

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 34.00元

当前股价: 30.13元

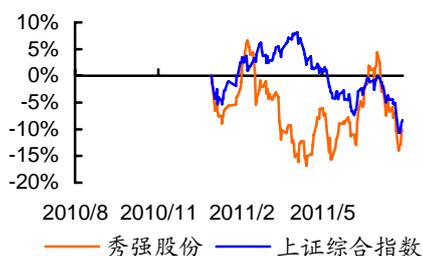
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2593.17
总股本(百万)	93
流通股本(百万)	23
流通市值(亿)	7
EPS (TTM)	0.95
每股净资产(元)	2.40
资产负债率	63.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
秀强股份	-9.60	-1.63	-5.95
上证综合指数	-5.86	-8.82	-8.28



相关报告

《秀强股份-今年彩晶与封装玻璃增长较快, 关注 TCO 玻璃进展》2011-4-27
《秀强股份-成本压力致盈利下滑, 超募资金促产能扩张》2011-4-12
《太阳能玻璃将成业绩新亮点, 建议询价区间 21.08-23.72 元》2010-12-29

秀强股份

300160

推荐

坚持做强玻璃深加工, 企业仍处在转型中

近期我们到公司拜访, 就公司经营情况与未来发展进行了沟通。

投资要点:

- **企业处在转型过程中, 彩晶仍是业绩重要支撑。**公司近年来开拓新产品, 但上半年彩晶玻璃仍贡献着公司六成的毛利。得益于玻璃原片成本下滑, 彩晶毛利率升到 44.56% 的高点, 带动公司总体毛利率上升 3 个百分点。长期看, 太阳能玻璃等新产品将逐步提升, 企业也将逐步转型。但彩晶在短期内将依然保持公司第一大产品的位置, 为公司业绩的重要支撑。
- **彩晶玻璃不会再大规模扩张, 晶硅电池封装玻璃将开发防静电膜。**由于家电中彩晶玻璃空间有限, 再加上竞争加大, 未来毛利率将逐步下降, 公司在四川基地投产后不再大规模扩张, 而是通过产品结构调整与创新延长产品生命周期。晶硅电池封装玻璃方面, 受到下游组件商压价及上游玻璃厂商进入的威胁, 上半年毛利率跌至 15.42%。上半年该业务销量 140 多万 m², 计划全年产能将增至 600 万 m²; 公司未来将推出防静电膜等创新产品, 该业务长期盈利能力将取决于公司新的膜产品的开发情况。
- **TCO 玻璃计划今年 10 月份小批量生产。**公司预计今年 10 月份进行 TCO 玻璃小批量生产, 主要供给强生光电。如果顺利的话, 30 万平米的生产线将于明年 2 月份量产; 之后将根据市场需求进行扩张。鉴于目前国内多家企业正在积极研发 FTO 产品, 在开拓市场过程中可能影响公司 AZO 产品的销售与盈利, 后续情况仍有待进一步跟踪。
- **进军上游, 未来将做强玻璃深加工。**公司拟下半年投资 47,262 万元建设年产 2,800 万 m² 超白太阳能光伏组件薄基板项目。据了解, 该产品为超白浮法玻璃, 主要用于供应 TCO 原片, 另外也可用作彩晶玻璃原片, 目前仍处在向国家发改委审批中。但该项目主要是为保证公司内部原片供应, 长期看公司发展的方向与重点仍在于玻璃深加工业务, 因而通过创新推出新产品将是公司持续发展的来源。
- **维持“推荐”的投资评级。**预计公司 2011-2013 年收入将达到 8.1 亿、10.0 亿、14.6 亿元, 每股收益为 1.04 元、1.32 元与 1.97 元。维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 太阳能玻璃新产品开发力度与 TCO 进展慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	632	810	1001	1461
同比(%)	72%	28%	23%	46%
归属母公司净利润(百万元)	60	97	124	184
同比(%)	33%	63%	27%	49%
毛利率(%)	28.0%	30.3%	30.7%	30.9%
ROE(%)	26.6%	9.0%	10.3%	13.2%
每股收益(元)	0.64	1.04	1.32	1.97
P/E	49.16	30.13	23.66	15.91
P/B	13.07	2.71	2.43	2.11
EV/EBITDA	31	23	18	12

资料来源: 中投证券研究所

一、受益玻璃价格下降，利润增速远高于收入增速。

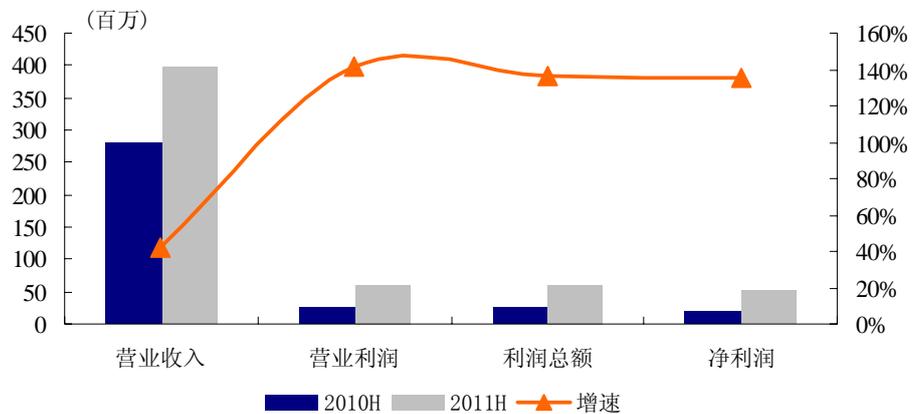
1.1 上半年利润增速 135%，主要受益于彩晶玻璃毛利率的大幅提升

2011年上半年，公司实现营业收入 3.98 亿元，同比增长 41.59%。实现归属于母公司净利润 5088 万元，同比增长 135.66%。利润增速远高于收入增速的原因在于：公司原材料成本的大幅下降。由于今年浮法玻璃行业产能过剩情况较为严重，玻璃原片价格从年初持续下滑，彩晶玻璃毛利率大幅提升至 44.56%，带动公司上半年毛利率达到 31%，比去年上升 3 个百分点。净利率达到 12.8%，达到 5 年来的最高点。

彩晶玻璃依然为公司业绩最主要来源。短期看，下半年浮法玻璃原片价格预计仍将处于低位，彩晶盈利能力仍将保持较高水平。但从长期看，随着更多企业的进入，公司将更多依靠结构调整保证彩晶玻璃往高档化发展，但该产品盈利能力长期应该会逐步下降。

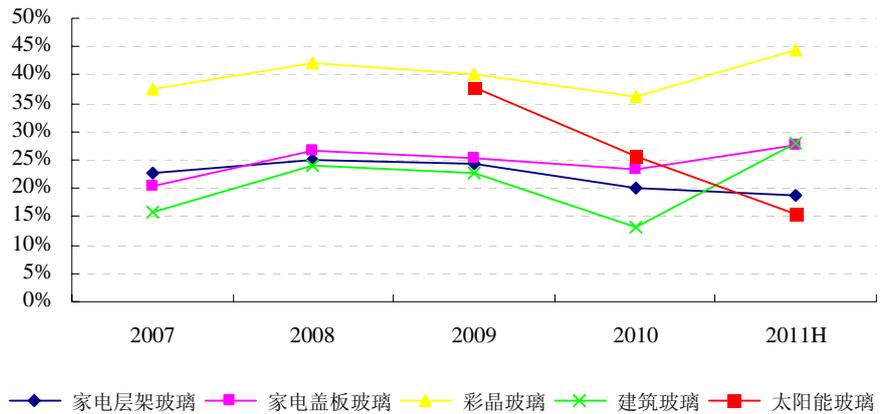
从规划看，公司意在从家电玻璃转向太阳能等新型玻璃加工领域，但目前来看，家电玻璃尤其是彩晶玻璃仍是决定公司利润率的重要因素，公司仍处在转型过程中。

图 1 公司收入与利润增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司收入与利润增长情况



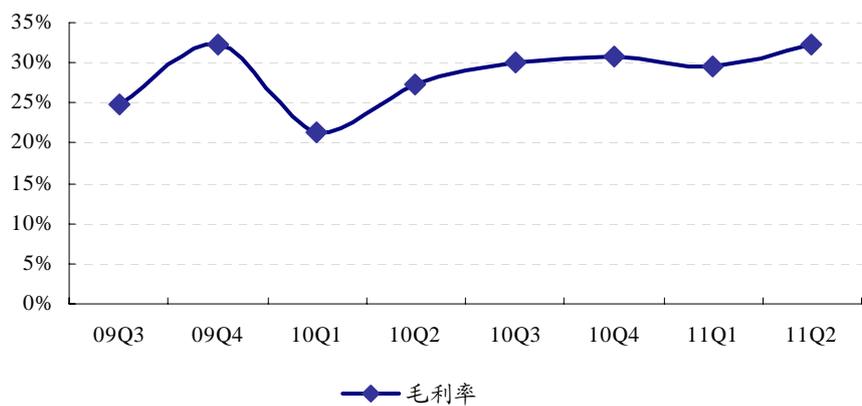
资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 单季度毛利率达到 31.2% 高点

分季度看，公司二季度收入 2.18 亿元，比一季度增加 10.5%。主要在于彩晶玻璃产能的增加，以及晶硅电池封装玻璃销量的提高。公司募投项目中 150 万 m² 的彩晶玻璃已于一季度投产，二季度产能已经得到较为充分的释放。而晶硅电池封装玻璃受益光伏装机容量的增加，上半年销量达到 140 万 m²，收入达到去年同期的 4 倍。

二季度公司毛利率达到 32.2%，略低于 2009 年四季度 32.4% 的高点，这无疑是公司盈利的高景气阶段。预计下半年盈利能力将会略有下降。

图 3 公司单季度盈利情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、彩晶仍为近年业绩重要支撑，太阳能玻璃需进一步开拓。

2.1 彩晶玻璃未来不会再大规模扩张，但仍是近年业绩支撑。

公司已经逐步将产品结构从以家电层架为主导转向以彩晶玻璃为主导，但太阳能玻璃占比仍较小，企业转型仍在进行中。不管从收入还是营业利润看，彩晶玻璃都是玻璃第一大产品，且业绩贡献逐年上升，目前达到历史高点。上半年，彩晶玻璃收入达到 1.7 亿元，占比 43.88%；营业利润为 7677 万元，占比达到 63.42%；毛利率达到 44.6%的历史高点。

我们认为彩晶收入的快速提升主要在于产能扩张，而目前毛利率快速提升主要在于成本下降与产品结构提升。公司募投项目中 150 万 m² 的彩晶玻璃已经投产，目前总产能达到 280 万 m²，预计今年销量将达到 280-300 万 m²。而四川基地预计下半年将开始投产，其中也有 150 万 m² 的彩晶玻璃，因此明年该业务规模仍将保持增长，预计仍将保持公司第一大产品的位置。

但由于家电行业中彩晶玻璃空间有限，再加大多数企业开始进入该领域造成竞争加大，公司未来将不会在该领域进行大规模扩张，更多是进行结构调整与产品创新，延长彩晶玻璃的生命周期；另外是将彩晶的技术嫁接到其它产品中，开发新的产品，使企业在转型过程中业绩增长有所支撑。

2.2 晶硅电池封装玻璃竞争加剧，将开发新的膜产品。

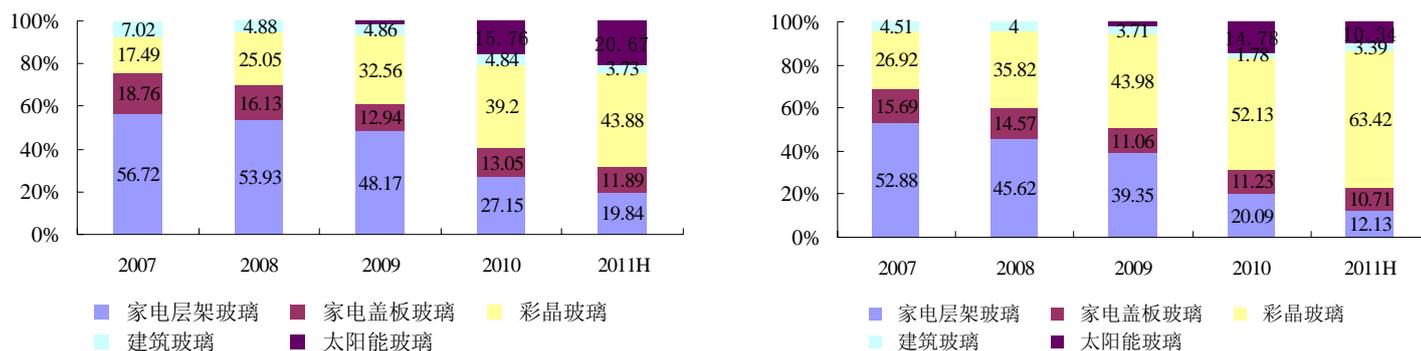
晶硅电池封装玻璃是公司近年业绩的一个关注点，上半年该产品实现收入 8104 万元，同比增长 2.89 倍，占比 21%；对应营业利润为 1250 万元，占比 10.3%；产品毛利率为 15.43%，比去年下滑 10 个百分点。

我们认为原因在于：公司原来此业务仅是来料加工，目前为购买原片加工。而上半年各大厂商积极投产超白压延玻璃，使得价格出现明显下降，公司经过镀膜后的压延玻璃售价也受到下游组件商的压价，因而盈利能力明显下滑。另外，越来越多的玻璃厂商选择自己进行钢化或镀膜，市场竞争加大。

我们认为，随着下游组件商对镀膜产品需求的增加，以及上游超白压延原片的过剩，未来玻璃商自己镀膜的趋势将会持续，因而减反膜环节的盈利能力保持 20% 的毛利率较为合理。公司意在做强做大玻璃深加工，未来将考虑开发如防静电膜之类的产品。上半年该业务销量 140 多万 m²，计划全年产能将增至 600 万 m² 的规模，长期盈利能力的高低将取决于公司新的膜产品的开发。

图 4 秀强股份收入结构

图 5 秀强股份毛利结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 TCO 玻璃进展慢于预期，计划 10 月份小批量生产。

公司 TCO 玻璃原计划今年年中投产，但目前仍处于与下游的匹配过程中，公司表示是因为上游组件商原来都使用日本进口的 FTO 玻璃，而公司开发的是 AZO 玻璃，需要进行工艺转换。公司目前有合作意向的下游厂商主要为强生光电与福建钧石。预计今年 10 月份进行小批量生产，主要供给强生光电。如果顺利的话，30 万平米的生产线将于明年 2 月份量产；之后将根据市场需求进行扩张，而建设一条新线约需要半年，再加一个月调试，三个月后就可以满产了。

而从客户角度看，由于下游厂商在下订单前，需要使用上游的 TCO 玻璃做成组件后，再到国外认证，因此从接触新客户到大批量供应的时间至少为半年。

另外，由于目前在线 FTO 产品仍是市场主流，加上国内企业近两年也在积极推出 FTO 产品，如旗滨集团与上海耀皮等。因此，FTO 与 AZO 玻璃在争夺市场过程中可能影响其盈利能力。

结合上述情况，公司 TCO 产品的大批量生产与业绩贡献情况仍需进一步跟踪。

三、进驻上游，做强玻璃深加工。

公司近年产能扩张除了募投资项目外，公司还继续扩张家电玻璃、晶硅电池封装玻璃，并开始进入上游浮法玻璃的生产，以保证原片供应。但是公司长期仍是以玻璃深加工作为公司核心业务，正在建设的研发中心达到国家级，公司希望将玻璃镀膜做到国内高端水平。因而，通过创新推出新产品将是公司持续发展的来源。

产能扩张中，公司利用超募资金在四川设立四川泳泉玻璃科技有限公司，拟建设年产 120 万 m² 冰箱层架/盖板玻璃生产线以及年产 150 万 m² 彩晶玻璃生产线，预计将于今年年底前开始投产。而晶硅电池封装玻璃上，公司计划于年底将产能增至 600 万 m²。

上游方面，公司计划下半年拟投资 47,262 万元建设年产 2,800 万 m² 超白太阳能光伏组件薄基板项目，以保证公司太阳能玻璃原材料供应。据了解，公司技术不是自有的，但来自国内。产品厚度在 1.6 毫米以上，可用作 TCO 玻璃原片，另外还可以作为彩晶玻璃原片、汽车挡风玻璃用。该项目需经国

家发改委审批，目前仍未通过审批，未来预计将在宿迁建设。如果该项目下半年开始投资，以超白玻璃线一般 1.5 年的建设周期推算，最快也要到 2013 年才开始贡献业绩。

表 2 公司产能表

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 1 日
	四川	150	4000	2012 年 12 月 31 日
家电层架玻璃	江苏	400		上市前
家电盖板	江苏	300		上市前
家电层架与盖板 玻璃	四川	120	1000	2012 年 12 月 31 日
晶硅电池封装玻 璃	江苏	191		上市前
	江苏	600		2011 年
TCO 玻璃	江苏	30	8,436.62	2011 年 10 月份小批量生产，未来将增至 210 万 m ²
超白光伏组件薄 基板	未定	2800	47262	2011 年下半年开始建设

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

我们假设公司 2800 万 m² 的生产线于 2013 年初投产，并于当年开始贡献业绩。

表 3 公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
TCO 玻璃				
产能 (万 m ²)			30.00	210.00
销量 (万 m ²)			20.00	50.00
价格 (元/m ²)			85.00	85.00
营业收入(万元)			1700.00	4250.00
营业成本 (万元)			1020.00	2550.00
毛利率 (%)			40.0%	40.0%
彩晶玻璃				
产能 (万 m ²)		280	280	430
销量 (万 m ²)		201	280	360
占比		71.8%	100.0%	83.7%
税后价格 (元/m ²)		123	125	125
营业收入(万元)		24779.5	35000.0	45000.0
增长率 (%)		110.7%	41.2%	28.6%
营业成本 (万元)		15792.1	20020.0	26325.0

毛利率 (%)	36.3%	42.8%	41.5%	39.5%
晶体硅太阳能电池封装玻璃				
产能 (万 m ²)	191	600	600	600
销量 (万 m ²)	151	350	450	550
价格 (元/m ²)	66	47	42	42
营业收入(万元)	9960.5	16450.0	18900.0	23100.0
营业成本(万元)	7412.8	13489.0	15309.0	18480.0
毛利率 (%)	25.6%	18.0%	19.0%	20.0%
建筑玻璃				
产能 (万 m ²)	35	35	35	35
销量 (万 m ²)	25	28	30	32
价格 (元/m ²)	94	93	93	94
营业收入(万元)	2340.7	2604.0	2790.0	3008.0
营业成本(万元)	2034.0	1979.0	2148.3	2316.2
毛利率 (%)	13.1%	24.0%	23.0%	23.0%
家电层架玻璃				
产能 (万 m ²)	400	400	460	460
销量 (万 m ²)	277	280	330	360
价格 (元/m ²)	62	59	60	61
营业收入(万元)	17160.7	16520.0	19800.0	21960.0
营业成本(万元)	13697.8	13381.2	16038.0	17568.0
毛利率 (%)	20.2%	19.0%	19.0%	20.0%
家电盖板玻璃				
产能 (万 m ²)	300	300	360	360
销量 (万 m ²)	225	270	300	350
价格 (元/m ²)	37	36	37	38
营业收入(万元)	8245.8	9720.0	11100.0	13300.0
营业成本(万元)	6309.9	7290.0	8214.0	9842.0
毛利率 (%)	23.5%	25.0%	26.0%	26.0%
超白玻璃				
产能 (万 m ²)				2800
销量 (万 m ²)				1500
价格 (元/m ²)				17
营业收入(万元)				25500.0
营业成本(万元)				17085.0
毛利率 (%)				33.0%
非主营业务				
收入(万元)	720.9	750.0	780.0	800.0

成本 (万元)	273.1	300.0	310.0	320.0
总营业收入 (万元)	63208.1	81044.0	100070.0	146098.0
总营业成本 (万元)	45519.7	56459.2	69364.3	100940.1
毛利率 (%)	28.0%	30.3%	30.7%	30.9%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

五、投资评级: 推荐

预计公司 2011-2013 年收入将达到 8.1 亿、10.0 亿、14.6 亿元, 每股收益为 1.04 元、1.32 元与 1.97 元。维持“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	382	1215	1325	1580	营业收入	632	810	1001	1461
现金	76	792	797	796	营业成本	455	565	694	1009
应收账款	139	203	250	380	营业税金及附加	0	1	1	1
其它应收款	11	14	20	29	营业费用	41	55	69	102
预付账款	23	37	49	71	管理费用	52	66	82	119
存货	90	113	139	202	财务费用	14	9	10	13
其他	44	57	70	103	资产减值损失	3	5	5	5
非流动资产	225	307	443	543	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	192	233	320	410	营业利润	66	110	141	211
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	5	5	6	6
其他	8	56	106	116	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	608	1522	1768	2124	利润总额	69	114	145	215
流动负债	353	410	533	705	所得税	10	16	21	31
短期借款	166	180	250	300	净利润	60	97	124	184
应付账款	52	68	83	121	少数股东损益	0	0	0	0
其他	136	162	200	283	归属母公司净利润	60	97	124	184
非流动负债	31	31	31	31	EBITDA	97	130	165	244
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	0.64	1.04	1.32	1.97
其他	16	16	16	16					
负债合计	384	441	564	735	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	70	93	93	93	成长能力				
资本公积	39	794	794	794	营业收入	72.1%	28.2%	23.5%	46.0%
留存收益	115	194	317	501	营业利润	50.3%	66.5%	27.6%	50.1%
归属母公司股东权益	224	1081	1204	1388	归属于母公司净利润	33.2%	63.2%	27.4%	48.7%
负债和股东权益	608	1522	1768	2124	获利能力				
					毛利率	28.0%	30.3%	30.7%	30.9%
					净利率	9.4%	12.0%	12.4%	12.6%
					ROE	26.6%	9.0%	10.3%	13.2%
					ROIC	20.6%	20.6%	18.8%	20.9%
					偿债能力				
					资产负债率	63.2%	29.0%	31.9%	34.6%
					净负债比率	47.09%	44.24%	47.01%	42.85%
					流动比率	1.08	2.96	2.49	2.24
					速动比率	0.83	2.69	2.23	1.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.26	0.76	0.61	0.75
					应收账款周转率	5	5	4	5
					应付账款周转率	10.50	9.47	9.19	9.88
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	1.04	1.32	1.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.47	1.02	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	2.40	11.57	12.90	14.86
					估值比率				
					P/E	49.16	30.13	23.66	15.91
					P/B	13.07	2.71	2.43	2.11
					EV/EBITDA	31	23	18	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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