

建筑节能“新宠”，盈利拐点到来

买入首次评级

投资要点:

公司在线 LOW-E 镀膜玻璃和 TCO 镀膜玻璃业务技术先进，国内竞争者少，具有良好发展前景；突出的经营和成本优势为公司未来发展提供保障；低价股权激励强化公司技术人才优势。

报告摘要:

- **公司浮法玻璃产能跻身全国前十，领跑进军高附加值“蓝海”领域。** 公司通过收购老牌国企湖南省株洲玻璃厂进入玻璃行业，凭借其良好的技术底蕴，改造和扩建了 5 条共 3200T/D 生产线，产能技术国内前十。工信部要求“十二五”末前十家企业浮法玻璃生产集中度从目前 57% 提升到 75% 以上，公司将在行业整合中获利，增加其市场份额。
- **在线 LOW-E 镀膜玻璃成建筑节能“宠儿”，未来利润增长空间巨大。** 公司进入在线 LOW-E 镀膜玻璃领域后势头强劲，计划在目前一条生产线的基础上再投资建设 3 条，使总产能达到近 2000 万平方米/年。LOW-E 作为最好的建筑节能玻璃已经获得市场认可，前景广阔，公司在该领域的大胆投入有望获得丰厚回报。
- **受益全球经济复苏加速，公司在线 TCO 镀膜玻璃需求有望回暖。** 未来 5 年薄膜太阳能电池用 TCO 玻璃市场容量有望突破 300 亿元，公司通过与英国玻璃咨询公司合作充分掌握了在线 TCO 镀膜玻璃生产工艺，产品即将放量，为公司提供新的业绩增长点。
- **优异的成本和费用控制能力为未来发展夯实基础。** 生产基地接近珠三角和长三角地区并依硅砂矿而建，且拥有码头、物流等便利，有效控制了原材料和运输成本；期间费用率保持行业内较低水平，且将随着财务费用减少进一步降低。
- 我们预测公司 2011-2013 年的净利润分别为 2.1、4.4 和 6.3 亿元，折合 EPS 分别为 0.32、0.65 和 0.95 元。给予公司 2012 年 20 倍 PE，目标价格 13.06 元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1905	2038	2562	3465
营业利润(百万元)	398	211	504	744
净利润(百万元)	328	214	436	633
每股收益(元)	0.66	0.32	0.65	0.95

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东户数	户均持股 (股)
20110930	33907	19701

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

	20111231	20110930
机构持		
仓比例	0.05%	17.78%
持仓基	0	19
金数		

数据来源: WIND

目录

一、公司概况：高端特种玻璃的领跑者	4
二、经营优势明显	5
（一）浮法玻璃产能跻身前十的规模优势	5
（二）LOW-E 玻璃后来居上，成为新利润增长极	6
（三）在线 TCO 镀膜玻璃技术成熟，蓄势待发	8
三、具备区位、资源和人才优势	10
（一）布局湘、闽、粤三省，运输便利	10
（二）拥有两处石英砂矿，具备成本优势	10
（三）股权激励强化技术人才优势	11
四、公司财务分析	12
（一）收入结构变化体现区域特征	12
（二）毛利率处于行业领先地位	13
（二）费用管理能力优异	13
五、盈利预测和投资建议	15

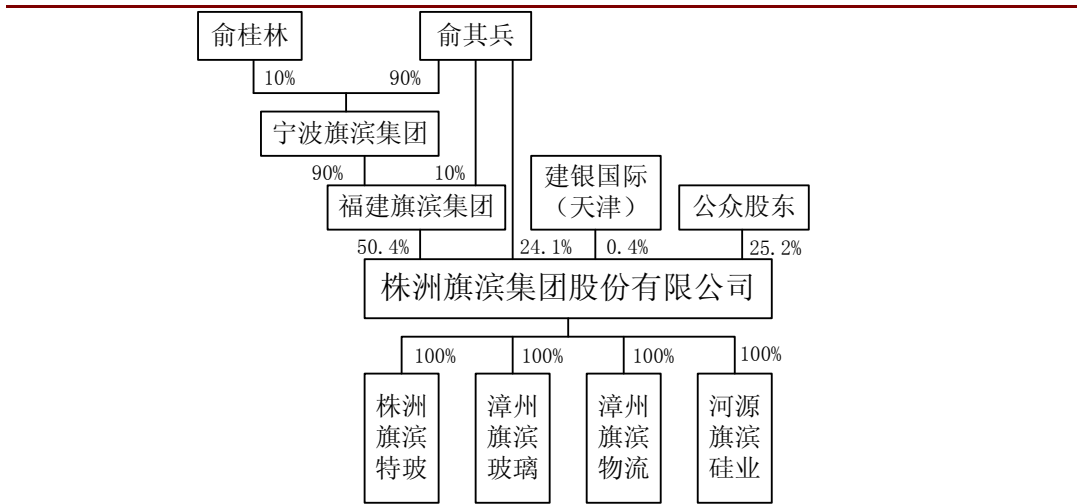
插图

图 1-1: 公司股权结构	4
图 1-2: 公司各生产线进展情况	4
图 2-1: 2010 年底浮法玻璃企业产能排名	5
图 2-2: 公司浮法玻璃市场占有率变化情况	5
图 2-3: 公司各产品产能规划情况	6
图 2-4: 公司主要产品销售占比变化	6
图 2-5: 国内在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线	6
图 2-6: 离线和在线 LOW-E 镀膜玻璃主要性能比较	7
图 2-7: 公司 LOW-E 镀膜玻璃产品	7
图 2-8: 公司 SUN-E 镀膜玻璃产品	7
图 2-9: 公司在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线技术优势	7
图 2-10: 公司柔性化生产流程	8
图 2-11: 薄膜太阳能电池结构	8
图 2-12: 薄膜与晶硅太阳能电池对比	9
图 2-13: 全球光伏年装机预测 (MW)	9
图 2-14: TCO 玻璃全球市场容量预测	9
图 2-15: TCO 玻璃制造工艺类型	9
图 2-16: 公司在线 TCO 镀膜玻璃生产线	9
图 3-1: 株洲生产基地辐射范围	10
图 3-2: 漳州生产基地辐射范围	10
图 3-3: 河源生产基地辐射范围	10
图 3-4: 公司石英砂用量和生产规模 (万吨/年)	10
图 3-5: 公司及市场石英砂到厂价格 (元/吨)	10
图 3-6: 激励对象的具体名单与其拟获授股票情况	11
表 4-1: 公司财务指标	12
图 4-1: 总收入的地区构成	12
图 4-2: 国内收入地区构成	12
图 4-3: 可比公司毛利率情况	13
图 4-4: 2010 年至今重油价格走势 (美元/桶)	13
图 4-5: 2010 年至今纯碱价格走势 (元/吨)	13
图 4-6: 公司各项期间费用率	14
图 4-7: 公司各项期间费用占比	14
图 4-8: 可比公司期间费用率情况	14
图 5-1: 分业务盈利预测	16
图 5-2: 公司 2012、2013 年公司利润预测	17

一、公司概况：高端特种玻璃的领跑者

旗滨集团成立于2005年，总部位于湖南株洲，实际控制人为俞其兵，主营产品包括优质浮法玻璃、在线LOW-E镀膜玻璃和LOW-E镀膜玻璃基片、深加工玻璃等。公司上市后经过一系列控股股东更名、受让子公司股份等变动，目前股权结构如下：

图 1-1: 公司股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券

公司上市以来快速扩大产能，并积极拓展业务领域，投资建设在线TCO镀膜玻璃、超白光伏玻璃基片、在线SUE-E镀膜玻璃等多条新生产线。这些生产线陆续投产后公司的产品及收入结构将发生显著改变。

图 1-2: 公司各生产线进展情况

公司	生产线	地点	平均产能	投产日期	备注
母公司 株洲旗滨集团	一线500T/D优质浮法生产线	湖南 株洲	323.5万重量箱	2007年4月	
	二线500T/D优质浮法生产线		323.5万重量箱	2007年9月	
	三线700T/D优质浮法生产线		453万重量箱	2006年10月	募投项目，技改为LOW-E产能500万平方米
子公司 漳州旗滨玻璃公司	一线900T/D优质浮法生产线	福建 漳州	600万重量箱	2008年12月	
	二线600T/D在线LOW-E镀膜生产线		LOW-E镀膜玻璃400万平米，LOW-E镀膜玻璃基片180万重箱	2009年11月	可生产TCO镀膜玻璃（非超白）
	三线600T/D在线TCO生产线		TCO镀膜产品450万平米，TCO镀膜基材249万重箱	2011年3月	11年7月调试出TCO
	四线800T/D超白光伏基片生产线		465万重量箱	2011年10月	募投项目
	五线600T/D在线LOW-E镀膜生产线		LOW-E镀膜玻璃500万平米，LOW-E镀膜玻璃基片225万重箱	2012年1月	
	六线800T/D超白光伏基片生产线		高白237、超白482万重箱	2012年底	
	七线600T/D在线LOW-E镀膜生产线		LOW-E镀膜玻璃500万平米，LOW-E镀膜玻璃基片225万重箱	2014年底	
	八线800T/D超白光伏基片生产线		高白237、超白482万重箱	2014年底	
子公司 河源旗滨硅业	一线800T/D在线TCO生产线	广东 河源	TCO镀膜产品600万平米，TCO镀膜基材332万重箱	规划中	预计2013年投产
	二线600T/D在线SUN-E镀膜生产线		SUN-E镀膜产品500万平米，SUN-E镀膜基材237万重箱	规划中	预计2014年投产
子公司 株洲旗滨特玻	两条钢化玻璃生产线（其中一条为进口线） 三条中空玻璃生产线（其中一条为进口线）	湖南 株洲	钢化玻璃、中空玻璃、夹层玻璃等各类深加工玻璃共185万平方米产能	2007年5月	

资料来源：公司公告，宏源证券

二、经营优势明显

(一) 浮法玻璃产能跻身前十的规模优势

公司 2005 年通过收购湖南省株洲玻璃厂进入玻璃行业。株洲玻璃厂始建于 1957 年，是国家一五计划中的大型玻璃企业，曾经为中国南方最大的综合性玻璃生产基地。

公司收购株洲玻璃厂后，凭借其良好的技术底蕴，在其原有两条共 750T/D 浮法玻璃生产线的基础上，改造和扩建了 5 条共 3200T/D 的生产线，产能技术国内前十。尽管浮法玻璃行业存在一定程度上的产能过剩，行业内的大型企业凭借其规模优势和产品质量仍能获得较强的盈利能力。

图 2-2: 2010 年底浮法玻璃企业产能排名

排名	企业名称	生产线 (条)	日熔量 (吨)	年产能力 (万重量箱)
1	江苏华尔润集团	17	10,590	6,958
2	台湾玻璃集团	9	6,100	4,008
3	中国玻璃控股有限公司	13	5,980	3,929
4	中国南玻集团股份有限公司	9	5,600	3,680
5	浙江玻璃股份有限公司	10	4,900	3,220
6	信义玻璃控股有限公司	8	4,700	3,088
7	金晶科技股份有限公司	8	4,600	3,023
8	福耀玻璃集团股份有限公司	7	3,550	2,333
9	河北沙河安全公司	6	3,250	2,136
10	株洲旗滨集团股份有限公司	5	3,200	2,103

资料来源：公司招股书，宏源证券

近年来，公司在浮法玻璃市场的占有率逐年提高，公司上市后迅速扩大产能，生产线数量、产量都将有较大的提升，将成为具有一定规模优势和竞争力的浮法玻璃制造企业。2009 年全国前十家企业浮法玻璃生产集中度为 57%，与国际大公司相比还有较大差距，根据工信部要求“十二五”末集中度达到 75%以上来看，公司市场占有率有望进一步提升。

图 2-2: 公司浮法玻璃市场占有率变化情况

项目	2008年度	2009年度	2010年度
公司产量(万重箱)	1,074	1,642	2,237
全国产量(浮法玻璃)	47,969	40,030	48,068
市场占有率(%)	2.24%	4.10%	4.65%

资料来源：公司招股书，宏源证券

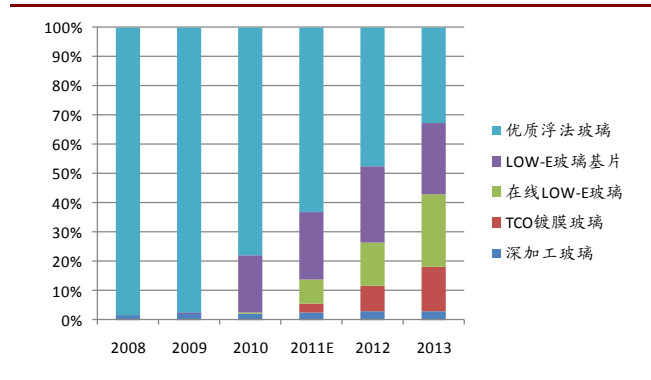
公司目前把发展重心放在 TCO 和 LOW-E 镀膜玻璃等高端产品上，普通浮法玻璃的业务占比将逐步减少，我们预测到 2013 年公司普通浮法玻璃的销售占比将从目前的 2/3 降到 1/3 左右，而 LOW-E 玻璃及基片和 TCO 玻璃将分别占销售收入的 50%和 15%。随着高端产品放量，公司有望摆脱竞争激烈的普通浮法玻璃“红海”市场，进入高端深加工玻璃“蓝海”市场，盈利能力也将得到增强。

图 3-3: 公司各产品产能规划情况

产品	2011	2012	2013	2014
优质浮法玻璃 (万重量箱)	1,700	1,247	1,247	1,247
超白光伏玻璃 (万重量箱)	465	947	947	1,429
LOW-E镀膜玻璃基片 (万重量箱)	180	630	630	855
LOW-E镀膜玻璃 (万平方米)	400	1,400	1,400	1,900
TCO镀膜基材 (万重量箱)	249	249	581	581
TCO镀膜玻璃 (万平方米)	450	450	1,050	1,050
SUN-E镀膜基材 (万重量箱)				237
SUN-E镀膜玻璃 (万平方米)				500
钢化/中空/夹层玻璃 (万平方米)	185	185	185	185

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-4: 公司主要产品销售占比变化



资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) LOW-E 玻璃后来居上, 成为新利润增长极

LOW-E 玻璃又称低辐射玻璃, 其镀膜层具有对可见光高透过及对中远红外线高反射的特性 (能将 80% 以上的远红外热辐射反射回去), 是目前节能效果最好的建筑玻璃, 在过去几年迅速被市场认可。公司在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线于 2009 年 11 月点火, 2010 年 9 月生产出 LOW-E 玻璃并通过国家玻璃质量监督检验中心的检测。公司不是国内最早投资建设在线 LOW-E 玻璃生产线的企业, 但后来居上, 势头强劲, 目前有一条生产线, 未来三年还将陆续有三条生产线投产, 总产能达到近 2000 万平方米/年, 而国内目前已有的在线 LOW-E 生产线主要有四条。

图 2-5: 国内在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线

编号	生产线名称	日熔量	投产日期	技术来源
1	大连旭硝子在线LOW-E镀膜玻璃生产线	600	2006年	旭硝子技术
2	耀华集团在线LOW-E镀膜玻璃生产线	450	2003年	引进美国阿克玛技术和企业自主
3	常熟耀皮在线LOW-E镀膜玻璃生产线	600	2009年	皮尔金顿技术
4	旗滨集团在线LOW-E镀膜玻璃生产线	600	2009年11月	引进美国阿克玛技术和企业自主

资料来源: 公司招股书, 宏源证券

LOW-E 玻璃按照生产方式分为离线和在线两种, 离线工艺是在已生产出的浮法玻璃上通过“真空磁控溅射”等方法将化学物质镀在其表面, 而在线工艺是指在浮法玻璃的生产过程中将化学物质喷涂在热的玻璃表面。离线 LOW-E 玻璃为软膜, 耐磨性指数差, 容易受空气污染而失去节能效果, 需要在镀膜后立即合成中空玻璃; 而在线 LOW-E 玻璃属于硬膜, 可以单片使用, 利于加工和长期保存。因此我们认为在线 LOW-E 玻璃更适应未来市场需求。

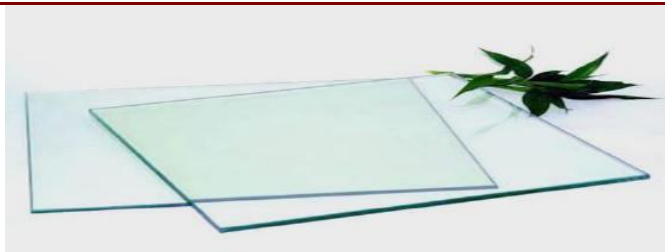
图 2-6: 离线和在线 LOW-E 镀膜玻璃主要性能比较

对比指标	在线LOW-E镀膜玻璃	离线LOW-E镀膜玻璃
镀膜类型	硬镀膜—具有良好的牢固性和稳定性	软镀膜—普通产品必须做成中空玻璃使用
技术水平	世界上仅有十几条线，国内有本公司、耀华集团、耀皮和大连旭硝子等几条生产线	生产技术的应用已经比较普及，国内有南玻、信义在内的多条生产线
生产线特点	必须有高质量的浮法生产线，生产技术要求较高	厚度颜色变化快，开发新产品较容易
耐磨性	国家玻璃检测中心检测结果：0.40%~0.50%	国际未要求检测此项性能指标
耐酸性	国家玻璃检测中心检测结果：0.63%	国际未要求检测此项性能指标
耐碱性	国家玻璃检测中心检测结果：0.49%	国际未要求检测此项性能指标
辐射率	国标要求 < 0.25	国标要求 < 0.15国内一般产品：单银为 0.1，双银为 0.05左右
单片保质期	可以像普通浮法玻璃一样长期单片保存和使用，膜层不会氧化变质脱落	一般必须在24小时内合成中空玻璃；即使可异地加工的，也必须在7天内合成中空玻璃，否则氧化
深加工性能	可以轻松热弯、钢化，满足不同建筑设计风格	普通产品不易热弯、钢化，仅能中空使用
中空操作	无须剔除边部膜层，操作简单	合成中空玻璃时需剔除边部膜层
运输限制	无运输距离和时间限制	普通产品必须合成中空玻璃以后再运输

资料来源：公司招股书，宏源证券

公司在 LWO-E 玻璃玻璃的基础上开发出了更适合南方炎热地区使用的 SUN-E 玻璃（遮阳低辐射玻璃），其特点是根据不同地区的年均气温，调整太阳辐射透过率，达到最佳节能效果。由于制冷的能耗相当于取暖两倍，SUN-E 玻璃在炎热地区具有更广阔的市场空间。

图 4-7: 公司 LOW-E 镀膜玻璃产品



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 2-8: 公司 SUN-E 镀膜玻璃产品



资料来源：公司招股书，宏源证券

公司 LOW-E 生产线引进了美国阿克玛的先进在线镀膜技术，并采用国外先进的浮法生产工艺技术及国内的新技术、新工艺，同时聘请英国玻璃咨询公司对在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线技术进行了联合开发，确保了公司生产线技术的先进性。

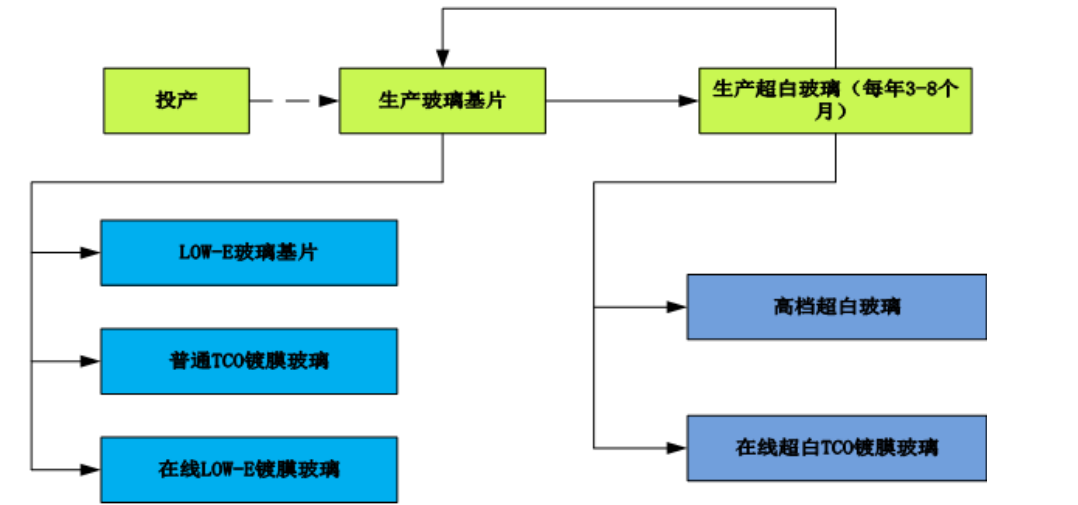
图 2-9: 公司在线 LOW-E 镀膜玻璃生产线技术优势

序号	技术领域	技术来源
1	熔窑及其辅助系统的先进性	消化吸收国内外技术
2	锡槽及其辅助系统的先进性	关键部位国外引进
3	退火窑的先进性	国外引进STEIN技术的热风工艺式退火窑
4	在线镀膜系统	国外引进的最新一代在线镀膜生产技术
5	电气与控制系统先进性	新一代DCS计算机控制系统
6	冷端先进性	国外引进在线自动缺陷检测仪等设备

资料来源：公司招股书，宏源证券

公司在线 LOW-E 镀膜生产线还具有柔性化生产特点，可以生产在线 LOW-E 镀膜玻璃、LOW-E 镀膜玻璃基片、优质浮法玻璃和 TCO 镀膜玻璃（非超白）等产品，从而根据市场需求调节产品品种，提高产能利用效率。

图 2-10: 公司柔性化生产流程

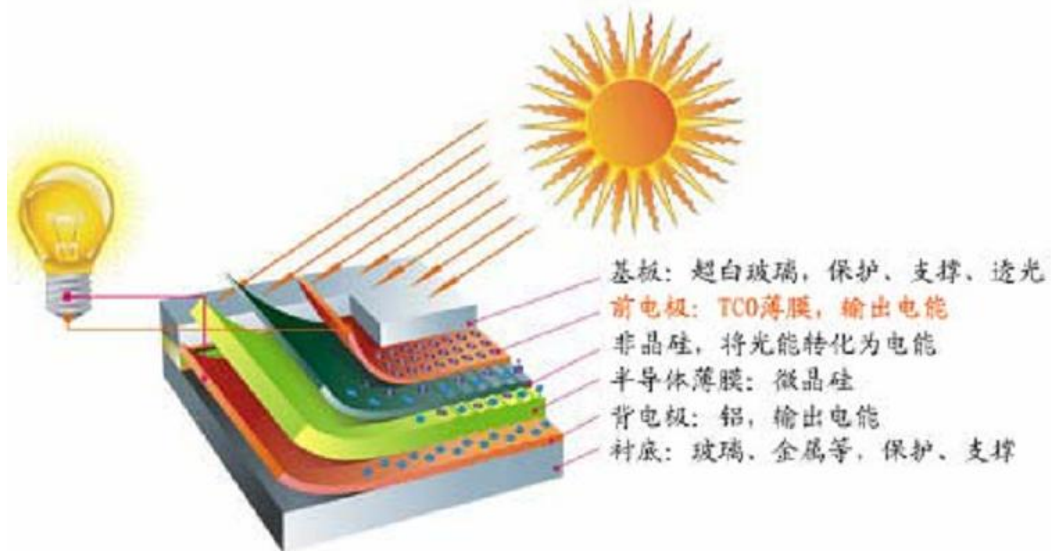


资料来源: 公司招股书, 宏源证券

(三) 在线 TCO 镀膜玻璃技术成熟, 蓄势待发

TCO 玻璃是指在平板玻璃表面通过物理或化学镀膜方法均匀的镀上一层透明的导电氧化物薄膜 (Transparent Conductive Oxide) 而形成的组件, 主要用于薄膜光伏电池的前电极, 肩负着导电与透光的双重作用。

图 2-11: 薄膜太阳能电池结构



资料来源: 秀强股份招股书, 宏源证券

太阳能发电从目前来看是最具前景的新能源发电形式, 在新能源中受到最少的地点限制 (如核电、风电), 资源限制 (如核电、生物质能) 和并网稳定性限制 (如风电)。薄膜电池目前的装机约占整个光伏装机的 20% 左右, 尽管具有弱光性好、生产能耗低等优点, 但由于转化效率低和设备投资大等原因, 薄膜电池暂时仍无法取代晶硅太阳能电池的主导地位, 同时去年以来的晶硅产品大幅降价也对薄膜电池造成了冲击。我们预计在不考虑重大技术突破的前提下, 未来 5 年薄膜电池的占有率会缓慢提升到 25%。

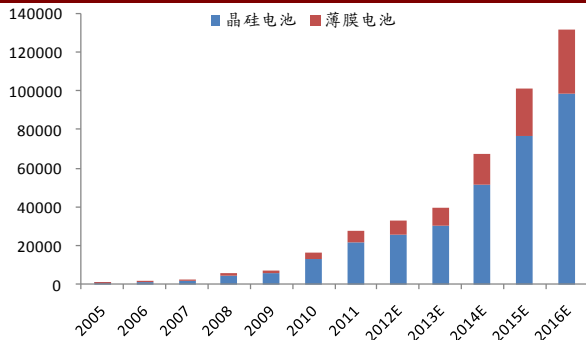
图 2-12: 薄膜与晶硅太阳能电池对比

技术路线	转换效率实验	转换效率电池	转换效率电池组	每kWp面积(电池组)	技术成熟度	效率提升潜力	运营成本(US\$/Wp)	生产水平	优点	缺点
单晶硅	25%	16-17%	13-15%	7m ²	商业化	高	1.5-1.8	大规模生产	效率高 使用寿命长 空间需求小	热衰减表现差 散布光线吸收差
多晶硅	20.3%	14-15%	12-14%	8m ²	商业化	高	1.6-1.9	大规模生产	效率高 使用寿命长 空间需求小	热衰减表现差 散布光线吸收差
非晶硅(a-Si)	13%	6-7%	6-7%	15m ²	应用研究	低	2.4-2.7	陆续投产	材料成本低 使用寿命长 有降低成本潜力 产品结构简单	效率低 应用尚有问题 资金成本高
碲化镉(CdTe)	16.5%	8-10%	9.5-11%	10m ²	应用研究/商业化	中等	1.6-2.0	陆续投产/大规模生产	制造成本低 能源输出高 散布光线吸收好 能承受高温	碲化物资源稀缺 镉是致癌物质
CIGS	19.2%	10-11%	9.5-12%	10m ²	应用研究	高	1.8-2.3	陆续投产	热衰减表现好 散布光线吸收好 制造成本低	生产为资本密集型 铟资源稀缺

资料来源: EPIA, 宏源证券

根据我们测算, 到 2016 年, 光伏薄膜电池的需求将达到 33GW, 每 kWp 电池组件需要 10-15 平方米的 TCO 玻璃, 总市场容量将超过 300 亿元。中国薄膜电池产量约占全球一半, TCO 玻璃国内市场在 150 亿左右。

图 5-13: 全球光伏年装机预测 (MW)



资料来源: EPIA, 宏源证券

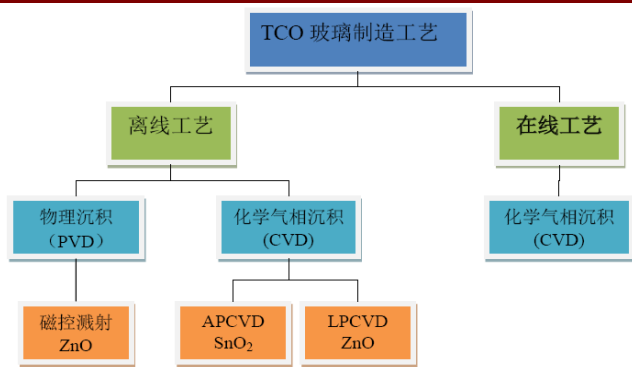
图 2-14: TCO 玻璃全球市场容量预测

年份	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
薄膜光伏电池装机(MW)	6117	7534	9274	16161	24835	33057
每kWp面积(m ²)	14.2	13.9	13.6	13.4	13.1	12.8
TCO玻璃需求(万m ²)	8692	10492	12656	21615	32551	42461
单价(元/m ²)	90	87	85	82	80	77
市场容量(亿元)	78	92	107	178	259	328

资料来源: 公司招股书, 宏源证券

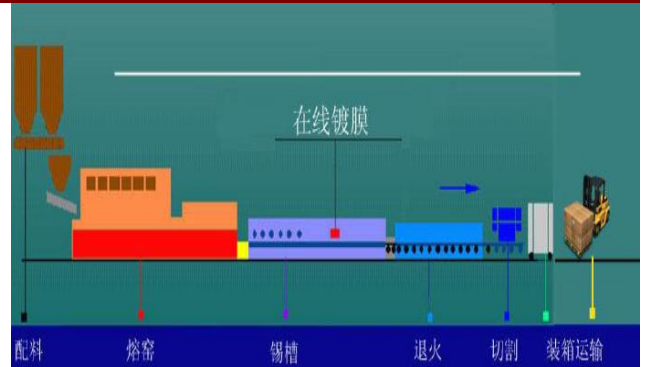
通过引进和吸收在线 LOW-E 镀膜玻璃生产技术并与英国玻璃咨询公司技术合作, 公司成功掌握了在线化学气相沉积法 (CVD 法) 生产 TCO 玻璃的工艺, 目前在漳州和河源分别投资建设了一条 TCO 玻璃生产线, 其中漳州生产线已经开始试生产, 预计今年放量, 河源生产线预计 2014 年投产, 届时总日容量达到 1200 吨。同时公司还投资建设了三条超白浮法玻璃生产线为 TCO 玻璃配套。

图 6-15: TCO 玻璃制造工艺类型



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 2-16: 公司在线 TCO 镀膜玻璃生产线



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

三、具备区位、资源和人才优势

(一) 布局湘、闽、粤三省，运输便利

浮法玻璃的利润率受竞争激烈影响趋于平稳，只有高附加值的产品才能承受较高的运费压力。公司三个主要生产基地分别位于湖南、福建和广东三省，具有优越的地理优势，兼顾玻璃产品消费能力较强的长三角、珠三角区域，并通过发达的交通网络覆盖南中国。

图 3-1: 株洲生产基地辐射范围



图 3-2: 漳州生产基地辐射范围



图 3-3: 河源生产基地辐射范围



资料来源：公司公告，宏源证券

公司本部株洲市为我国南方最大的铁路货运枢纽，与郑州并称“北郑南株”，同时公路和水运也相当发达。公司拥有的铁路专用线可以直接进入工厂仓库，另外公司紧靠湘江，拥有 1000 吨级的专用码头，可水路直达上海、重庆等地。

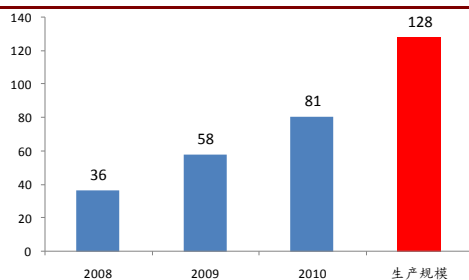
公司漳州生产基地分别拥有一个 5000 吨和一个 3000 吨专用码头，大宗原材料和燃料（纯碱、重油、天然气等）可通过海运购进，玻璃产品亦可通过海运到达我国的长三角区域和珠三角区域，公司优越的运输条件在同行业中具有竞争优势。

(二) 拥有两处石英砂矿，具备成本优势

公司漳州生产基地所处的福建省东山县为全国最大的优质石英砂生产基地，石英砂总储量达 27105.18 万吨，公司拥有玻璃砂+型砂储量 2813.52 万吨，生产规模 100 万吨/年，开采年限为 30 年。另外公司河源生产基地也获得当地石英砂矿 19 年的采矿权，生产规模 28 万吨/年。公司 2010 年石英砂用量 80.7 万吨，目前拥有的石英砂资源足够自给自足。

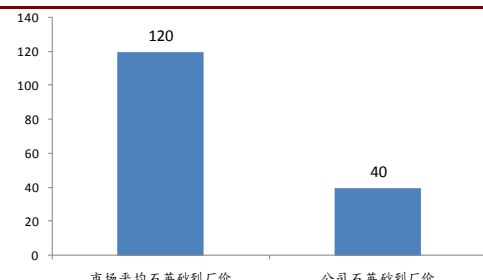
自有矿产资源使公司具备一定的成本优势，以漳州生产基地为例，石英砂到达厂区的成本约 40 元/吨，而市场价约为 120 元/吨。公司石英砂资源储量在同行业公司中处于优势地位，为未来发展提供了保障。公司生产基地的选址充分考虑了产品销售和依托资源，优质的石英砂资源和低廉的运输成本成为公司核心竞争力。

图 3-4: 公司石英砂用量和生产规模 (万吨/年)



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 3-5: 公司及市场石英砂到厂价格 (元/吨)



资料来源：公司招股书，宏源证券

（三）股权激励强化技术人才优势

公司今年2月份公布了股权激励方案,通过定向发行限制性股票的方式对公司管理层及核心技术人员进行股权激励。本次股权激励的股票数量为3200万股,占公司目前总股本的4.79%,其中预留310万股,授予价格为3.82元。

本次激励获授的限制性股票锁定期为一年,之后按照10%、30%、30%、30%比例解锁;解锁条件为:以2011年归属上市公司扣除非经常性损益后净利润为基数,年复合增长率不低于10%,且申请解锁前一年公司扣除非经常性损益后加权净资产收益率不低于6%。我们认为此次股权激励的解锁条件较为宽松,因此公司的主要目的是奖励管理层并留住人才。

本次激励对象包括董事、高级管理人员共7名,核心技术人员、核心骨干员工共161名,覆盖面广泛。其中授予技术人才的股票约为2330万股,占此次激励总股本的近73%,每人约14.5万股,人均获授量较高。公司通过与美国阿克玛和英国玻璃咨询等公司合作,通过外部引进和内部培养等途径培养了一批LOW-E和TCO镀膜玻璃以及其他方面的核心技术人员,在国内处于领先地位,我们认为此次股权激励有利于公司留住这些人才,稳定公司的技术和管理团队,进一步强化公司技术人才优势。

图 3-6: 激励对象的具体名单与其拟获授股票情况

序号	姓名	职位	获授的限制性股票数量(万股)	占本计划总量的比例(%)	占授予时公司总股本比例(%)
一、董事、高管					
1	葛文耀	董事、总裁	200	6.25%	0.30%
2	邵景楚	董事、技术研发总监、研发中心总经理	60	1.88%	0.09%
3	林宝达	董事、人力资源总监	60	1.88%	0.09%
4	何立红	董事	60	1.88%	0.09%
5	侯英兰	董事、研发中心副总经理	60	1.88%	0.09%
6	季学林	公司财务总监	60	1.88%	0.09%
7	钟碰辉	董事会秘书	60	1.88%	0.09%
二、核心技术人员			120	3.75%	0.18%
三、核心骨干员工			2,210	69.06%	3.31%
四、预留限制性股票			310	9.69%	0.46%
合计			3,200	100.00%	4.79%

资料来源:公司公告,宏源证券

四、公司财务分析

表 4-1: 公司财务指标

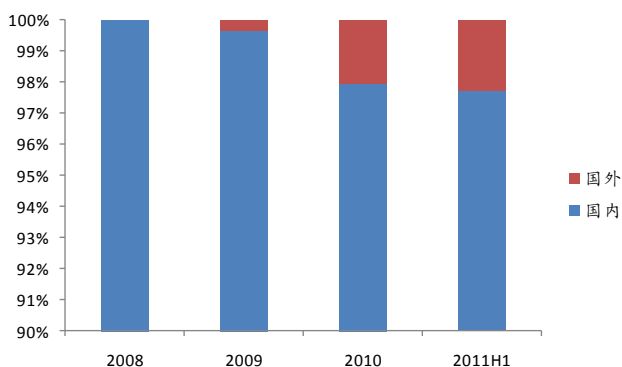
资产收益率	2008	2009	2010	债务结构	2008	2009	2010
ROA	1%	8%	12%	资产负债率	88%	76%	69%
ROE	6%	33%	38%	短期借款/总负债	21%	38%	37%
利润率	2008	2009	2010	长期借款/总负债	36%	36%	40%
毛利率	12%	31%	34%	应收帐款收帐期	6	7	4
未分配利润增长率	83%	830%	74%	应收帐款周转率	62.91	51.42	92.51

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

(一) 收入结构变化体现区域特征

从收入地区构成来看, 公司国内营业收入主要集中在华南、华中和华东地区, 其中华南地区收入占比逐年提升, 2011 年上半年已经超过 50%。其主要原因是玻璃产品存在运输半径, 而公司主要生产基地都位于华南, 因此在华南地区更具有竞争力, 我们判断这一现象短期不会发生改变。

同时公司海外业务占比日益增加, 2011 年上半年达到约 2.3%, 这块业务的蓬勃发展主要依靠漳州分公司临海的地理优势以及拥有专用码头的运输便利。公司拓展海外业务有利于扩大销售规模和增强抵御风险的能力。

图 4-1: 总收入的地区构成


资料来源: 公司公告, 宏源证券

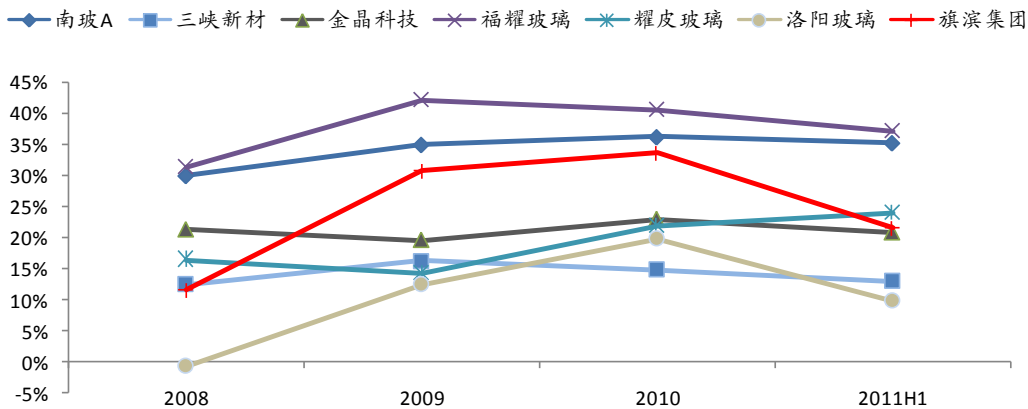
图 4-2: 国内收入地区构成


资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 毛利率处于行业领先地位

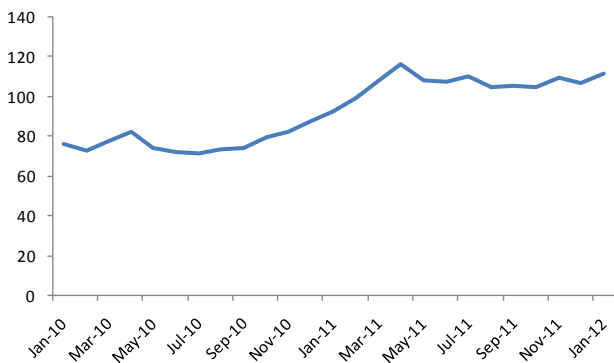
从行业内横向比较来看，公司毛利率处于行业上游水平。2011 年玻璃行业毛利率整体有所下降，主要原因是下游房地产宏观调控导致的玻璃行业供需关系发生变化，以及主要原燃料纯碱、重油价格上涨影响。我们认为去年纯碱价格属于结构性上涨，趋势不会持续；而针对重油价格上涨，公司对各生产线进行燃烧系统改造，使用天然气等其他燃料逐步替代重油，目前株洲 3 条生产线均实现以天然气为主体燃料，使用比重从达 90.43%，产品成本得到合理控制，毛利率有望逐步回升。

图 4-3: 可比公司毛利率情况



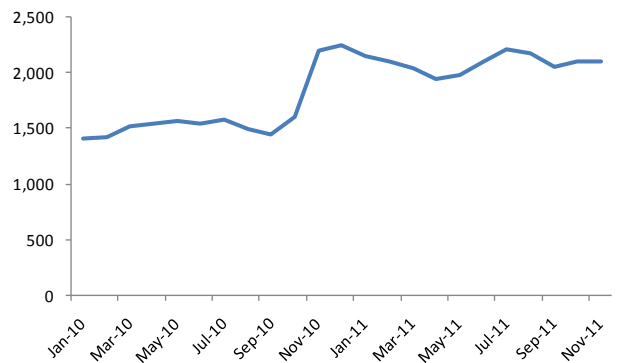
资料来源: 各公司公告, 宏源证券

图 4-4: 2010 年至今重油价格走势 (美元/桶)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-5: 2010 年至今纯碱价格走势 (元/吨)

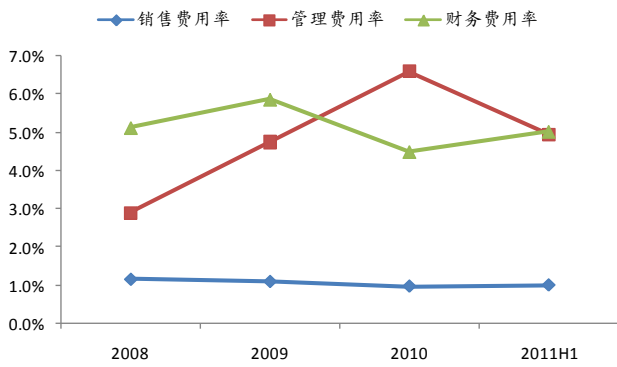


资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 费用管理能力优异

公司期间费用中，管理费用和财务费用占比较高，分别在 45% 左右。管理费用较多的原因是公司大幅增加咨询费及技术研发费用，该费用占 2010 年管理费用的 26.4%，我们认为研发投入是公司持续增长的源动力，具有积极意义。财务费用较高主要由于公司极扩大产能，在未上市时以较高的杠杆比负债经营，借款利息较高，占到了财务费用的 95%。我们认为这在一定程度上体现了公司较强的融资能力，并且财务费用会在上市融资后得到改善，这点有望在年度报告中得到体现。

图 4-6: 公司各项期间费用率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

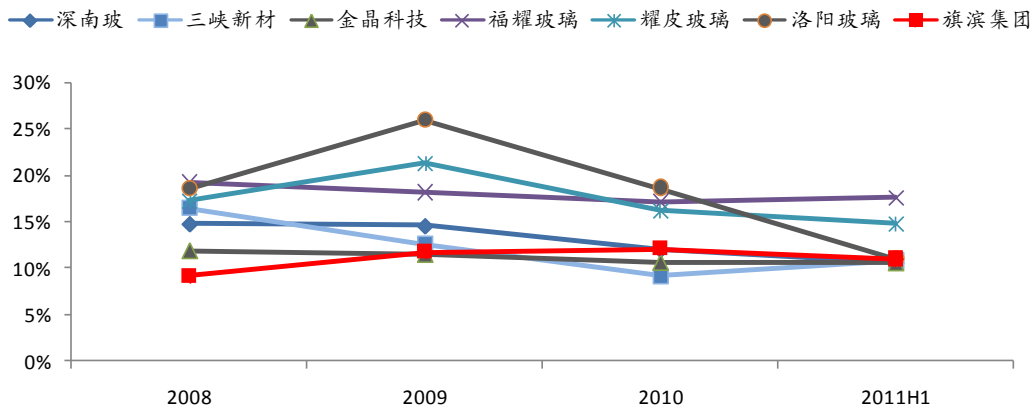
图 4-7: 公司各项期间费用占比



资料来源: 公司公告, 宏源证券

从行业内横向比较来看, 尽管公司财务费用较高, 但总体期间费用率一直处于较低的水平, 体现了其优异的费用管理能力。

图 4-8: 可比公司期间费用率情况



资料来源: 各公司公告, 宏源证券

五、盈利预测和投资建议

综合以上分析，我们对公司未来主要业务做出如下预测：

1、浮法玻璃业务

公司没有新建浮法玻璃生产线的计划，并且通过募投项目将已有的一条700T/D浮法玻璃生产线改造成在线LOW-E镀膜生产线。该募投项目投产后，公司浮法玻璃的理论产能将由目前的1700万重量箱/年降低到1247万重量箱/年，但由于公司大部分生产线具有柔性生产的能力，实际生产能力并不会减少。我们判断公司会根据市场需求和价格走势情况合理安排浮法玻璃的生产和销售，销量略有减少，总体保持稳定。

2、在线LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片业务

LOW-E玻璃及基片业务是公司目前大力发展的业务，目前已经有一条600T/D的生产线投产，未来还将陆续有两条600T/D生产线投产，2014年总产能达到LOW-E镀膜玻璃1900万平方米/年，LOW-E玻璃基片855万重量箱/年。

2010和2011年主要贡献业绩的是LOW-E镀膜玻璃基片，预计在线LOW-E玻璃明年开始放量，2012和2013年分别占营业收入的14.8%和24.6%，LOW-E玻璃和基片合计共占营业收入的40.5%和48.7%。

同时公司在河源子公司规划了一条600T/D的SUN-E玻璃生产线，预计2013年逐步投产，该产品适用于南方炎热地区，在广东销售具有区位优势。

3、在线TCO 镀膜玻璃业务

公司第一条TCO玻璃生产线漳州三线已经调试出TCO玻璃，预计今年逐步达产；另一条在河源的生产线正在规划中，预计2013年投产。生产线完全达产后日熔量将达到1400吨，产能为TCO镀膜玻璃1050万平方米/年，TCO镀膜基材581万重量箱/年。由于TCO玻璃的下游产品薄膜电池前景存在一定不确定性，我们对其预测保持相对谨慎的态度。

4、深加工玻璃及其他业务

公司还从事部分玻璃深加工和物流业务，销售收入和毛利占比都较低。玻璃深加工产品包括钢化、中空、夹层玻璃等，年产能185万平方米；物流业务主要是支撑公司生产消耗的码头、货运等运输工具对外承接部分业务。这两块业务不是公司发展的重点，预计都将保持稳定。

图 5-1: 分业务盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
优质浮法玻璃						
单位售价 (元/重量箱)	67.66	70.42	83.20	77.00	84.70	84.70
产能 (万重量箱)	1,080.00	1,576.00	1,672.00	1,672.00	1,576.00	1,400.00
产量 (万重量箱)	1,074.10	1,638.37	1,793.78	1,650.00	1,400.00	1,250.00
销量 (万重量箱)	1,083.85	1,611.97	1,763.59	1,650.00	1,400.00	1,250.00
销售收入 (百万元)	733.28	1,135.21	1,467.39	1,270.50	1,185.80	1,058.75
增长率 (YOY)		54.81%	29.26%	-13.42%	-6.67%	-10.71%
毛利率	10.59%	30.14%	32.58%	22.08%	29.16%	29.16%
占总销售额比重	97.52%	96.61%	77.03%	62.34%	46.29%	30.56%
LOW-E镀膜玻璃基片						
单位售价 (元/重量箱)		93.91	86.63	80.00	88.00	88.00
产能 (万重量箱)		4.00	388.25	608.00	980.00	1,220.00
产量 (万重量箱)		4.09	436.11	600.00	800.00	1,000.00
销量 (万重量箱)		1.35	423.80	580.00	750.00	950.00
销售收入 (百万元)		1.27	367.15	464.00	660.00	836.00
增长率 (YOY)			28859.48%	26.38%	42.24%	26.67%
毛利率		31.85%	34.55%	23.75%	31.25%	31.82%
占总销售额比重		0.11%	19.27%	22.77%	25.77%	24.13%
在线LOW-E镀膜玻璃						
单位售价 (元/重量箱)			198.37	180.00	198.00	198.00
产能 (万重量箱)			6.75	98.00	300.00	700.00
产量 (万重量箱)			6.75	95.00	200.00	500.00
销量 (万重量箱)			1.12	90.00	200.00	450.00
销售收入 (百万元)			2.22	162.00	396.00	891.00
增长率 (YOY)				7191.50%	144.44%	125.00%
毛利率			4.22%	11.11%	24.24%	29.29%
占总销售额比重			0.12%	7.95%	15.46%	25.72%
TCO镀膜玻璃						
单位售价 (元/重量箱)				340.00	374.00	374.00
产能 (万重量箱)				100.00	465.00	465.00
产量 (万重量箱)				30.00	60.00	150.00
销量 (万重量箱)				20.00	60.00	150.00
销售收入 (百万元)				68.00	224.40	561.00
增长率 (YOY)					230.00%	150.00%
毛利率				20.59%	30.48%	33.16%
占总销售额比重				3.34%	8.76%	16.19%
深加工玻璃						
单位售价 (元/平方米)	72.81	90.52	122.45	122.00	124.00	126.00
产能 (万平米)	185.00	185.00	185.00	185.00	185.00	185.00
产量 (万平米)	17.95	35.13	34.63	40.00	55.00	70.00
销量 (万平米)	17.83	32.87	35.58	40.00	55.00	70.00
销售收入 (百万元)	12.98	29.75	43.57	48.80	68.20	88.20
增长率 (YOY)		129.20%	46.44%	12.01%	39.75%	29.33%
毛利率	-2.35%	8.08%	11.76%	13.11%	12.90%	12.70%
占总销售额比重	1.73%	2.53%	2.29%	2.39%	2.66%	2.55%
占主营业务利润比重	-0.38%	0.69%	0.82%	1.48%	1.21%	1.08%
物流及其他业务						
销售收入 (百万元)	5.63	8.84	24.70	24.70	27.17	29.89
增长率 (YOY)		56.89%	179.59%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	50.48%	37.68%	72.87%	15.00%	17.00%	18.00%
占总销售额比重	0.75%	0.75%	1.30%	1.21%	1.06%	0.86%
销售总收入 (百万元)	751.89	1175.06	1905.03	2038.00	2561.57	3464.84
平均毛利率	10.67%	29.64%	32.97%	21.24%	28.49%	29.97%

资料来源: 各公司公告, 宏源证券

通过上述分析, 我们预测公司2011-2013年的净利润分别为2.1、4.4和6.3亿元, 折合EPS分别为0.32、0.65和0.95元。按照2012年20倍PE计算, 股价将达到13.06元, 给予“买入”评级。

图 5-2: 公司 2012、2013 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1905	2038	2562	3465	流动资产	924	1513	1452	2017
营业成本	1266	1605	1832	2427	现金	211	688	535	752
营业税金及附加	11	12	14	20	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	19	20	26	35	应收票据	122	131	164	222
管理费用	126	132	154	208	应收款项	19	19	24	32
财务费用	86	57	32	32	其它应收款	10	116	57	98
资产减值损失	1	0	0	0	存货	444	506	608	807
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	117	54	63	105
投资收益	0	0	0	0	非流动资产	1918	2670	2880	3100
营业利润	398	211	504	744	长期股权投资	0	0	0	0
营业外收入	13	35	35	35	投资	0	0	0	0
营业外支出	6	3	0	(2)	固定资产	1473	2474	2705	2944
利润总额	405	243	539	782	无形资产	193	174	157	141
所得税	77	29	102	149	其他	253	22	18	15
净利润	328	214	436	633	资产总计	2843	4183	4332	5117
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债	1175	1238	1349	1500
归属于母公司净利润	328	214	436	633	短期借款	724	724	724	724
EPS (元)	0.66	0.32	0.65	0.95	应付账款	128	163	186	246
年成长率					预收账款	84	108	133	167
营业收入	62%	7%	26%	35%	其他	238	243	306	363
营业利润	83%	-47%	138%	48%	长期负债	797	398	0	0
净利润	83%	-35%	104%	45%	长期借款	797	398	0	0
获利能力					其他	0	0	0	0
毛利率	33.6%	21.2%	28.5%	30.0%	负债合计	1971	1636	1349	1500
净利率	17.2%	10.5%	17.0%	18.3%	股本	500	668	668	668
ROE	37.7%	8.4%	14.6%	17.5%	资本公积	19	1312	1312	1312
ROIC	16.4%	6.4%	11.7%	14.5%	留存收益	353	567	1003	1636
偿债能力					少数股东权益	0	0	0	0
资产负债率	69.3%	39.1%	31.1%	29.3%	归属于母公司所有者权益	872	2547	2983	3616
净负债比率	53.5%	26.8%	16.7%	14.2%	负债及权益合计	2843	4183	4332	5117

流动比率	0.8	1.2	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.8	0.6	0.8
营运能力				
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.6	3.4	3.3	3.4
应收帐款周转率	92.5	106.8	120.9	124.8
应付帐款周转率	12.0	11.0	10.5	11.2
每股资料 (元)				
每股收益	0.66	0.32	0.65	0.95
每股经营现金	0.69	0.66	1.16	1.12
每股净资产	1.74	3.81	4.47	5.41

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
经营现金流	347	444	778	749
投资活动现金流				
投资现金流	-484	-973	-500	-500
筹资活动现金流				
筹资现金流	173	1006	-430	-32
现金净增加额	36	476	-153	217

分析师简介:

邓海清，复旦大学金融学博士，宏源证券研究所建材行业分析师，曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年，2010年任职国金证券研究所宏观策略组，2011年加盟宏源证券研究所。

注：宏源证券建材行业实习生何文忠、秦闻，以及沈荣对报告亦有重要贡献。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。