

China Glass Holdings (3300 HK)

Initiating coverage: Production capacity has much room to expand while we see higher profit margin flexibility ahead

We initiate coverage of China Glass Holdings with a BUY call and a PT of HKD4.31. With the increasing penetration of multi-layered glass, we are confident about demand for float glass and expect the tight supply to continue. We see much room for the company to optimize cost and increase production capacity, and appreciate its profit growth potential.

Production capacity upscale potential; profit margin flexibility could increase

China Glass Holdings is a float glass veteran manufacturer with a history that traces back to Jiangsu Glass Factory in 1958. Its core business is the manufacture and sale of float glass and deep-process products, including colorless, colored, coated, energy-saving and new energy glass. As of end-2020, it has 13 float glass production lines with a daily melting capacity of 6,650t/d, 6 domestic production bases and 1 overseas float production line in Nigeria. China National Building Material Group and Legend Holdings are its largest and second largest shareholders, respectively. At end-2020, the company produced 35.44m weight case of various glass products and sold 36.6m weight case. Riding the boom in the float glass industry, its 2020 revenue increased 33% yoy to RMB3.2bn while its gross profit margin also improved significantly. A sustained float glass boom gives its float glass production capacity more room to rise and would allow it to tap industry uptrend benefits. This high potential is worth investor attention, especially in view of its current valuation levels.

Cold repair production; external/internal growth; float glass capacity potential

At end-2020, it has 10 float glass production lines (13 in total). Based on its float glass output, we estimate post-2020 cold repair would lift effective production capacity by about 30% (i.e. by about 1,500t/d; 1H21 involved two furnaces at a combined 1,000t/d). And China Glass has extensive experience in external acquisition of integrated float assets. It acquired a 70% stake in a Nigerian company (owning and operating a 600t/d float glass line) and plans to acquire a 55% stake in Fujian Longtai Industrial (in May 2021: a construction glass production furnace and to build an automotive glass production line). With gradual asset buildup, its floating capacity would increase. In addition, to manage competition, its potential participation in the float glass assets of its major shareholders could add profit margin elasticity.

Kiln upgrades; shareholders' advantages; cost optimization and profit potential

The profitability of China Glass lags behind float glass leaders Xinyi Glass and Kibing Group. The main reasons are: 1) its single-line kilns are small in scale, kiln age is old, and it falls behind in total scale. It lacks large-scale procurement advantages, resulting in high unit production cost. 2) Cost management is weak, especially in the financial expense ratio. The average age of the company's kilns is 6.5 years, significantly older than Xinyi Glass and Kibing Group. It indicates an urgent need for the company's glass furnaces to be modified for cold repair production. Modification could increase the scale of its single-line furnaces and reduce energy consumption and optimize unit production cost. In addition, the controlling shareholder has abundant silica sand resources and full glass supply chain service capabilities. The company's wholly owned subsidiary, China Glass Investment, signed a procurement framework agreement with Huaguang Group (a wholly owned subsidiary of Triumph Science & Technology Group) in 2019; it could make better use of group resources to benefit from scale advantages such as scale procurements, which is a significant factor in optimizing production costs. At the same time, we observe that its financial expense ratio is significantly higher than that of the

Initiation of coverage

BUY

Target price:	HKD4.31
Share price (19 Jul):	HKD3.03
Up/downside	42.2%

Company information	
52wk High (07/19/2021)	3.15
52wk Low (09/11/2020)	0.34
P/E (Trailing 12m)	-54.49
Dividend Yield	-
Price to Book Ratio	2.30
Price to Sales Ratio	1.45
EV / Trail 12M EBITDA	14.91
Shares Outstanding (m)	1,810.2
Market Cap (HKDm)	5,484.7

Source: Wind

Key assumption for net profit forecast

	2021E	2022E	2023E
Effective capacity of glass products p.a. (10,000 Wt Case)	3,758	4,134	4,547
YoY	10.0%	10.0%	10.0%
Capacity utilization	104.0%	104.0%	104.0%
Production-sales rate	100.0%	100.0%	100.0%
Sales volume of glass products (10,000 Wt Case)	3,908	4,299	4,729
YoY	6.8%	10.0%	10.0%
Glass product ASP (RMB/Wt Case)	104.4	101.7	103.7
YoY	26.4%	-2.6%	2.0%
Unit cost of glass product (RMB/Wt Case)	72.5	71.6	71.9
YoY	14.5%	-1.2%	0.4%
Unit distribution cost of glass products (RMB/Wt Case)	(2.0)	(1.9)	(1.9)
Unit administrative cost of glass product (RMB/Wt Case)	(7.4)	(7.2)	(7.1)

Source: Company, Wind, Tianfeng Securities estimate

Share price performance



Source: BigData

TFI Asset Management Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by **Wu Hui Dong (武慧东)**, **Bao Rong Fu (鲍荣富)**, **Wang Tao (王涛)** and **Lin Xiao Long (林晓龙)**, employees of Tianfeng Securities Co., Ltd.

The target price of China Glass Holdings (3300 HK) is forecasted by TFI Asset Management Limited based on current information. The target price may fluctuate with reference to market fluctuations or other relevant factors. TFI Asset Management Limited may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations, and predictions contained herein.

float glass market leader. With a sustained float glass boom, China Glass profit restoration could optimize its balance sheet structure and improve financial expense management and control.

We anticipate float glass boom would raise China Glass's profit margin flexibility

New float glass production capacity is restrained by policy and the probability of a marginal relaxation is small, while industry cold repair pressure is high. We expect effective float glass supply increases in 2021/22E to be muted. Demand has benefited from the momentum brought by construction completions and higher building energy conservation requirements. In the context of an increase in the penetration of multi-layered glass, we are confident about demand for float glass and expect the tight supply to continue. We see much room for the company to optimize cost and increase production capacity, and note its profit growth potential. We estimate 2021/22/23E revenue will arrive at RMB4.64bn/4.98bn/5.58bn, up 47/7/12% yoy, and net profit at RMB650m/690m/830m, up 6/21% yoy in 22E/23E. Relative to peers, we endorse for the company a 10x target PE in 2021E, which derives a price target of HKD4.31. We initiate coverage with a BUY rating. **Risk include:** lower-than-expected demand; weakening float glass supply management; sharp fluctuations in raw material prices; slower-than-expected pace in profitability restoration and production capacity improvements; and valuation uncertainty due to different market valuation systems.

Table of contents

中国玻璃：浮法玻璃老牌劲旅	4
浮法玻璃供需偏紧局面或有延续性	7
供给：核心关注复产及冷修，预计 21-22 年浮法有效产能增量有限	7
需求：竣工向上动能较强，建筑节能要求提升贡献需求增量	8
公司盈利能力修复动能较强，浮法产能有较大提升空间	10
公司盈利能力蕴含较大改善空间	10
冷修复产、外部收购、内部资产整合，公司浮法玻璃产能提升空间较大	15
盈利预测与投资建议	16
风险提示	18

中国玻璃：浮法玻璃老牌劲旅

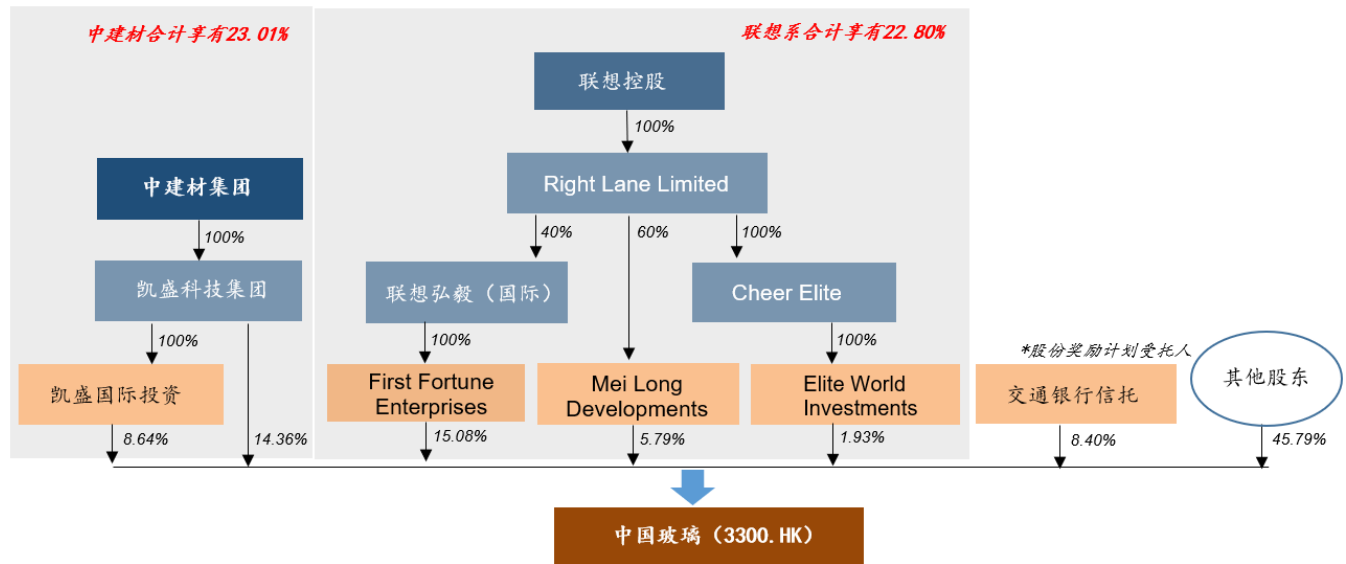
浮法玻璃老牌劲旅，20FY 末公司浮法玻璃产能全国第 7。中国玻璃前身为成立于 1958 年的江苏玻璃厂，94 年建成江苏省首条浮法玻璃产线。04 年联想控股旗下弘毅投资对公司进行收购整合，并发起成立中国玻璃控股有限公司。05 年公司于香港联交所主板上市（3300.HK）。公司主要产品是浮法玻璃原片及深加工产品，包括无色玻璃、有色玻璃、镀膜玻璃、节能及新能源玻璃，产品被广泛应用于国内外各大标志性建筑物。02 年起公司通过新建、收购等持续扩张浮法玻璃产能，现阶段公司在国内拥有 6 大生产基地，覆盖北京、江苏（宿迁/东台）、山东（威海/临沂）、陕西（西咸新区）、内蒙古（乌海）等地；同时境外于尼日利亚有一条浮法玻璃生产线，合计 13 条浮法玻璃线，日熔量 6,650 t/d（20FY 数据，国内排名第 7）。深加工环节，公司现拥有 1 条离线 Low-E 镀膜玻璃生产线、1 条双玻组件用超薄光伏封装材料生产线。公司于 18 年收购意大利奥利维托，进入中性药玻生产线装备供应及技术服务领域。公司主要股东包括中建材集团、联想控股，截止 20FY 末，二者分别直接间接持有公司 23.01%、22.80%。

图 1：中国玻璃简要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 2：公司股权结构及业务简要介绍



- ➡ 合计现拥有13条玻璃原片生产线（产能6,650t/d）。境内6大生产基地，覆盖北京、江苏（宿迁、东台）、山东（威海、临沂）、陕西（西咸新区）、内蒙古（乌海）等；境外1个浮法玻璃生产基地（尼日利亚）；同时哈萨克斯坦通过产业整合基金参与一条在建浮法玻璃生产线运营管理。20FY公司各类玻璃生产3,544万重箱、销售3,660万重箱。
- ➡ 拥有多个深加工玻璃生产线（1条离线Low-E镀膜、1条双玻组件用光伏玻璃等）。
- ➡ 于意大利拥有一家中性药玻工程装备及技术服务公司（Olivotto Glass Technologies）

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所；数据截止 20FY 末

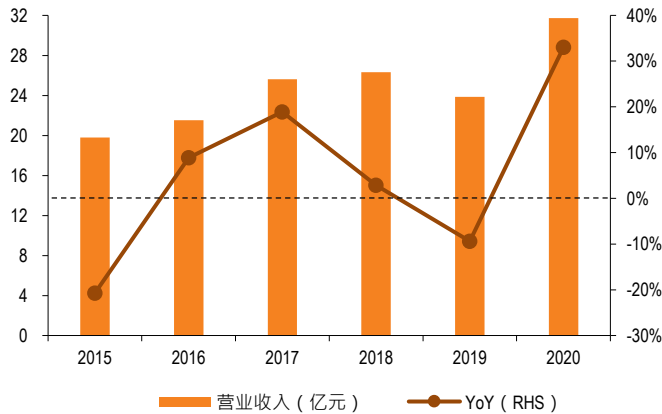
玻璃产品量价齐升致 20FY 收入高增/毛利率明显改善， 20FY 减值大幅提升致 20FY 转亏。

公司 19FY 及 20FY 收入分别为 23.7、31.6 亿元，分别同比-9%、+33%，归母净利润分别为 8,257、-8,471 万元，分别同比-12%、-203%。20FY 公司收入较快增长主因 20H2 疫情对玻璃需求压制大幅减弱的背景下，浮法玻璃价格快速上涨（公司 20FY 玻璃产品均价 YoY 为 +11%），叠加销量快速恢复（公司 20FY 玻璃产品销量 YoY 为+23%），同时带动公司综合毛利率同比+11.4pct 至 23.4%，创 11 年以来新高。

公司玻璃产品包括无色玻璃、有色玻璃、镀膜玻璃、节能及新能源玻璃（超白浮法、Low-E 镀膜等），此外亦有光伏电池模块（会计记录角度归于节能及新能源玻璃分部）、药用玻璃生产线设计/零件采购/安装服务等亦对收入有一定贡献。20FY 公司无色玻璃、有色玻璃、镀膜玻璃、节能及新能源玻璃、设计安装服务等业务收入分别为 13.7、4.4、8.1、4.0、1.3 亿元，YoY 分别+58%、+39%、+46%、-19%、+1%，收入占比分别为 43%、14%、26%、13%、4%。此外，20FY 公司无色玻璃、有色玻璃、镀膜玻璃、节能及新能源玻璃、设计安装服务等业务分部毛利率分别为 22.7%、23.7%、26.0%、19.8%、23.8%，分别同比+12.7、+15.5、+11.7、+4.3、+12.9pct。

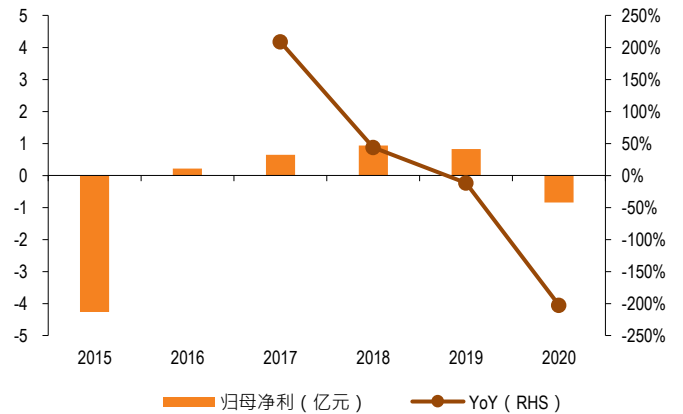
20FY 在整体毛利率大幅改善的背景下，公司归母净利润同比转亏，核心源于公司 20FY 将逾一年以上应收账款及合同负债预期亏损率由 73%调升值 94%，致 20FY 减值损失同增 1.0 亿至 1.2 亿。

图 3：公司近年收入及增速



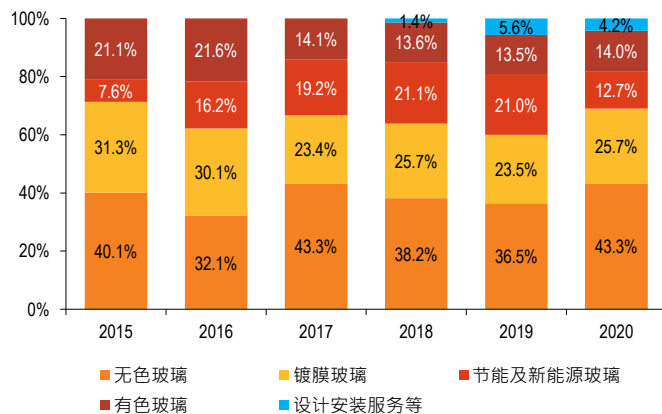
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 4：公司近年归母净利润及增速



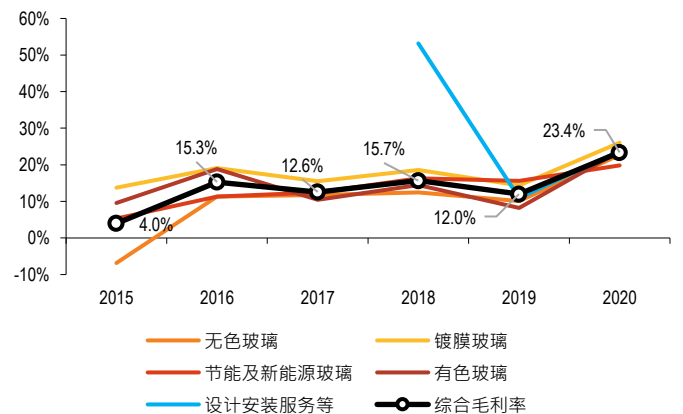
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：公司近年收入结构



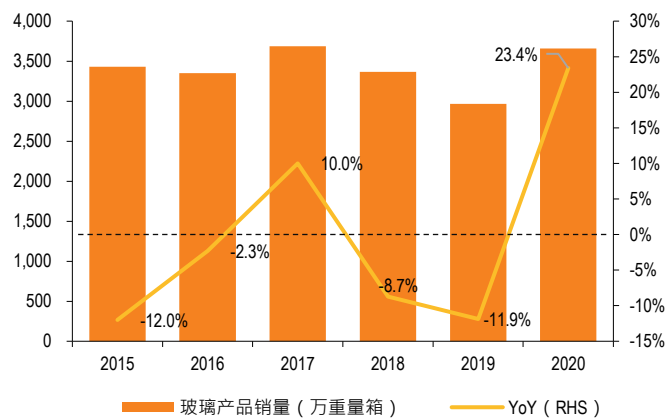
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：公司近年综合毛利率及分产品毛利率



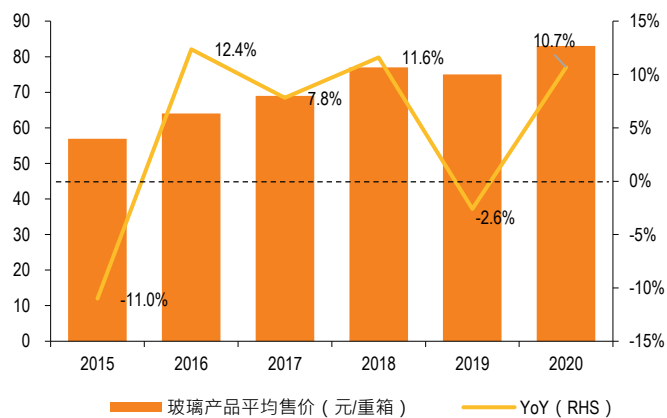
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 7：公司近年玻璃产品销量变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司近年玻璃产品平均售价及变化

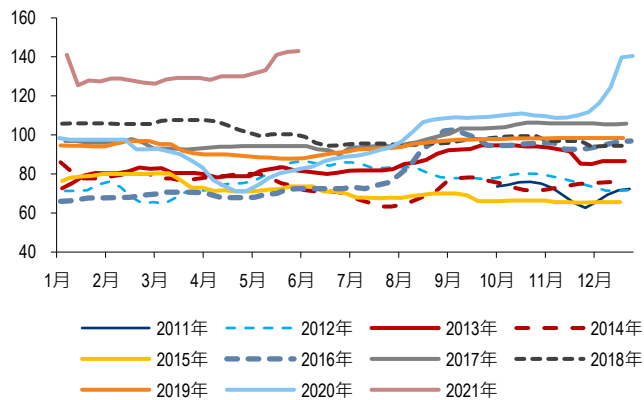


资料来源：公司公告，天风证券研究所

浮法玻璃供需偏紧局面或有延续性

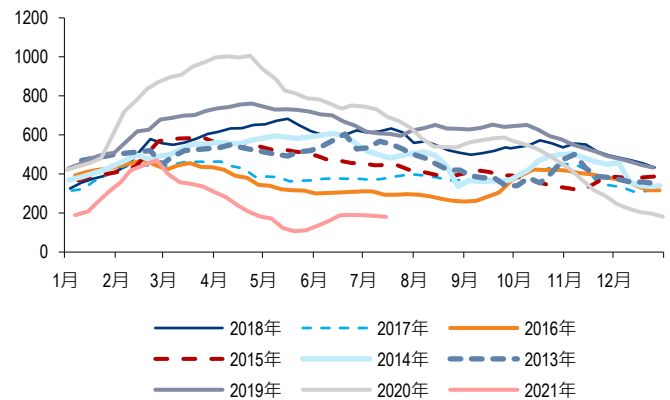
浮法玻璃价格主要取决于供需关系变化影响，库存是反映阶段性供需关系的直观指标。20 年随着国内疫情逐步得到控制，随着我国国内工程赶工等带动玻璃需求快速恢复，阶段性供需错配带动浮法玻璃迎来明显修复，生产端库存持续降低，并跌破 13 年起来底部位置，于 20 年底浮法玻璃价格迎来另一波上涨，突破 11 年以来价格高点。据卓创资讯，2021/7/15 5mm 白玻全国均价为 148 元/重箱，周环比、月环比、年同比分别为+1、+2、+64 元/重箱，价格持续创 11 年以来新高；2021/7/16 玻璃生产企业库存为 1,885 万重箱，周环比、月环比、年同比分别为-111、-35、2,618 万重箱，传统的需求淡季库存并没有有效提升，现阶段库存处于 13 年以来同期最低值。库存水平可以较好的反映浮法玻璃阶段性供需关系，进而影响浮法玻璃价格走势。

图 9：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm 白玻，元/重量箱）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 10：浮法玻璃库存各年月度波动（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

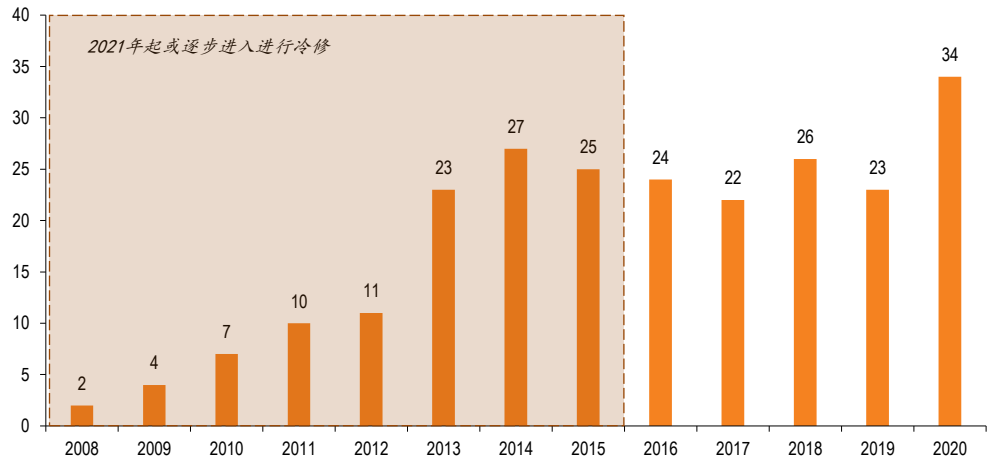
结合下文讨论，供给端：浮法玻璃新增产能受政策严格约束，现有产线复产及冷修节奏已成为影响供给边际变化的核心变量；浮法玻璃高景气阶段性透支短期有效产能增量，叠加行业现有在产产能有较大比例存在冷修压力，短期供给增量或有限。需求端：新开工、竣工剪刀差蕴含竣工向上动能较足，且“三道红线”下，开发商加快周转及竣工结转需求较为迫切；此外，建筑节能要求持续提升的背景下，多层玻璃使用占比增加或贡献中长期浮法玻璃需求可观增量，我们对需求持续性有信心。综合来看，我们判断浮法玻璃供需偏紧局面或有一定延续性。

供给：核心关注复产及冷修，预计 21-22 年浮法有效产能增量有限

平板玻璃新增产能受政策约束为常态。16 年国务院发布《关于促进建材工业调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号），17 年工信部发布《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》（工信部原〔2017〕337 号）、《关于严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》（工信厅联原〔2018〕57 号），在宏观层面大力推进供给侧改革的大背景下，平板玻璃项目产能扩张受到严格限制，新增平板玻璃项目需通过等量或减量置换方式操作，每年新增浮法玻璃生产线数量大幅下降。20 年 12 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，平板玻璃被置换产能要求提升，“产能置换”更加接近于“产量置换”。此外，玻璃生产为典型高能耗工业过程，在“碳达峰、碳中和”成为国家战略的背景下，政策对行业发展约束难有放松。

预计 21-22 年浮法玻璃在产产能增量有限。20 年因疫情影响，玻璃行业景气度经历明显起伏。据卓创资讯，20 年全年进入冷修或停产的产线 16 条（对应日熔量 1.06 万吨，占年底在产产能比例约 6.4%），明显多于 19 年（6 条，3570 吨），停产冷修产线主要集中于上半年。20H2，国内疫情影响逐步减弱，赶工需求带动行业景气快速提升，玻璃价格突破历史高点，部分产线提前点火及复产，20 年全年新点火及复产产线合计 35 条（对应日熔量 2.32 万吨，占年底在产产能比例约 13.9%，其中 7 条为 20 年启动停产冷修）。我们认为 21-22 年在产浮法玻璃产线净增量有限，基于：1）政策对新增产能约束继续，且趋严；2）2H20 新增浮法玻璃产能（新点火+复产）阶段性透支 21 年新增产能；3）浮法玻璃在产产线中窑龄偏大，21 年起玻璃窑冷修压力较大（玻璃窑炉通常运行 6-8 年开启冷修，据卓创资讯 20 年底在产产线中最新点火时间在 15 年及之前的合计 109 条，占比约 46%）。

图 11：我国浮法玻璃产线最新点火时间统计（截止 20 年底）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

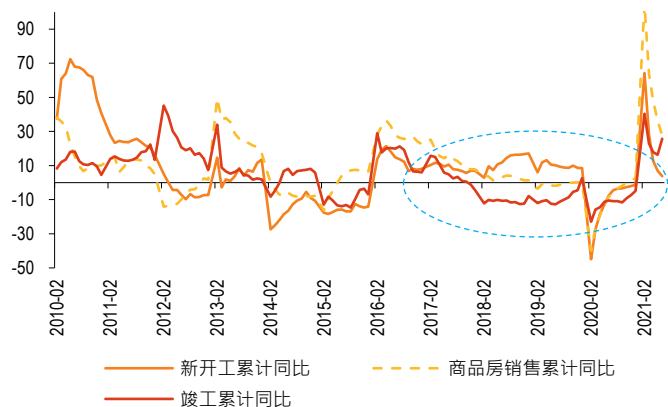
需求：竣工向上动能较强，建筑节能要求提升贡献需求增量

我国浮法玻璃出口占比通常在 10%左右（比例与国内玻璃需求景气度通常负相关，为国内玻璃需求波动提供一定缓冲空间），需求主要由内需主导，其中房地产建筑玻璃需求占比超 60%，其他主要为汽车玻璃、光伏玻璃。建筑领域浮法玻璃需求边际变化是影响浮法玻璃价格波动的关键因素。

后续竣工向上有确定性支撑建筑玻璃需求。 房地产领域，玻璃安装通常在建筑主体工程完工后进行，数据上看浮法玻璃需求（销量）增速与房屋竣工增速变化几乎同步。回溯房屋新开工与竣工数据，12 年之前，竣工滞后新开工约 2 年，12-16 年新开工-竣工周期拉长至 3 年，16 年以后进一步拉长，源于地产开发企业高周转模式（重销售、轻竣工）及精装修渗透率提升（施工周期拉长）。考虑到 16/17/18/19 年全年新开工增速分别为 8%/7%/17%/9%，20 年疫情影响降至-1%，竣工增速延续多年低位徘徊后于 19H2 出现明显修复迹象，但 20 年被疫情影响阶段性拖累，我们认为前期新开工累计的存量施工房屋蕴含较大竣工向上动能，叠加“三条红线”背景下，开发商有动力加快竣工结转以削减存货、预收，增厚所有者权益，后续竣工向上动能较为充足。

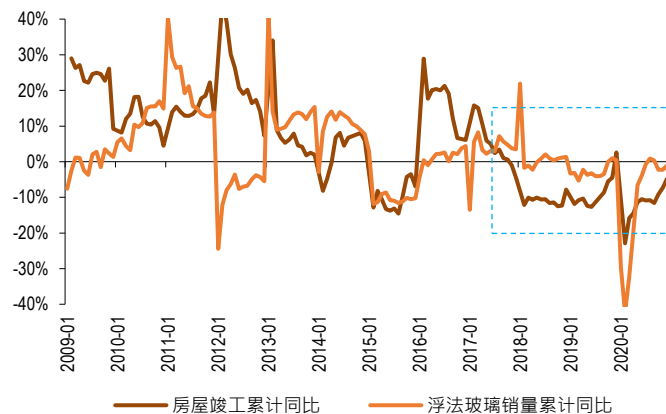
建筑节能要求提升贡献建筑玻璃需求增量。 现阶段，我国建筑运行能耗占社会总能耗比例约 1/5，单位面积建筑采暖能耗约为气候条件相近发达国家的 3 倍；其中多数建筑门窗能耗占整个维护结构能耗的一半以上，其中大部分为通过玻璃的能量损失。相对来说我国采用建筑节能玻璃的比例较发达国家还有明显差距（如中国 Low-E 建筑节能玻璃使用率仅 12% vs 发达国家已经得到广泛推广）。政府层面已经开始重视并引导建筑节能玻璃推广，如 15 年 8 月工信部、住建部联合发布的《促进绿色建材生产和应用行动方案》明确提出要大力推广节能门窗，实施建筑能效提升工程；19 年 10 月住建部发布《民用建筑节能管理规定》（征求意见稿）明确鼓励民用建筑优先使用获得节能性能和绿色性能标识的产品、部品等。绿色建筑为建筑行业重要发展趋势之一，尤其是中国对碳减排重视程度持续提升的背景下，建筑节能玻璃渗透率提升节奏或稳步加快。技术角度，“遮阳”性能以玻璃镀膜技术实现，“保温”性能以 Low-E 镀膜玻璃中空或真空构造实现。我们注意到 17 年以来浮法玻璃销量增速持续高于竣工增速，部分源于节能建筑倡导下双层、三层玻璃应用增加贡献增量建筑玻璃需求，我们预计该部分增量贡献预计有持续性。

图 12: 竣工向上动能较强



注：均为面积同比，单位为%；
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 13: 浮法玻璃销售同比近年快于竣工同比



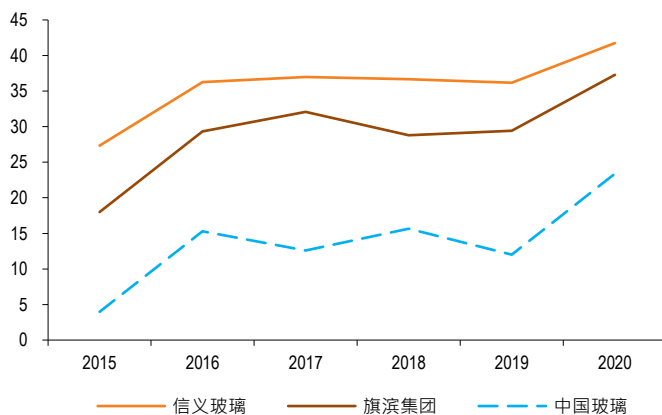
资料来源：国家统计局，中国建筑玻璃与工业协会，Wind，天风证券研究所

公司盈利能力修复动能较强，浮法产能有较大提升空间

公司盈利能力蕴含较大改善空间

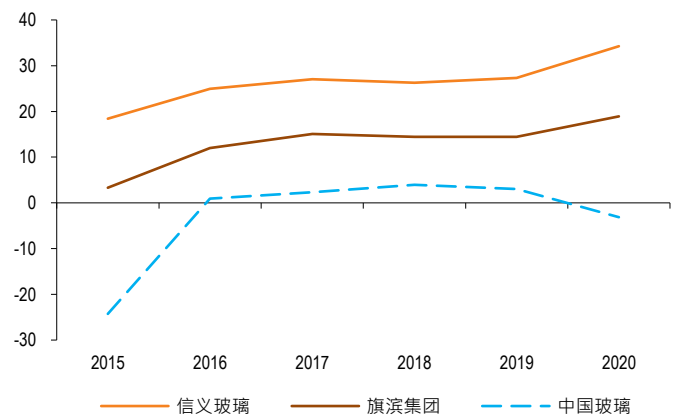
公司较浮法玻璃龙头盈利能力有明显差距。公司作为浮法玻璃二线龙头，与浮法玻璃行业龙头信义玻璃、旗滨集团利润率有较大差距。为剔除浮法玻璃价格变化影响，我们选取 15-20 年利润率算术平均值进行比较。中国玻璃 15-20 年毛利率算术平均值为 13.8%，较信义玻璃（35.9%）、旗滨集团（29.2%）低超 15pct；中国玻璃 15-20 年净利率算术平均值为-2.8%，较信义玻璃（26.4%）、旗滨集团（13.0%）亦低超 15pct。我们认为中国玻璃较浮法玻璃龙头巨大的盈利能力差异主要来源于：1）单位生产成本差异，其中关键因素在于窑炉平均单线规模更小、窑炉平均年龄更久，同时亦有总产能规模相对较小难以发挥大规模采购优势、原材料自供率更低因素影响；2）费用管控能力较弱，包括管理运营效率、刚性财务费用等方面。

图 14：公司与信义玻璃、旗滨集团近年毛利率（%）比较



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

图 15：公司与信义玻璃、旗滨集团近年净利率（%）比较



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

基于：1）公司窑炉迭代升级需求更迫切，或带动单线窑炉规模提升及窑炉年轻化，2）公司或逐步挖掘控股股东平台、资源优势，进一步优化生产成本；3）财务费用率或进入下降拐点，我们判断公司盈利能力较行业龙头差距有望缩窄，公司盈利能力或有较大修复空间。

公司窑炉迭代升级需求更迫切，或带动单线窑炉规模提升及窑炉年轻化

玻璃窑炉单线规模及窑炉年龄对玻璃生产成本有关键影响。

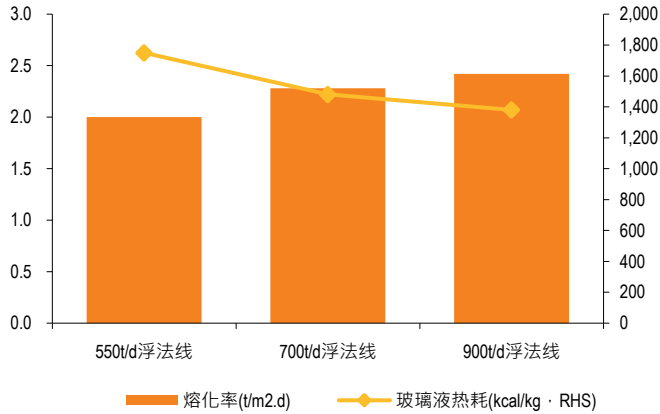
据《关于浮法玻璃生产节能工作的思考与体会》（纪福顺，《玻璃》杂志，2008年），900t/d的浮法产线熔化率为 2.42t/m².d，相对 500t/d 产线熔化率提升 21.0%。此外，更大的玻璃窑具有更低的单位窑体散热量，用于加热回流玻璃液所需的热量也更低，从而达到节能降耗的效果，900t/d 浮法产线玻璃液每 kg 热耗仅为 1,380 kca，相比 550t/d 的产线单位热耗降低 21.1%。玻璃生产过程中会产生大量烟气余热，国内浮法玻璃平均热耗为 6,730KJ/kg 玻璃液，其中烟气余热能耗占比达 29.72%。目前我国主要通过余热发电解决余热利用问题，但余热发电投资强度高，对于日熔量较小的玻璃窑经济可行性较低。在玻璃窑余热利用方面，平均单体玻璃窑最大的信义玻璃走在行业前列，据国际能源网，信义玻璃早在 2010 年就建设了每年供电量达 3066 万 KW 的余热发电站，每年节省电网购电费近 2500 万元，并且减少了高温、酸性气体对环境的污染。

同时应注意玻璃窑随着生产年限拉长，玻璃窑内部耐火材料逐步损耗，热量损耗会增加，进而降低玻璃窑能源利用效率。

公司平均玻璃窑龄已接近玻璃窑使用寿命，玻璃窑更新升级或明显降低玻璃窑龄及提升单线玻璃窑炉规模。玻璃窑寿命普遍在 6-8 年，之后会进行冷修改造升级。20FY 末，我们测算公司平均玻璃窑龄已达 6.5 年，明显高于信义玻璃及旗滨集团，显示公司玻璃窑冷修升级需求更加迫切。同时考虑到公司平均单线窑炉规模明显小于信义玻璃、旗滨集团，公司或借助玻璃窑冷修改造契机，运用最新玻璃窑技术，扩大新建窑炉单体产能。因而我们认为，借助冷修

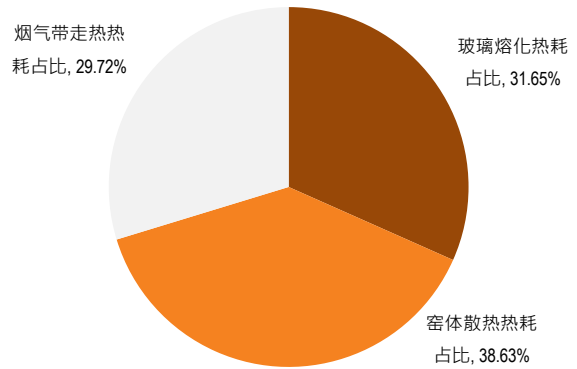
改造升级机会，公司玻璃窑平均年龄有缩短空间，同时平均玻璃窑产能或有一定提升，对于公司降低单位生产成本有积极意义。

图 16: 不同规模浮法线的熔化率及热耗情况对比



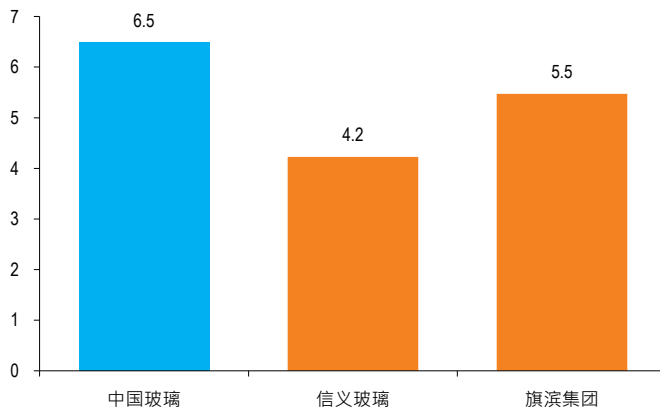
资料来源:《关于浮法玻璃生产节能的思考与体会》(纪福顺,《玻璃》,2008年),天风证券研究所测算

图 17: 浮法玻璃生产每千克玻璃液体热耗分布



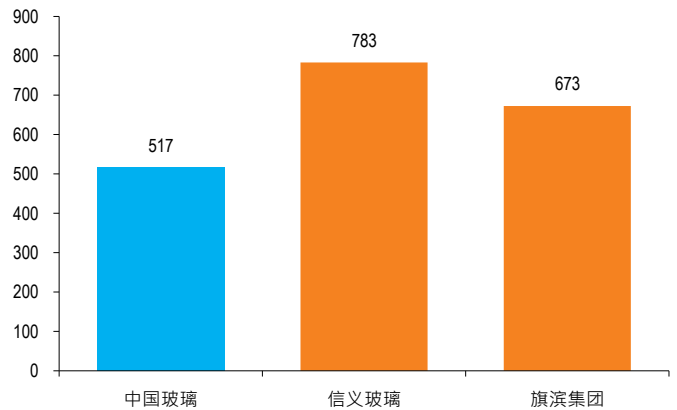
资料来源:《浮法玻璃生活场企业余热利用探讨》(徐春来,《玻璃》,2013年),天风证券研究所测算

图 18: 中国玻璃在产产线平均窑龄(年)高于信义玻璃、旗滨集团



注:采用在产产能及窑炉点火运营年份数,进而计算产能加权平均窑龄;截止20年底数据。
资料来源:卓创资讯,各公司公告,天风证券研究所测算

图 19: 中国玻璃在产窑炉平均规模(t/d)较信义玻璃、旗滨集团小

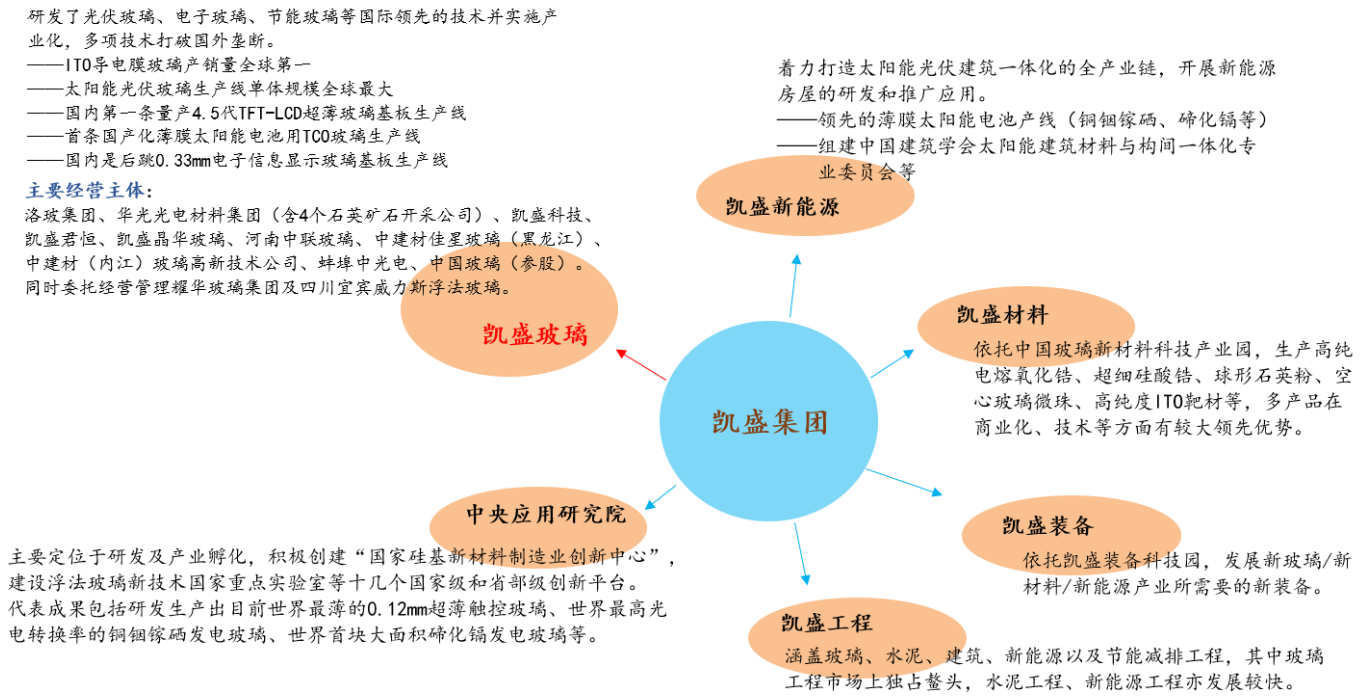


注:截止20年底数据,仅考虑在产产线;
资料来源:卓创资讯,各公司公告,天风证券研究所测算

依托控股股东平台、资源优势，生产成本或有优化空间

第一大股东凯盛集团拥有玻璃全产业链服务能力、技术有优势、硅砂资源储备丰富。公司现阶段第一大股东凯盛科技集团(后文简称“凯盛集团”)为中建材集团全资子公司。中国建材集团是国务院国资委直接管理的中央企业,是全球最大的综合性建材产业集团、世界领先的新材料开发商和综合服务商。通过资产重组和业务整合,集团构建起强大的产品制造(玻璃、水泥、玻纤等)、科技研发、成套装备、物流贸易等专业化平台。凯盛集团聚焦发展,新玻璃、新材料、新能源、新装备产业。凯盛集团是我国玻璃技术变革的开拓者、引领者,直接或间接管理9个省部级以上科研平台(包括我国首个玻璃国家重点实验室)。凯盛集团拥有玻璃产业的全产业链领先技术能力、服务能力,包括先进玻璃窑炉设计、施工能力。

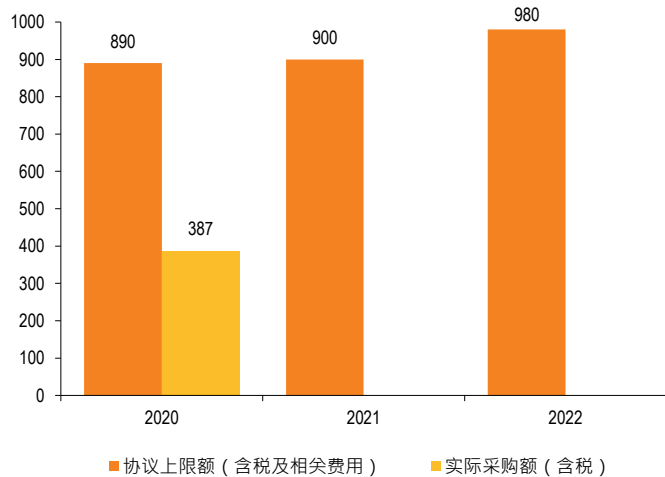
图 20: 凯盛集团六大业务平台, 其中玻璃是核心业务



资料来源: 凯盛集团官网, 天风证券研究所

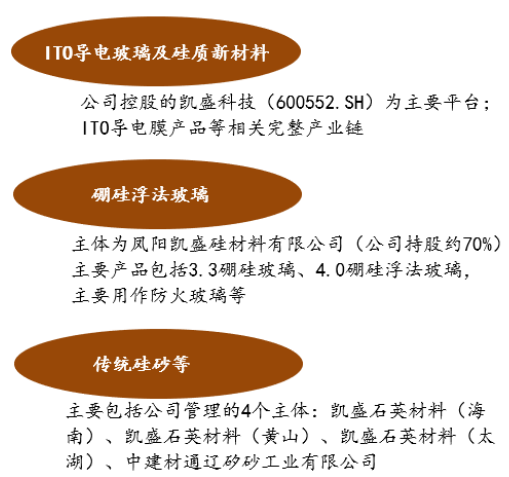
依托控股股东平台资源、技术优势, 生产成本有优化空间。公司产品主要原燃材料包括燃料、纯碱和硅砂等, 构成了玻璃产品的核心成本, 原燃料采购成本对公司盈利能力会有明显影响。公司于 19 年 10 月 25 日, 通过中玻投资(公司全资子公司)与华光集团(凯盛集团全资子公司, 公司关联方)签署采购框架协议, 委聘华光集团采购玻璃产品的原燃材料, 包括硅砂及纯碱, 协议有效期 2020/01/01-2022/12/31。根据协议, 华光集团通过招标进行采购原燃材料, 并按成本价出售予中玻投资, 中玻投资可评估及比较关联采购成本与向独立第三方采购成本后, 决定是否按相关价格采购产品。一方面, 凯盛集团的硅砂资源四个主体均由华光集团统筹管理, 另一方面华光集团自身亦有玻璃产品需在外部采购燃料等, 通过与华光集团合作进行原材料采购, 或有助于发挥规模优势, 对采购成本实现部分优化。20FY 公司与华光集团发生关联交易约 3.87 亿, 占协议约定上限比例 43.5%, 后续规模或进一步提升, 效果有望逐步显现。此外, 依托公司控股股东在玻璃产业领域深厚积累, 公司玻璃生产线建设、改造及升级可与深圳凯盛科技工程等关联企业合作, 确保自身玻璃产线技术及装备水平处于行业前列水平, 我们认为对于优化生产成本亦有积极意义。

图 21: 公司与华光集团的关联采购协议上限及完成额



资料来源: 公司公告天风证券研究所; 单位为百万元

图 22: 华光集团主要业务及主要资产



资料来源: 凯盛集团官网, 在线微商, 天风证券研究所

表 1: 凯盛科技集团硅砂资源

企业	区位	产品	资源	产线产能	技术
凯盛石英材料(黄山)有限公司	安徽黄山	20目以粗、325目以细的各种规格的石英砂、硅微粉	公司拥有长三角地区最大的脉石英矿山(璜茅石英矿),平均SiO ₂ 含量99%以上,平均白度92,已探明储量500万吨,远景储量达2000万吨	目前公司拥有干法制砂生产线七条,大型湿法提纯制砂生产线一条,干法硅微粉生产线七条,年产各种纯度石英砂14万吨,硅微粉4万吨,产线设备均选购自国内外一流厂家	率先在国内导入非酸洗条件下提纯脉石英生产高纯石英技术,研制的新产品性能均达到国内领先水平
凯盛石英材料(太湖)有限公司	安徽安庆	光伏玻璃用砂、高档玻璃器皿用砂、光学玻璃用砂等	公司自有矿山和周边区域的高品质石英资源	高档石英材料精深加工生产线项目总投资1.08亿元,目前一期工程年产7万吨高品质石英砂生产线已建成投产	采用蚌埠院自主开发的石英砂提纯技术
凯盛石英材料(海南)有限公司	海南文昌	光伏玻璃砂	公司拥有采矿权的矿区面积为4.0262平方公里,可采储量1.12亿吨	现有已建成投产的2条共26万吨/年的超白光伏玻璃砂生产线,为国内规模最大的光伏玻璃砂生产线	-
中建材通辽砂砂工业有限公司	内蒙古通辽	玻璃砂系列产品和铸造砂系列产品	下属7个砂矿,已取得矿产开采权的矿区面积10.3平方公里,已探明的储量2亿吨,是中国硅质原料采选业中规模最大,技术装备先进,产品品种齐全的领军企业	玻璃砂和铸造砂系列产品产能200万吨以上;年产60万吨石英精砂生产线与技术装备水平具有国际水准,在国内处于领先水平	国内首先将无氟浮选选矿工艺成功应用到大规模工业生产的企业;运用磁选工艺、正反浮选工艺,研发了磁选砂、高硅砂和长石产品,为高档汽车挡风玻璃的制造提供优质原料

资料来源:凯盛集团官网,天风证券研究所

表 2: 公司近年与关联方的关联采购及销售协议

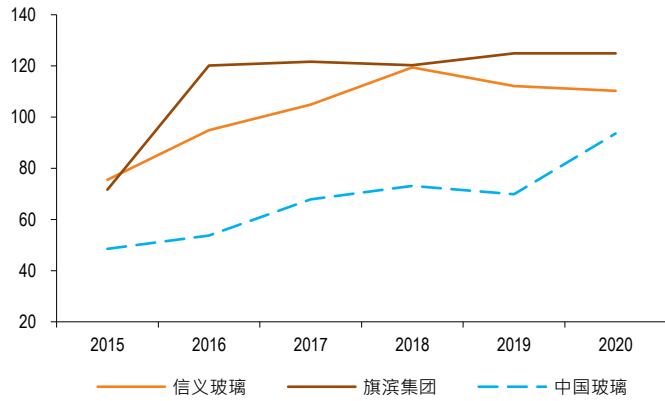
时间	购买方(公司及子公司)	服务等提供方	协议具体内容
2019/2/21	中玻科技,公司非全资子公司	中建材凯盛机器人(上海)有限公司,中建材集团间接控股	为中玻科技的3号生产线供应分级堆垛机器人系统。合同金额338万元
2019/2/21	中玻科技,公司非全资子公司;威海中玻新技术玻璃有限公司,公司非全资子公司	深圳市凯盛科技工程有限公司,中建材集团间接控股	为中国玻璃两家子公司进行烟气工程设计、设备及材料的采购及玻璃窑炉脱硝反应器设备安装。合同金额均为400万。
2019/2/21	中玻(咸阳)镀膜玻璃有限公司,公司非全资子公司	深圳市凯盛科技工程有限公司,中建材集团间接控股	为咸阳中玻烟气治理系统提供建设服务,包括工程设计及施工规划、设备及材料的采购及系统安装和调试。合同金额1988万。
2019/10/25	中玻(陕西)新技术有限公司,公司非全资子公司	中国建材国际工程集团有限公司,中建材集团间接控股	为陕西中玻的浮法玻璃生产线的冷修及改造进行设计、采购及安装工程。合同金额包括设计及规划198万、采购及安装8900万。
2019/10/25	江苏苏华达新材料有限公司,公司非全资子公司	中国建材国际工程集团有限公司,中建材集团间接控股	为江苏苏华达建立新高档汽车玻璃生产线进行设备及材料采购及安装工程。合同金额2.86亿。
2019/10/25	中玻投资有限公司,公司非全资子公司	安徽华光光电材料科技集团有限公司,凯盛集团全资子公司	委聘华光集团采购各种玻璃产品生产中使用的原燃材料(包括硅砂及纯碱)。华光集团通过招标进行采购原燃材料并按成本价将出售予中玻投资,服务期限三年(FY2020-FY2022)。约定20FY、21FY、22FY交易总价限额分别为8.9、9.0、9.8亿。
2020/8/6	中玻(咸阳)镀膜玻璃有限公司,公司非全资子公司	深圳市凯盛科技工程有限公司,中建材集团间接控股	为咸阳中玻烟气治理系统的改造和提升提供建设服务,包括工程的详细设计及施工规划、设备及材料采购以及安装及调试提升后的系统。合同金额1312万元。
2020/10/5	江苏苏华达新材料有限公司,公司非全资子公司	中国建材国际工程集团有限公司,中建材集团间接控股	为江苏苏华达新太阳能玻璃生产线采购及供应机械设备,同时对生产线进行安装、测试及质量检测。
2020/10/5	凯盛君恒有限公司;中建材蚌埠玻璃工业设计研究院有限公司。均为凯盛集团全资子公司	Olivotto Glass Technologies S.p.A.,公司直接全资子公司	Olivotto为凯盛君恒供应四条丹纳拉管生产线的机械设备,合同金额416万欧元;Olivotto为中建材蚌埠设计院供应机械设备及改造升级凯盛君恒现有的两条丹纳拉管生产线,合同金额49万欧元。
2020/12/8	江苏苏华达新材料有限公司,公司非全资子公司	中建材环保研究院(江苏)有限公司,中建材集团间接控股	为江苏苏华达600t/d玻璃生产线的烟气治理系统提供工程服务(包括设计、技术咨询、设备材料采购、烟气治理系统的设备安装及调试),合同总价2720万元。

资料来源:公司公告,天风证券研究所

财务费用率或进入下降拐点

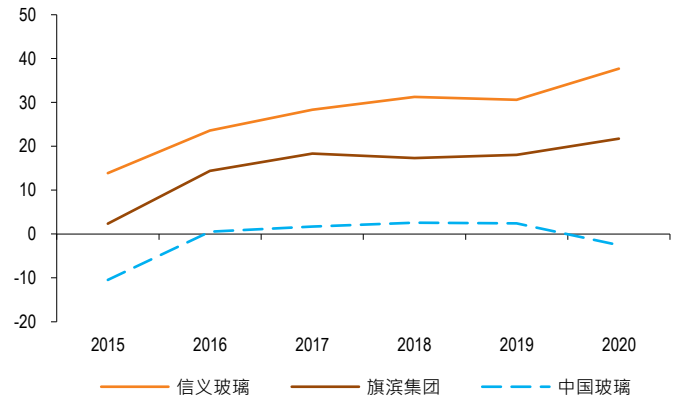
人均创收稳步提升显示管理及生产效率持续提升,但费用管控环节仍需加强。从人均产出角度看公司管理组织能力情况,我们注意到公司近年人均收入稳步提升,与信义玻璃、旗滨集团差距稳步缩窄。20FY公司人均创收为94万元(vs信义玻璃、旗滨集团分别为110、125万元),除玻璃价格波动对人均创收有影响之外,公司管理及生产效率稳步提升我们认为均是人均创收呈提升趋势的关键原因。另一方面,公司人均创利维持于较低水平,核心源于公司成本管控能力较弱(费用管控能力尚可,核心为单位生产成本差异)。

图 23: 公司与信义玻璃、旗滨集团近年人均创收 (万元) 比较



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

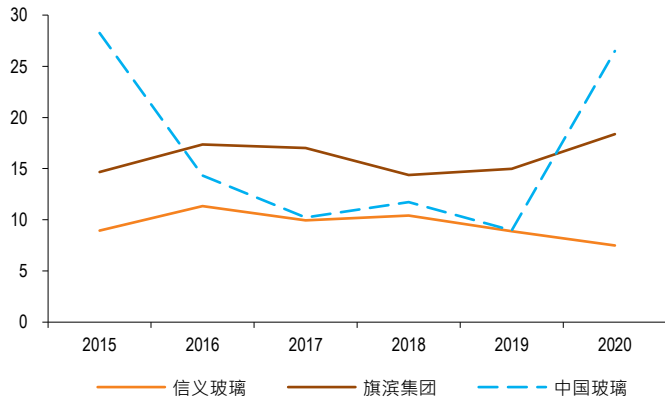
图 24: 公司与信义玻璃、旗滨集团近年人均创利 (万元) 比较



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

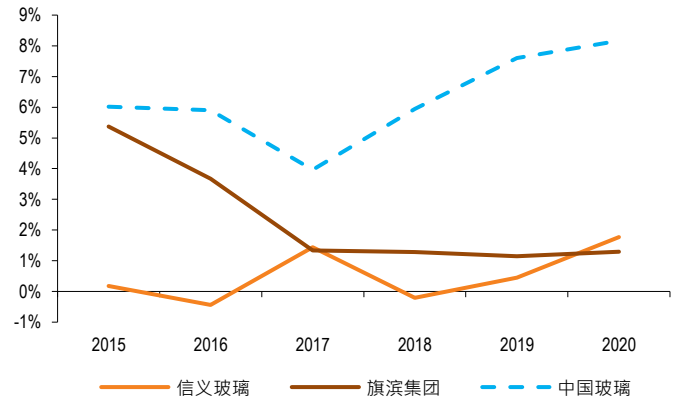
公司整体费用管控能力较好, 财务费用率有较大下降空间且或已进入下降拐点。我们采用整体费用率 (销售毛利率-销售净利率) 衡量企业费用管控水平。16-19 年中国玻璃整体费用率与信义玻璃接近, 低于旗滨玻璃, 显示公司费用管控水平较优。中国玻璃 20 年由于计提大额减值致整体费用率明显提升, 我们认为类似大额减值或没有持续性, 即后续公司整体费用率或回归至往年水平。另一方面, 公司近年财务费用率 (为统一口径, 我们将各自财务费用定义为利息费用+汇兑损失-利息收入) 明显高于信义玻璃、旗滨集团 (20FY 中国玻璃财务费用率为 8.2% vs 信义玻璃、旗滨玻璃分别为 1.8%、1.3%), 源于公司带息负债占比高 (可通过资产负债率、带息负债/全部资本投入两个指标结合观测)。基于 1) 我们对于浮法玻璃价格维持于现有水平的信心、2) 公司毛利率进一步在 20FY 基础上提升的背景下 (基于 3.1.1&3.1.2 讨论), 公司盈利能力有望持续修复, 进而修复资产负债表, 我们认为后续公司财务费用率有较大下降空间。

图 25: 公司与信义玻璃、旗滨集团近年整体费用率 (%) 比较



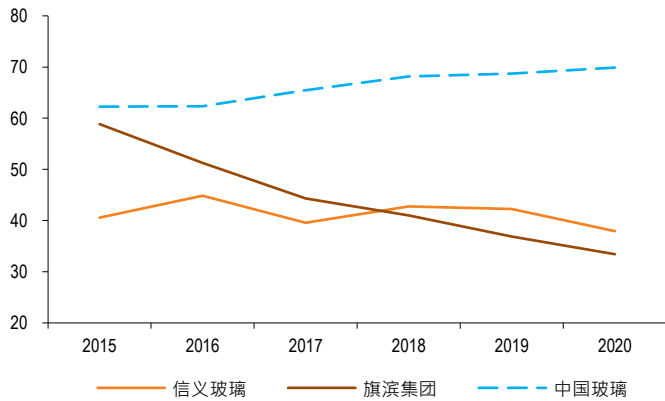
注: 整体费用率定义为销售毛利率-销售净利率;
资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

图 26: 公司与信义玻璃、旗滨集团财务费用率 (%) 比较



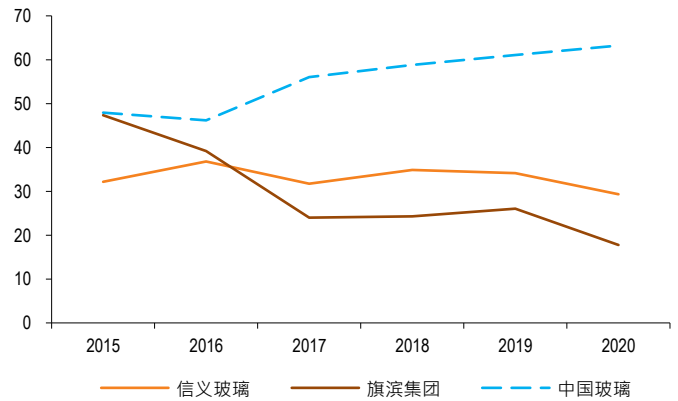
注: 为统一口径, 我们将各自财务费用定义为利息费用+汇兑损失-利息收入;
资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

图 27: 公司与信义玻璃、旗滨集团近年资产负债率 (%) 比较



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

图 28: 公司与信义玻璃、旗滨集团带息负债/全部投入资本 (%) 比较



资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

冷修复产、外部收购、内部资产整合，公司浮法玻璃产能提升空间较大

测算 20FY 末后冷修产能复产可为公司带来约 30%有效产能增幅，21 年已点火 1,000 t/d。据公司 20 年年报，公司合计拥有浮法玻璃生产线 13 条，日熔量 6,650 t/d。20FY 末公司 10 条生产线在产，未进行生产线因冷修技改及搬迁等原因暂时停产。20FY 公司生产各类玻璃 3,544 万重量箱（假设全年均为该 10 条生产线生产，测算其对应日熔量约 5,110 t/d），测算冷修 3 条生产线复产对应有效产能增幅为 1,540 t/d，占 20FY 末在产产能比例为 30.1%。2021 年 6 月，公司相继点火 400t/d 汽玻及功能玻璃线（公司陕西基地）、600t/d 汽车玻璃生产线（公司宿迁基地）。

外部收购进一步提升公司浮法玻璃产能。公司于 20 年 12 月公告，公司全资子公司中玻（尼日利亚）拟收购持有并经营一条 600t/d 的浮法玻璃生产线的目标公司 70%股权，收购事项有望于 2021 年落地，收购后公司于尼日利亚基地浮法玻璃产能有望提升至 1,100 t/d（于 19 年公司于尼日利亚投产一条产能为 500 t/d 的浮法玻璃产线）。同时，公司于 2021 年 5 月公告拟收购福建龙泰实业有限公司 55%股权（已于 21 年 5 月点火一条建筑玻璃生产线，在建另一条汽车玻璃生产线，同时拥有一座预计 22 年投产的石英砂矿的经营租赁权），该收购事项已获 21 年 7 月的公司特别股东大会审批通过，后续该收购事项完成后，公司国内浮法玻璃产能有望获得进一步提升并优化公司产能区域布局。

解决同业竞争角度考虑，中国玻璃或被定位于中建材旗下浮法玻璃业务主体，中国玻璃或通过资产整合吸纳较多中建材旗下其他浮法玻璃资产。经过多年整合运作，凯盛集团旗下已集聚了中建材集团内部的大部分玻璃资产，按照产品属性，大体可划分为四大板块：浮法玻璃、电子玻璃、光伏玻璃、药用玻璃。其中浮法玻璃板块，凯盛集团作为第一大股东的中国玻璃拥有最多的浮法玻璃产能。中国玻璃以外，凯盛科技通过控股、委托经营管理、参股等方式产生联系的浮法玻璃产能亦有较大体量。考虑到中国玻璃上市公司地位，其大股东解决同业竞争角度，我们认为后续中国玻璃有机会参与集团内部浮法玻璃资产整合，并有望带来一定潜在浮法产能提升弹性。

图 29：凯盛集团旗下四大玻璃业务板块

<p>浮法玻璃业务</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>中国玻璃</u>（凯盛集团为第一大股东，3300.HK），拥有13条浮法产线，产能6,650 t/d ✓ 洛玻集团-龙昊公司，拥有2条浮法玻璃产线，产能超1,000t/d ✓ 洛玻集团-中建材濮阳光材，拥有一条超白浮法玻璃产线，产能约400 t/d ✓ 安徽华光集团，拥有一条约250 t/d 浮法产线 ✓ 河南中联玻璃（凯盛集团全资子公司），拥有2条浮法产线，产能超1,000 t/d ✓ 中建材佳星玻璃（黑龙江）有限公司（凯盛集团全资子公司），拥有1条浮法产线，产能约600 t/d ✓ 中建材（内江）玻璃（中建材集团控股），建筑玻璃深加工业务等 ✓ 凯盛晶华玻璃（凯盛集团全资子公司），拥有1条浮法产线，产能约600 t/d • 中国耀华玻璃集团（秦皇岛经委全资，凯盛集团委托经营管理），拥有浮法产线6条，产能超1,500 t/d • 宜宾威力斯浮法玻璃（宜宾市政府控股，凯盛集团委托经营管理），在产浮法产线1条，产能约900 t/d ☆ 青海耀华特玻（凯盛集团少量参股），在产浮法产线1条，产能约600 t/d
<p>电子玻璃业务</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>凯盛科技（600552.SH, 凯盛集团控股）</u>，拥有ITO导电膜玻璃、柔性触控、面板减薄、保护盖板、显示触控一体化模组电子玻璃完整产业链 ✓ 中建材蚌埠光电材料（凯盛集团控股），高铝高强盖板玻璃 ✓ 蚌埠中光电科技（凯盛集团控股），高世代TFT-LCD基板玻璃 ✓ 洛阳玻璃（600876.SH/1108.HK, 凯盛集团控股）之龙门玻璃、龙海玻璃、蚌埠中显，拥有0.12mm-2.0mm超薄电子玻璃基板生产供应能力
<p>光伏玻璃业务</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>洛阳玻璃（600876.SH/1108.HK, 凯盛集团控股）</u>现有光伏玻璃产能约1,500 t/d，且在在建产能较多 ✓ 北方玻璃（凯盛集团控股），在建一条光伏压延玻璃产线；与洛阳玻璃达成被收购协议 ☆ 凯盛（自贡）新能源（洛阳玻璃托管经营），在产一条650 t/d光伏玻璃产线，后续有望被洛阳玻璃控股
<p>药用玻璃业务</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ <u>凯盛君恒（凯盛集团控股）</u>，引进了世界一流的全套药用玻璃管生产线，立志于5.0中硼硅玻璃管的研发和生产，产品包括中硼硅玻璃管及其制成的西林瓶、安瓿瓶、注射器。 ✓ Olivotto（中国玻璃全资子公司），从事药用玻璃生产线的设计及建设

资料来源：凯盛集团官网，卓创资讯，洛阳玻璃公告，凯盛科技官网，中国玻璃官网等，天风证券研究所

盈利预测与投资建议

核心假设:

1) **产品产销:** 产能角度, 公司通过冷修复产、收购及后续可能实施的资产整合, 浮法玻璃产能潜在提升空间非常可观, 21年6月公司陕西基地、宿迁基地已各点火复产一条产线, 产能增加约 1,000 t/d, 我们假设公司 21-23 年玻璃产品有效产能每年提升 10%; 我们预计 21-23 年公司玻璃产品有效年产能分别为 3,758、4,134、4,547 万重箱。基于相对稳定的产能利用率及产销率假设, 我们预计 21-23 年公司玻璃产品销量分别为 3,908、4,299、4,729 万重箱, YoY 分别为 6.8%、10.0%、10.0%。

2) **产品单价 (ASP) 及单位生产成本:** 我们认为现阶段浮法玻璃价格受供需支撑较强, 21FY 浮法玻璃均价预计较 20FY 有较大幅度提升。我们假设 21-23 年公司玻璃产品均价分别为 104、102、104 元/重箱, YoY 分别为 26.4%、-2.6%、2.0%。21 年因光伏玻璃投产力度较大, 致市场定价的纯碱价格中枢有一定抬升, 但判断 22 年影响边际减弱; 此外, 燃料价格 21H1 亦有一定涨幅, 21FY 我们预计玻璃产品单位生产成本有一定上浮, 预计 22FY 原燃材料市场价格较 21FY 会有一定回落。另一方面, 公司单位生产成本有较大优化空间, 值得重视。我们预计 21-23 年公司玻璃产品单位生产成本分别为 72.5、71.6、71.9 元/重箱, YoY 分别为 14.5%、-1.2%、0.4%。

3) **其他业务:** 中硼硅药玻产线设计/安装等业务预计平稳增长, 利润率维持相对稳定。

4) **费用率:** 随着规模提升及管理继续提效背景下, 我们预计公司玻璃产品单位分销成本及单位行政费用均呈稳步小幅下降趋势。此外, 效益改善带动资产结构优化, 我们认为财务费用率后续有较大下降空间。

表 3: 公司业绩预测核心假设

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
玻璃产品有效年产能 (万重箱)	3,252	2,978	3,416	3,758	4,134	4,547
YoY		-8.4%	14.7%	10.0%	10.0%	10.0%
产能利用率	102.6%	104.0%	103.7%	104.0%	104.0%	104.0%
产销率	100.8%	95.7%	103.3%	100.0%	100.0%	100.0%
玻璃产品销量 (万重箱)	3,365	2,966	3,660	3,908	4,299	4,729
YoY	-8.7%	-11.9%	23.4%	6.8%	10.0%	10.0%
玻璃产品 ASP (元/重箱)	76.7	75.4	82.6	104.4	101.7	103.7
YoY	10.6%	-1.7%	9.6%	26.4%	-2.6%	2.0%
玻璃产品单位成本 (元/重箱)	65.1	66.3	63.3	72.5	71.6	71.9
YoY	7.4%	1.8%	-4.5%	14.5%	-1.2%	0.4%
玻璃产品单位分销成本 (元/重箱)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(1.9)
玻璃产品单位行政费用 (元/重箱)	(7.3)	(7.7)	(7.5)	(7.4)	(7.2)	(7.1)

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

我们预计公司 21-23 年收入分别为 46.4、49.8、55.8 亿元, YoY 分别为 47%、7%、12%, 预计 21-23 年归母净利润分别为 6.5、6.9、8.3 亿元, 22/23 年 YoY 分别为 6%、21%。成本有较大优化空间, 叠加产能潜在提升空间大, 公司成长弹性值得重视。可比公司我们选取主要上市浮法玻璃企业, 包括信义玻璃、旗滨集团、南玻 A 及金晶科技。参考 Wind 业绩一致预期, 截止 2021/07/19, 可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 13.0x、13.6x, 考虑到公司更大的潜在成长弹性, 同时综合考虑公司现阶段浮法玻璃成本管控能力较行业龙头稍弱, 我们认可给予公司 21 年 10x 目标 PE, 对应目标价 4.31 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 公司业绩拆分及盈利预测表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,618	2,369	3,159	4,642	4,977	5,581
YoY	2.4%	-9.5%	33.3%	47.0%	7.2%	12.1%
其中: 玻璃产品销售	2,581	2,236	3,024	4,495	4,815	5,403
YoY	1.0%	-13.4%	35.3%	48.6%	7.1%	12.2%
其中: 设计, 供应及安装服务	37	133	134	148	162	179
YoY	-	263.6%	0.7%	10.0%	10.0%	10.0%
综合毛利率	15.7%	12.0%	23.4%	36.5%	35.7%	36.6%
其中: 玻璃产品销售	15.1%	12.1%	23.4%	37.0%	36.1%	37.1%
其中: 设计, 供应及安装服务	53.2%	10.9%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
整体毛利润(百万元)	410	285	739	1,696	1,776	2,045
其他收入(百万元)	231	320	30	30	30	30
分销成本(百万元)	(78)	(67)	(78)	(80)	(87)	(93)
分销成本占收入比	-3.0%	-2.8%	-2.5%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
行政费用(百万元)	(249)	(241)	(288)	(298)	(321)	(346)
行政费用占收入比	-9.5%	-10.2%	-9.1%	-6.4%	-6.5%	-6.2%
应收款项减值亏损(百万元)	0	(21)	(123)	(46)	(50)	(56)
减值亏损占收入比	0.0%	-0.9%	-3.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
其他经营支出(百万元)	0	0	(12)	0	0	0
融资成本(百万元)	(161)	(186)	(264)	(358)	(352)	(370)
融资成本占收入比	-6.1%	-7.8%	-8.3%	-7.7%	-7.1%	-6.6%
除税前溢利(百万元)	153	89	5	944	997	1,210
所得税(百万元)	(49)	(17)	(104)	(189)	(199)	(242)
有效所得税税率	32.0%	18.7%	2008.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	104	73	(98)	755	797	968
少数股东损益(百万元)	11	(10)	(14)	106	112	135
归母净利润(百万元)	93	83	(85)	649	686	833
YoY	43.9%	-11.7%	-202.6%	-	5.6%	21.4%
归母净利率	3.6%	3.5%	-2.7%	14.0%	13.8%	14.9%

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

表 5: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
0868.HK	信义玻璃	1,362	32.60	1.58	2.47	2.68	20.6	13.2	12.2
601636.SH	旗滨集团	572	21.64	0.68	1.55	1.78	31.8	14.0	12.1
000012.SZ	南玻 A	269	11.80	0.25	0.84	1.02	46.5	14.1	11.6
600586.SH	金晶科技	148	10.31	0.23	0.97	1.20	44.5	10.7	8.6
	平均值						35.9	13.0	11.1
	中位数						38.2	13.6	11.9
3300.HK	中国玻璃	55	3.03	-0.05	0.36	0.38	-53.9	7.0	6.7

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

注 1: 股价及汇率截止时间 2021/07/19; 除中国玻璃外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期; 1HKD=0.8329CNY;

注 2: A 股上市公司市值、收盘价单位为人民币; H 股上市公司市值则均为港元; 除信义玻璃 EPS 为港元为, 其余均为人民币

风险提示

需求低于预期：玻璃三大需求领域地产、汽车、太阳能发电组件，若主要领域需求明显低于预期，则有供需关系恶化风险，进而对玻璃价格、公司后续业绩有负面影响。

浮法玻璃供给调控力度减弱：若政策端对浮法玻璃新增产能的约束明显放松，则浮法玻璃供给或明显超我们预期，恶化供需关系进而对浮法玻璃价格及公司后续业绩有负面影响。

原材料价格大幅波动：浮法玻璃约 80%成本为纯碱、硅砂等矿石原料及燃料，同时浮法玻璃为公司汽车玻璃、建筑玻璃关键成本之一，若相关原材料价格出现大幅波动，将对公司盈利能力产生影响。

公司盈利能力修复节奏低于我们预期：生产成本管控能力提升节奏、浮法玻璃行业景气度快速下降均会导致我们对于公司盈利能力的判断下修，进而影响公司业绩。

公司浮法玻璃产能提升节奏低于预期：我们对公司业绩预测中假设了一定幅度的浮法玻璃产能提升，驱动因素包括冷修复产、外部收购及内部资产整合，若前述几方面途径均有明显受阻，或致公司浮法玻璃产能提升节奏低于我们预期，进而使公司业绩低于我们预期。

不同市场估值体系差异带来的估值不准确风险：中国玻璃为港交所上市公司，估值测算中我们选取的可比公司包括港股及 A 股上市公司，存在不同市场估值体系不同导致的估值不准确风险。

Disclaimer

Analyst Statement

Each research analyst identified in this publication certifies that all of the views expressed in this publication by such analyst accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers. In addition, each research analyst identified in this publication certifies that no part of the analyst's compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific investment recommendations or views expressed in this publication, nor is it tied to any specific investment banking transactions performed by Tianfeng Securities Co., Ltd or any other affiliates and subsidiaries globally.

General Disclosures

The term "TF Group" used in this publication refers to Tianfeng Securities Co., Ltd. and its affiliates and subsidiaries globally, including TFI Asset Management Limited (CE No.: ASF056). This publication and all materials contained in it has been prepared by the TF Group and, if applicable, with the contributions of one or more TF Group entities whose employees are specified on page 1 or identified elsewhere in the publication.

The contents contained in this publication is confidential and only for the use of clients of TF Group. TF Group will not deem a recipient as its client by reason only of their receiving this publication. Information herein has been obtained from sources believed to be reliable, but TF Group does not warrant its accuracy or completeness. The information and opinions contained herein are provided for TF Group clients' reference only and should not be construed as an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned. The information and opinions contained herein do not take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of any recipient. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein constitute a personal recommendation to anyone. TF Group clients are advised to make their own independent evaluation of the information contained in this publication, consider their own individual investment objectives, financial situation and particular needs and consult their own professional and financial advisers as to the legal, business, financial, tax and other aspects if necessary. TF Group shall not be liable in any manner whatsoever for any consequences of any reliance thereon or usage thereof. To the extent this material is provided to any recipient, this material is provided solely on the basis that the recipient has the capability to independently evaluate investment risk and is exercising independent judgment in evaluating investment decisions in that its investment decisions will be based on its own independent assessment of the opportunities and risks presented by a potential investment, market factors and other investment considerations.

Opinions, speculations and predictions contained in this publication reflect opinions held, and speculations and predictions made, at the time of publication. Such opinions, speculations and predictions are subject to change and may be amended without any notification. Unless stated otherwise, any performance data quoted represents past performance. Past performance shall not be considered as a reliable indication of future performance. At different periods, TF Group may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations and predictions contained herein. No representation or warranty is made that any returns indicated will be achieved. Certain assumptions may have been made in the analysis which has resulted in any returns detailed herein. Changes to the assumptions may have a material impact on any returns detailed.

TF Group's salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary and/or trading ideas that may be inconsistent with, and reach different conclusions from, the recommendations and opinions presented in this publication. Such ideas or recommendations reflect the different assumptions, views and analytical methods of the persons who prepared them, and TF Group is under no obligation to ensure that such other trading ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this publication. TF Group's asset management area, proprietary trading desks and other investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or opinions expressed in this publication.

Special Disclosures

TF Group has procedures in place to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with its research business. TF Group's analysts and other employees who are involved in the preparation and dissemination of research publications operate and have a management reporting line independent of TF Group's Investment Banking business. Information barrier procedures are in place between the Investment Banking, proprietary trading, and research businesses to ensure that any confidential and/or price sensitive information is handled in an appropriate manner.

The analysts and/or Research Support named in the publications, as well as TF Group's salespeople, traders, and other professionals, may have, from time to time, discussed with our clients, including TF Group's salespeople, traders, and other professionals, or may discuss in the publications, trading strategies that reference catalysts or events that may have a near-term impact on the market price of the equity securities discussed in the publications, which impact may be directionally counter to the analysts' published price target expectations for such stocks. Any such trading strategies are distinct from and do not affect the analysts' fundamental equity rating for such stocks as described herein.

To the extent permitted by applicable laws, TF Group may have positions in, and may effect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking, financial consulting, financial products and various financial services for those companies. Therefore, TF Group's clients should be aware that TF Group and/or its associated person(s) may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this publication and the opinions expressed herein. TF Group's clients are advised not to rely on the opinions contained in this publication when making any decision, including without limitation any investment decision.

Hong Kong: This publication is distributed in Hong Kong by TFI Asset Management Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong ("SFC") and is licensed for the conduct of Regulated Activity Type 4 (Advising on Securities), Type 5 (Advising on Futures Contracts), and Type 9 (Asset Management) of Part V of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) ("SFO"). Queries concerning this publication from readers in Hong Kong should be directed to our Hong Kong sales representatives.

Singapore: This publication is distributed in Singapore by TFI Asset Management Limited. It is only intended for, and may be distributed only to, institutional investors in Singapore (as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore). Recipients of this publication should not further distribute this publication to any person that is not an institutional investor.

United States of America: This publication is distributed in the United States by TFI Asset Management Limited pursuant to Rule 15a-6 under the United States Securities Exchange Act of 1934. Distribution is restricted to "Major U.S. Institutional Investors" only (as defined in Rule 15a-6. TFI Asset Management Limited is not a U.S. registered broker-dealer.

The analyst(s) listed on the first page of this publication is (are) not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and are not subject to U.S. FINRA Rule 2711 restrictions on communications with companies that are the subject of this research report; public appearances; and trading securities by a research analyst.

Other Jurisdictions: The distribution of research publications in other jurisdictions may be restricted by law and such reports will be made available in other jurisdictions pursuant to the applicable laws and regulations in those particular jurisdictions. The research publications are not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity that is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdictions where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation.

Ratings Definitions

Investment Ratings

Category	Description	Ratings	System
Stock investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Stock in the same period	Buy	Expected relative return over stock price above 20%
		Accumulate	Expected relative return over stock price between 10% and 20%
		Neutral	Expected relative return over stock price between -10% and 10%
		Sell	Expected relative return over stock price below -10%
Industry investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Industry in the same period	Outperform	Expected increase of industry index over 5%
		Neutral	Expected increase of industry index between -5% and 5%
		Underperform	Expected increase of industry index below -5%

Jurisdictions	Index Used for Ratings Definitions
China Mainland	CSI 300 Index
China-Hong Kong	Hang Seng Index
China-Marco	Hang Seng Index
USA	Standard & Poor's 500 Index

Copyright of the publications belong to TF Group. Any form of unauthorized distribution, reproduction, publication, release or quotation is prohibited without TF Group's written permission.

Contact

Hong Kong

TFI Asset Management Limited
11F, Nexus Building, 41 Connaught Road Central, Hong Kong
Email: research_tfi@tifsec.com
Tel: 852 3899 7399