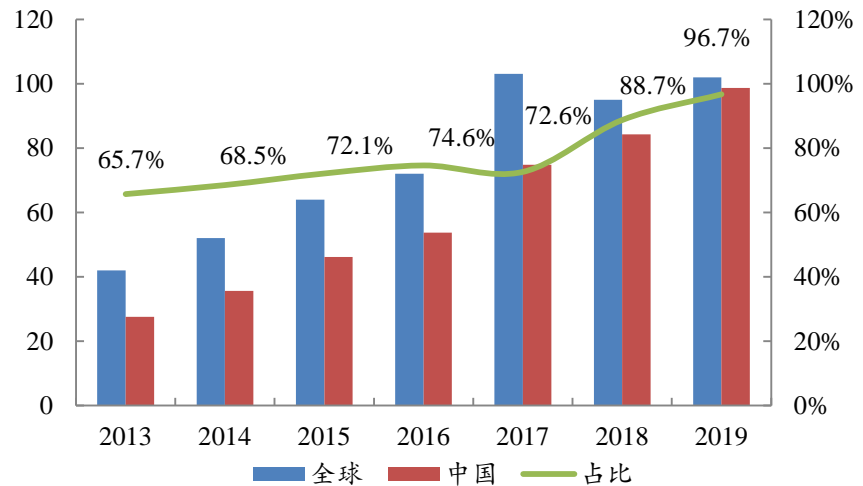
资料来源：卓创资讯、PVinforLink、国元证券经纪（香港）整理

3.行业形成双寡头竞争格局，强者恒强

3.1 龙头公司加速扩产，市场份额进一步提升

前瞻产业研究院数据显示，2019年，全球光伏组件产量约为102GW，同比增长7.4%；其中中国光伏组件产量达到了98.6GW，占全球产量比重上升至96.7%。

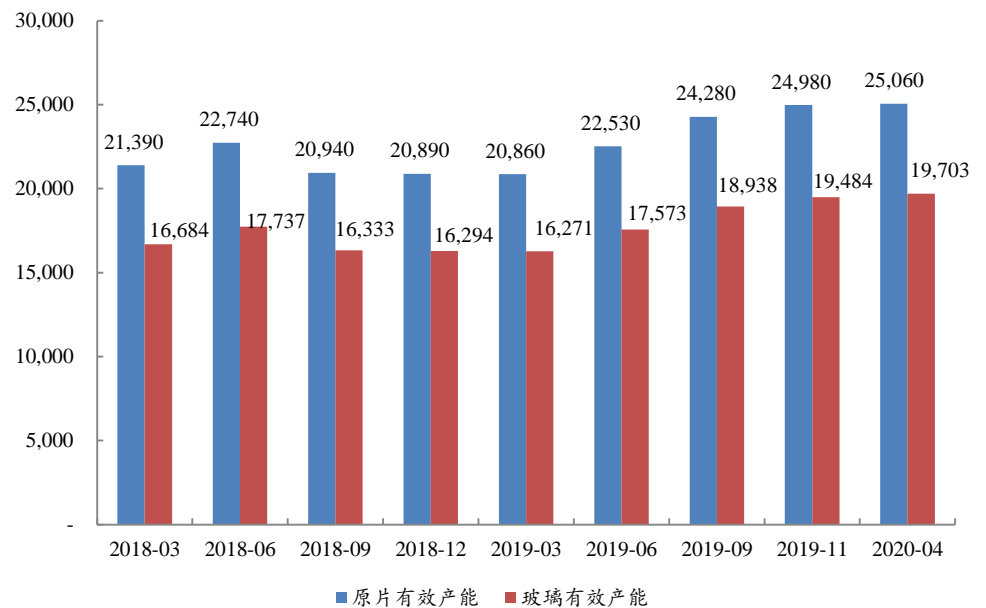
图 11：2013-2019 年中国和全球太阳能组件产量（GW）



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

根据卓创资讯统计，2020年4月底全国光伏玻璃日熔量约为25,060t/d。根据行业78%的成品率测算，国内光伏玻璃实际有效产能约为19,703吨/日。

图 12：2018-2020 年中国光伏玻璃分月产能（吨/日）



资料来源：卓创资讯、国元证券经纪（香港）整理

光伏玻璃为技术和资本双密集型行业，先发优势、规模优势、资源优势和客户优势等构筑的行业壁垒突出，已多年来未有新进入者。信义光能和福莱特分别为全球第一大和第二大光伏玻璃生产商，毛利率水平优异，远高于行业其它公司，目前已形成双寡头格局。

2020 年新增产能仅包括福莱特越南一线 1000 吨/日产线、福莱特越南二线 1000 吨/日产线，信义光能广西一线 1000 吨/日产线、信义光能广西二线 1000 吨/日产线、信义光能芜湖信义 2 条 1000 吨/日产线。考虑到光伏玻璃新产线产能爬坡的时间，预计 2020 年信义光能和福莱特产能市占率将分别达到 38% 和 24%。

图 13：2019 年主要光伏玻璃日熔量（吨/日）

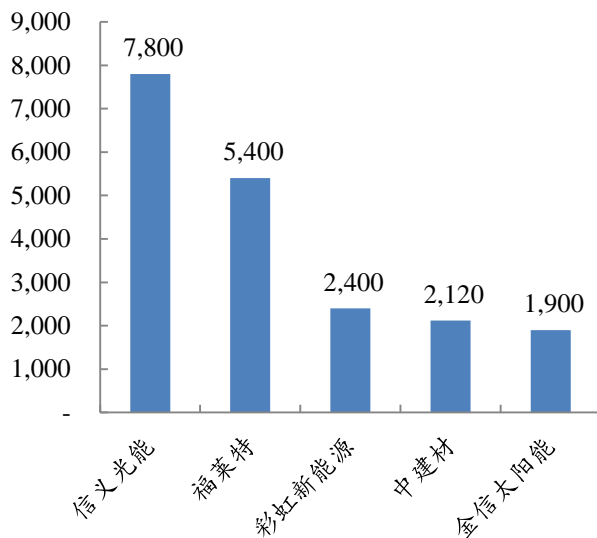
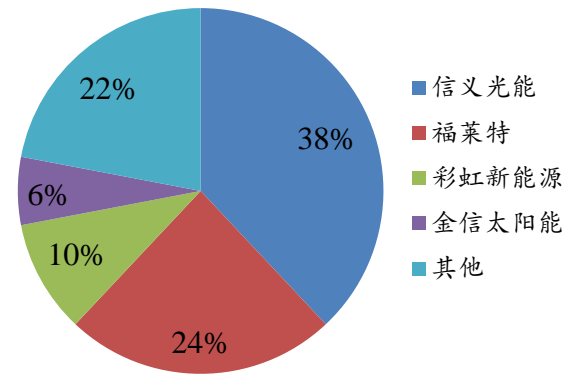


图 14：2020 年主要光伏玻璃公司产能市占率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：中国产业信息网、国元证券经纪（香港）整理

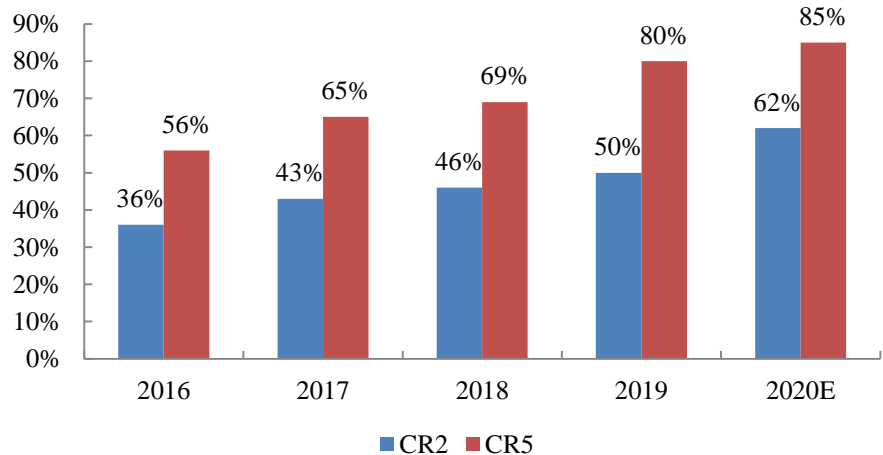
表 6：主要光伏玻璃公司新投产产能规划

公司	产线 (吨/日)	产能 (吨/日)	预期投产时间	地点
信义光能	2 条 1000	2000	2020	广西北海
信义光能	2 条 1000	2000	2020	安徽芜湖
福莱特	2 条 1000	2000	2020	越南海防
福莱特	2 条 1200	2400	2021	安徽凤阳
彩虹新能源	1 条 850	850	2021	安徽合肥
新福兴玻璃	2 条 1100	2200	2021	广西北海
亚玛顿	2 条 650	1300	待定	安徽凤阳
南玻	4 条 1200	4800	待定	安徽凤阳

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

近年随着环保趋严以及“531”政策¹的实施，国内市场对光伏玻璃的短期需求受到较大影响，一些中小企业退出当前市场，光伏玻璃行业已逐步形成少数规模化企业的充分竞争的格局。根据当前各厂家的扩产计划，2017~2019 年的新增产能主要来自信义光能、福莱特、中航三鑫和彩虹新能源，都是市场份额位列前八的企业。按光伏玻璃原片产能计算，全国前五大光伏玻璃生产企业的市场集中度从2013年的63.3%提高到2019年末的80%左右。2020年及以后新增产能也主要来自于龙头企业，预期市场份额将会向规模化光伏玻璃龙头业进一步集中。

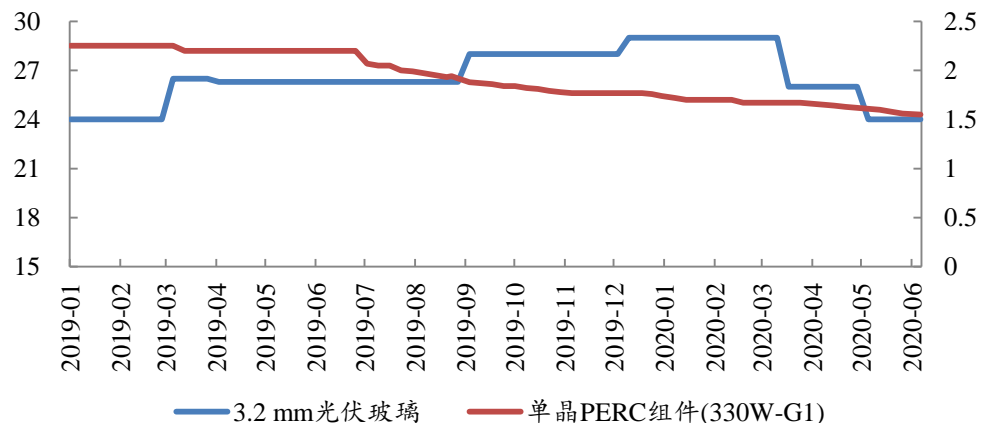
图 15：2016-2020E 光伏玻璃行业集中度



资料来源：公司公告、卓创资讯、国元证券经纪（香港）整理

区别于光伏其他产业链如硅料，硅片、电池片和组件价格不断下降的趋势，光伏玻璃价格相对稳定。以 3.2mm 玻璃为例，从全年光伏玻璃的供需来看，维持 110GW 需求的边际产商持续生产的价格约在 25-26 元/m²，会略高于目前 24 元/m² 的水平。

图 16：3.2mm 光伏玻璃价格（元/m²）



资料来源：PVinforLink、国元证券经纪（香港）整理

3.2 龙头公司规模成本优势显著

光伏玻璃的主要原材料和燃料为纯碱、石英砂和石油类燃料、天然气、电等。

光伏玻璃在产业链上处于一个相对独立的环节，成本的变化主要取决于自身采购能源以及燃料的能力以及折旧水平。一线大厂光伏玻璃生产成本中，原材料占比约 46%，能耗占比 35%左右；原材料中纯碱及石英砂总占比约 55%，能耗中燃料占比 65%，电力占比 35%。

2020 年，纯碱和石油类燃料价格出现较大幅度下降，原材料和燃料动力价格的下降将带来公司光伏玻璃单位成本的进一步下降。

图 17：福莱特光伏玻璃成本结构（2018 年）

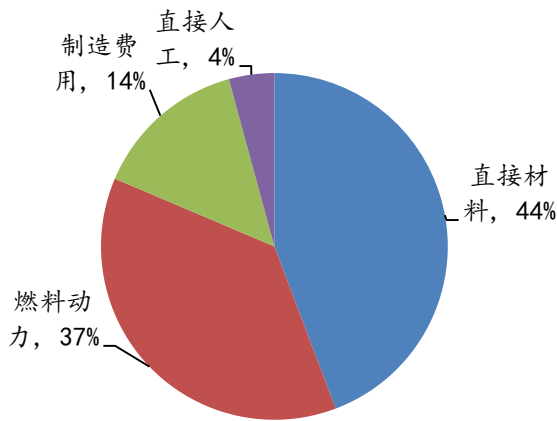
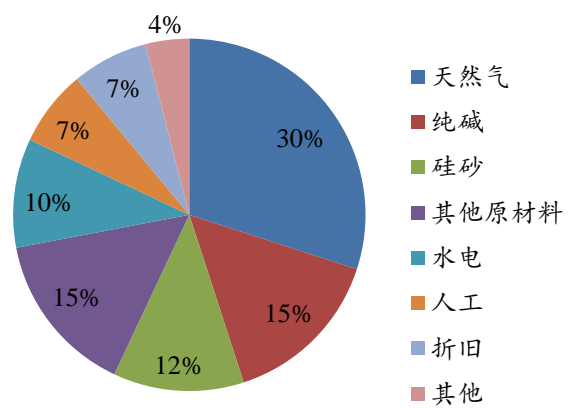


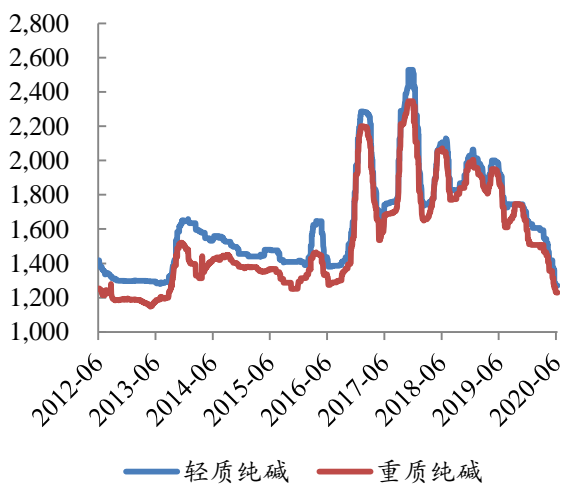
图 18：信义光能光伏玻璃成本结构（2019 年）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

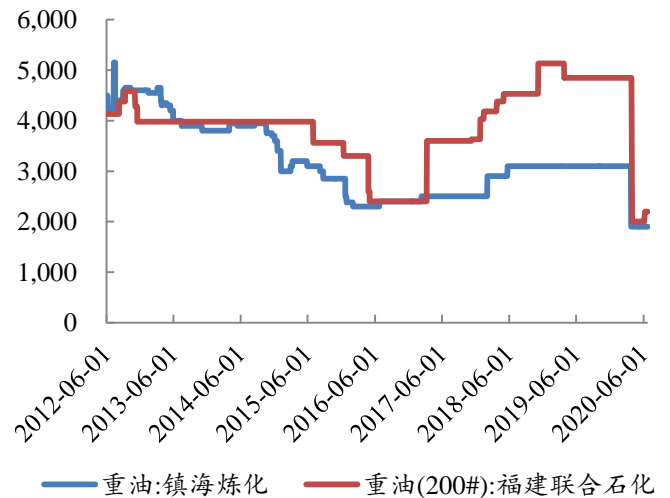
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 19：纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 20：重油出厂价（元/吨）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

3.3 龙头公司盈利能力强

信义光能平均良品率约为 82%，福莱特玻璃原产能和新产能良品率分别为 80% 和 95%，显著高于行业二线厂商 75% 以及小窑炉 70% 及以下水平；高良品率可以实现燃料、电力、设备折旧和人工成本的全面节约，带来单位成本的下降。

光伏玻璃行业的成本优势主要来自于规模优势，单炉规模越大，生产成本越低。例如，日容量 1000 吨的窑炉生产的玻璃产品成本较日容量 650 吨的玻璃产品成本要低 10%-20%，信义光能和福莱特玻璃两家龙头公司借助大窑炉规模成本优势加速扩产，更加凸显竞争优势，并形成较强的议价能力，维持相对较高的毛利率水平。

图 21：行业良品率对比

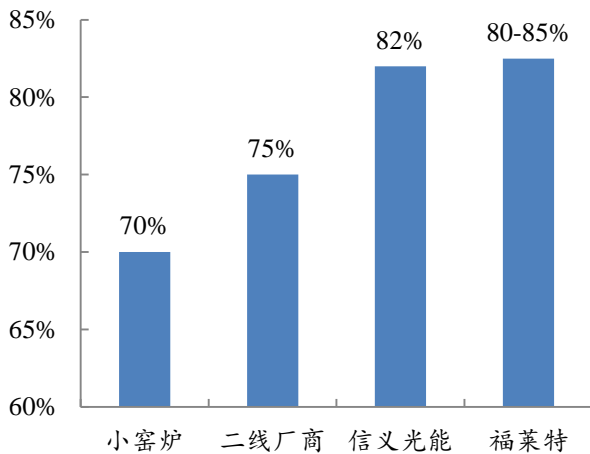
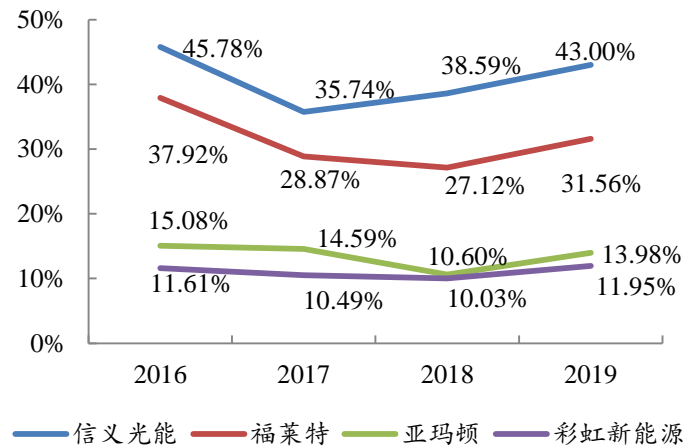


图 22：行业毛利率对比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 23：行业 ROE 对比

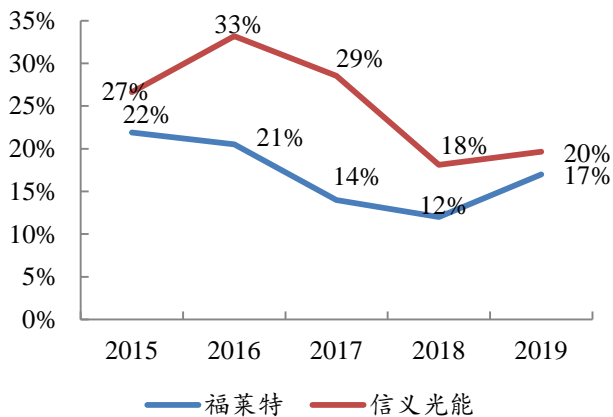
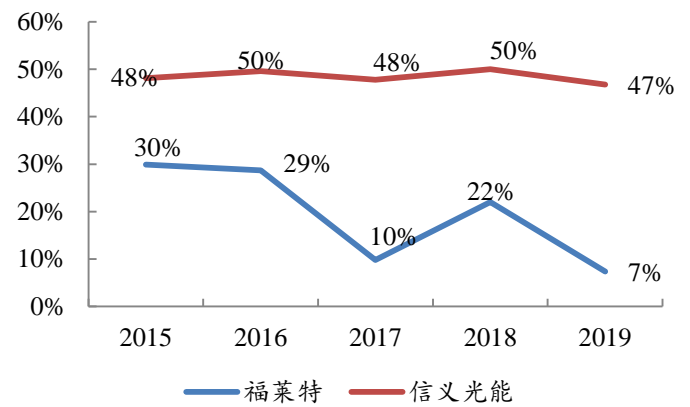


图 24：行业派息率对比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

4. 投资标的推荐

4.1 信义光能（968 HK）

➤ 全球最大的光伏玻璃制造商：

公司为全球最大的光伏玻璃制造商，截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有总计日熔化量 7,800 吨的光伏玻璃生产线，占有全球超过 30% 的市场份额。2020 年公司新增 6 条太阳能玻璃生产线，总产能为 6,000 吨/日，预期 2020 年和 2021 年产能将分别增长至 11,800 和 13,800 吨。

➤ 一体化优势显著，未来成长可期：

基于公司光伏玻璃龙头规模成本一体化优势、融资成本优势，以及太阳能电站项目稳定可观的回报，2015-2019 年公司平均净利率和 ROE 分别达到 27% 和 25%，显著领先行业。受益薄片玻璃渗透率的快速提升，公司将加大高附加值产品占比，优化产品结构，未来业绩成长可期。

4.2 福莱特玻璃（6865 HK）

➤ 光伏玻璃技术领先优势：

公司作为领先的光伏玻璃制造企业，已获得 100 多项光伏玻璃相关专利，在光伏玻璃的配方、生产工艺和自爆率控制等关键技术方面处于行业领先水平。公司是国内第一家、全球第四家通过瑞士 SPF 认证的企业，获得多项光伏玻璃技术相关的奖项，其中包括由中华人民共和国科学技术部颁发的国家重点新产品奖。

➤ 降本增效，加速产能扩张：

截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有总计日熔化量 5,400 吨的光伏玻璃生产线，占有全球超过 20% 的市场份额，为全球第二大的光伏玻璃制造商。公司新增四条太阳能玻璃生产线，总产能为 4,400 吨/日，将分别于 2020 年和 2021 年新增 2000 吨/日和 2400 吨/日产能，此外，根据公司 A 股发行预案，公司将进一步扩充安徽凤阳 2*1200t/d 窑炉线，届时未来公司总日熔量将由 5,400 吨增加至 12,200 吨。产能扩充将进一步巩固公司行业地位，规模成本优势将进一步提升公司盈利水平，支撑公司未来业绩高增长。

表 7：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值	营业收入（亿港元）			净利润（亿港元）			PE			PB
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019
A股														
601865.SH	福莱特	RMB	21.30	383	34.9	53.3	52.7%	4.7	8.0	70.7%	62.0	43.1	31.7	9.9
002623.SZ	亚玛顿	RMB	44.98	79	17.3	13.1	-24.3%	0.9	-1.1	-219.8%	-81.6	97.2	64.2	3.8
000012.SZ	南玻A	RMB	5.63	140	119.5	115.6	-3.2%	5.2	6.0	15.8%	33.9	0.0	0.0	1.9
H股														
0968.HK	信义光能	HKD	8.20	655	77.3	91.6	18.4%	18.6	24.2	29.7%	27.1	21.7	16.9	4.6
0438.HK	彩虹新能源	HKD	0.96	21	26.5	24.9	-6.0%	0.9	1.0	12.1%	20.4	-	-	10.1
6865.HK	福莱特玻璃	HKD	9.71	425	34.9	53.3	52.7%	4.7	8.0	70.7%	24.7	16.9	12.4	3.9

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理及预测

风险提示

海内外疫情影响下光伏装机需求不及预期；光伏玻璃价格大幅下跌

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>