

2012-02-10

原材料/建筑材料

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

## 旗滨集团 (601636)

增持/首次评级

股价: RMB7.33

### 分析师

周煊

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

# 向高端产品领域大步迈进

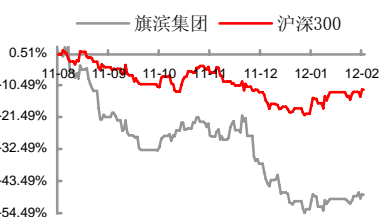
- 公司由原株洲玻璃厂经过数次改制、重组而成，在继承株玻优良的玻璃研制、生产技术工艺的同时，近年来快速扩张产能规模，在线 Low-E、在线 TCO 以及超白光伏玻璃基片是重点发展的产品。
- 公司与美国阿克玛公司和英国玻璃咨询公司合作开发在线镀膜技术。阿克玛公司是一家优秀的化学品生产商，提供的技术支持主要在镀膜原料和相应的镀膜设备方面。英国玻璃咨询公司继承了国际著名玻璃生产商皮尔金顿 (Pilkington) 的优良技术 (至少是部分)，我们认为其为旗滨提供了包括浮法玻璃、在线镀膜玻璃在内的全面的系统性的设计、开发等技术支持。
- 公司全部生产线建成后 Low-E 玻璃产能将达到 2700 万平米，占 2011 年全国总产量的 42%。Low-E 玻璃需求空间广阔，增速取决于政策力度。
- 虽然低于市场之前的乐观预期，但薄膜电池总需求依然会增长，从而拉动 TCO 和超白光伏玻璃的需求。公司目前生产的 TCO 玻璃为 FTO，由在线 Low-E 技术升级改进而来，是现在的主流产品。公司已具备规模化生产大面积 FTO 玻璃的能力，打破了国外的技术垄断。
- 对于目前作为公司收入和利润主要来源的普通浮法玻璃，我们认为整体上将进入供需基本平衡阶段，价格将在现在的低位徘徊，行业趋势性的复苏可能要到下半年之后。未来随着公司在线 Low-E、TCO、超白光伏基片等高端产品产能的释放和市场认可度的提升，普通浮法收入和利润的占比将呈下降趋势。
- 预计 2011—2013 年玻璃总销量分别为 2410、3450 和 4050 万重箱；主营业务收入分别为 19.3、31.8 和 41.2 亿元；主营业务毛利率分别为 20.35%、21.02%和 24.53%；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.53、3.62 和 4.79 亿元，EPS 分别为 0.23、0.54 和 0.72 元。目前股价对应 2012—2013 年动态 PE 分别为 13.6 和 10.2 倍，PB 为 2 倍。考虑到公司的成长性以及未来普通浮法玻璃行业复苏后业绩较大的弹性，给予“增持”评级。
- 风险提示：玻璃需求低于预期导致盈利低于预测。

### 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	668
流通 A 股 (百万股)	668
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,896

### 最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

### 经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1905.0	1948.0	3199.0	4143.0
(+/-%)	0.0	2.3	64.2	29.5
归属母公司净利润(百万元)	328.3	153.0	362.0	479.0
(+/-%)	0.0	-53.4	136.6	32.3
EPS(元)	0.49	0.23	0.54	0.72
P/E(倍)	14.9	31.9	13.5	10.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

<b>50 年玻璃老厂继承者，快速扩张高端产品规模</b> .....	<b>4</b>
<b>在线 Low - E 和光伏玻璃将成发展重点</b> .....	<b>6</b>
在线 Low - E 玻璃：后来居上，雄心彰显.....	6
TCO 和超白光伏玻璃：等待市场验证 .....	8
<b>普通浮法玻璃：价格触底，趋势性回升尚待时日</b> .....	<b>10</b>
<b>高端产品收入和盈利比重将提升</b> .....	<b>12</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图 1、公司股权和组织结构 .....	4
图 2、中国 LOW-E 玻璃消耗量增长 .....	7
图 3、中国平板玻璃产量累计增速 .....	10
图 4、重点联系玻璃企业平均出厂价格（不含税） .....	11
图 5、玻璃生产线运行状况跟踪（2006-2011） .....	11
图 6、全国玻璃生产企业库存合计 .....	12
表 1、旗滨集团玻璃生产线明细 .....	5
表 2、不同 TCO 玻璃优缺点比较 .....	9
表 3、公司各类产品销量、价格、毛利率预测 .....	12

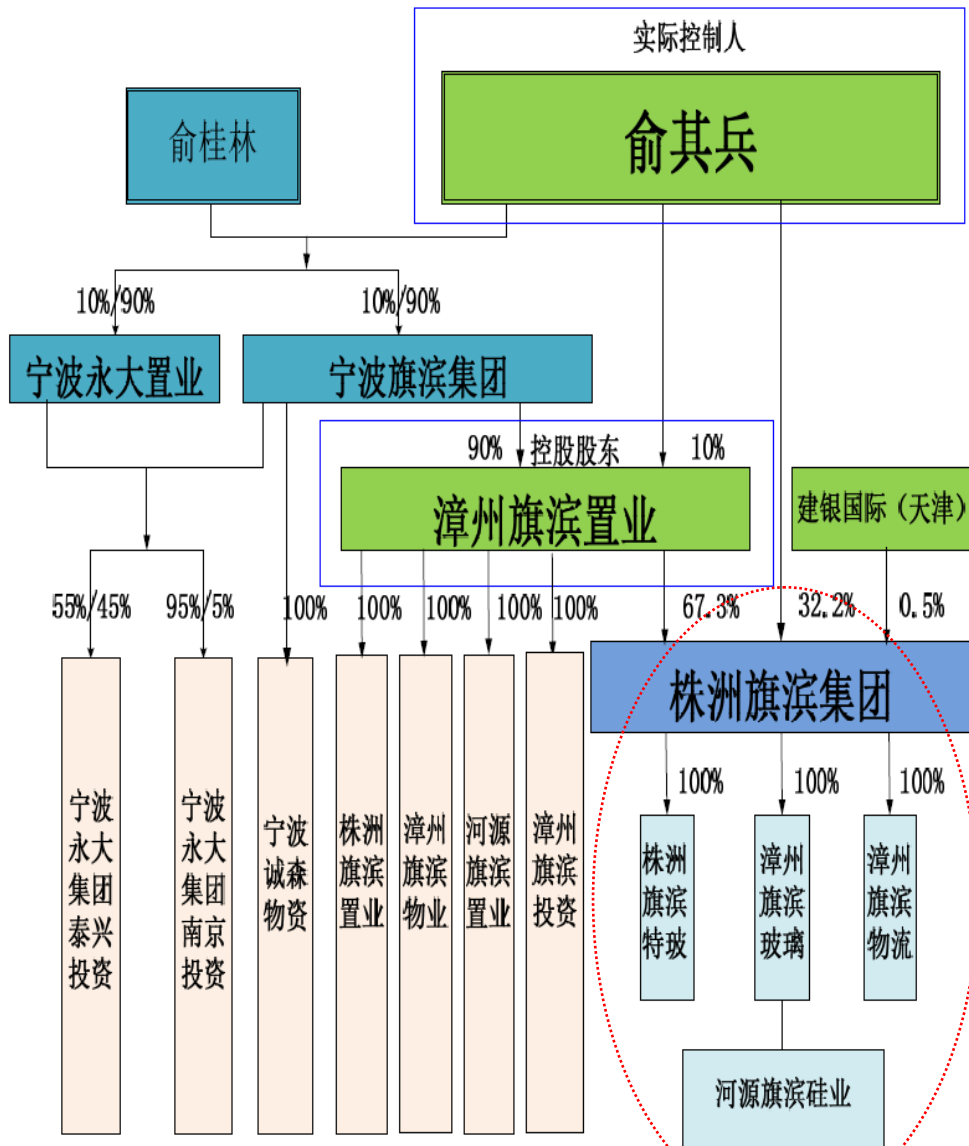
## 50 年玻璃老厂继承者，快速扩张高端产品规模

公司由原株洲玻璃厂（以下简称“株玻”）经过数次改制、重组而成。株玻始建于 1957 年，为我国第一个自行设计、施工、安装而建成的大型建筑用玻璃生产企业，曾经为中国南方最大的综合性玻璃生产基地，享有“江南明珠”的美称。

公司股权和组织结构如下（红圈部分为上市公司资产）：

图 1、公司股权和组织结构

公司及其关联方现行的股权关系如下：



注：1、俞桂林持有宁波永大置业 10% 的股权，持有宁波旗滨集团 10% 的股权。

数据来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理。

公司目前生产和销售的主要产品分为三大类：优质浮法玻璃、在线 Low-E 镀膜玻璃和 Low-E 镀膜玻璃基片、深加工玻璃产品。公司在继承株

在线 Low-E、在线 TCO 以及超白光伏玻璃基片是重点发展的产品

玻优良的玻璃研制、生产技术工艺的同时，近年来快速扩张产能规模，在线 Low-E、在线 TCO 以及超白光伏玻璃基片是重点发展的产品。

母公司（株洲旗滨）和子公司（漳州旗滨玻璃）为公司两大玻璃生产基地，主要产能如下：

表 1、旗滨集团玻璃生产线明细

公司	生产线	日熔量 (T/D)	年产能(万 重箱)	投产日期	备注
母 公 司 ( 株 洲 旗 滨 )	1 线 ( 优 质 浮 法 )	500	330	2007 年 4 月	
	2 线 ( 优 质 浮 法 )	500	330	2007 年 9 月	
	3 线 ( 优 质 浮 法 )	700	440	2006 年 10 月	募投项目技 改为在线 LOW-E ( 热 修不用放 水 ) ， 2012 年下半年完 成
子 公 司 ( 漳 州 旗 滨 玻 璃 )	1 线 ( 优 质 浮 法 )	900	600	2008 年 12 月	
	2 线 ( 在 线 LOW-E )	600	380	2009 年 11 月	试生产出 TCO，可以 柔性生产
	3 线 ( 在 线 TCO )	600	330	2011 年 3 月	7 月份调试 出 TCO
	4 线 ( 超 白 光 伏 基 片 )	800	480	2011 年 9 月点 火	募投项目
	5 线 ( 在 线 LOW-E )	600	380	2012 年 1 月点 火	
	6 线 ( 在 线 LOW-E )	600	380	2012 年 上 半 年 投产	在建
	7 线 ( 超 白 光 伏 基 片 )	800	480		规划中
	8 线 ( 超 白 光 伏 基 片 )	800	480		规划中
孙 公 司 ( 河 源 旗 滨 硅 业 )	1 线 ( 在 线 TCO )	800	440	2012 年 上 半 年 投产	在建
	2 线	800			规划中
	3 线	800			规划中

数据来源：华泰联合证券研究所整理。

截至 2011 年底，公司浮法玻璃产能约 2900 万重箱，2012 年将达到 4100 万重箱。

公司在线 Low-E 和在线 TCO 生产线都可柔性生产，在在线 Low-E 玻璃、Low-E 玻璃基片（优质浮法玻璃）、在线 TCO 镀膜玻璃、超白光伏玻璃基片（超白浮法玻璃）之间转换，有利于公司灵活调整产品结构以适应市场需求的变化，保持较高的盈利能力。

## 在线 Low-E 和光伏玻璃将成发展重点

### 在线 Low-E 玻璃：后来居上，雄心彰显

#### Low-E 玻璃需求空间广阔，增速取决于政策力度

Low-E 玻璃是目前节能效果最好的建筑玻璃。按不同的生产方法分为两种：一种是“在线高温热解沉积法”，在浮法玻璃生产的后端冷却过程中，液体金属或金属粉末直接沉积到热玻璃表面上，随着玻璃的冷却，金属膜层成为玻璃的一部分。这种方法生产的称为“在线”Low-E 玻璃，它具有许多优点：膜层坚硬耐用，可以热弯、钢化，不必在中空状态下使用，可以长期储存，生产成本较低。它的缺点是辐射率相对较高，节能效果略差，膜层颜色相对单一。

还有一种为“离线真空溅射法”：将切割洗净后的浮法玻璃原片送入真空室内，阴极靶溅射出金属原子到玻璃原片上，形成膜层。这种方法生产的称为“离线”Low-E 玻璃，它的优点是辐射率低，节能效果好，膜层色系丰富、调整灵活。缺点是膜层相对脆弱，需要合成中空使用，此外生产成本相对较高。

此外，“离线真空溅射法”适合更复杂的加工工艺。例如双银 Low-E 玻璃（由交替堆叠 2 层银层加其他金属及化合物层构成，膜层总数可达到 9 层以上）比单银 Low-E 玻璃（由 1 层银层加其他的金属及化合物层构成，膜层总数达到 5 层左右）拥有更好的节能效果（辐射率更低，一般  $\leq 0.05$ ），但工艺技术复杂，过程控制难度也大，目前只适合大型真空溅射生产线生产。

综合判断，我们认为离线 Low-E 玻璃节能效果好、价格高，属高端产品，适用于机场、写字楼等公共建筑及高档民用住宅；在线 Low-E 玻璃节能效果略差、价格低，属中低端产品，更适用于普通民用住宅。

在线 Low-E 玻璃  
节能效果略差、  
价格低，属中  
低端产品，更  
适用于普通  
民用住宅

关于 Low-E 玻璃的产能，没有权威的统计，根据我们搜集的资料，估计目前全国 Low-E 玻璃生产线在 50 条以上（有说 65 条），大部分为离线生产线，在线生产线仅为 6 条左右，估计这些生产线理论产能合计在 1—1.3 亿平方米左右。考虑到 Low-E 玻璃都是根据订单生产，不同订单的膜系颜色、规格有差别，生产线调整需要时间，因此估算实际产能在 6000—8000 万平方米左右。

对于整幢建筑来说，门窗的面积占建筑面积的比例约为 25%，而玻璃约占门窗面积的 75%，以此推算玻璃使用面积占建筑面积的 19%左右。我们从两个方面来测算中国 Low-E 玻璃需求空间：

- 1) 增量建筑需求：估计 2011 年全国房屋建筑竣工面积约 30 亿平米，Low-E 玻璃消费量 6370 万平米，仅占 2%，假设未来每年房屋建筑竣工面积维持稳定，则占比每提高 1 个百分点将增加 Low-E 玻璃需求 3000 万平米；

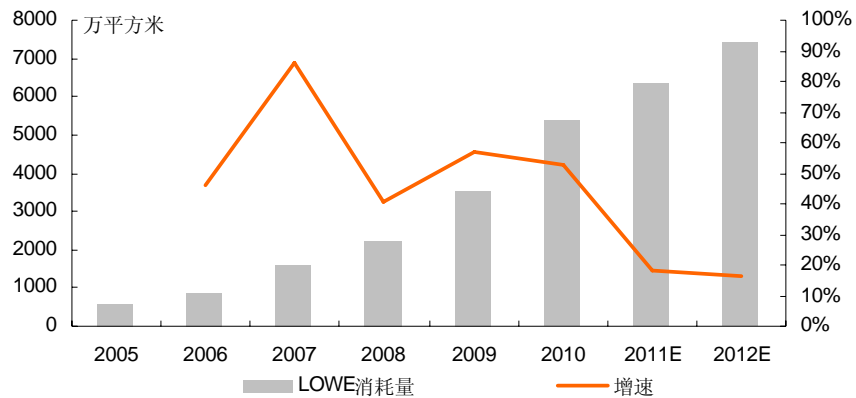


我国 Low-E 玻璃每年需求量还有上亿平米的增长空间

2) 存量建筑改造需求: 目前全国城镇和农村既有建筑超过 400 亿平米, 需要进行节能改造的有 130 亿平米。如果每年改造 13 亿平米, 则需要玻璃 2.5 亿平米, 如果其中 30% 使用 Low-E, 则需要 7500 万平米。

根据上面的测算, 我国 Low-E 玻璃每年需求量还有上亿平米的增长空间, 理论上不存在产能过剩的压力, 但经历了过去几年的高增长后, 目前需求增速有放缓的迹象, 一方面是基数提高的原因, 另一方面则是因为目前相对较高的价格对产品向普通民用住宅玻璃市场迅速渗透构成了一定的阻碍。我国节能减排政策虽然制定了到 2012 年全国城镇建筑总能耗要达到节能 50% 的要求, 以及到 2020 年全社会建筑总能耗要实现节能 65% 的目标, 但是政策未对门窗使用节能玻璃提出强制性要求。在这种情况下, 建筑物业主更倾向于选择成本低廉的材料来达到同样的节能效果 (例如外墙保温材料), 高成本的 Low-E 玻璃 (国外 Low-E 和普通白玻价格比为 1.4, 而国内高达 3) 使用受到抑制 (特别是在普通住宅领域)。

图 2、中国 LOW-E 玻璃消耗量增长



数据来源: 华泰联合证券研究所整理。

从国外的经验看, 强制性的法规是推动 Low-E 玻璃短期内迅速普及的最重要原因: 根据欧洲平板玻璃协会 2005 年的报告, 1991 年欧洲各国宣布于 1995 年强制采用 Low-E 中空玻璃后, Low-E 中空玻璃的市场占有率直线上升, 1995 年当年就超过了 50%, 1998 年接近 100%, 使用量从当初不足 200 万平米增加到 2004 年的 3600 万平米, 2009 年达到约 1.2 亿平米。

短期来看, Low-E 玻璃生产成本快速下降的可能性不大, 因此政策也成为推动其在普通民用住宅市场大量使用的最关键因素。考虑到“十二五”期间我国节能减排任务依然较重, 我们认为政府还是有可能在不久的将来出台类似强制使用 Low-E 玻璃的相关法规, 推动 Low-E 需求增速回升。

公司技术支持有力, 雄心彰显

公司不是国内最早投资建设在线 Low-E 玻璃生产线的企业, 但后来者居上, 势头强劲: 第 1 条在线镀膜玻璃生产线 (漳州 2 线) 09 年 11 月建成投产; 第 2 条 (漳州 3 线) 去年 3 月建成; 另有 3 条生产线在建, 预计

今年上半年建成投产,分别是漳州 5 线、6 线和河源 1 线;株洲 3 线技改(浮法改 Low-E) 今年下半年完成(这 6 条线都可柔性生产 Low-E、TCO 和基片)。

由于连续在线镀膜 12 小时后需要清洗镀膜器(耗时也为 12 小时),因此 600、700 和 800T/D 生产线 Low-E 玻璃年产能分别为 400、500 和 600 万平米,上述 6 条线如果全部生产 Low-E 玻璃,年有效产能为 2700 万平米,可占 2011 年全国总产量的 42%。在镀膜器不能工作的时间里,生产线可以生产 Low-E 镀膜玻璃基片。

公司与美国阿克玛(ARKEMA)公司和英国玻璃咨询公司(The Float Glass Consortium Limited)合作开发在线镀膜技术。阿克玛公司是一家优秀的化学品生产商,生产的有机锡化合物在世界范围内享有盛誉,而有机锡化合物是重要的镀膜原料。因此我们分析认为阿克玛公司提供的技术支持主要在镀膜原料和相应的镀膜设备方面。英国玻璃咨询公司继承了国际著名玻璃生产商皮尔金顿(Pilkington)的优良技术(至少是部分),我们认为其为旗滨提供了包括浮法玻璃、在线镀膜玻璃在内的全面的系统性的设计、开发等技术支持。

外方技术支持的雄厚背景使我们对公司在线 Low-E 玻璃的品质持较为乐观的看法。

### TCO 和超白光伏玻璃: 等待市场验证

TCO 玻璃(透明导电氧化物镀膜玻璃)用于薄膜太阳能电池的前电极,是关键部件;超白光伏玻璃基片,即超白浮法玻璃,在光伏领域主要用途为 TCO 镀膜玻璃的衬底材料,还用做晶硅和薄膜电池的封装材料。公司 TCO 和超白光伏玻璃业务的成功取决于两个因素:一是薄膜太阳能电池市场回暖;二是产品品质得到市场的认可。

### 薄膜光伏电池总量依然增长, 拉动光伏玻璃需求

2011 年全球新增光伏装机容量约 27GW,增长 59%,但增速比 2010 年下降 71 个百分点,需求放缓显现。而同时产能大幅增长,供大于求导致多晶硅及电池组件价格大幅下跌,其中多晶硅全年跌幅超过三分之二。生产成本低原本是薄膜电池相对于晶硅电池的主要优势之一,但多晶硅价格大跌(目前价格比历史最高点跌去了 90%以上)带来的晶硅电池成本下降使得这一优势受到严重削弱。再加上近两年来技术和成本上都没有进步,薄膜电池的市场份额从 09 年的 17%下降到 13%,估计 2011 年也不会有显著改善。一些知名的光伏企业也退出这一领域。

然而相对晶硅电池而言,目前薄膜电池虽然转换率低,成本优势不明显,但依然具备生产过程节能环保、温度系数小、弱光发电性能好以及适用于太阳能光伏建筑一体化(BIPV)等优势,未来仍将在光伏领域拥有一席之地,总需求将继续增长,但会低于市场之前的乐观预期。

国家《“十二五”太阳能光伏产业发展规划》(征求意见稿)对薄膜电池给予了足够的重视,将薄膜电池列为规划发展重点之一:“重点发展非晶与微晶相结合的叠层和多结薄膜电池。降低薄膜电池的光致衰减,鼓励企

薄膜电池总需求将继续增长,但会低于市场之前的乐观预期



业研发 5.5 代以上大面积高效率硅薄膜电池，开发柔性硅基薄膜太阳能电池卷对卷连续生产工艺等。”这对薄膜电池的发展也构成正面影响。

**TCO 和超白浮法玻璃供需形式良好，盈利能力稳定**

预计 2012—2013 年全球新增光伏装机容量分别为 24 和 30GW，若其中 15% 为薄膜电池，按 100W 薄膜电池对应 1.5 平米 TCO 玻璃计算，分别需要 TCO 玻璃 5400 和 6750 万平米。按中国薄膜电池产量占全球一半来计算，TCO 玻璃内需为 2700 和 3400 万平米左右。

除了用于 TCO 玻璃衬底之外，假设超白浮法玻璃还作为全部薄膜电池以及 20% 晶硅电池的封装材料使用，按每平方米封装玻璃分别可封装 67W 薄膜电池和 140W 晶硅电池计算，2012—13 年全球光伏行业对超白浮法玻璃的总需求分别为 1.42 和 1.78 亿平米，其中中国需求分别为 7100 和 8900 万平米（按国内生产 50% 光伏电池计算）。

此外，国内家具、建筑等行业对超白浮法玻璃也存在较大需求：据玻璃信息网统计，2010 年这些行业的超白浮法玻璃消耗量达到了 6400 万平米。

目前国内商用 TCO 玻璃产量很少，需求主要依赖进口，国外生产主要集中在日本旭硝子（ASG）、板硝子（NSG）和美国 AFG 等少数厂商。而截止 2011 年 6 月末，全国共有超白光伏玻璃生产线 47 条，日容量 10950 吨，折合年产能约 2.1 亿平米。其中绝大部分是超白压延玻璃，超白浮法占比较低，但具体数字缺乏精确统计，我们认为应该不会超过 30%。和超白压延玻璃不同，超白浮法玻璃的需求前两年并未出现快速上升，这导致在未来可预见的时间内新增供给的压力并不大。

从供需比较来判断，我们认为 TCO 和超白浮法玻璃未来两年盈利能力有望保持稳定。

**TCO 玻璃打破国际巨头垄断**

公司的在线 TCO 玻璃（透明导电氧化物镀膜玻璃）采用化学气相沉积法（CVD）生产，从与 Low-E 具有相同的外方技术支持背景以及生产线可以柔性化生产来看，应该为 FTO 玻璃（用掺氟的氧化锡作为膜层，即 SnO<sub>2</sub>:F）。FTO 是目前应用于薄膜电池的主流 TCO 玻璃，是从 Low-E 技术升级改造而来，优点是膜层稳定性好，耐酸碱性能突出，易于存储运输，成本相对较低，激光刻蚀（后序加工）容易；缺点是透光性能和导电性能相对偏弱，且易受氢等离子体的还原作用，导致应用受一定限制。有研究认为目前正在发展的 AZO 玻璃（用掺铝的氧化锌作为膜层，即 ZnO:Al）综合性能更好些，将成为未来主要的 TCO 玻璃。

**表 2、不同 TCO 玻璃优缺点比较**

TCO 玻璃种类	优点	缺点
ITO (In <sub>2</sub> O <sub>3</sub> : Sn)	导电率高，透过率高，膜层牢固	成本高，基板尺寸小，有毒，激光刻蚀性能较差
FTO (SnO <sub>2</sub> : F)	膜层硬，化学和力学抵抗性都很好	方阻大，透过率偏低，氢等离子体中易被还原
AZO (ZnO: Al)	原料易得，制造成本低廉，无	膜层偏软，镀膜后不能钢化，产

毒，易于实现掺杂，性能指标 品刻蚀后存放时间短  
好

数据来源：solarzoom 光伏太阳能网站，华泰联合证券研究所整理。

世界上规模化生产大面积 FTO 玻璃的技术之前主要为日本旭硝子 (ASG) 所掌握，公司的成功生产打破了这一技术垄断。公司生产的 FTO 玻璃最大尺寸可达 3.3m X 2.55m，目前已供给下游 30 多家薄膜电池生产商试用，其中有 20 多家认可了公司 FTO 玻璃在透光率，硬度等方面的质量。

由于 FTO 玻璃去年下半年才投入正式生产，目前还处于试用阶段，我们认为还需要等待下游市场更多的反馈：当获得较多订单，尤其是大薄膜电池生产商的订单时才能认定取得成功。

公司在 TCO 领域进取的脚步并未停止，在目前主打 FTO 玻璃的同时，已经开始着手开发 AZO 玻璃。

### 超白光伏玻璃基片：首条线已点火

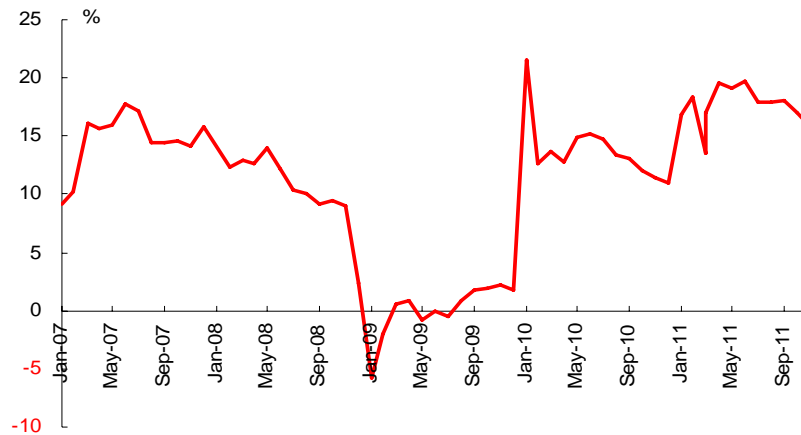
旗滨的超白光伏玻璃基片生产技术由英国玻璃咨询公司提供，第一条线已于去年 9 月点火投产，另有两条线在规划。考虑到技术背景，与在线 Low-E 类似，我们对旗滨超白光伏玻璃基片的质量持乐观的看法。

## 普通浮法玻璃：价格触底，趋势性回升尚待时日

受需求（房地产、汽车）疲软、产能扩张较快影响，2011 年以来普通平板玻璃出现供给过剩，价格一路下跌，去年 12 月上旬普通浮法白玻最低价格接近 60 元/重箱（含税），已低于可变生产成本。虽然之后企业库存有所降低，局部地区价格有反弹，但主要是经销商和下游深加工企业春节后后备货所致。目前终端需求表现疲软，价格缺乏趋势性复苏的动力。

我们预计今年上半年继续受房地产投资增速放缓的影响，玻璃需求不会出现明显复苏，而去年底大量生产线停产使得供给受到抑制（停生产线共 63 条，占总浮法产能的 18.5%），若后市价格再跌至去年 12 月上旬的低位将再度触发大量停产，因此我们认为玻璃市场整体上将进入供需基本平衡阶段，价格将在目前的低位徘徊，行业趋势性的复苏可能要到下半年之后。关于普通平板玻璃行业的分析详见最新的研究报告《行业研究一玻璃制造业 20120207：短期企稳，趋势性复苏尚未到来（中性）》。

图 3、中国平板玻璃产量累计增速



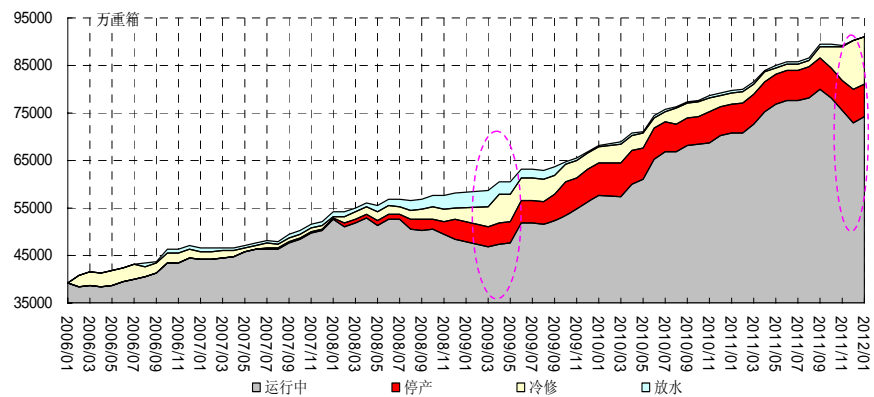
数据来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理。

图 4、重点联系玻璃企业平均出厂价格（不含税）



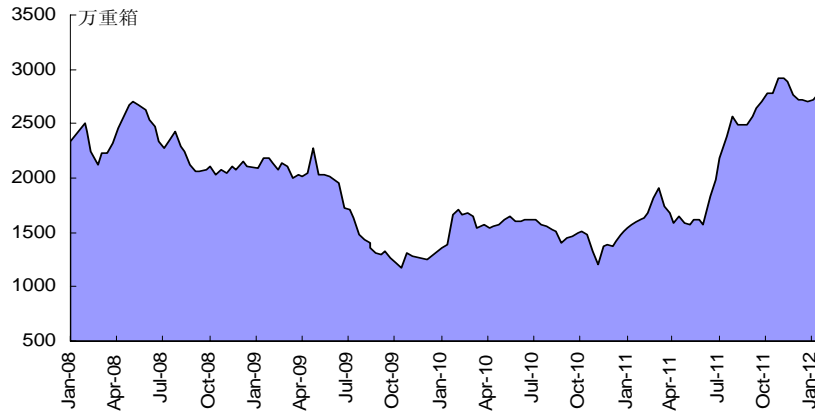
数据来源：中国建材信息总网，华泰联合证券研究所整理。

图 5、玻璃生产线运行状况跟踪（2006-2011）



资料来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 6、全国玻璃生产企业库存合计



数据来源：中国建材信息总网，华泰联合证券研究所整理。

普通浮法的收入和利润占比将呈下降趋势

公司现有 4 条优质（普通）浮法玻璃生产线，年产能 1700 万重箱，其中株洲三线今年将改为生产在线 Low-E。目前普通浮法玻璃是公司收入和利润的主要来源，未来随着在线 Low-E、TCO、超白光伏基片等高端产品产能的释放和市场认可度的提升，普通浮法的占比将呈下降趋势。

### 高端产品收入和盈利比重将提升

由于普通浮法玻璃价格去年持续下跌，今年低位徘徊，谨慎起见，我们预测今年普通玻璃均价和毛利率均略低于去年，明年有所回升；Low-E 镀膜玻璃基片也是浮法玻璃原片，因此价格和毛利率走势类似；Low-E 玻璃价格受浮法原片的影响在 2011 年也出现下跌，预计 2012 年保持平稳，2013 年上扬；TCO 和超白光伏玻璃基片价格和毛利率稳定；深加工玻璃不是公司发展重点，假设 2012 年销量维持平稳，2013 年由于玻璃原片价格上涨毛利率有所下降。

2011—2013 年公司各类产品销量、价格、毛利率预测如下：

表 3、公司各类产品销量、价格、毛利率预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
优质（普通）浮法玻璃	销量（万重箱）	1763.59	1750	1600	1260
	价格（元/重箱）	83.20	75	73	78
	毛利率	33.5%	19.6%	17.4%	22.7%
Low-E 镀膜玻璃基片	销量（万重箱）	423.80	600	1100	1760
	价格（元/重箱）	86.63	78	76	79
	毛利率	34.5%	20.9%	18.8%	21.9%
在线 Low-E 镀膜玻璃	销量（万重箱）	1.12	50.00	300	500
	价格（元/重箱）	198.37	171	171	181

	毛利率	-136.9%	22.0%	22.0%	26.3%
TCO 玻璃	销量 (万重箱)		10	50	90
	价格 (元/重箱)		340	340	340
	毛利率		25.0%	27.0%	28.0%
超白光伏玻璃基片	销量 (万重箱)			400	440
	价格 (元/重箱)			116	116
	毛利率			30.0%	30.0%
深加工玻璃	销量 (万平米)	35.58	24.19	24.19	24.19
	价格 (元/平米)	122.45	122.45	122.45	122.45
	毛利率	11.76%	40.0%	40.0%	30.0%

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所。

根据上述预测，2011—2013 年玻璃总销量分别为 2410、3450 和 4050 万重箱；主营业务收入分别为 19.3、31.8 和 41.2 亿元；主营业务毛利率分别为 20.35%、21.02%和 24.53%；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.53、3.62 和 4.79 亿元，EPS 分别为 0.23、0.54 和 0.72 元（2011 年和 2012 年截至目前分别获得政府科技奖励基金 2700 和 13885 万元，计入营业外收入）。

目前股价对应 2012—2013 年动态 PE 分别为 13.6 和 10.2 倍，PB 为 2 倍。考虑到公司的成长性以及未来普通浮法玻璃行业复苏后业绩较大的弹性，给予“增持”评级。

## 风险提示

玻璃需求低于预期导致盈利低于预测。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	924	2056	1698	2123	<b>营业收入</b>	1905	1948	3199	4143
现金	211	1200	300	375	营业成本	1266	1544	2518	3119
应收账款	19	37	61	79	营业税金及附加	11	11	18	23
其他应收款	10	11	18	23	营业费用	19	19	32	41
预付账款	117	143	233	289	管理费用	126	97	157	199
存货	444	540	881	1092	财务费用	86	119	179	200
其他流动资产	123	125	205	265	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1918	4026	5601	5527	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	-1	0	0
固定资产	1473	3097	4780	4823	<b>营业利润</b>	398	157	295	559
无形资产	193	226	270	322	营业外收入	13	28	139	15
其他非流动资产	253	703	551	382	营业外支出	6	2	3	4
<b>资产总计</b>	2843	6082	7299	7650	<b>利润总额</b>	405	183	431	571
<b>流动负债</b>	1175	3024	3679	3250	所得税	77	29	69	91
短期借款	724	2548	3010	2454	净利润	328	153	362	479
应付账款	128	157	257	318	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	322	318	413	478	归属母公司净利	328	153	362	479
<b>非流动负债</b>	796	596	796	1096	EBITDA	616	461	801	1178
长期借款	796	596	796	1096	EPS (元)	0.66	0.23	0.54	0.72
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1971	3620	4476	4347	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	500	668	668	668	<b>成长能力</b>				
资本公积	19	1288	1288	1288	营业收入	62.1%	2.3%	64.2%	29.5%
留存收益	353	506	868	1347	营业利润	82.9%	-60.5%	88.0%	89.7%
归属母公司股	872	2462	2824	3303	归属母公司净利	83.2%	-53.3%	136.1	32.4%
<b>负债和股东权</b>	2843	6082	7299	7650	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.6%	20.8%	21.3%	24.7%
					净利率(%)	17.2%	7.9%	11.3%	11.6%
					ROE(%)	37.7%	6.2%	12.8%	14.5%
					ROIC(%)	20.9%	6.1%	7.4%	11.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	69.3%	59.5%	61.3%	56.8%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.79	0.68	0.46	0.65
					速动比率	0.41	0.50	0.22	0.32
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.74	0.44	0.48	0.55
					应收账款周转率	88	66	62	56
					应付账款周转率	11.99	10.80	12.16	10.85
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.66	0.23	0.54	0.72
					每股经营现金流	0.52	0.58	0.75	1.32
					每股净资产(最	1.31	3.68	4.23	4.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.16	31.94	13.53	10.22
					P/B	5.62	1.99	1.73	1.48
					EV/EBITDA	10	14	8	5

数据来源: 华泰联合证券研究所





### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司