

浮法玻璃业绩承压，新兴业务稳步推进

——南玻 A2022 年中报点评

核心观点

- **浮法玻璃景气底部，公司盈利韧性凸显。**22H1 公司收入/归母净利为 65.2/10.0 亿，YoY-1.4/-26.0%；其中 22Q2 收入/归母净利为 37.3/6.2 亿，YoY+3.5/-20.8%。下游需求疲软叠加原料成本提升，玻璃行业利润大幅下滑，公司依靠硅料等业务业绩呈现韧性，在硅料等新业务带动下预计公司下半年业绩有较大增长空间。
- **玻璃业务业绩下滑，硅片/硅料业务对冲玻璃下行。**22H1 公司玻璃/太阳能/电显业务收入为 44.3/14.3/8.1 亿，YoY-17.3/+225.5/-8.1%；毛利率为 30.9/33.7/28.1%，YoY-7.7/+18.0/-12.1pct。玻璃业务中，浮法玻璃/光伏玻璃/工程玻璃收入 YoY-20.7/-43.7/+1.1%，净利 YoY-64.3/-101.2/+216.2%。据卓创资讯玻璃/纯碱/天然气/石油焦 22H1 均价 YoY-13.0/+64.3/+4.2/+74.7%，浮法玻璃收入净利出现明显下滑；工程玻璃则受益浮法玻璃价格下行及产能增长，盈利恢复性提升；光伏玻璃受行业产能大幅增加及东莞产线技改影响，收入与净利均下滑。电显业务受下游需求疲软成本提升，收入与净利表现不佳。公司重启硅料生产，2022 年至今，多晶硅料从 5.9 涨至 30.7 万元/吨，涨幅 420.3%，对冲玻璃业务下滑，是上半年业务重要支撑。
- **浮法玻璃景气有望回升，工程玻璃改造稳步推进。**目前纯碱天然气价格及浮法玻璃库存见底回落，盈利空间有望恢复。供给端 7 月以来在产产能减少 0.6 万 t/d 至 16.9 万 t/d，需求端地产保竣工推进，行业景气度有望回升。目前公司工程玻璃产能超 6500 万平，肇庆/天津基地完成改造产能释放中，咸宁/吴江基地预计 2022 年完成扩建，西安/合肥基地预计 2023 年建成，完工后工程玻璃产能将增加 1190 万平。
- **公司光伏、电子、硅料等多条业务线全面发展中。**光伏玻璃上半年东莞产线已完成技改升级，安徽凤阳一期已完成 1、2 号窑炉点火，广西北海基地建设推进中，预计 23 年底产能将达 9700t/d。电显业务河北视窗 110t/d 产线预计下半年投产，清远一期高铝三代产线将在 2023 年贡献业绩，3A 盖板和 TP-Sensor 等配件开始通过下游间接供应主流厂商，预计将增厚电显业务收入利润。后续公司在多晶硅产能仍有较大规划，拟可转债募资投建青海 5 万吨高纯晶硅项目进一步扩大硅料业务规模。近期公司与天合光能签约大额订单，预计 2023-2026 年将供应产品 7 万吨，公司同时进入其他一线厂商供应链，未来增长有较强保障。

盈利预测与投资建议

- 考虑下半年公司硅料业务将进一步增长，我们上调太阳能业务收入预期；参考上半年表现情况，下调浮法/光伏/电子/工程玻璃收入预期。预计公司 22-24 年 EPS0.67/0.79/1.04 元(原预测 22-24 年 EPS 为 0.79/1.28/1.79 元)。参考同行水平，分别给予浮法玻璃/工程玻璃/电子玻璃/光伏玻璃/太阳能业务 22 年 10/10/25/28/7X PE，合理市值 257.0 亿，目标价 8.37 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资下滑，原料价格提升，电子玻璃不及预期，新增产线不达预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,671	13,629	16,982	22,218	33,117
同比增长(%)	1.9%	27.7%	24.6%	30.8%	49.1%
营业利润(百万元)	1,112	1,931	2,513	2,952	3,888
同比增长(%)	67.5%	73.7%	30.2%	17.5%	31.7%
归属母公司净利润(百万元)	779	1,529	2,067	2,431	3,200
同比增长(%)	45.3%	96.2%	35.2%	17.6%	31.6%
每股收益(元)	0.25	0.50	0.67	0.79	1.04
毛利率(%)	30.2%	35.1%	27.4%	26.1%	24.5%
净利率(%)	7.3%	11.2%	12.2%	10.9%	9.7%
净资产收益率(%)	7.9%	14.1%	16.7%	17.1%	19.9%
市盈率	29.4	15.0	11.1	9.4	7.2
市净率	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3

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。

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。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2022年09月22日)	7.47 元
目标价格	8.37 元
52 周最高价/最低价	10.61/5.23 元
总股本/流通 A 股 (万股)	307,069/306,614
A 股市值 (百万元)	22,938
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022 年 09 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.6	9.53	3.1	-25.02
相对表现	1.53	17.21	16.72	0.06
沪深 300	-4.13	-7.68	-13.62	-25.08



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520030001
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521120002

相关报告

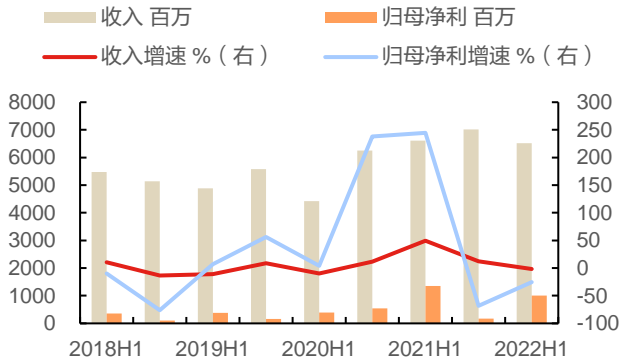
资产减值包袱顺利释放，产品升级加速成长可期：——南玻 A2021 年年报 2022 年一季报点评	2022-04-30
资产减值影响利润，业务结构继续优化：——21 年业绩预告点评	2022-02-07
新兴业务发展顺利，静待 22 年释放：——公司动态点评	2021-11-23

硅料对冲多项业务下行，多项新兴业务稳步推进

归母净利润同比下滑，经营韧性凸显

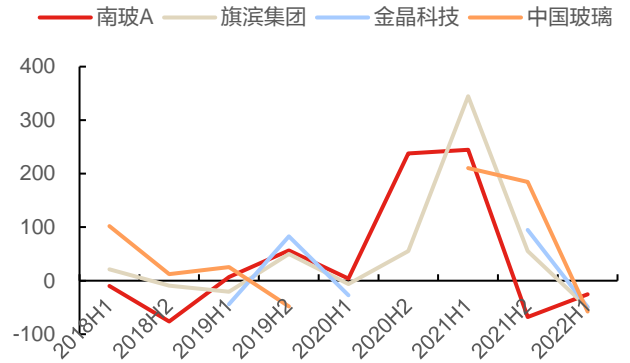
归母净利润同比下滑，经营韧性凸显。22H1 公司收入和归母净利润为 65.2/10.0 亿元，YoY-1.4/-26.0%；其中 Q2 收入和归母净利润 37.3/6.2 亿元，YoY+3.5/-20.8%。下游需求下滑叠加原料成本提升，同行 22H1 归母净利润增速均有明显下滑。相比之下公司在新兴业务加持下幅度较小，经营韧性凸显。同时上半年其他收益 1.0 亿元，YoY+171.7%，主要来自政府补助，也对冲了部分业绩下滑。

图 1：公司半年度收入与归母净利润表现情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：公司半年度归母净利润增速与同行比较 (单位: %)

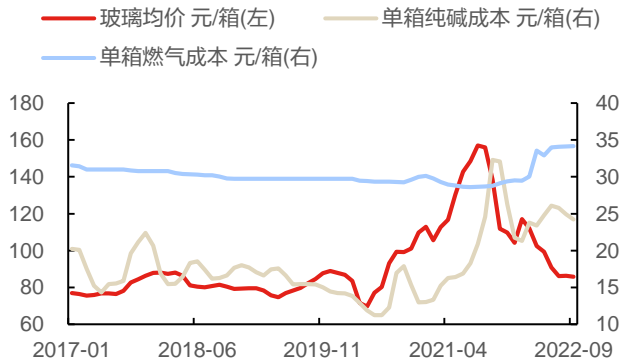


数据来源：万得，东方证券研究所

浮法玻璃和工程玻璃情况

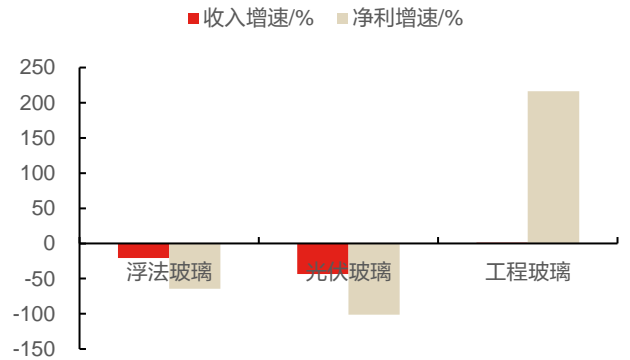
浮法玻璃业绩下滑，工程玻璃表现亮眼。受竣工需求疲软，浮法玻璃价格下行；原料成本上行进一步压缩浮法利润空间。22H1 浮法玻璃收入/净利 YoY-20.7/-64.3%。下游需求疲软，工程玻璃收入增速同样有限，但公司持续降本增效且浮法玻璃价格下滑降低其成本，工程玻璃收入/净利 YoY+1.1/+216.2%。目前肇庆/天津扩产产能逐步释放，吴江/咸宁扩产有望年内完成，合肥/西安基地有望 23 年投入使用。工程玻璃未来仍有增长空间。

图 3：浮法玻璃以及天然气，纯碱成本情况



数据来源：万得，东方证券研究所

图 4：22H1 平板与玻璃业务中各项业务收入与净利增速



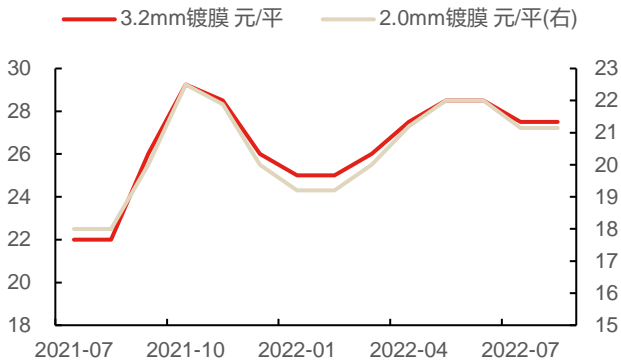
数据来源：公司财报，东方证券研究所

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。

电子玻璃、光伏玻璃和硅料全面发展

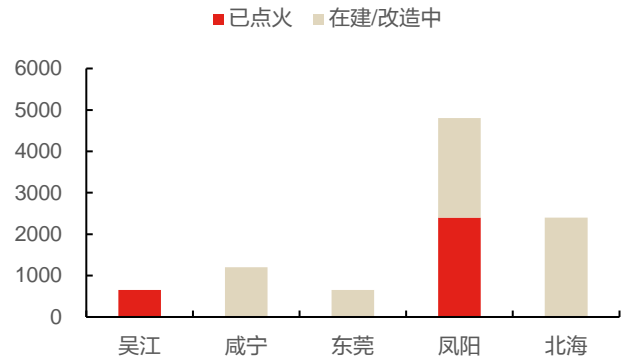
东莞基地冷修上半年光伏玻璃业绩下滑，产能建设推进后续增长空间巨大。22H1 全球光伏市场整体向好，国内及海外光伏组件需求增长对光伏玻璃形成增量需求，光伏玻璃价格出现一定回升。但由于产能的集中投放，短期内出现一定供需错配。我们认为随着行业供需错配情况缓解，未来光伏玻璃盈利空间有望改善。公司东莞基地产能上半年进行升级改造，收入和净利出现下滑，上半年公司光伏玻璃收入/净利 YoY-43.7/-101.2%。目前公司已经成立光伏玻璃营销中心，后续将进一步提升光伏玻璃板块经营效率。上半年公司已完成凤阳一期 1、2 号产线点火，东莞基地正在升级改造，咸宁 1200t/d、北海基地 2400t/d 产能建设推进中。后续凤阳二期产能建设有望推进，届时光伏玻璃产能日熔量有望达到 9700t/d，收入仍有较大增长空间。

图 5：2021 年 7 月以来光伏玻璃价格走势



数据来源：万得，东方证券研究所

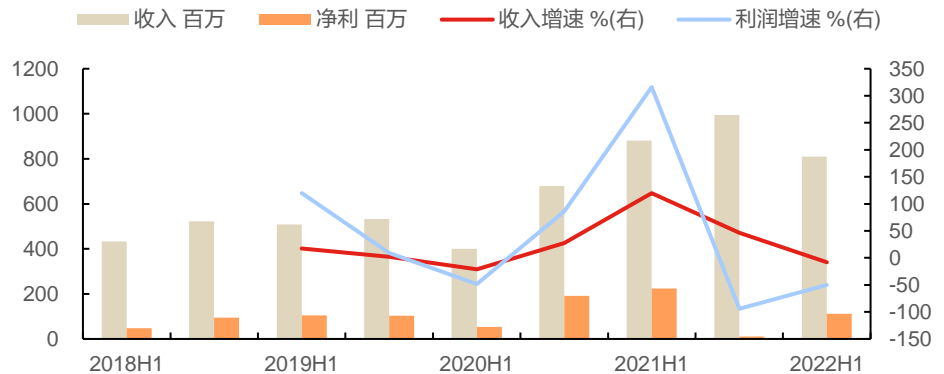
图 6：公司光伏玻璃产能情况 (单位: t/d)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

电显业务业绩下滑，经营层面有诸多突破。22H1 电显业务受终端需求萎缩等影响，业绩有所下滑。收入/净利分别为 8.1/1.1 亿元，YoY-8.0/-50.2%。但公司自身经营层面仍有较多突破。客户应用方面公司高铝二代产品稳健运行，成功搭载 OLED 屏幕实现高端应用突破，标志公司站稳国内高端客户供应链体系。同时公司研发出新能源汽车车窗玻璃产品并通过认证，下半年有望量产出货。车载显示屏 3A 盖板和 TP-Sensor 开始间接供货国内外知名终端厂商，下半年产销量有望提升。产能建设方面河北视窗 110t/d 产线预计下半年建成投产，清远一期产线升级改造目前仍推进中。未来公司将实现从高中低端各类应用场景电子玻璃产品领域的全面覆盖。

图 7：公司电子显示业务收入与净利情况



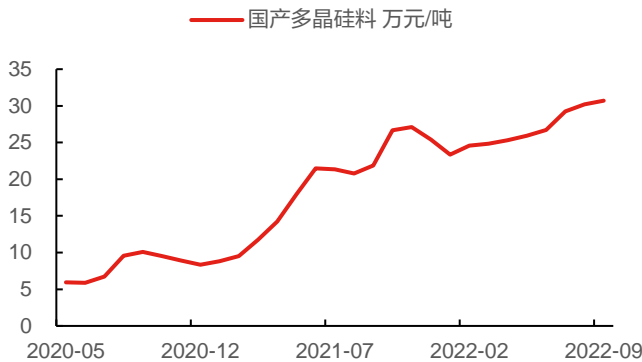
数据来源：公司财报，东方证券研究所

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。

硅料价格上涨加上抢占印度市场，太阳能业务亮眼。上半年公司太阳能板块表现亮眼，一方面重启多晶硅料生产，一方面销售单晶硅片 1082 万片，实现收入/净利 14.3/2.4 亿元，收入大幅增长 225.5%，净利扭亏为盈。公司硅片业务在巩固多晶硅客户基础上积极转型单晶路线的主流市场，同时实现工艺持续优化与降本增效。上半年硅料价格持续上涨以及多晶硅成功抢占印度市场，带动板块业务表现大幅增长。我们认为在下游需求的持续带动下，硅料价格有望保持较高水平。

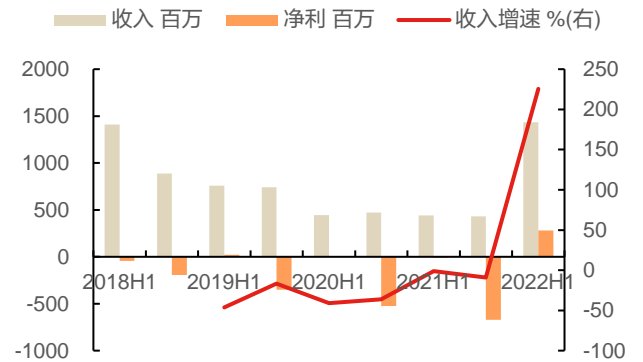
供给端持续扩张，需求端大额订单保障业务规模持续增长。目前生产端公司在宜昌基地拥有铸锭用料年产能 0.72 万吨，晶硅年产能 1 万吨，硅片年产能 2.2GW。东莞基地有电池片和组件年产能各 0.6GW，深圳用光伏电站 139MW。后续公司规划在青海建设 5 万吨高纯晶硅产能，进一步扩大硅料业务，目前已完成初步顶层设计以及选址，未来晶硅业务竞争力将有较大提升。销售端公司高纯晶硅产品进入一线大厂供应链，同时 2022 年 9 月份公司与天合光能签署订单，计划 2023-2026 年向其提供 7 万吨高纯硅料，按照市场价预计货值达 212.1 亿元，未来硅料业务收入增长确定性得到提升。

图 8：国产多晶硅料价格变化情况



数据来源：万得，东方证券研究所

图 9：太阳能业务收入与净利情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

相比较上篇点评报告，我们对 2022-2024 年盈利预测进行如下调整

- 1、**调整浮法玻璃收入与毛利率**：考虑地产竣工需求疲软，价格不及预期。我们下调 2022-2024 年收入为 46.8、46.8、46.8 亿（原先预测 2022-2024 年浮法玻璃收入为 53.9、53.9、53.9 亿元）；参考上半年各项成本，下调 2022-2024 年毛利率为 22.2%、22.2%、22.2%（原先预测 2022-2024 年浮法玻璃毛利率为 23.6%、23.6%、23.6%）。
- 2、**调整工程玻璃毛利率**：考虑下游需求疲软，下调 2022-2024 年工程玻璃收入为 40.3、45.4、50.4 亿元（原先预测 2022-2024 年工程玻璃收入为 51.4、60.5、68.0 亿元）；考虑浮法玻璃价格下跌，工程玻璃受益成本下降，对应毛利率提升，调整 2022-2024 年工程玻璃毛利率为 29.0%、29.0%、29.0%（原先预测 2022-2024 年工程玻璃毛利率为 27.0%、27.0%、27.0%）。
- 3、**调整光伏玻璃收入与毛利率**：考虑光伏玻璃行业供需错配，收入与净利不及预期，参考上半年光伏玻璃业务表现，调整 2022-2024 年光伏玻璃收入为 27.4、66.5、106.0 亿（原先预测 2022-2024 年光伏玻璃收入为 35.9、93.0、134.7 亿元）；调整 2022-2024 年毛利率为 21.7%、27.1%、27.1%（原先预测 2022-2024 年光伏玻璃毛利率为 24.2%、32.8%、38.4%）。
- 4、**调整电子玻璃收入与毛利率**：考虑电子玻璃需求疲软，收入与净利不及预期，参考上半年电子玻璃业务表现，调整 2022-2024 年电子玻璃收入为 21.2、31.2、37.2 亿元（原先预测 2022-2024 年电子玻璃收入为 31.0、34.2、34.2 亿元）；调整 2022-2024 年毛利率为 32.6%、34.9%、34.7%（原先预测 2022-2024 年电子玻璃毛利率为 34.2%、35.1%、35.1%）。
- 5、**调整太阳能业务收入与毛利率**：考虑公司硅料业务重启，上半年业绩表现超预期，下半年硅料业务仍将持续增长。2024 年公司 5 万吨产能将进一步放量，但 2023 年开始硅料价格将逐步下降。调整 2022-2024 年太阳能业务收入为 35.6、34.1、92.7 亿元（原先预测 2022-2024 年太阳能业务收入为 23.6、27.5、31.6 亿元）；调整 2022-2024 年毛利率为 38.2%、22.8%、18.3%（原先预测 2022-2024 年太阳能业务毛利率为 39.7%、40.9%、41.7%）。

表 1：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		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
分产品盈利预测						
浮法玻璃						
销售收入	5,389.8	5,389.8	5,389.8	4,677.8	4,677.8	4,677.8
变动幅度				-13.2%	-13.2%	-13.2%
毛利率	23.6%	23.6%	23.6%	22.2%	22.2%	22.2%
变动幅度				-1.4%	-1.4%	-1.4%
工程玻璃						
销售收入	5,140.8	6,048.0	6,804.0	4,032.0	4,536.0	5,040.0
变动幅度				-21.6%	-25.0%	-25.9%
毛利率	27.0%	27.0%	27.0%	29.0%	29.0%	29.0%
变动幅度				2.0%	2.0%	2.0%

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。

光伏玻璃						
销售收入	3,589.8	9,297.1	13,474.7	2,740.5	6,645.8	10,596.9
变动幅度				-23.7%	-28.5%	-21.4%
毛利率	24.2%	32.8%	38.4%	21.7%	27.1%	27.1%
变动幅度				-2.5%	-5.8%	-11.4%
电子玻璃						
销售收入	3,097.5	3,421.2	3,421.2	2,124.5	3,121.2	3,721.2
变动幅度				-31.4%	-8.8%	8.8%
毛利率	34.2%	35.1%	35.1%	32.6%	34.9%	34.7%
变动幅度				-1.6%	-0.2%	-0.4%
太阳能						
销售收入	2,357.0	2,752.7	3,158.0	3,560.0	3,406.0	9,266.6
变动幅度				51.0%	23.7%	193.4%
毛利率	39.7%	40.9%	41.7%	38.2%	22.8%	18.3%
变动幅度				-1.5%	-18.1%	-23.4%
内部抵消及其他						
销售收入	(119.4)	(131.3)	(144.4)	(153.1)	(168.4)	(185.3)
变动幅度				28.3%	28.3%	28.3%
毛利率	-103.1%	-103.1%	-103.1%	128.7%	128.7%	128.7%
变动幅度				231.9%	231.9%	231.9%
合计						
销售收入合计	19,455.6	26,777.5	32,103.3	16,981.6	22,218.3	33,117.2
变动幅度				-12.7%	-17.0%	3.2%
综合毛利率	29.0%	31.4%	34.1%	27.4%	26.1%	24.5%
变动幅度				-1.6%	-5.3%	-9.6%

数据来源：万得，东方证券研究所

表 2：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		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,455.6	26,777.5	32,103.3	16,981.6	22,218.3	33,117.2
变动幅度				-12.7%	-17.0%	3.2%
营业利润	2,981.2	4,800.4	6,737.6	2,513.4	2,952.1	3,888.3
变动幅度				-15.7%	-38.5%	-42.3%
归属母公司净利润	2,436.7	3,925.3	5,506.0	2,067.1	2,431.3	3,199.8
变动幅度				-15.2%	-38.1%	-41.9%
每股收益（元）	0.79	1.28	1.79	0.67	0.79	1.04
变动幅度				-15.2%	-38.1%	-41.9%
毛利率(%)	29.0%	31.4%	34.1%	27.4%	26.1%	24.5%
变动幅度				-1.6%	-5.3%	-9.6%
净利率(%)	12.5%	14.7%	17.2%	12.2%	10.9%	9.7%
变动幅度				-0.4%	-3.7%	-7.5%

数据来源：万得，东方证券研究所

投资建议

我们采用分部估值法。与上篇报告相同，浮法/工程玻璃板块我们选取金晶科技/旗滨集团/信义玻璃，2022年板块平均PE为10X，我们认可给予此板块2022年10X PE。电子玻璃板块选取凯盛科技/蓝思科技，2022年平均PE为25X，我们认可给予此板块2022年25X PE。光伏玻璃选取福莱特/亚玛顿/信义光能，2022年平均PE为28X，我们认可给予此板块2022年28X PE。太阳能业务选取大全能源/特变电工/通威股份，2022年平均PE为7X，我们认可给予此板块2022年7X PE

表 3：可比公司估值表（截止 2022 年 9 月 22 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
浮法/工程玻璃平均估值							7.3	10.2	8.1	6.6
金晶科技	600586.SH	10.34	0.92	0.77	0.99	1.22	11.3	13.5	10.4	8.5
旗滨集团	601636.SH	10.46	1.61	1.02	1.30	1.68	6.5	10.2	8.1	6.2
信义玻璃	0868.HK	12.20	2.87	1.76	2.12	2.41	4.3	6.9	5.8	5.1
电子玻璃平均估值							34.4	24.9	16.5	11.9
凯盛科技	600552.SH	9.39	0.21	0.30	0.47	0.64	45.6	31.0	20.0	14.7
蓝思科技	300433.SZ	9.80	0.42	0.52	0.75	1.08	23.3	18.8	13.1	9.1
光伏玻璃平均估值							54.9	27.6	18.0	13.4
福莱特	601865.SH	36.09	0.99	1.28	1.80	2.34	36.5	28.2	20.1	15.4
亚玛顿	002623.SZ	33.60	0.30	0.89	1.53	2.12	112.0	37.9	22.0	15.8
信义光能	0968.HK	8.99	0.56	0.54	0.75	0.99	16.2	16.6	12.0	9.1
太阳能业务平均估值							18.4	7.4	8.2	8.4
大全能源	688303.SH	52.08	3.25	7.99	6.66	6.03	16.0	6.5	7.8	8.6
特变电工	600089.SH	22.83	1.88	3.67	3.91	3.73	12.1	6.2	5.8	6.1
通威股份	600438.SH	49.12	1.82	5.24	4.45	4.67	26.9	9.4	11.0	10.5

数据来源：万得，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为万得一预期，其中信义玻璃和信义光能股价和EPS为港元，最新价格为2022年9月22日收盘价

预计浮法玻璃/工程玻璃/电子玻璃/光伏玻璃/太阳能及其他 2022 年实现净利润 2.9/4.7/3.1/1.6/8.3 亿元，采用分部估值法分别给予 2022 年 10/10/25/28/7X PE，合理市值 257.0 亿元，对应目标价 8.37 元，维持“买入”评级。

表 4：22 年分部业绩拆分及其估值

		浮法玻璃	光伏玻璃	工程玻璃	电子玻璃	太阳能及其他
收入	亿元	46.8	27.4	40.3	21.2	34.1
归母净利润	亿元	2.9	1.6	4.7	3.1	8.3
归母净利率	%	6.2	5.7	11.7	14.7	24.5
PE	倍	10	28	10	25	7
市值	亿元	28.9	44.1	47.3	78.3	58.4
总市值	亿元					257.0

数据来源：万得，东方证券研究所

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。

风险提示

地产投资大幅下滑。地产产业链占据超过 75%的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地放缓、资金面紧张的情况下，如果施工数据下滑会明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。而玻璃行业产能在政策限制下，弹性很小，因此需求的下滑将会使价格承压。

原料价格快速提升。纯碱的总产能虽然有所增加，但另一方面光伏玻璃的大量投产对需求端的提振作用不可忽视，纯碱的供需格局在持续向好，未来价格依然具备向上的空间，若价格预期上涨将给玻璃的成本端带来一定压力。

电子玻璃量产不及预期。我们预计 2023 年三代高铝电子玻璃 KK8 将投产，但未来产品投放后市场竞争力如何仍有待检验，盈利能力是否能够达到预期的水平也需要继续跟踪。长期来看，国产替代进程中，需要直面康宁的竞争，公司是否能够持续具备产品迭代能力也有待考验。

新增产线进度不达预期。未来公司在工程/浮法/电子玻璃等业务上都将展开一轮持续扩张，资金、人员等因素都会影响项目进度，若部分项目达产进度滞后于规划之初的目标，可能会造成业绩不及预期。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,126	2,766	3,396	4,444	6,623	营业收入	10,671	13,629	16,982	22,218	33,117
应收票据、账款及款项融资	1,272	1,047	1,732	2,266	3,378	营业成本	7,444	8,849	12,322	16,415	25,002
预付账款	86	76	136	178	265	营业税金及附加	122	149	170	222	331
存货	815	1,094	1,232	1,641	2,500	营业费用	234	271	340	444	662
其他	341	1,324	1,715	1,820	2,036	管理费用及研发费用	1,072	1,264	1,528	2,000	2,981
流动资产合计	4,640	6,307	8,211	10,349	14,803	财务费用	224	151	168	192	160
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	744	1,136	41	93	192
固定资产	9,146	8,567	10,569	15,260	15,936	公允价值变动收益	180	0	0	0	0
在建工程	1,893	2,461	2,548	463	0	投资净收益	3	17	0	0	0
无形资产	1,140	1,168	1,118	1,069	1,020	其他	98	105	100	100	100
其他	1,064	1,438	976	1,043	1,083	营业利润	1,112	1,931	2,513	2,952	3,888
非流动资产合计	13,243	13,633	15,212	17,835	18,039	营业外收入	14	13	20	20	20
资产总计	17,883	19,939	23,423	28,184	32,842	营业外支出	21	26	15	10	10
短期借款	353	181	978	3,107	5,185	利润总额	1,106	1,917	2,518	2,962	3,898
应付票据及应付账款	1,383	1,830	2,341	3,283	5,251	所得税	294	356	365	430	565
其他	2,084	1,780	2,105	2,109	2,337	净利润	812	1,561	2,153	2,533	3,333
流动负债合计	3,819	3,790	5,424	8,499	12,773	少数股东损益	33	32	86	101	133
长期借款	853	1,469	1,469	1,469	1,469	归属于母公司净利润	779	1,529	2,067	2,431	3,200
应付债券	1,994	1,997	1,997	1,997	0	每股收益(元)	0.25	0.50	0.67	0.79	1.04
其他	601	817	620	610	630						
非流动负债合计	3,448	4,283	4,086	4,076	2,099						
负债合计	7,267	8,073	9,510	12,575	14,873						
少数股东权益	403	437	523	624	758	主要财务比率					
实收资本(或股本)	3,071	3,071	3,071	3,071	3,071		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	597	597	597	597	597	成长能力					
留存收益	6,373	7,595	9,663	11,267	13,494	营业收入	1.9%	27.7%	24.6%	30.8%	49.1%
其他	172	166	60	50	50	营业利润	67.5%	73.7%	30.2%	17.5%	31.7%
股东权益合计	10,616	11,866	13,913	15,609	17,970	归属于母公司净利润	45.3%	96.2%	35.2%	17.6%	31.6%
负债和股东权益总计	17,883	19,939	23,423	28,184	32,842	获利能力					
						毛利率	30.2%	35.1%	27.4%	26.1%	24.5%
						净利率	7.3%	11.2%	12.2%	10.9%	9.7%
						ROE	7.9%	14.1%	16.7%	17.1%	19.9%
						ROIC	6.6%	11.0%	13.0%	12.7%	14.3%
						偿债能力					
						资产负债率	40.6%	40.5%	40.6%	44.6%	45.3%
						净负债率	18.9%	11.7%	14.0%	18.8%	4.6%
						流动比率	1.21	1.66	1.51	1.22	1.16
						速动比率	1.00	1.37	1.29	1.02	0.96
						营运能力					
						应收账款周转率	15.7	17.8	18.2	18.9	19.9
						存货周转率	9.0	9.2	10.5	11.4	12.0
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.25	0.50	0.67	0.79	1.04
						每股经营现金流	0.89	1.27	0.78	1.04	1.33
						每股净资产	3.33	3.72	4.36	4.88	5.61
						估值比率					
						市盈率	29.4	15.0	11.1	9.4	7.2
						市净率	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	12.9	8.4	7.7	6.4	5.0
						EV/EBIT	17.8	11.4	8.9	7.6	5.9

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