

# 金刚玻璃 (300093)

证券研究报告

2022年04月29日

## 传统主业规模有所下滑，22年期待转型 HJT 见真章

**事件:** 公司公布 21FY 及 22Q1 财务报告, 21FY 实现营收 3.2 亿元, yoy-2.6%, 实现归母净利润-2.0 亿元, 同比-0.7 亿元, 扣非归母净利润-1.5 亿元, 同比-0.2 亿元, 业绩略低于此前业绩预告中值, 22Q1 实现收入/归母净利/扣非后归母净利 0.8/-0.3/-0.3 亿元, 较 21Q1 分别-0.1/-0.3/-0.3 亿元。

**传统业务减值计提轻装上阵, 经营性现金流承压**

分业务看, 21FY 公司安防玻璃/钢门窗防火型材/安装工程分别实现营收 0.5/1.9/0.7 亿元, 同比 -18.3%/-5.9%/+21.2%, 毛利率分别为 29.3%/30.5%/22.9%, 同比+1.5/+1.0/+5.1pct。公司传统主业毛利率有所提升, 但受房地产市场调控、融资政策收紧影响, 公司地产客户开工意愿明显下降, 导致新获订单减少, 各项业务收入有所下降。21FY 玻璃产量 77 万平方米, yoy+1.8%, 销量 73 万平方米, yoy-0.5%, 产销率 94.8%; 玻璃综合单价 431 元/平米, yoy-3%。21FY 公司共计计提减值 1.25 亿元, 其中单项减值计提 6036 万元。

### HJT 电池实现首批交付, 业绩弹性可期

2021 年 6 月公司公告投资 8.32 亿元建设 1.2GW 的异质结电池及组件项目, 22 年 3 月 12 日已初步投产, HJT 电池组件来到 700W+时代。转换效率看, 从 24.3% (3 月 28 日) 到突破 24.5% (4 月 9 日) 仅用短短数十日, 至 4 月 19 日首批订单交付, 转换效率已突破 25%。此外, 公司项目已于 4 月 20 日得到苏州生态环境局拟批准公示。客户方面, 目前公司首批 210 异质结微晶电池海外订单已经实现交付, 我们预计第二批产品交付进度将会加快。虽 HJT 技术成本目前还较 PERC 及 TOPCon 更高, 但我们预计海外客户订单价格将高于国内客户, 同时下半年硅料释放 HJT 成本有望随之降低, 全年公司 HJT 盈利或超预期。

行业层面, 华晟二期 2GW 组件项目于 4 月 25 日流片, 目前转换效率最高达 22.5%, 隆基近期拟建设 HJT 中试线 1.2GW (目前隆基无锡 HJT 电池的实验室最高效率 25.4%), 同时东方日升 5GW 项目 (一期, 后续仍有 10GW) 环评通过, 建设周期约 1 年, 预计 23Q1 有望流片。今年来 HJT 技术催化较多, 持续关注降本进度和各企业量产效率。

### 大股东 HJT 项目积极推进, 业务协同可期, 维持“买入”评级

目前欧昊的 4.8GW HJT 电池组件项目积极推进, 一期 2.4GW 于 21 年 7 月底开工, 预计今年 10 月底前投入试生产。欧昊集团为公司控股股东, 我们预计后续有望和股东形成协同, 消化部分产能。考虑传统主业与地产相关, 我们略微调低盈利预测, 预计公司 22-24 年归母净利润 0.3/1.2/1.4 亿元 (前值 22-23 年 0.4/1.4 亿元), 对应 PEG 1.6/0.44/0.37, 维持“买入”评级。

**风险提示:** HJT 项目进展不及预期, 硅料产能释放不及预期, 下游客户拓展不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	329.29	320.73	1,171.84	1,728.70	1,994.59
增长率(%)	(46.26)	(2.60)	265.36	47.52	15.38
EBITDA(百万元)	53.17	119.73	175.02	264.89	311.19
净利润(百万元)	(131.09)	(201.63)	31.92	119.61	140.70
增长率(%)	48.56	53.81	(115.83)	274.75	17.63
EPS(元/股)	(0.61)	(0.93)	0.15	0.55	0.65
市盈率(P/E)	(43.68)	(28.40)	179.41	47.87	40.70
市净率(P/B)	11.25	18.43	16.95	12.46	9.54
市销率(P/S)	17.39	17.85	4.89	3.31	2.87
EV/EBITDA	39.49	69.88	35.00	22.44	18.41

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	26.51 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	216.00
流通 A 股股本(百万股)	215.33
A 股总市值(百万元)	5,726.16
流通 A 股市值(百万元)	5,708.39
每股净资产(元)	1.30
资产负债率(%)	83.13
一年内最高/最低(元)	44.55/15.97

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**熊可为** 联系人  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

1 《金刚玻璃-首次覆盖报告:战略转型步伐加快, 后 PERC 时代成就小“金刚”》 2021-12-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13.33	141.87	234.37	345.74	398.92
应收票据及应收账款	295.61	287.73	363.29	405.02	259.85
预付账款	8.87	9.28	47.29	43.74	65.95
存货	122.31	151.71	627.73	354.73	527.56
其他	61.47	66.44	334.69	272.88	419.82
<b>流动资产合计</b>	<b>501.59</b>	<b>657.03</b>	<b>1,607.37</b>	<b>1,422.11</b>	<b>1,672.09</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	357.89	300.79	645.24	863.72	1,033.02
在建工程	8.17	358.78	91.76	68.35	63.67
无形资产	39.47	38.19	36.94	35.68	34.43
其他	39.15	31.37	36.58	35.62	34.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>444.67</b>	<b>729.14</b>	<b>810.51</b>	<b>1,003.37</b>	<b>1,165.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>989.98</b>	<b>1,389.78</b>	<b>2,417.88</b>	<b>2,425.48</b>	<b>2,837.39</b>
短期借款	153.31	354.58	601.74	592.00	430.20
应付票据及应付账款	135.27	319.96	719.30	792.17	972.39
其他	115.51	58.12	547.14	401.70	607.93
<b>流动负债合计</b>	<b>404.09</b>	<b>732.66</b>	<b>1,868.17</b>	<b>1,785.87</b>	<b>2,010.53</b>
长期借款	0.00	0.00	56.75	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.16	344.71	157.49	182.12	228.10
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.16</b>	<b>344.71</b>	<b>214.24</b>	<b>182.12</b>	<b>228.10</b>
<b>负债合计</b>	<b>482.92</b>	<b>1,081.44</b>	<b>2,082.41</b>	<b>1,967.99</b>	<b>2,238.63</b>
少数股东权益	(1.95)	(2.44)	(2.36)	(2.06)	(1.71)
股本	216.00	216.00	216.00	216.00	216.00
资本公积	386.83	386.83	386.83	386.83	386.83
留存收益	(93.05)	(294.68)	(262.77)	(143.15)	(2.45)
其他	(0.78)	2.62	(2.23)	(0.13)	0.09
<b>股东权益合计</b>	<b>507.06</b>	<b>308.33</b>	<b>335.47</b>	<b>457.49</b>	<b>598.76</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>989.98</b>	<b>1,389.78</b>	<b>2,417.88</b>	<b>2,425.48</b>	<b>2,837.39</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(130.98)	(202.14)	31.92	119.61	140.70
折旧摊销	50.38	35.17	73.83	106.17	136.64
财务费用	19.92	24.62	27.50	32.49	22.88
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(156.25)	236.64	(174.59)	254.55	237.88
其它	102.18	(130.87)	0.08	0.30	0.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>(114.74)</b>	<b>(36.59)</b>	<b>(41.26)</b>	<b>513.13</b>	<b>538.46</b>
资本支出	6.79	26.78	337.22	275.37	254.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	177.79	(273.41)	(487.22)	(575.37)	(554.01)
<b>投资活动现金流</b>	<b>184.58</b>	<b>(246.63)</b>	<b>(150.00)</b>	<b>(300.00)</b>	<b>(300.00)</b>
债权融资	(83.28)	164.11	288.61	(103.86)	(185.49)
股权融资	7.77	3.40	(4.86)	2.10	0.22
其他	1.03	136.94	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(74.48)</b>	<b>304.45</b>	<b>283.75</b>	<b>(101.76)</b>	<b>(185.28)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(4.64)</b>	<b>21.23</b>	<b>92.49</b>	<b>111.37</b>	<b>53.18</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>329.29</b>	<b>320.73</b>	<b>1,171.84</b>	<b>1,728.70</b>	<b>1,994.59</b>
营业成本	239.54	227.43	935.33	1,360.32	1,588.11
营业税金及附加	6.00	4.26	15.56	22.96	26.49
销售费用	56.64	27.08	41.01	55.32	59.84
管理费用	61.79	29.82	46.87	65.69	75.79
研发费用	15.00	18.67	46.87	65.69	69.81
财务费用	18.05	27.39	27.50	32.49	22.88
资产/信用减值损失	(59.36)	(125.22)	(25.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	118.36	250.42	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>(126.74)</b>	<b>(139.12)</b>	<b>33.68</b>	<b>126.22</b>	<b>151.67</b>
营业外收入	0.07	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.08	48.85	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>(128.74)</b>	<b>(187.96)</b>	<b>33.68</b>	<b>126.22</b>	<b>151.67</b>
所得税	2.23	14.18	1.68	6.31	10.62
<b>净利润</b>	<b>(130.98)</b>	<b>(202.14)</b>	<b>32.00</b>	<b>119.91</b>	<b>141.05</b>
少数股东损益	0.12	(0.51)	0.08	0.30	0.35
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(131.09)</b>	<b>(201.63)</b>	<b>31.92</b>	<b>119.61</b>	<b>140.70</b>
每股收益 (元)	(0.61)	(0.93)	0.15	0.55	0.65

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-46.26%	-2.60%	265.36%	47.52%	15.38%
营业利润	36.38%	9.77%	-124.21%	274.75%	20.16%
归属于母公司净利润	48.56%	53.81%	-115.83%	274.75%	17.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.26%	29.09%	20.18%	21.31%	20.38%
净利率	-39.81%	-62.87%	2.72%	6.92%	7.05%
ROE	-25.75%	-64.88%	9.45%	26.03%	23.43%
ROIC	-19.32%	-19.40%	11.83%	20.46%	23.98%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	48.78%	77.81%	86.13%	81.14%	78.90%
净负债率	29.85%	69.51%	130.54%	55.78%	6.58%
流动比率	1.24	0.90	0.86	0.80	0.83
速动比率	0.96	0.69	0.52	0.60	0.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.16	1.10	3.60	4.50	6.00
存货周转率	2.60	2.34	3.01	3.52	4.52
总资产周转率	0.29	0.27	0.62	0.71	0.76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.61	-0.93	0.15	0.55	0.65
每股经营现金流	-0.53	-0.17	-0.19	2.38	2.49
每股净资产	2.36	1.44	1.56	2.13	2.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	-43.68	-28.40	179.41	47.87	40.70
市净率	11.25	18.43	16.95	12.46	9.54
EV/EBITDA	39.49	69.88	35.00	22.44	18.41
EV/EBIT	753.69	98.84	60.53	37.45	32.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com