

玻璃加工

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 27.53元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2451.86
总股本(百万)	93
流通股本(百万)	33
流通市值(亿)	9
EPS	0.85
每股净资产(元)	3.20
资产负债率	63.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
秀强股份	15.87	-14.16	-9.07
家用电器	14.03	9.69	-9.64
沪深300指数	6.09	3.37	-8.43



相关报告

- 秀强股份-公司增长将受制于家电增速放缓与光伏需求的不确定 2012-01-16
- 秀强股份-彩晶四川产能释放, 晶硅电池封装玻璃销量迅速上升 2011-10-21
- 秀强股份-坚持做强玻璃深加工, 企业仍处在转型中 2011-08-15

秀强股份

300160

推荐

不断拓宽玻璃深加工领域, 12年关注减反膜

投资要点:

- **公司致力于拓展玻璃深加工领域, 减反膜与TCO玻璃是看点。**作为家电层架及彩晶玻璃龙头, 公司09年依靠减反膜成功打入光伏玻璃加工领域。光伏前景广泛, 且晶硅与薄膜电池需求不同, 除减反膜外, 公司还开发出薄膜电池用TCO玻璃, 两者将是中长期发展的重点。目前彩晶占一半利润, 减反膜贡献约20%, 预计近两年减反膜比例将超30%, 若TCO大批量生产, 光伏产品占比有望逐步超过家电玻璃。
- **减反膜需求进入爆发期, 公司12年销量或翻番。**受益于晶硅电池增长带来的压延玻璃需求快速上升及压延玻璃结构升级, 减反膜应用比例有望从10年的20%提高至12年的60%以上。12年减反膜竞争加剧, 公司作为先入者将快速扩张抢占市场, 预计12年销量增至1200万m², 较11年翻番。
- **薄膜用TCO玻璃进口替代空间广阔, 有望成为公司长期看点。**虽然目前光伏行业以晶硅电池为主, 但薄膜电池成本长期仍有优势。目前TCO玻璃为国外企业垄断, 公司研制的AZO玻璃适用于微晶硅薄膜电池。公司已基本具备量产能力, 12年若成功量产, 有望成为公司中长期的新增长点。
- **家电玻璃是业绩稳定保障, 未来在于结构升级及产品创新。**作为传统业务, 家电玻璃目前仍贡献80%左右的利润。在行业需求增长放缓情况下, 公司今年将推出家电镀膜玻璃及模内注塑产品, 高盈利的新产品有望增添新活力。
- **产业链一体化之路仍将延续。**除了拓展玻璃深加工领域外, 公司一直计划向上游发展。参股河南天利、计划投资浮法线都是探索, 这也是为了更好地拓展玻璃深加工, 预计产业链一体化仍是发展方向。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预计公司11-13年收入将从7.96亿元增至14.5亿元, EPS分别为1.05、1.42、1.63元。给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 家电行业需求放缓、减反膜竞争加剧。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	632	796	1071	1451
收入同比(%)	72%	26%	35%	35%
归属母公司净利润	60	98	133	152
净利润同比(%)	33%	65%	36%	15%
毛利率(%)	28.0%	29.6%	27.2%	25.8%
ROE(%)	26.6%	9.1%	10.9%	11.1%
每股收益(元)	0.64	1.05	1.42	1.63
P/E	42.84	26.00	19.17	16.74
P/B	11.39	2.36	2.10	1.86
EV/EBITDA	27	20	17	13

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、公司致力于拓展玻璃深加工领域.....	4
1.1 公司为国内家电玻璃龙头.....	4
1.2 向光伏玻璃加工领域转型，重点关注减反膜与 TCO 玻璃.....	4
1.2.1 公司依靠减反膜成功打入光伏玻璃加工领域.....	4
1.2.2 TCO 玻璃有望成为公司第二个光伏加工产品.....	5
二、开拓光伏玻璃加工领域效果显现，减反膜 12 年销量有望翻番.....	5
2.1 减反膜需求进入爆发期，应用比例快速提升.....	5
2.1.1 晶硅电池快速增长，超白压延玻璃需求量增速 10%.....	5
2.1.2 超白压延玻璃面临产品结构调整，减反膜应用比例快速提升.....	7
2.2 减反膜行业竞争加剧，企业快速扩张抢占市场.....	8
2.3 公司减反膜业绩占比增至 2 成，12 年销量将翻番.....	9
2.3.1 减反膜国内规模第二，已成公司第二大产品.....	9
2.3.2 公司继续大幅扩张减反膜，12 年销量有望翻番.....	9
三、薄膜电池用 TCO 玻璃有望成为企业长期看点.....	10
3.1 薄膜电池长期需求仍存，将带动 TCO 玻璃年均增 24%.....	10
3.2 TCO 玻璃 CVD 法已成功量产，AZO 法仍在试产中.....	11
3.3 公司 TCO 玻璃基本具备量产能力，有望成为长期利润增长点.....	13
四、家电玻璃稳定，未来在于结构升级与产品创新.....	13
4.1 彩晶玻璃为第一大产品，是公司业绩稳定保障.....	13
4.1.1 彩晶玻璃国内龙头，五年间彩晶收入利润增 5 倍.....	13
4.1.2 11 年彩晶受益成本下降利润率创新高，12 年销量预计增 20%.....	14
4.2 家电玻璃创新升级，镀膜玻璃及模内注塑产品再添活力.....	15
4.2.1 家电镀膜玻璃受益消费升级，新线将于下半年投产.....	15
4.2.2 层架玻璃线技术升级，今年推出模内注塑产品.....	16
五、公司产业链一体化仍将延续.....	16
六、盈利预测.....	17
七、投资建议：推荐.....	19

图表目录

图 1 国内冰箱层架市场占有率排名	4
图 2 国内彩晶玻璃市场占有率排名	4
图 3 公司各业务营业收入占比	4
图 4 公司各业务营业利润占比	4
图 5 欧盟联合研究中心预测图	6
图 6 全球光伏装机容量测算	6
图 7 全球超白光伏玻璃需求空间测算	6
图 8 南玻 A 超白压延玻璃净利率	7
图 9 减反膜应用比例	8
图 10 2011 年减反膜主要厂家竞争格局	8
图 11 2012 年减反膜主要厂家竞争格局 (预计)	8
图 12 公司减反膜业务营业收入	9
图 13 公司减反膜业务营业利润	9
图 14 公司减反膜销量情况	10
图 15 公司减反膜价格及营业利润率走势	10
图 16 全球 TCO 玻璃需求量测算	11
图 17 在线化学气相沉积法	11
图 18 磁控溅射法	12
图 19 公司彩晶玻璃营业收入	14
图 20 公司彩晶玻璃营业利润	14
图 21 公司彩晶玻璃销量情况	15
图 22 公司彩晶玻璃营业利润率	15
图 23 公司层架玻璃销量情况	16
图 24 公司盖板玻璃销量情况	16
表 1 公司减反膜产能情况	10
表 2 TCO 玻璃不同工艺比较	12
表 3 公司 TCO 玻璃产能情况	13
表 4 公司彩晶玻璃产能情况	14
表 5 公司家电镀膜玻璃产能情况	15
表 6 公司家电层架/盖板玻璃产能情况	16
表 7 公司盈利预测	17

一、公司致力于拓展玻璃深加工领域

1.1 公司为国内家电玻璃龙头

公司从层架与盖板玻璃起家，并逐步向彩晶玻璃发展。作为国内最大的层架玻璃厂商，公司市场占有率超过30%；彩晶玻璃占有率接近40%。我国家电行业市场格局是以主要品牌为主导，海尔等七大品牌占据了七成以上的份额。在大品牌市场，企业间的竞争相对有序。公司作为两个子行业的龙头，通过采取与大品牌家电企业合作的方式，不仅能够保证市场占有率，而且能够减轻家电玻璃行业技术门槛较低带来的激烈竞争。

从近两年的发展情况看，公司家电玻璃仍然保持稳步增长。但由于行业未来需求可能放缓，公司自2009年开始逐步转型，开拓太阳能玻璃加工产品。

图 1 国内冰箱层架市场占有率排名

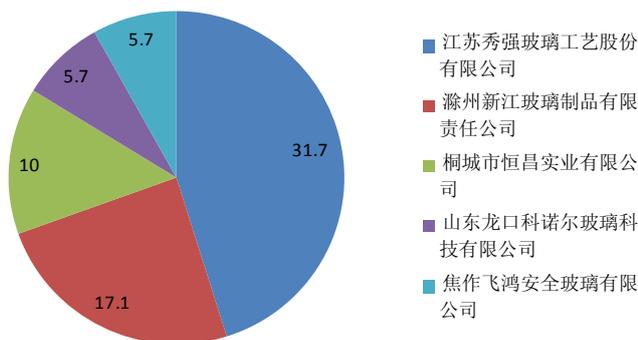
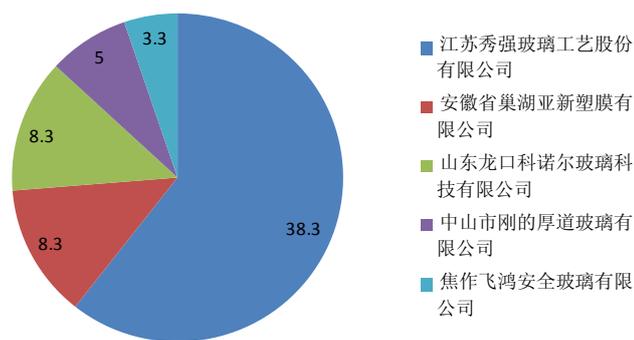


图 2 国内彩晶玻璃市场占有率排名



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

1.2 向光伏玻璃加工领域转型，重点关注减反膜与 TCO 玻璃

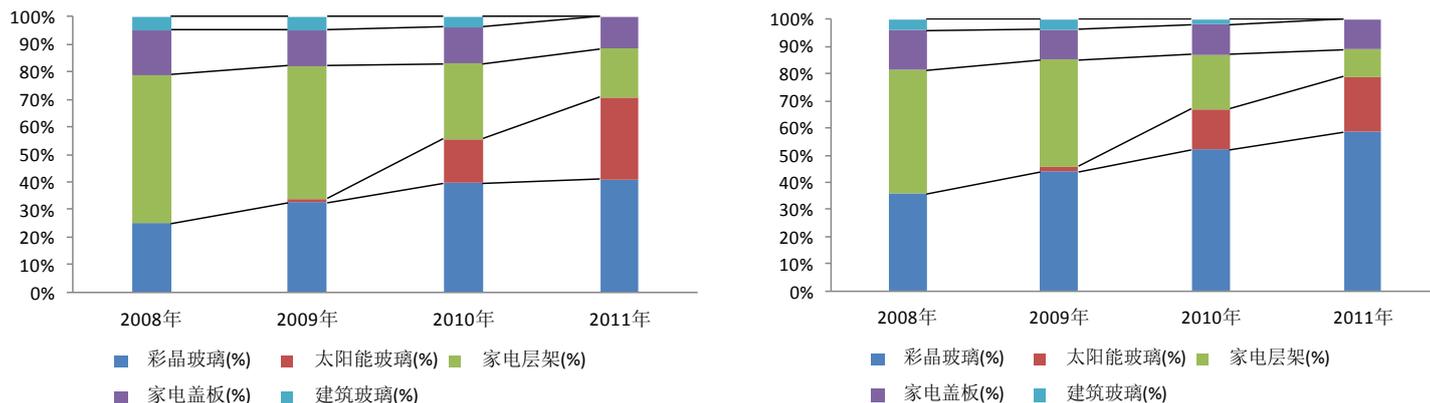
1.2.1 公司依靠减反膜成功打入光伏玻璃加工领域

公司自2009年开始涉足太阳能玻璃领域，研制于适用于超白压延玻璃的减反膜，即增透晶体硅太阳能玻璃。光伏行业前景广阔，近几年装机容量快速增长。作为国内减反膜第二家进入企业，公司与韩华新能源、英利等大型光伏组件商进行合作，共同分享行业高成长。作为公司进入太阳能玻璃加工领域的第一个产品，减反膜在公司收入及利润占比中的比例快速提升，目前已经贡献30%的收入与20%的毛利。

我们认为目前减反膜仍处于成长期，其应用比例在近两年将快速提升，将是公司近两年重要的看点。

图 3 公司各业务营业收入占比

图 4 公司各业务营业利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2.2 TCO 玻璃有望成为公司第二个光伏加工产品

在光伏加工领域，公司除了开发出减反膜产品，而且还自主研发了应用于薄膜电池的TCO玻璃。目前全球TCO玻璃基本为国外企业垄断，进口替代空间广阔。公司研制的TCO玻璃采用AZO法，较目前的FTO产品更适用于微晶硅薄膜电池。

我们认为薄膜电池未来空间广阔，作为公司近几年持续研制的TCO玻璃虽然尚未量产，但已基本具备量产能力。预计今年下半年或明年上半年有望批量生产。若能够大量量产，TCO玻璃将成为公司向光伏玻璃加工领域转型的第二个产品，且有望成为公司中长期发展的另一亮点。

二、开拓光伏玻璃加工领域效果显现，减反膜 12 年销量

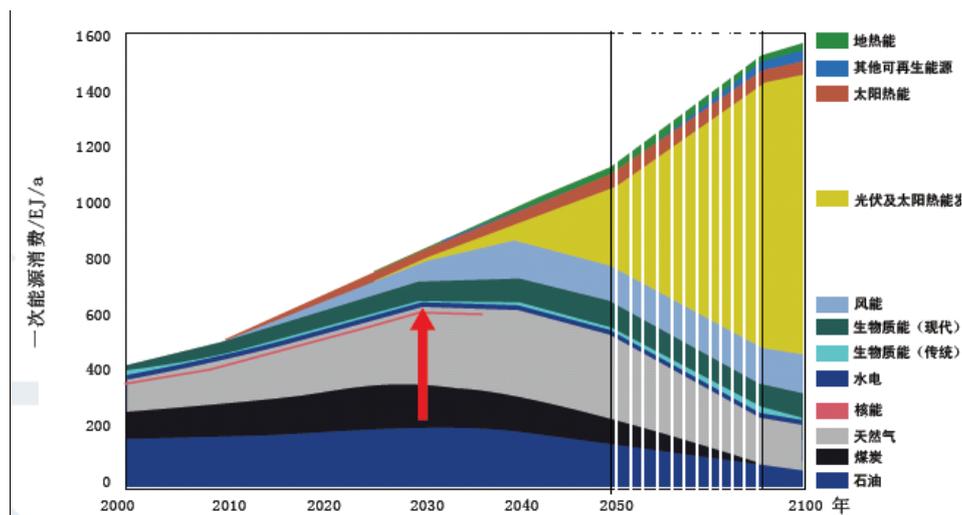
有望翻番

2.1 减反膜需求进入爆发期，应用比例快速提升

2.1.1 晶硅电池快速增长，超白压延玻璃需求量增速 10%

根据欧洲JRC的预测，到2030年可再生能源在总能源结构中占到30%以上，太阳能光伏发电在世界总电力的供应中可达到10%以上；2040年可再生能源将占总能耗50%以上，太阳能光伏发电将占总电力的20%以上；到21世纪末可再生能源在能源结构中占到80%以上，太阳能光伏发电占到60%以上，显示出重要战略地位。

图 5 欧盟联合研究中心预测图

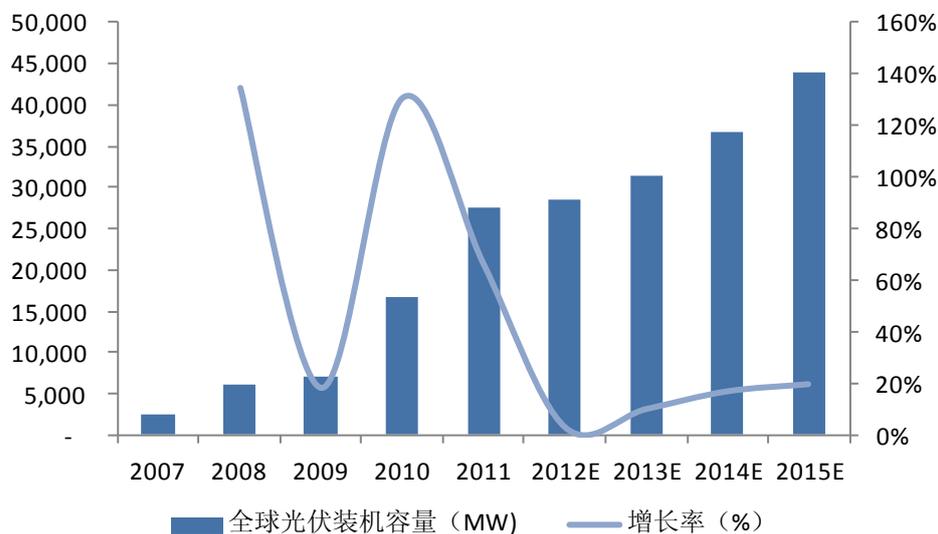


资料来源：JRC、中投证券研究所

而在光伏发电中，主要有晶硅电池与薄膜电池两种，目前晶硅电池技术最为成熟，占比接近80%。晶体硅太阳能电池在全球太阳能电池所占市场份额呈现下降趋势，但是根据Suppli预测分析，至少在2020年之前，晶硅太阳能电池仍然占据着光伏市场的主导地位。

根据 EPIA 统计，2011 年全球新增装机容量为 27.7GW，同比增长 66%。预计至 2015 年全球新增装机容量达到 43.9GW，这意味着未来四年年均复合增速可达到 13%。

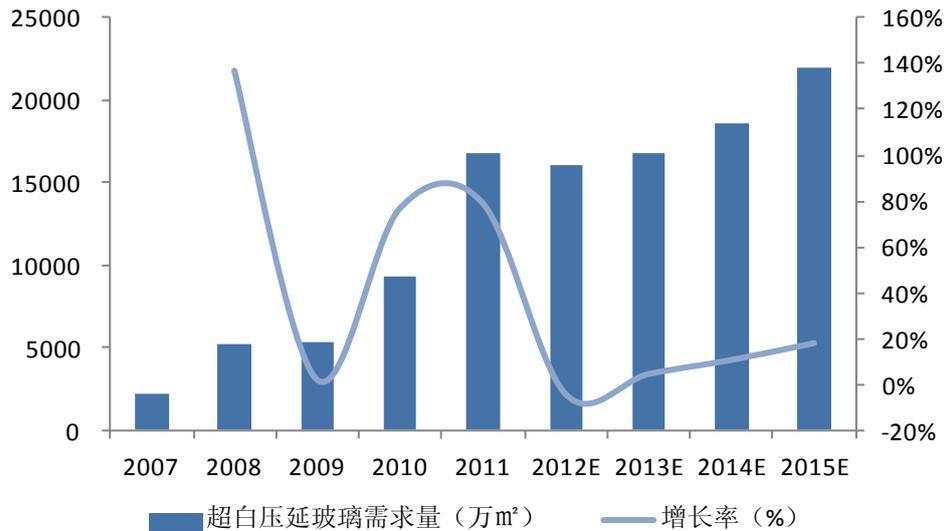
图 6 全球光伏装机容量测算



资料来源：EPIA、中投证券研究所

假设晶硅电池占比约 85%，以 140w 电池组件约使用 1 m² 的压延玻璃来计算，则 2011 年全球超白光伏玻璃需求约为 1.58 亿 m²，同比增长 69%。我们假设未来几年晶硅电池占比略有下滑，则 2015 年全球需求量可增至 2.4 亿 m²，年均增速接近 10%。

图 7 全球超白光伏玻璃需求空间测算

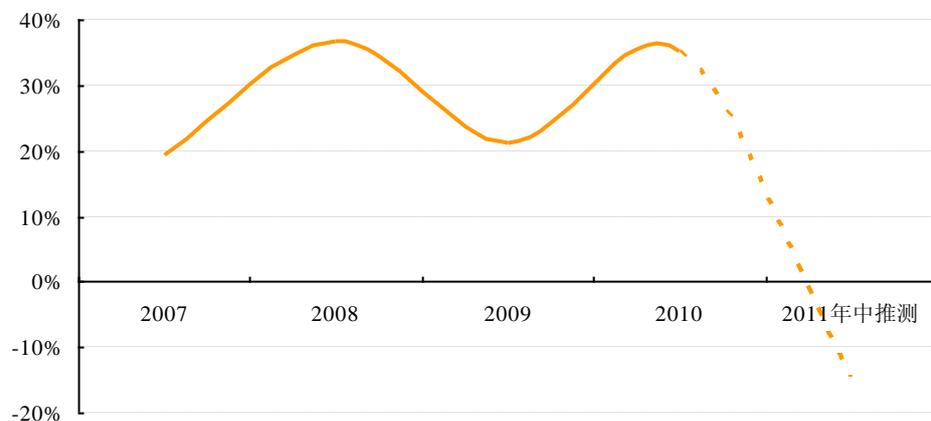


资料来源：EPIA、中投证券研究所

2.1.2 超白压延玻璃面临产品结构调整，减反膜应用比例快速提升

虽然在全球光伏市场保持约 13% 增速的情况下，超白压延玻璃需求量也将随着稳定增长，但由于全球 80% 以上的超白压延玻璃集中在中国，而国内 2011 年产能增长又几乎翻番，仅新增量就达到 1.15 亿 m²，因而造成行业产能大量过剩，超白压延玻璃从 2011 年三季度开始进入行业亏损，目前仍然没有明显好转。

图 8 南玻 A 超白压延玻璃净利率



资料来源：南玻 A 公司公告、中投证券研究所

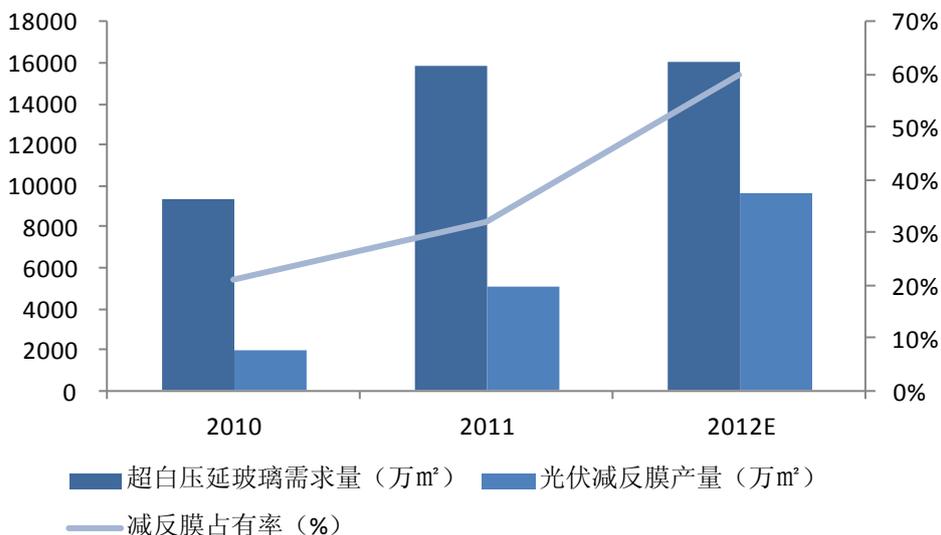
我们认为，在前两年超白压延玻璃紧缺，企业净利率高达 20%-35% 的情况下，原片厂商根本不需要担心销售。但在目前这种大幅杀价的激烈竞争中，原片厂商为了更好地实现销售，必然有意愿实现产品差异化，而镀制 AR 膜无疑是他们的一种不错的选择。减反膜企业如亚玛顿、秀强股份均没有自己的原片生产线，所以与上游玻璃厂家不存在直接竞争。因而，没有减反膜的玻璃厂家就可以将自己的玻璃原片委托或销售给公司进行 AR 膜镀制，实现差异化竞争，提升下游需求。

根据我们的测算，减反膜在超白压延玻璃上的应用比例，2010 年仅 20% 左右。2011 年随着亚玛顿、秀强、南玻 A 产能的扩张以及下游对该产品的不断认可，应

用比例已超过 30%。对于 12 年，持续亏损的超白压延玻璃厂商实现产品差异化的动力依然存在，且不少玻璃厂商已开始自己研制减反膜，因而我们认为减反膜的需求仍将继续放量，应用比例有望快速提至 60% 以上。

总体来看，减反膜市场竞争程度加剧将在 12 年明显体现。减反膜目前仍处于供给创造需求的阶段，随着企业产能的不断释放，下游需求也将快速释放。

图 9 减反膜应用比例



资料来源：中投证券研究所

2.2 减反膜行业竞争加剧，企业快速扩张抢占市场

2011 年光伏行业整体产业链由于产能扩张严重，各环节产品价格均出现大幅跌价。而减反膜却仍独善其身，其良好的利润率吸引着加工商及原片商进入。但是如亚玛顿、秀强股份及南玻这几家公司等仍拥有先入者的优势，这些企业 12 年仍将继续大规模扩张；而如信义玻璃、中航三鑫、福莱特等传统的超白压延玻璃原片商相对滞后，目前处于研制或送样认证的过程，我们预计原片商在 12 年也会获取部分市场份额。

我们认为 12 年减反膜市场的竞争者将增加，但作为行业先入者，依靠下游客户并大举扩张将是目前较好的策略。扩张将是公司必然的选择。

图 10 2011 年减反膜主要厂家竞争格局

图 11 2012 年减反膜主要厂家竞争格局（预计）



资料来源：各企业公告、中投证券研究所

2.3 公司减反膜业绩占比增至2成，12年销量将翻番

2.3.1 减反膜国内规模第二，已成公司第二大产品

公司以家电玻璃起家,但从2009年开始研制减反膜,并于10年及11年扩张。恰逢光伏行业快速发展,公司向光伏玻璃加工领域的拓展效果开始显现,减反膜迅速成长为公司第二大产品。从2009年至2011年间,减反膜业务收入年均增长5.5倍,营业利润年均增长3.78倍。从公司业绩占比看,2009年减反膜在公司收入占比仅有1.45%,2011年已增至29.7%;从营业利润看,2009年减反膜占比为1.83%,11年升至20.5%。

我们认为目前正值减反膜需求放量的时候,公司将加快扩大产能,预计2012年减反膜在公司利润中占比将超过30%,未来仍可能有所上升。

图 12 公司减反膜业务营业收入

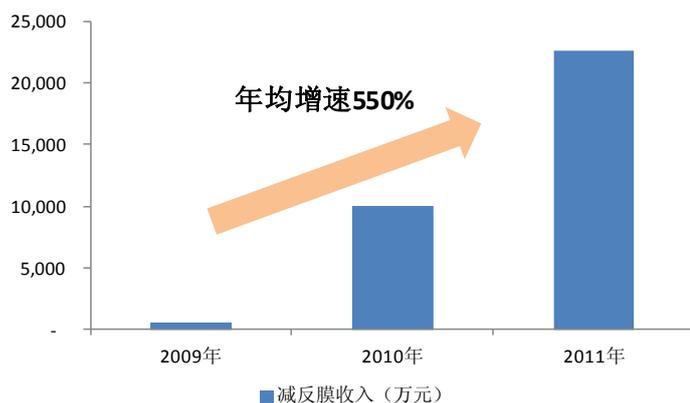
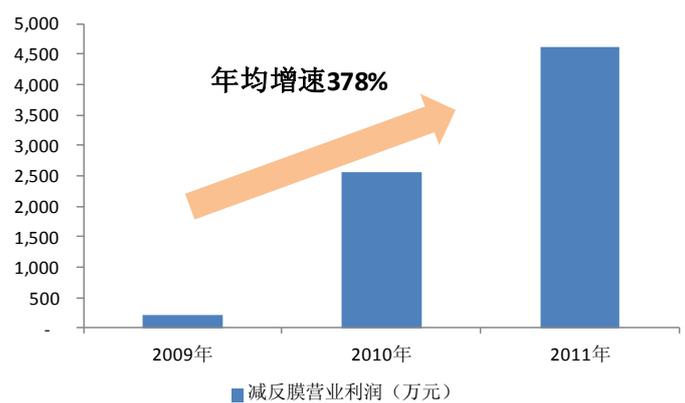


图 13 公司减反膜业务营业利润



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3.2 公司继续大幅扩张减反膜，12年销量有望翻番

作为公司在光伏玻璃深加工领域的第一个成功拓展,公司近两年减反膜产能顺势扩张,已经成为该行业的第二大公司,仅次于亚玛顿。从规模上看,2009年产

能约 191 万 m²，2010 年扩张至 300 万 m²，目前产能约 900 万 m²，2012 年上半年公司将继续投产 1000 万 m² 的生产线。

从公司的销量与价格情况可以看出，2009 年至 2010 年是公司减反膜开始量产的时候，规模不大，但利润率高企；而 11 年是减反膜开始放量的阶段，销售价格及利润率都明显下润，行业进入以量补价阶段，我们认为这种趋势在 12 年将延续。公司 11 年减反膜销量约 600 万 m²，较 10 年增长 2 倍左右；我们预计 12 年公司销量有望翻番，达到 1200 万 m²。

表 1 公司减反膜产能情况

生产线	地点	产能 (万 m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
	江苏	900		2011 年底以前
	江苏	1000	9336	2012 年上半年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 公司减反膜销量情况

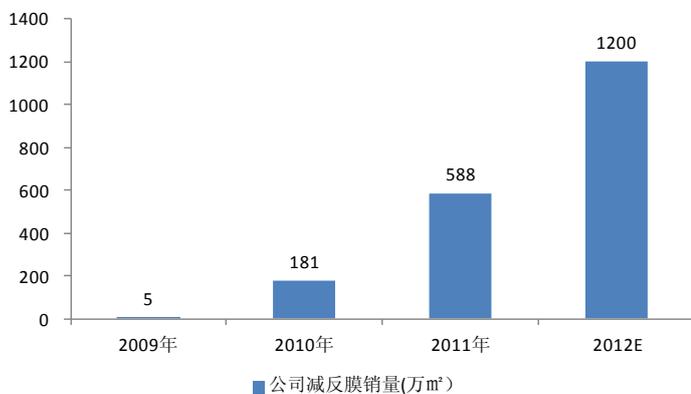
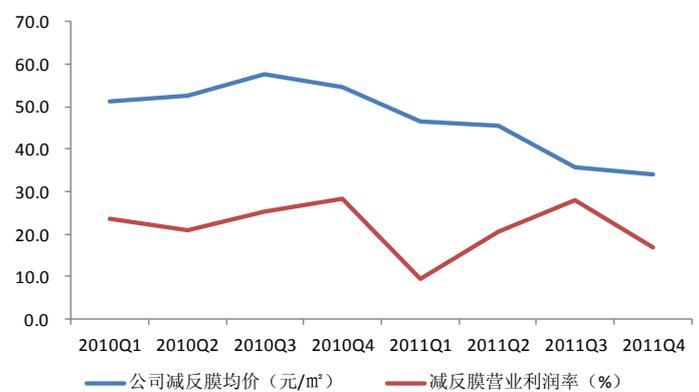


图 15 公司减反膜价格及营业利润率走势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

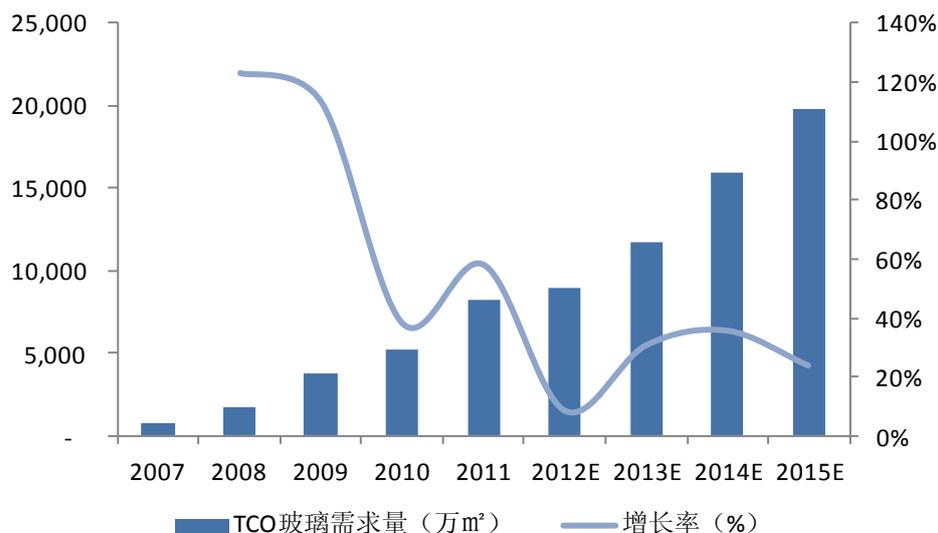
三、薄膜电池用 TCO 玻璃有望成为企业长期看点

3.1 薄膜电池长期需求仍存，将带动 TCO 玻璃年均增 24%。

目前光伏行业仍是晶硅电池为主导，2010 年薄膜电池组件产量约达到 3.5GW，占比约 21%。而 11 年多晶硅价格的大幅下降明显降低了晶硅电池的成本，薄膜电池的成本优势减弱。然而，从长期看，薄膜电池对资源消耗小、在建筑一体化等市场中不可被晶硅电池替代，且随着技术提升转换率仍有望上升，因而薄膜电池仍有其发展的空间。

过去几年薄膜电池量的年增速均保持在 100% 以上，但其产量仍远低于晶硅电池。2011 年全球装机容量为 27.7GW，假设薄膜电池占比两成，则需求的 TCO 玻璃约 8000 万 m²。乐观预计，2015 年全球薄膜电池产量有望达到 13GW，则 TCO 需求量年均增速约 24%。

图 16 全球 TCO 玻璃需求量测算



资料来源：EPIA、中投证券研究所

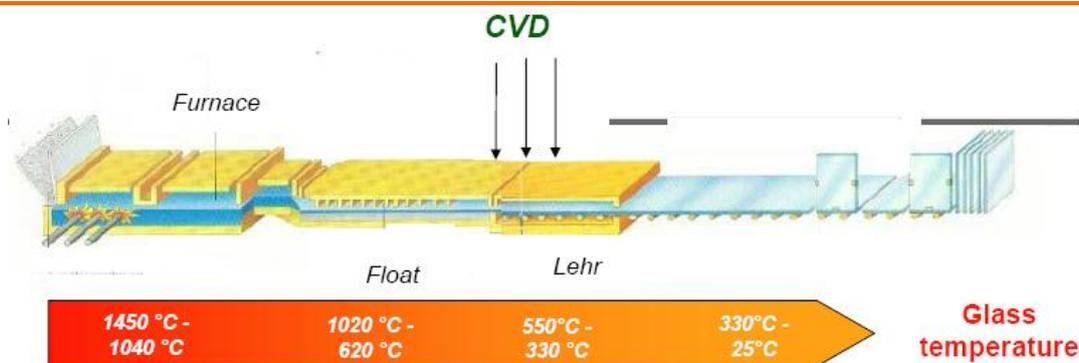
3.2 TCO 玻璃 CVD 法已成功量产，AZO 法仍在试产中

目前 TCO 玻璃镀膜主要有两种工艺，化学气相沉积法（CVD）与磁控溅射法（PVD）。化学气相沉积法又分为在线化学气相沉积法、离线化学气相沉积法与低压化学气相沉积法。

在线化学气相沉积法是目前光伏 TCO 镀膜的主要方式，它就是在浮法玻璃生产线锡槽的上方安装镀膜设备。在浮法玻璃生产过程中，当玻璃处于接近 700℃ 高温时，在玻璃表面沉积金属氧化物薄膜，通过化学键结合，成为玻璃表面一部分。目前 TCO 玻璃中最主要的品种为 FTO 玻璃，它就是在玻璃表面在线高温沉积掺杂的氧化锡而成的。

离线化学气相沉积法是在超白浮法玻璃生产之后，再进行化学气相沉积得到 TCO 玻璃。低压化学气相沉积法类似于离线化学气相沉积法。

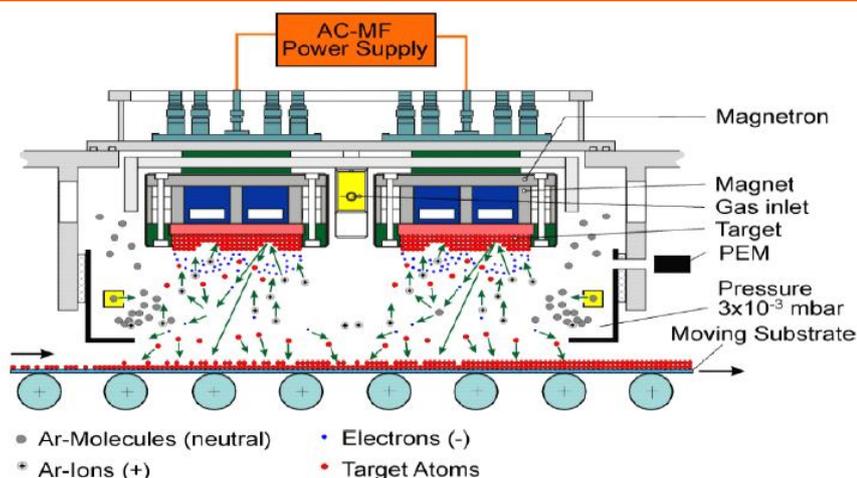
图 17 在线化学气相沉积法



资料来源：AGC 资料、中投证券研究所

磁控溅射法是将玻璃基片吊架入真空溅射室中，而后充入惰性气体，通电使气体放电，通过产生正离子向阴极靶轰击，使其溅出中性粒子，沉积凝聚在玻璃表面以形成镀膜的过程。目前研究最广泛的是铝掺杂的氧化锌薄膜，即 AZO 玻璃。

图 18 磁控溅射法



资料来源：中投证券研究所

在线化学气相沉积法的 FTO 目前已经得到成功量产，主要代表厂商为日本旭硝子 AGC。该方法可以生产大尺寸的玻璃，膜层稳定性最好，耐酸碱性能突出，易于存储运输，但透光性能和导电性能相对较差。而离线化学气相沉积法适宜深加工企业发展，投入低，但过于耗能，产品特性类似于在线 CVD 方式。低压化学气相沉积法是类似于离线化学气相沉积法，但沉积温度低、并且可以镀前电极或者背电极。

磁控溅射法中 AZO 玻璃的研究发展迅速。由于其原材料易得，制造成本较低，易于实现掺杂，稳定性好，目前有许多企业和研究部门正在这个方向上努力研究。然而，目前国内外仍没有企业实现大规模量产。

表 2 TCO 玻璃不同工艺比较

	FTO	AZO	备注
导电膜材料	掺氟的氧化锡	掺铝的氧化锌	原材料均不紧缺
制作方法	化学气相沉积法 (CVD)	磁控溅射法 (PVD)	FTO 又分离线与在线方式，离线耗能大，高温玻璃易变形，成本比在线高
膜层硬度	膜层硬，镀膜后可钢化	膜层软，镀膜后不能钢化。	AZO 玻璃产品刻蚀后存放时间短。
沉积温度	580-600℃	200-230℃	
电阻率	500-2000 $\mu \Omega$ / cm	300-800 $\mu \Omega$ / cm	FTO 导电性较差，会制约薄膜电池转换效率的提升
光穿过率	82%	85% (制绒后)	FTO 在 800nm 以上光波长透过性差，限制薄膜电池的高转换效率
雾度	11%-15%	制绒表面光滑	AZO 玻璃可用酸制绒
耐还原性	不佳	佳	FTO 在玻璃太阳能 PECVD 制程中会被 H 离子还原，透过率下降
耐碱性	佳	不佳	15%-20%，导电性也会变差 AZO 玻璃易制绒提升光透过率

耐候性	优	佳	FTO、AZO 玻璃成品可长久保存
设备投入	偏低（不含浮法玻璃线）	偏高	
发展阶段	成功量产	试产阶段	

资料来源：中投证券研究所

3.3 公司 TCO 玻璃基本具备量产能力，有望成为长期利润增长点

公司研制的 TCO 玻璃为磁控溅射法，已经经国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检测中心检测达标，2010 年已经进入试产阶段。由于下游绝大部分组件商一直以来均采用 FTO 产品，然而 FTO 在玻璃太阳能 PECVD 制程中会被 H 离子还原，透过率下降，且该问题在微晶硅薄膜电池中反映得更为突出。而长期看，微晶硅薄膜电池的生产比例有所上升，所以预计下游组件商对采用 AZO 玻璃的动力将增强。

从实际与下游组件商的调试情况看，由于 FTO 与 AZO 的膜层厚度不同等因素，导致组件商需调整相关设备及参数以配合公司 AZO 产品。公司目前主要与强生光电、福建钧石等薄膜电池商进行检测与商谈，经过一年多的合作，公司的 AZO 产品性能进一步改善。由于公司 TCO 玻璃技术及设备为与国内机构合作开发，成本低于国外进口技术。随着微晶硅电池生产的增加，下游需求有望顺利打开。

公司目前拥有一条 30 万 m² 的 TCO 玻璃试生产线，我们认为公司目前已基本具备量产 TCO 玻璃的能力，如果获得下游订单，预计 12 年下半年或 13 年初将会放量，公司将进一步扩张产能至 210 万 m²。届时 TCO 玻璃有望成为公司向光伏玻璃深加工领域拓展的又一新产品，并成为公司未来几年新的利润增长点。

表 3 公司 TCO 玻璃产能情况

生产线	地点	产能 (万 m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
TCO 玻璃	江苏	30		若成功量产，预计 2013 年将增至 210 万 m ²

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、家电玻璃稳定，未来在于结构升级与产品创新

4.1 彩晶玻璃为第一大产品，是公司业绩稳定保障

4.1.1 彩晶玻璃国内龙头，五年间彩晶收入利润增 5 倍

家电玻璃是公司原来主要的业务，最初以家电层架与家电盖板玻璃为主。从 2007 年开始，彩晶玻璃业绩贡献逐步提升，2009 年超越家电层架玻璃，成为公司利润占比最大的产品，并持续至今。公司是国内彩晶玻璃龙头，市场占有率约 4 成，竞争优势明显。从 2007 年至 2011 年间，公司彩晶玻璃收入与毛利均增长 5 倍左右，对应年均增速为 54% 与 59%。

我们认为随着家电下乡及以旧换新政策的逐步退出，家电行业短期内面临需求放缓的风险。但公司彩晶业务将通过结构调整进行产品升级，有助于保证该业务利润的稳定。

图 19 公司彩晶玻璃营业收入

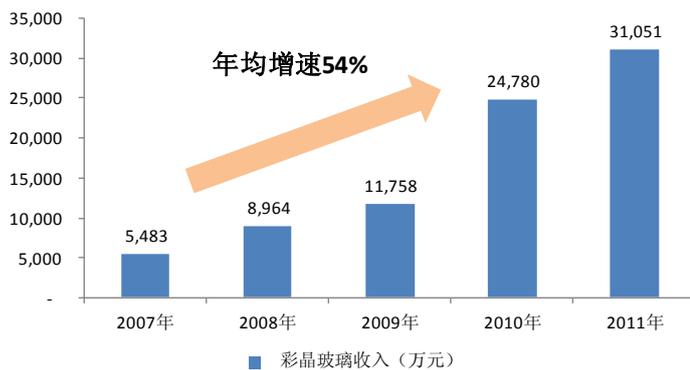
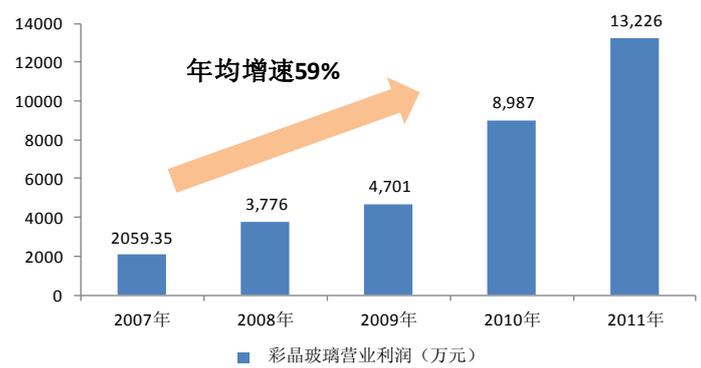


图 20 公司彩晶玻璃营业利润



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.1.2 11 年彩晶受益成本下降利润率创新高，12 年销量预计增 20%

从规模上看，公司近几年彩晶玻璃增长迅速，目前总产能已经从 2010 年 130 万 m² 增至目前的 430 万 m²。快速扩张使得公司能够与家电龙头企业一起分享近几年行业的快速增长。公司 2011 年投产的四川基地就是为配套海尔在西部的生产基地而设。

近年公司产能利用率较高，2011 年实现销量约 250 万 m²，同比增长 23%。12 年四川基地将有部分产能投产，预计可贡献约 50 万 m² 的产量，彩晶玻璃销量有望再创新高。我们估计 12 年销量将突破 300 万 m²，增速约 20%。

从利润率情况看，由于公司彩晶玻璃以外购原片进行加工，其中玻璃原片在成本中占比接近五成，因而利润率受原片价格影响明显。从历年的情况看，公司彩晶玻璃毛利率与玻璃价格呈明显的反向关系。2011 年，玻璃行业产能过剩导致原片价格大幅下跌，导致彩晶玻璃成本下降明显，毛利率创下历史最高点 43%。我们预计 12 年玻璃原片价格仍将维持相对低位，但大幅下降的可能性较小；再加上家电下游需求的影响，12 年彩晶玻璃的利润率会有所回调。当然，作为行业龙头，公司产品定位高端，且通过结构升级仍有望保持在 35% 以上的高盈利水平。

总体来看，12 年彩晶玻璃利润率有回落可能，但销量将继续增长，有助于保障该业务利润稳定。

长期来看，公司将不再计划扩张彩晶产能，这也符合公司开拓其它玻璃加工领域的战略。对于 2013 年，四川基地产能进一步释放，但需求更多取决于下游，预计销量保持较稳定的增长；而宏观经济好转下玻璃原片价格可能回升，彩晶的利润仍有下滑可能。

表 4 公司彩晶玻璃产能情况

生产线	地点	产能 (万 m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
彩晶玻璃	江苏	130		上市前
	江苏	150	4000	2011 年 1 月
	四川	150	4000	2012 年 12 月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 21 公司彩晶玻璃销量情况

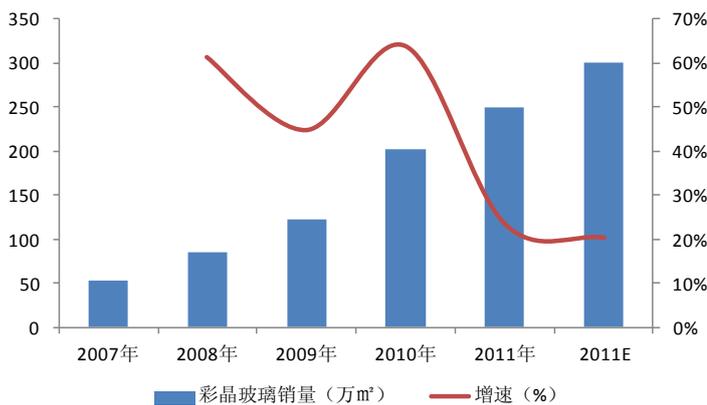
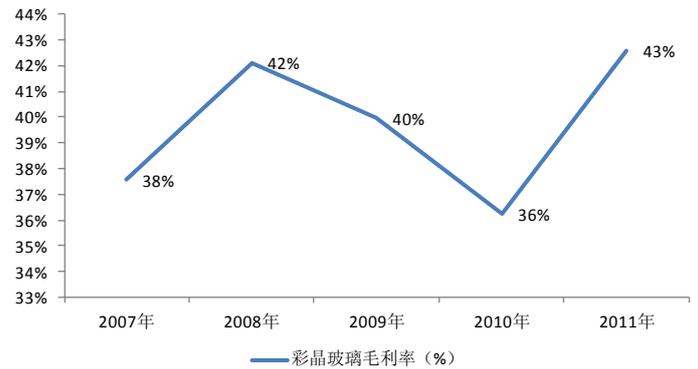


图 22 公司彩晶玻璃营业利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 家电玻璃创新升级，镀膜玻璃及模内注塑产品再添活力

4.2.1 家电镀膜玻璃受益消费升级，新线将于下半年投产

1. 家电镀膜玻璃受益消费升级，涉透率提升仍有广阔空间

公司除了在彩晶玻璃上进行结构升级外，仍在不断拓展其它家电加工玻璃，而家电镀膜玻璃有望成为新的子领域需求产品。

家电镀膜玻璃主要用于家用电器触摸屏，其应用有助于提高家电整机的品质。海尔公司作为全球首家在波轮洗衣机上使用 CanSense 触摸式按键的企业，目前已经生产了 10 多万台 CanSense 触摸式按键洗衣机，但占其洗衣机总产量的比率仅 1.5%。随着消费升级的进行，客户个性化需求将增加，而家电触摸屏的应用比例有望不断提升。目前国内品牌企业的冰箱、彩电、电磁炉、微波炉等国内销售年超过 8,000 多万台，即使是按 1% 的应用比例计算，家电触摸屏的需求也有 80 万台，约为目前应用量的 8 倍。

2. 家电镀膜玻璃盈利能力较高，新线预计 12 年下半年投产

公司历来与国内外大型家电龙头有长期合作，因此家电镀膜玻璃的销售具有稳定和优质的客户资源。公司从国外引进设备，投资 4496 万元建设的 30 万 m² 的家电镀膜有望于今年下半年投产。

虽然家电镀膜玻璃整体的应用面积较小，但由于技术相对普通的家电玻璃高，估计单位售价在 200-300 元/m²，有望获得较高的盈利能力。我们估计 12 年公司该业务收入可贡献一半产能，收入约 5000 万元，毛利率预计将高于 30%。

表 5 公司家电镀膜玻璃产能情况

生产线	地点	产能 (万m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
家电镀膜玻璃	江苏	30	4,496	2012 年下半年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.2 层架玻璃线技术升级，今年推出模内注塑产品

公司最早涉足于为冰箱客户提供玻璃层架，依托于公司自主研发的“整体注塑边框玻璃层架及制作方法”专利技术以及后来研发的异型玻璃周边注塑新技术、弧弯钢化镀膜周边注塑玻璃新工艺，公司成为国内外主要的家电品牌如海尔、新飞等最大的家电层架玻璃最大的供应商之一。在2009年以前，家电层架玻璃在收入及利润占比中均有超过一半的份额。

然而，随着竞争的加剧，家电层架的利润率不高，公司有意识地调整产品结构，层架玻璃的销量有所减少。利用公司的层架玻璃设备并进行注塑技术的升级，公司今年推出目前国际风行的模内注塑技术，用于生产家电产品的装饰及功能控制面板等，产品将广泛应用于空调面板、洗衣机、冰箱等。

公司四川基地的家电层架/盖板线预计12年贡献产能不多。由于部分层架玻璃设备将用于生产注塑玻璃产品，所以层架玻璃总体销量将略有下降；而盖板玻璃销量预计持平。模内注塑产品今年将推出，作为新产品预计盈利能力相对较高，估计今年可销售2000万元左右。

表 6 公司家电层架/盖板玻璃产能情况

生产线	地点	产能 (万m ²)	投资金额 (万元)	投产时间
家电层架玻璃	江苏	400		上市前
家电盖板	江苏	300		上市前
家电层架/盖板玻璃	四川	120	1000	2012年12月

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 23 公司层架玻璃销量情况

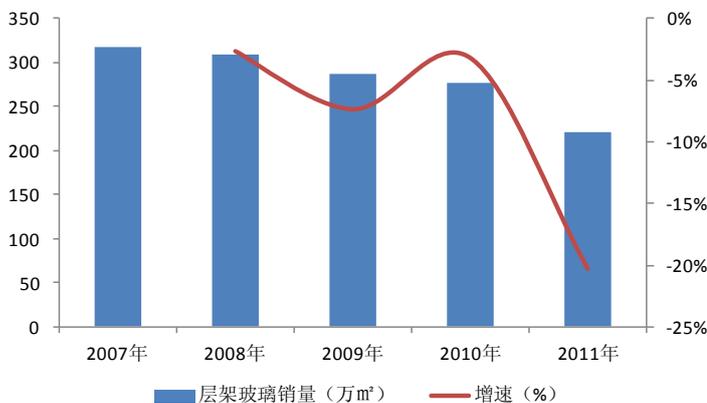
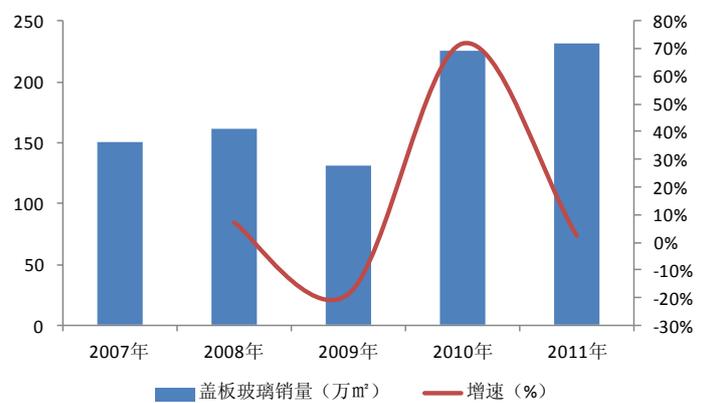


图 24 公司盖板玻璃销量情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、公司产业链一体化仍将延续

从近年发展路径看，公司一直致力在拓展玻璃深加工领域。但与此同时，公司产业链一体化的发展方向也仍在执行。公司目前从事的家电镀膜及光伏玻璃镀膜均需要玻璃原片，且涉及浮法与超白压延玻璃。

过去几年超白压延玻璃紧销造成价格高企，公司以25%入股河南天利；但11年后压延玻璃供给充足利润率下滑，公司实际收益不明显。然而，随着公司玻璃深

加工产品的逐步升级，其要求的玻璃级别也将更高。公司计划向超白超薄浮法玻璃方向发展，计划投资 4.8 亿元建设超白太阳能薄基板项目。目前该项目仍处于评审过程中，未有实质性进展。

我们认为，从长远看，公司实现上下游一体化的发展规划仍将持续，向超白超薄浮法方向发展，也是为了更好地拓展玻璃深加工领域，做大做强加工业务。

六、盈利预测

12 年公司各产品产能均有所增长，但利润率将有所变动，我们假设如下：

1. 彩晶玻璃：12 年四川基地产能部分释放，假设产能增长 20%，达到 300 万 m²。预计玻璃原片成本再大幅下降的可能性不大，彩晶玻璃的毛利率略有下降。
2. 减反膜：12 年上半年公司将再扩 1000 万 m²，预计今年销量将翻番，达到 1200 万 m²。目前下游组件商经营压力较大，预计减反膜价格仍有下行压力，但公司通过研发自洁净膜等方式有可能保持利润率相对平稳。
3. 家电镀膜与模内注塑产品：家电镀膜 12 年贡献一半产能，15 万 m²，毛利率预计可达 30%；模内注塑产品 12 年投产，毛利率预计达 30%。
4. 层架与盖板玻璃：层架销量将受生产线技改影响，盖板玻璃销量稳定。

表 7 公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
TCO 玻璃				
产能 (万 m ²)				30.00
销量 (万 m ²)				15.00
价格 (元/m ²)				70.00
营业收入(万元)				1050.00
营业成本 (万元)				682.50
毛利率 (%)				35.0%
彩晶玻璃				
产能 (万 m ²)	280	280	430	430
销量 (万 m ²)	201	249	300	360
占比	71.8%	88.9%	69.8%	83.7%
税后价格 (元/m ²)	123	125	126	126
营业收入(万元)	24779.5	31026.3	37800.0	45360.0
增长率 (%)	110.7%	25.2%	21.8%	20.0%
营业成本 (万元)	15792.1	17811.4	23058.0	28123.2
毛利率 (%)	36.3%	42.6%	39.0%	38.0%
晶体硅太阳能电池封装玻璃				
产能 (万 m ²)	191	600	1600	2000
销量 (万 m ²)	181	588	1200	2000
价格 (元/m ²)	55	38	34	33

营业收入(万元)	9960.5	22542.2	40800.0	66000.0
营业成本(万元)	7412.8	17914.3	33048.0	54252.0
毛利率(%)	25.6%	20.5%	19.0%	17.8%
建筑玻璃				
产能(万m ²)	35	35	35	35
销量(万m ²)	25	30	32	34
价格(元/m ²)	94	85	86	86
营业收入(万元)	2340.7	2550.0	2752.0	2924.0
营业成本(万元)	2034.0	2167.5	2256.6	2397.7
毛利率(%)	13.1%	15.0%	18.0%	18.0%
家电层架与模内注塑产品				
产能(万m ²)	400	400	460	460
销量(万m ²)	277	221	250	300
价格(元/m ²)	62	61	61	60
营业收入(万元)	17160.7	13468.8	15250.0	18000.0
营业成本(万元)	13697.8	11197.7	12352.5	14040.0
毛利率(%)	20.2%	16.9%	19.0%	22.0%
家电盖板玻璃				
产能(万m ²)	300	300	360	360
销量(万m ²)	225	231	250	280
价格(元/m ²)	37	38	39	39
营业收入(万元)	8245.8	8811.7	9750.0	10920.0
营业成本(万元)	6309.9	6320.6	7020.0	7862.4
毛利率(%)	23.5%	28.3%	28.0%	28.0%
家电镀膜玻璃				
产能(万m ²)			30	30
销量(万m ²)			15	28
价格(元/m ²)			330	300
营业收入(万元)			4950	8400
营业成本(万元)			3366	5712
毛利率(%)			32.0%	32.0%
非主营业务				
收入(万元)	720.9	1200.0	780.0	800.0
成本(万元)	273.1	600.0	310.0	320.0
总营业收入(万元)	63208.1	79599.0	107132.0	145054.0
总营业成本(万元)	45519.7	56011.6	78045.1	107677.8
毛利率(%)	28.0%	29.6%	27.2%	25.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

我们预计公司 11-13 年收入将从 7.96 亿元增至 14.5 亿元, EPS 分别为 1.05、1.42、1.63 元。给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	382	1064	1072	1267
现金	76	686	478	482
应收账款	139	199	289	377
其他应收款	11	14	27	36
预付账款	23	36	62	75
存货	90	73	140	194
其他流动资产	44	56	75	102
非流动资产	225	356	490	762
长期投资	8	0	0	0
固定资产	192	257	399	629
无形资产	18	18	18	18
其他非流动资产	8	81	73	115
资产总计	608	1420	1562	2029
流动负债	353	308	317	631
短期借款	166	80	100	200
应付账款	52	67	78	129
其他流动负债	136	161	139	302
非流动负债	31	31	31	31
长期借款	15	15	15	15
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	384	339	347	662
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	93	93	93
资本公积	39	794	794	794
留存收益	115	195	328	480
归属母公司股东权益	224	1082	1215	1367
负债和股东权益	608	1420	1562	2029

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-24	87	-75	212
净利润	60	98	133	152
折旧摊销	17	12	17	28
财务费用	14	6	3	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	-20	-228	24
其他经营现金流	-2	-9	-1	0
投资活动现金流	-36	-142	-150	-300
资本支出	29	150	150	300
长期投资	-8	-8	0	0
其他投资现金流	-15	0	0	0
筹资活动现金流	77	666	17	93
短期借款	111	-86	21	100
长期借款	-5	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	0	755	0	0
其他筹资现金流	-29	-26	-3	-7
现金净增加额	16	611	-208	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	632	796	1071	1451
营业成本	455	560	780	1077
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	41	49	64	84
管理费用	52	62	80	102
财务费用	14	6	3	7
资产减值损失	3	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	66	114	137	175
营业外收入	5	4	20	5
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	69	114	155	178
所得税	10	16	22	25
净利润	60	98	133	152
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	98	133	152
EBITDA	97	132	158	210
EPS (元)	0.85	1.05	1.42	1.63

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	72.1%	25.9%	34.6%	35.4%
营业利润	50.3%	72.0%	20.4%	27.4%
归属于母公司净利润	33.2%	64.7%	35.6%	14.5%
获利能力				
毛利率	28.0%	29.6%	27.2%	25.8%
净利率	9.4%	12.3%	12.4%	10.5%
ROE	26.6%	9.1%	10.9%	11.1%
ROIC	20.6%	20.5%	14.0%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	63.2%	23.8%	22.2%	32.6%
净负债比率	47.09	27.90%	33.09	32.47%
流动比率	1.08	3.45	3.38	2.01
速动比率	0.83	3.22	2.94	1.70
营运能力				
总资产周转率	1.26	0.78	0.72	0.81
应收账款周转率	5	5	4	4
应付账款周转率	10.50	9.44	10.75	10.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.05	1.42	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.93	-0.81	2.27
每股净资产(最新摊薄)	2.40	11.58	13.01	14.64
估值比率				
P/E	42.84	26.00	19.17	16.74
P/B	11.39	2.36	2.10	1.86
EV/EBITDA	27	20	17	13

相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-16	秀强股份-公司增长将受制于家电增速放缓与光伏需求的不确定
2011-10-21	秀强股份-彩晶四川产能释放, 晶硅电池封装玻璃销量迅速上升
2011-08-15	秀强股份-坚持做强玻璃深加工, 企业仍处在转型中
2011-04-27	秀强股份-今年彩晶与封装玻璃增长较快, 关注 TCO 玻璃进展
2011-04-12	秀强股份-成本压力致盈利下滑, 超募资金促产能扩张

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。
王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434