



彩晶和光伏玻璃 “双翼齐飞” 买入 评级

投资要点:

- 公司是国内家电玻璃的领军企业,在层架/盖板玻璃和彩晶玻璃领域处于行业龙头地位,其中彩晶玻璃盈利能力较强,毛利率超过40%。
- 立足家电玻璃传统业务,集成创新发展光伏业务,已形成“两翼齐飞”格局,太阳能增透封装玻璃业务扩展迅速,未来两年复合增速超50%。

报告摘要:

- 传统家电层架/盖板玻璃业务贡献稳定业绩。**公司家电玻璃产品包括层架/盖板玻璃和彩晶玻璃,其中层架/盖板玻璃为传统业务,市场竞争充分,能为公司提供稳定收入,四川新建生产线给该业务带来一定增长空间。同时公司今年将推出30万m²家电镀膜玻璃项目,有望给家电玻璃业务注入活力。
- 国内消费升级——彩晶玻璃未来市场空间广阔。**我国家电市场步入消费升级阶段,彩晶玻璃以其美观和耐用受到消费者青睐,渗透率不断提升,市场空间广阔。公司该业务具备一定工艺和设计壁垒,拥有较强盈利能力,毛利率超过40%,四川基地2011年新产能投为公司开拓了西南市场,并降低了运输成本。
- 光伏玻璃板块正逐渐成为业绩的“第二引擎”。**公司09年进入光伏玻璃市场,推出的镀膜增透玻璃凭借其经济性不断提高渗透率。公司该业务国内规模仅次于亚玛顿,具备一定先发优势,目前拥有产能600万m²,新建1000万m²产能2013年完全达产,复合增长率超过50%,销售占比将从目前的29%逐步提升至40%。同时公司上市前已完成一条30万m²TCO导电膜玻璃生产线的试生产,产品通过质检基本达到预期效果,最终目标产能210万m²,目前已在部分“金太阳工程”上取得进展,预计今年贡献利润。
- 我们预测公司2012-2014年的净利润分别为1.61、1.95和2.17亿元,折合EPS分别为1.72、2.09和2.32元。按照2012年20倍PE计算,股价将达到34.4元,给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	796	1034	1390	1654
营业利润(百万元)	113	185	225	251
净利润(百万元)	98	161	195	217
每股收益(元)	1.05	1.72	2.09	2.32

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

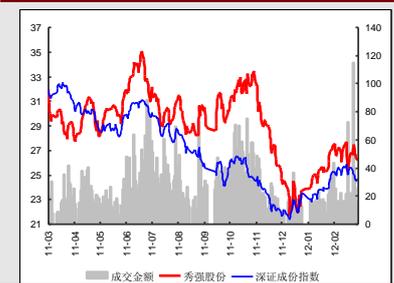
Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20111231		
20110930	1563.96	
20110630	1538.97	79.73%

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110930
基金持股		1458104
占流通A股比		6.23%
持股家数及进出情况		3

数据来源: 港澳资讯

目录

一、公司概况：从传统业务走向集成创新的典范.....	4
二、家电玻璃的国内龙头	5
（一）传统层架/盖板玻璃业务有望受益全球经济复苏加速	5
（二）国内消费升级——彩晶玻璃未来市场空间广阔	7
三、光伏玻璃板块逐渐成为“第二引擎”	9
（一）未来盈利的新增长点——太阳能镀膜增透封装玻璃	9
（二）TCO 玻璃蓄势待发	11
四、公司财务分析	13
（一）玻璃原材料有望保持低价，有利公司生产控制	14
（二）毛利率行业领先，费用控制能力逐步提升	14
（三）出口占比有所下降	14
五、盈利预测和投资建议	15

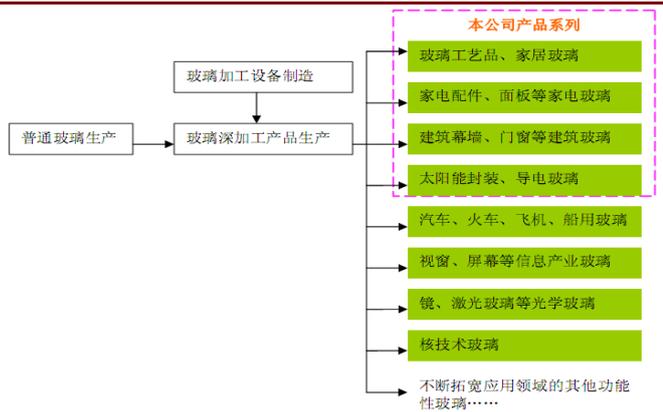
插图

图 1-1: 公司产品应用领域	4
图 1-2: 公司主要产品销售占比	4
图 1-3: 公司股权结构	4
图 1-4: 公司业务发展进程	5
图 2-1: 国内层架/盖板市场占有率	5
图 2-2: 国内彩晶玻璃市场占有率	5
图 2-3: 公司冰箱层架玻璃主要客户市场占有率	6
图 2-4: 冰箱层架玻璃	6
图 2-5: 烤箱、微波炉玻璃	6
图 2-6: 洗衣机玻璃	6
图 2-7: 公司层架和盖板玻璃销售收入 (百万元)	7
图 2-8: 公司层架和盖板玻璃生产线	7
图 2-9: 公司彩晶玻璃产品	7
图 2-10: 公司彩晶玻璃主要客户市场占有率	8
图 2-11: 公司彩晶玻璃销售收入 (百万元)	8
图 2-12: 国内彩晶玻璃市场容量测算	8
图 2-13: 公司彩晶玻璃生产线情况	9
图 3-1: 公司太阳能镀膜增透封装玻璃	9
图 3-2: 镀膜增透玻璃提升透光率原理	10
图 3-3: 使用镀膜玻璃降低成本敏感性风险	10
图 3-4: 全球光伏年装机预测 (MW)	10
图 3-5: 太阳能镀膜增透玻璃全球市场容量预测	10
图 3-6: 公司光伏增透玻璃产能 (万平方米)	10
图 3-7: 公司光伏增透玻璃销售收入预测 (百万元)	10
图 3-8: 薄膜太阳能电池结构	11
图 3-9: 公司太阳能 TCO 导电膜玻璃	11
图 3-10: 薄膜与晶硅太阳能电池对比	11
图 3-11: TCO 玻璃全球市场容量预测	12
图 3-12: 三种 TCO 导电膜玻璃性能比较	12
图 3-13: 国内 TCO 导电玻璃生产商及产能	13
表 4-1: 公司财务指标	13
图 4-1: 玻璃成本占公司营业成本比例	14
图 4-2: 国内浮法玻璃价格走势 (元/重量箱)	14
图 4-3: 行业内公司毛利率比较	14
图 4-4: 公司期间费用率稳步下降	14
图 4-5: 公司销售出口占比	15
图 5-1: 分业务盈利预测	16
图 5-2: 公司 2012-2014 年公司利润预测	17

一、公司概况：从传统业务走向集成创新的典范

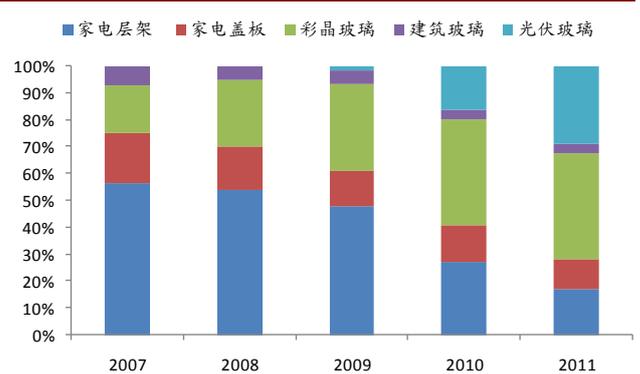
公司主要经营玻璃深加工产品，包括家电玻璃、太阳能玻璃、建筑玻璃等。其中家电玻璃包括层架玻璃、盖板玻璃和彩晶玻璃，是公司收入和利润的主要来源，10年之前的销售占比超过90%，近年有所下降，但仍在70%左右；光伏玻璃业务包括增透晶体硅太阳能电池封装玻璃和太阳能TCO导电膜玻璃，正逐渐成为公司的增量业务，太阳能镀膜增透封装玻璃目前收入占比已达28.7%，TCO玻璃预计今年开始贡献利润。

图 1-1: 公司产品应用领域



资料来源：公司招股书，宏源证券

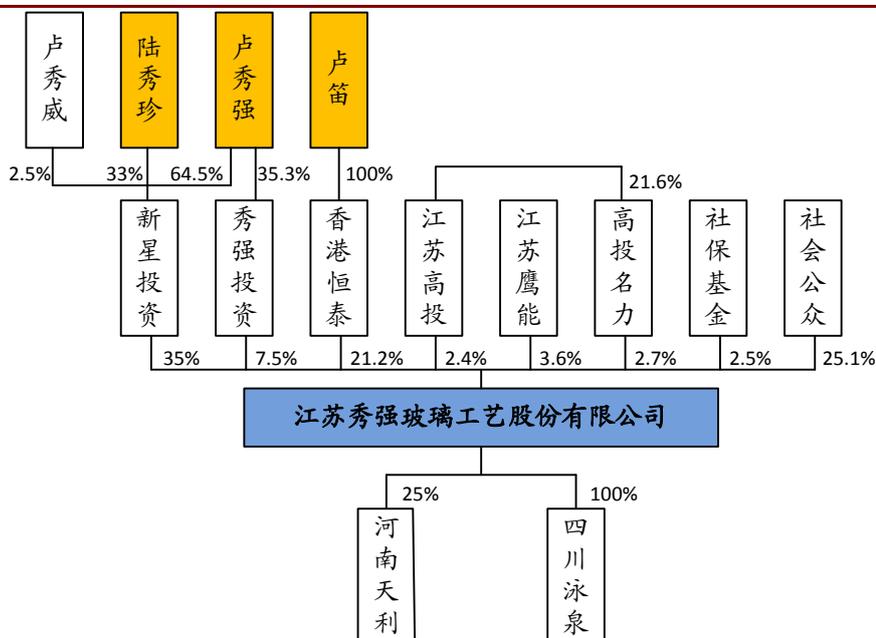
图 1-2: 公司主要产品销售占比



资料来源：公司公告，宏源证券

公司实际控制人为卢秀强、陆秀珍夫妇及其子卢笛，三人通过新星投资、秀强投资、香港恒泰共同控制了公司57.98%的股权。

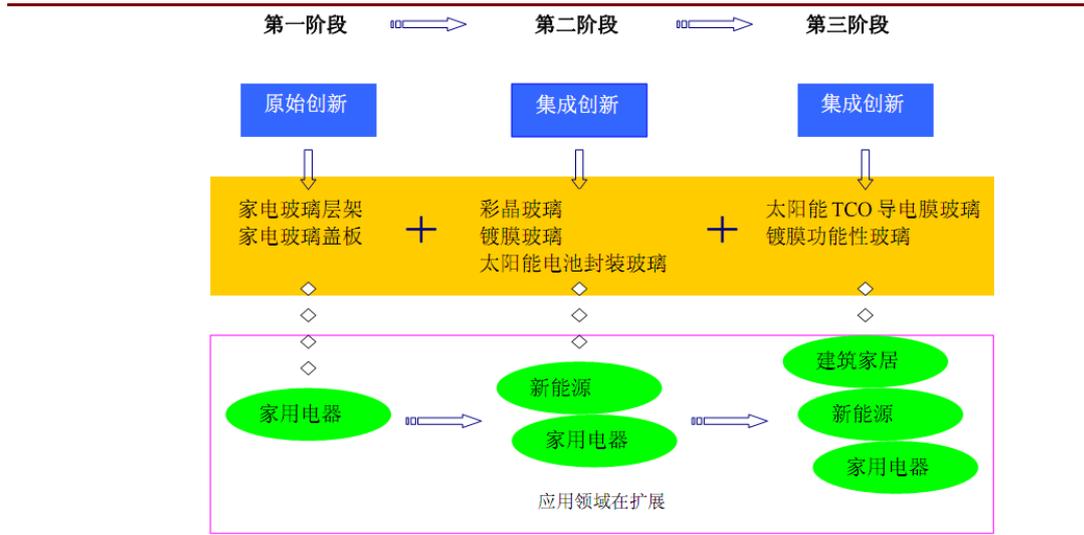
图 1-3: 公司股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券

公司业务起源于传统家电玻璃，在家电层架和盖板玻璃的基础上；同时通过挖掘客户潜在需求，率先在国内推出冰箱用彩晶玻璃，并迅速扩大销售规模，收入占比从07年的17.5%上升至目前的43.9%。公司2009年进入光伏玻璃领域，截止2011年底拥有光伏增透封装玻璃产能600万平方米、TCO玻璃产能30万平方米。未来光伏玻璃业务将成为公司重点发展方向，预计2013年拥有封装玻璃产能1600万平方米、TCO玻璃产能210万平方米。

图 1-4: 公司业务发展进程

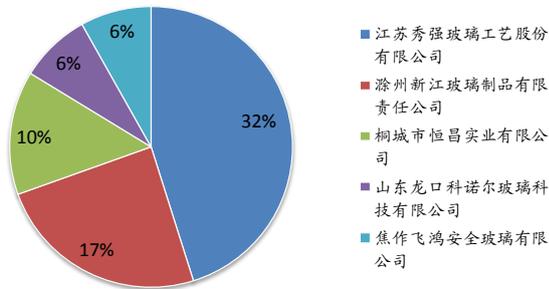


资料来源：公司招股书，宏源证券

二、家电玻璃的国内龙头

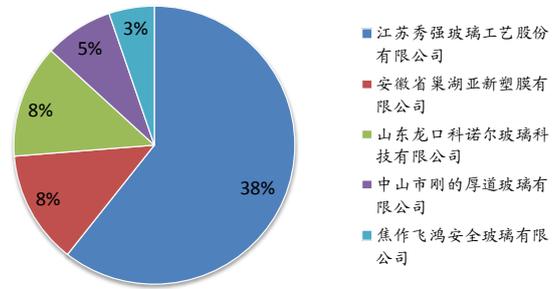
公司层架/盖板玻璃的市场占有率达到 32%，彩晶玻璃的市场占有率达到 38%，均居国内第一，是当之无愧的国内家电玻璃龙头。

图 2-1: 国内层架/盖板市场占有率



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 2-2: 国内彩晶玻璃市场占有率



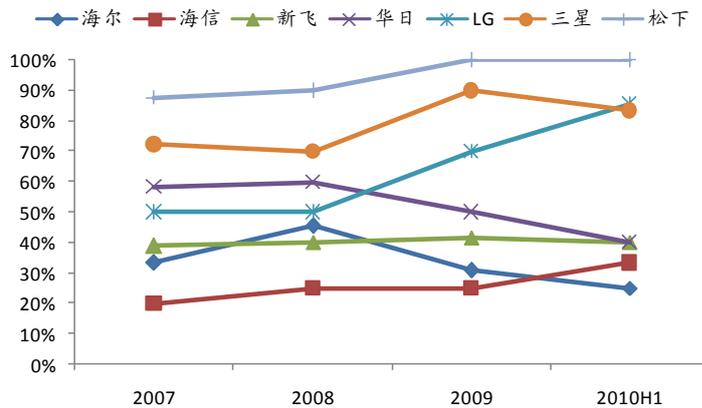
资料来源：公司招股书，宏源证券

公司在家电层架/盖板玻璃和彩晶玻璃的基础上，充分发挥自身在 TCO 镀膜领域的技术优势，积极拓展业务范围，计划进入家电镀膜玻璃市场，投资新建了年产 30 万平方米的生产线。家电镀膜玻璃主要用于家用电器触屏，具有渗透率低，增长快等特点，预计公司生产线 2013 年达产，年贡献销售收入 9000 万元，税前利润 1600 万元。

(一) 传统层架/盖板玻璃业务有望受益全球经济复苏加速

公司从事家电层架/盖板玻璃的生产研发多年，为公司传统业务，实际控制人卢秀强 1999 年便自主研发了“整体注塑边框玻璃层架及制作方法”、“窄条玻璃倒角磨边的送料装置”等专利技术，成为国内最早提供注塑玻璃层架的厂商。经过十多年的发展，公司成为海尔、华日、LG、三星、松下、新飞等冰箱主要品牌的稳定供应商。

图 2-3: 公司冰箱层架玻璃主要客户市场占有率



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

公司的盖板玻璃产品也主要应用于家电领域, 可以作为微波炉、烤箱、洗衣机、冰箱等家用电器的面板玻璃, 应用领域较为广泛。

图 2-4: 冰箱层架玻璃

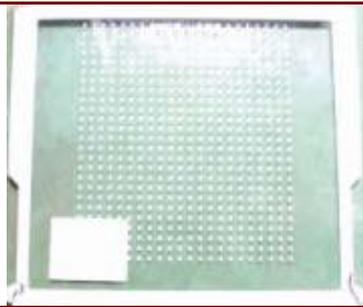


图 2-5: 烤箱、微波炉玻璃



图 2-6: 洗衣机玻璃

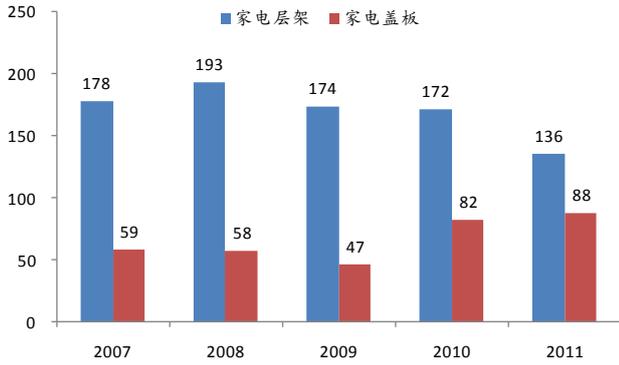


资料来源: 公司招股书, 宏源证券

近年来公司家电层架/盖板玻璃业务增长有所放缓, 主要由于家电行业属于成熟产业, 增速有限。但是, 我们认为, 中国城镇化进程的不断推进保证了家电行业的稳定增长; 同时美国经济正逐步复苏, 失业率从去年的 9.2% 降到目前的 8.2%, 未来还有进一步下降趋势, 作为消费驱动型经济体美国复苏必然带来家电等产品销量的增加, 从而拉动中国出口, 因此家电市场有望实现 10% 左右的增速。公司作为家电层架和盖板玻璃行业的龙头企业, 将分享家电行业增长红利。

同时公司利用超募资金在四川新建的 120 万平方米层架、盖板玻璃生产线正在逐步投产。国内海尔、美的、等白电企业抓住西部大开发优惠政策不断在四川及周边地区建设生产基地, 公司宿迁生产基地距贵州海尔 2120 公里, 运费 560 元/吨; 距离重庆海尔 2300 公里, 运费 580 元/吨, 相当于每平方米玻璃增加成本 5-6 元。公司四川生产线投产后可以有效减少降低成本, 抢占市场, 拓展利润空间。

图 3-7: 公司层架和盖板玻璃销售收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-8: 公司层架和盖板玻璃生产线

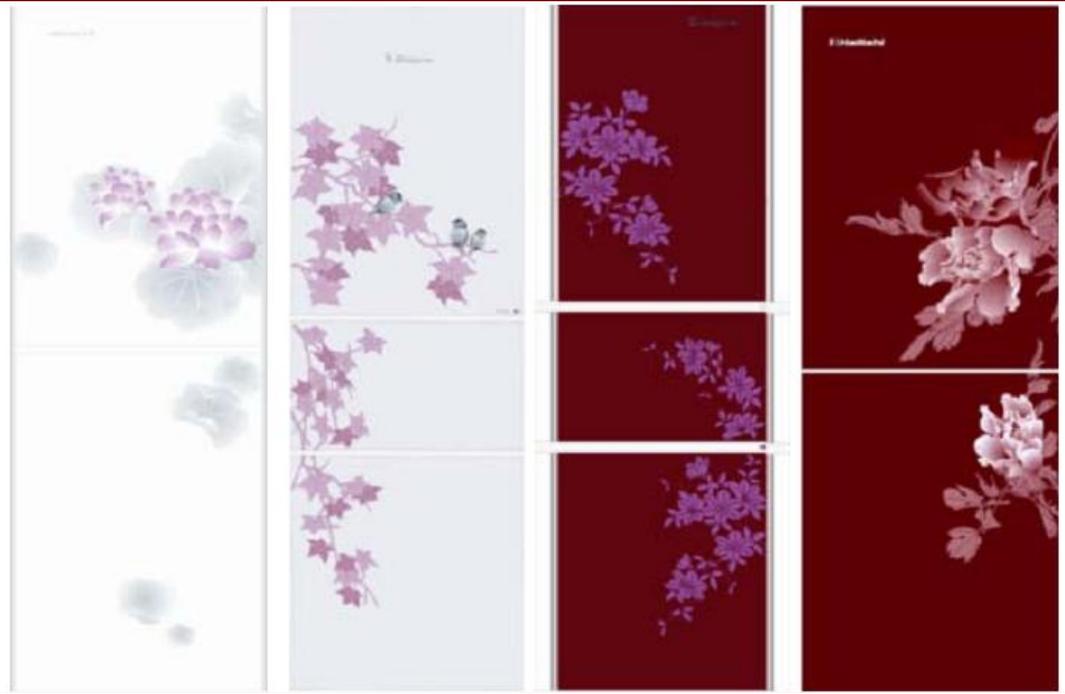
生产线	地点	产能 (万 m ²)	完全达产时间
家电层架玻璃	江苏	400	上市前
家电盖板玻璃	江苏	300	上市前
家电层架/盖板玻璃	四川	120	2013年4月

资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 国内消费升级——彩晶玻璃未来市场空间广阔

彩晶玻璃主要用于装饰冰箱、空调面板, 使其不再是传统的单一“白色”家电。公司 2005 年自主研发了彩晶玻璃内弧印刷生产技术, 成为国内首家采用自主研发技术规模生产的彩晶玻璃厂商。

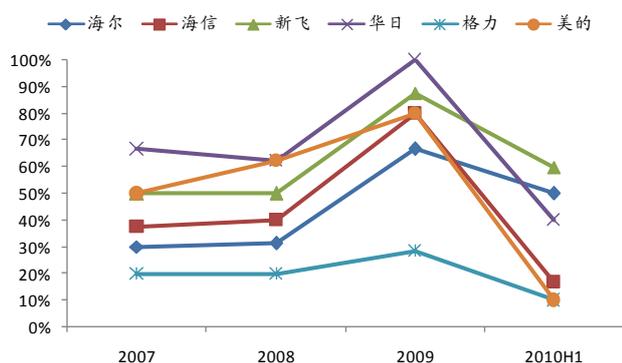
图 2-9: 公司彩晶玻璃产品



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

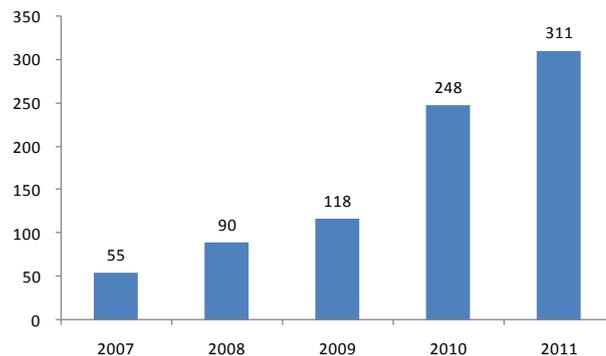
公司本着“提供整体解决方案和零距离服务”的经营理念, 根据彩晶玻璃装饰需求个性化、潮流化、更新快的特点, 平均每月就推出 2-3 套彩晶玻璃样件, 并且为客户定制的彩晶玻璃样件均为独家使用。由于贴近客户、不断推陈出新, 公司成为国内主要家电厂商彩晶玻璃的主要供应商, 2007-2010 年销售复合增长率达 65%, 平均毛利率为 38.3%, 成为公司业务增长的主要来源。

图 4-10: 公司彩晶玻璃主要客户市场占有率



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 2-11: 公司彩晶玻璃销售收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

目前国内家电彩晶玻璃的普及率还不高, 海尔、海信、新飞和华日等品牌冰箱的使用率约为 20%, 格力品牌空调的使用率仅为 5%, 韩国等外国家电市场的使用率高达 80%, 而我国与韩国的消费观念和文化传统较为相近。

随着居民收入不断提高和家电基本普及, 我国家电行业已进入消费升级阶段, 消费者对家电产品的外观和功能性要求不断提高。彩晶玻璃装饰的家电产品兼具美观与耐用, 有望受到越来越多消费者的亲睐, 具有广阔的市场空间。

我们假设国内彩晶玻璃的冰箱使用率上升至 40%, 空调使用率上升至 20%; 按照每台冰箱使用彩晶玻璃 0.6m², 每台空调使用 0.3m² 测算, 到 2015 年, 仅国内冰箱和空调的彩晶玻璃需求量就超过 3500m², 是目前的 3 倍以上, 市场容量超过 35 亿元。

图 2-12: 国内彩晶玻璃市场容量测算

项目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015
冰箱销量	万台	6,931	7,624	8,387	9,225	10,148	11,162
单台面积	m ²	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
彩晶使用率	%	20%	25%	30%	34%	37%	40%
彩晶需求	万 m ²	832	1,144	1,510	1,882	2,253	2,679
空调销量	万台	8,745	10,057	11,062	12,169	13,386	14,724
单台面积	m ²	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
彩晶使用率	%	5%	8%	12%	15%	18%	20%
彩晶需求	万 m ²	131	241	398	548	723	883
总需求	万 m ²	963	1,385	1,908	2,430	2,976	3,562
单价	元/m ²	105.0	104.0	102.9	101.9	100.9	99.9
市场容量	亿元	10.11	14.40	19.63	24.75	30.01	35.57

资料来源: 宏源证券测算

公司 2009 年拥有彩晶玻璃产能 130 万 m²; 上市募投项目包括一条 150 万 m² 彩晶玻璃生产线, 预计 2012 年完全达产; 2011 年 4 月使用超募资金在四川又新建一条 150 万 m² 生产线, 兼具扩大产能和扩展销售地域、减少运输成本的目的, 预计 2013 年完全达产, 届时公司拥有彩晶玻璃产能 430 万 m², 产品销售覆盖华东和西南的家电生产基地。

图 2-13: 公司彩晶玻璃生产线情况

生产线	地点	总产能 (万 m ²)	达产产能 (万 m ²)			
			2010	2011	2012	2013
彩晶玻璃	江苏	130	130	130	130	130
	江苏	130	110	130	150	150
	四川	150	-	60	120	150
合计			240	320	400	430

资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、光伏玻璃板块逐渐成为“第二引擎”

(一) 未来盈利的新增长点——太阳能镀膜增透封装玻璃

太阳能镀膜增透封装玻璃是利用薄膜光学原理, 在原有太阳能封装玻璃——超白压花玻璃表面通过湿化学法镀制一层折射率小于玻璃本身折射率的透明薄膜形成的增透玻璃, 镀膜后的玻璃的透过率提高约 2.5%, 同时通过荷叶憎水原理使水滴能从玻璃自动滚落, 降低清洁难度。

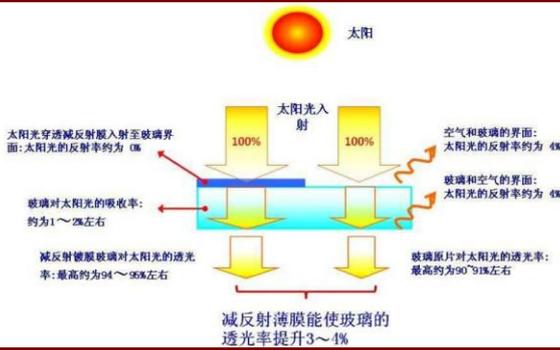
图 3-1: 公司太阳能镀膜增透封装玻璃



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

组件效率的提升可以摊薄发电成本, 以多晶硅光伏电池组件为例, 目前商业化组件效率约为 16-17%, 所以提高 1%的效率对应成本下降为 5.6-5.9%。假设原有光伏玻璃透过率为 90%, 镀膜增透玻璃可以使透光率增加 2.5 个百分点, 从而相当于提升组件效率 0.4-0.5%, 降低成本 2.7%。考虑到镀膜玻璃比普通压花光伏玻璃贵 40%左右, 光伏玻璃占光伏系统成本的 5.6%, 使用镀膜增透玻璃带来的综合成本下降约为 0.5%, 具有经济性。

图 3-2: 镀膜增透玻璃提升透光率原理



资料来源:《镀膜玻璃技术》, 宏源证券

图 3-3: 使用镀膜玻璃降低成本敏感性风险

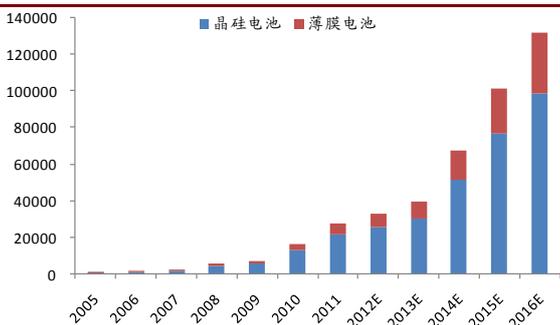
透光率的增加	玻璃成本增加				
	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%	50.0%
1.5%	0.04%	0.32%	0.60%	0.88%	1.16%
2.0%	-0.49%	-0.21%	0.07%	0.35%	0.63%
2.5%	-1.02%	-0.74%	-0.46%	-0.18%	0.10%
3.0%	-1.55%	-1.27%	-0.99%	-0.71%	-0.43%
3.5%	-2.06%	-1.78%	-1.50%	-1.22%	-0.94%

资料来源: 宏源证券测算

太阳能镀膜增透玻璃的渗透率目前在 20%左右, 尽管当前增透玻璃带来的综合成本下降不高, 但伴随技术进步, 其透光率将进一步提高, 加上规模效应提升和竞争加剧带来的价格降低, 增透玻璃的降低成本效果将越来越明显, 随着主要企业产能扩张和下游对该产品的认可, 渗透率有望迅速提升。

随着光伏发电的成本逐步降低, 目前已经接近“平价上网”, 发电成本进一步降低直至接近火电将成为推动光伏行业未来第二波爆发式成长的主要动力, 对应封装玻璃的需求也将迅速膨胀。按照目前 1GW 晶硅光伏电池需要 710 万平方米光伏玻璃计算, 2016 年全球封装玻璃需求将超过 7 亿平方米, 假设增透玻璃渗透率达到 60%, 则市场容量将达到 210 亿元。

图 3-4: 全球光伏年装机预测 (MW)



资料来源: EPIA, 宏源证券

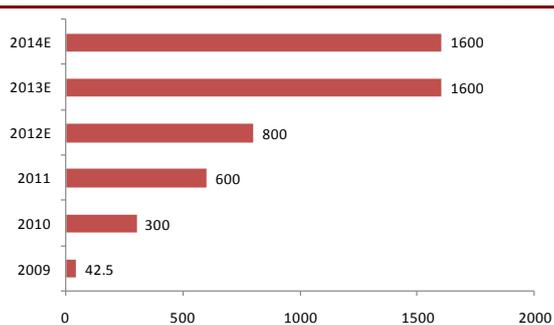
图 3-5: 太阳能镀膜增透玻璃全球市场容量预测

年份	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
晶硅光伏电池装机(MW)	22	26	31	52	77	99
每GWp面积(万m ²)	710	710	710	710	710	710
封装玻璃需求(万m ²)	15,324	18,251	21,736	36,670	54,584	70,412
增透玻璃渗透率	25%	33%	41%	48%	55%	60%
增透玻璃需求(万m ²)	3,831	6,023	8,912	17,602	30,021	42,247
单价(元/m ²)	55.0	53.9	52.8	51.8	50.7	49.7
市场容量(亿元)	21	32	47	91	152	210

资料来源: 宏源证券测算

目前国内具有太阳能镀膜增透玻璃生产能力的主要有亚玛顿、秀强股份和南玻 A, 公司产能和市场份额均排名前二, 仅次于亚玛顿, 具有一定先发优势。公司 2009 年进入光伏玻璃行业, 业务规模迅速扩张, 2011 年产能达到 600 万平方米, 今年初利用超募资金投资扩建产能 1000 万平方米, 预计明年下半年完全达产。公司未来两年光伏增透玻璃业务复合增速有望超过 50%, 成为又一主要增长点。

图 3-6: 公司光伏增透玻璃产能 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3-7: 公司光伏增透玻璃销售收入预测 (百万元)

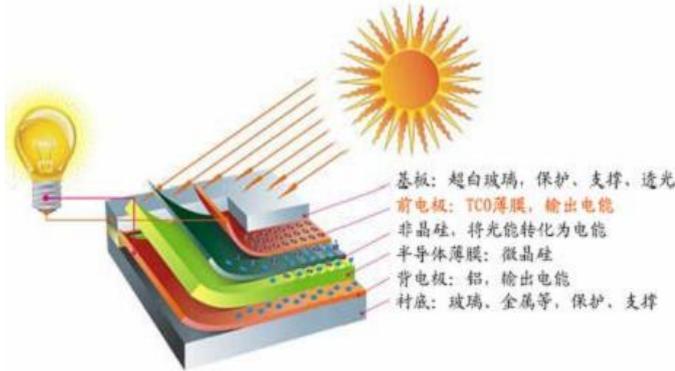


资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) TCO 玻璃蓄势待发

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 3-8: 薄膜太阳能电池结构



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 3-9: 公司太阳能 TCO 导电膜玻璃



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

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 3-10: 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	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 铜资源稀缺

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 3-11: 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: 宏源证券测算

TCO 镀膜玻璃主要分为 ITO 玻璃、FTO 玻璃、AZO 玻璃三种, ITO 玻璃主要用于电器显示屏领域。公司选择的 AZO 玻璃路线电阻率和光透性都优于 FTO, 且原料丰富, 稳定性好, 有望成为薄膜太阳能电池的主流产品。

图 3-12: 三种 TCO 导电膜玻璃性能比较

项目	ITO玻璃	FTO玻璃 (ATO玻璃)	AZO玻璃
导电膜材料	掺锡的氧化铟In ₂ O ₃ :Sn 稀有元素铟稀缺	掺氟的氧化锡SnO ₂ :F (锑的氧化锡SnO ₂ :Sb) 原材料不稀缺	掺铝的氧化锌ZnO:Al原 料不稀缺
性能	导电性能在目前是最好的, 生产成本较高, 容易被氧化	很好的绒面结构	有很好的透光性、导电性, 性能较好
生产工艺	磁控溅射 (PVD)	化学气相沉积法 (CVD)	磁控溅射 (PVD)
发展阶段	成功量产	成功量产	试生产阶段
主要应用领域	目前主流是电器显示屏	非晶硅薄膜电池	非晶/微晶硅薄膜电池、多结非晶/微晶硅薄膜电池、薄膜电池前电

资料来源: 公司招股书, 宏源证券

目前高品质的太阳能 TCO 玻璃基本被日本的旭硝子、板硝子和美国的 AFG 垄断, 国内仅有少数几家企业尝试通过引进国外成套设备和生产线以及技术或者进行自主研发进行 TCO 导电膜玻璃生产。公司 TCO 玻璃实现量产后, 将通过价格等方面优势打破国外产品垄断, 获得较快发展。

图 3-13: 国内 TCO 导电玻璃生产商及产能

公司名称	年产能	投资金额	备注
中国南玻集团股份有限公司	46万平方米	8,600万元	2009年中期完成项目基本建设, 现处于试生产阶段, 预计投产时间为2010年底。
	252万平方米	3.5亿元	共4条生产线, 预计一期年产能为126万平方米的两条生产线2011年初可以量产, 二期同样规模的两条生产线于2012年初建成。
信义玻璃控股有限公司	68万平方米	1亿港元	国外引进设备和生产线, 2009年9月投入生产。
	275万平方米		第二条生产线将在2010年下半年投产
中国科技发展集团有限公司	8万片		国外引进设备和生产线, 首条生产线于2008年9月投产, 并将陆续引进60条生产线。
中国建筑材料集团有限公司	100万平方米		总投资15亿元, 建设非晶硅电池生产线和非晶硅基板TCO生产线两个项目。
深圳市三鑫精美特玻璃有限公司	30万平方米		试生产已经完成, 2010年开始量产。
北京东方华冕科技有限公司	30万平方米		只有一条线投产, 另外两条线在建设中, 完成后, 产能达90万平方米/年。
威海蓝星玻璃股份有限公司	400万平方米		和杭州蓝星新材料技术有限公司、浙江大学联合研发, 已完成工业试验。
旗滨集团	1000万平方米	约16亿元	漳州三线400万平方米, 2011年7月调试成功; 河源一线处于规划中, 预计2013年投产。引进FGC技术和设备。
秀强股份	80万平方米	1亿元	自行购置国内设备组建, 已经试生产。

资料来源: 公司招股书, 宏源证券

公司上市前已完成一条 30 万 m²TCO 导电膜玻璃生产线的试生产, 产品经国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检测中心检测达标, 产品基本达到预期效果, 募集资金项目建设 TCO 玻璃产能 80 万 m², 并最终实现产能 210 万 m²。公司在该项业务上准备充分, 蓄势待发, 预计今年开始贡献利润, 为公司带来新增长点。

四、公司财务分析

表 4-1: 公司财务指标

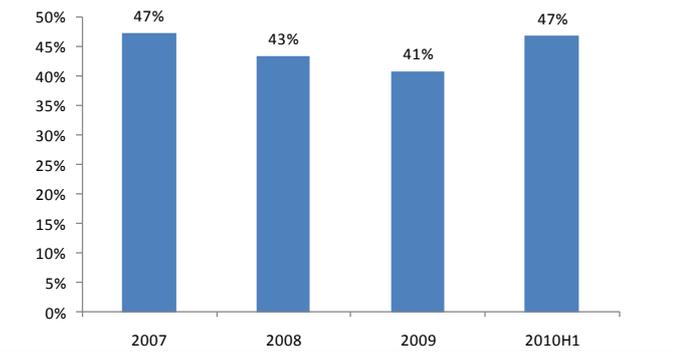
资产收益率	2008	2009	2010	债务结构	2008	2009	2010
ROA	12%	11%	10%	资产负债率	56%	55%	63%
ROE	26%	25%	27%	短期借款/总负债	43%	25%	43%
利润率	2008	2009	2010	长期借款/总负债	0%	9%	4%
毛利率	30%	30%	28%	应收帐款收帐期	55	70	67
未分配利润增长率	62%	-28%	66%	应收帐款周转率	670%	522%	547%

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

(一) 玻璃原材料有望保持低价，有利公司生产控制

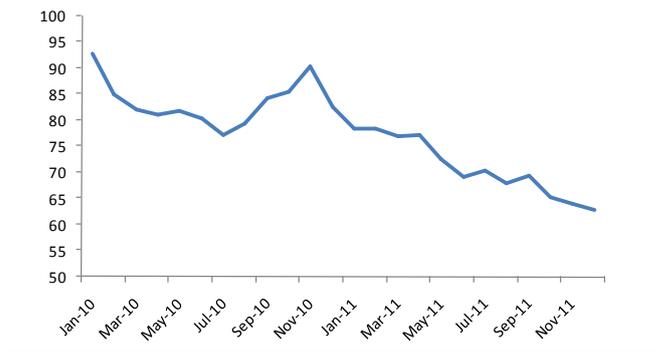
玻璃是公司的主要原材料，玻璃成本占总成本的比例在 40%以上，公司产品成本受玻璃价格影响较大。根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会统计，截止 2011 年底浮法玻璃价格为 62.8 元/重量箱，相对于 2010 年初下降了 32.4%。玻璃行业是完全市场化的行业，在目前总体产能过剩及需求不振的背景下，玻璃价格仍然将在低位徘徊，有利利用公司降低成本。

图 4-1: 玻璃成本占公司营业成本比例



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 4-2: 国内浮法玻璃价格走势 (元/重量箱)



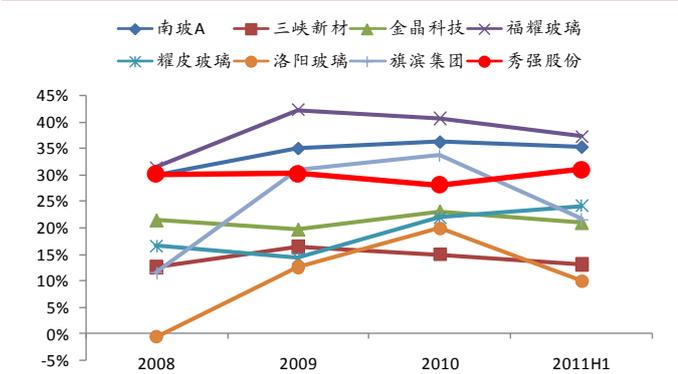
资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 毛利率行业领先，费用控制能力逐步提升

从行业内横向比较来看，公司毛利率处于行业上游水平，仅次于福耀玻璃和南玻 A，主要由于占公司销售收入约 40%的彩晶玻璃产品享有 40%以上的毛利率。未来随着竞争加剧，该块业务的毛利率可能会有所下降，但作为公司新型业务的光伏增透封装玻璃和 TCO 玻璃同样具有很强的盈利能力，放量后将拉高公司整体毛利率水平。

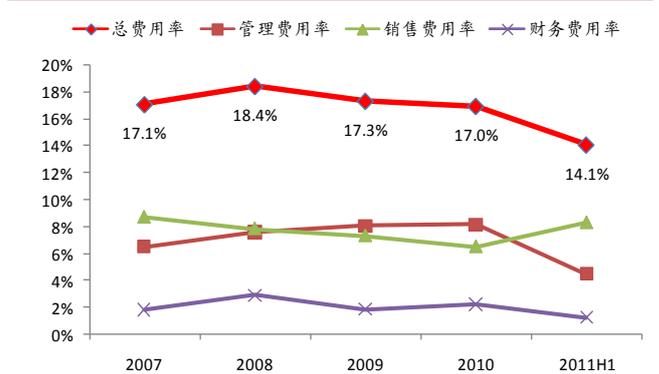
近年来公司期间费用率稳步下降，体现公司费用控制能力逐步提升，优异的费用控制能力是公司持续增长的有力保证。

图 4-3: 行业内公司毛利率比较



资料来源: 各公司公告, 宏源证券

图 4-4: 公司期间费用率稳步下降



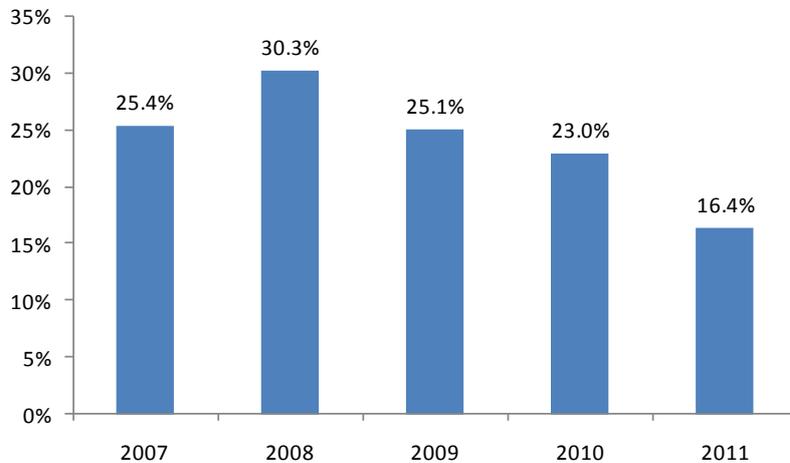
资料来源: 公司公告, 宏源证券

(三) 出口占比有所下降

出口销售是公司重要销售渠道之一，占公司销售收入的 20%左右，出口产品主要是家电层架和盖板玻璃。2008 年以来公司出口比例逐步下降，主要原因是彩晶玻璃和光伏玻璃销售迅速增加，而两者主要用于对内销售。我们

认为公司彩晶玻璃和光伏玻璃产品要得到海外客户认可还需要一段时间，家电层架和盖板玻璃的出口销售将保持稳定。

图 4-5: 公司销售出口占比



资料来源: 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、家电和建筑玻璃业务

公司层架和盖板玻璃业务随家电行业稳定发展，在四川新建的120万平方米生产线贴近西南家电生产基地，有效减少了运输成本，有望带来新增长点。预计公司2012和2013年分别销售层架和/盖板玻璃520和540万平方米，实现营业收入2.40和2.47亿元，复合增速5.2%。

彩晶玻璃业务近年成为公司增长主要动力，2007-2011年销售复合增速超过50%，其中2011年毛利率达42.6%，分别占营业收入和毛利润的39%和57%。随着四川150万平方米生产线逐步达产，该业务有望继续保持增长，但毛利率受竞争加剧影响可能会有所降低。预计彩晶玻璃业务2012和2013年分别实现销售收入3.64和4.19亿元。

公司新开拓的家电镀膜玻璃业务规划产能30万平方米，预计2013年开始贡献利润，有望实现年销售收入9000万元，税前利润1600万元。

公司上市以来在建筑玻璃业务方面没有更多投入，我们预计这块业务将保持稳定。虽然该业务可能受房地产调控影响，但由于占比较小，对公司整体业绩影响不大。

2、光伏玻璃业务

光伏镀膜增透封装玻璃业务正逐步成为公司新增长点，2009年公司进入该领域后增速迅猛，2011年达产产能600万平方米，预计2013年产能将达到1600万平方米。增透玻璃符合光伏厂商的需求，渗透率有望迅速提升，同时受益于光伏发电产业的爆发，未来几年将保持高增长势头。预计该业务2012和2013年分别实现销售收入3.6和5.0亿元，复合增速近50%。

薄膜光伏电池用TCO镀膜玻璃具有较高技术难度，公司目前已建成30万平方米生产线，并试生产成功，产品基本达到预期效果，预计2012年开始贡献利润，今明两年分别实现销售收入0.44和1.47亿元。

图 5-1: 分业务盈利预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
家电层架玻璃						
平均售价 (元/平方米)	60.69	58.17	58.17	61.08	61.08	61.08
产能 (万平方米)	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
产量 (万平方米)	283.77	320.00	250.00	235.00	235.00	240.00
销量 (万平方米)	286.62	295.00	233.08	235.00	235.00	240.00
销售收入 (百万元)	173.95	171.61	135.59	143.54	143.54	146.59
增长率 (YOY)	-9.86%	-1.34%	-20.99%	5.86%	0.00%	2.13%
毛利率	24.19%	20.18%	17.33%	21.27%	21.27%	21.27%
占总销售额比重	48.17%	27.46%	17.23%	13.79%	10.69%	9.01%
占主营业务利润比重	39.35%	20.09%	10.07%	8.97%	7.03%	6.11%
家电盖板玻璃						
平均售价 (元/平方米)	35.60	34.11	34.11	35.82	35.82	35.82
产能 (万平方米)	200.00	303.20	310.00	350.00	370.00	370.00
产量 (万平方米)	134.08	270.70	280.00	270.00	290.00	310.00
销量 (万平方米)	131.24	241.74	258.33	270.00	290.00	310.00
销售收入 (百万元)	46.72	82.46	88.12	96.70	103.87	111.03
增长率 (YOY)	-19.06%	76.50%	6.86%	9.74%	7.41%	6.90%
毛利率	25.31%	23.48%	28.27%	31.69%	31.69%	31.69%
占总销售额比重	12.94%	13.20%	11.20%	9.29%	7.74%	6.82%
占主营业务利润比重	11.06%	11.23%	10.68%	9.01%	7.58%	6.90%
彩晶玻璃						
平均售价 (元/平方米)	95.46	105.00	105.00	110.25	110.25	110.25
产能 (万平方米)	130.00	240.00	320.00	400.00	430.00	430.00
产量 (万平方米)	128.65	240.00	280.00	330.00	380.00	410.00
销量 (万平方米)	123.18	236.00	295.73	330.00	380.00	410.00
销售收入 (百万元)	117.58	247.80	310.51	363.83	418.95	452.03
增长率 (YOY)	31.18%	110.74%	25.31%	17.17%	15.15%	7.89%
毛利率	39.98%	36.27%	42.58%	44.22%	43.11%	41.97%
占总销售额比重	32.56%	39.66%	39.46%	34.95%	31.21%	27.77%
占主营业务利润比重	43.98%	52.13%	56.67%	47.30%	41.59%	37.21%
建筑玻璃						
平均售价 (元/平方米)	81.91	78.02	78.02	81.93	81.93	81.93
产能 (万平方米)	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
产量 (万平方米)	27.81	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
销量 (万平方米)	21.44	30.00	34.89	35.00	35.50	36.00
销售收入 (百万元)	17.56	23.41	27.23	28.67	29.08	29.49
增长率 (YOY)	0.59%	33.28%	16.31%	5.32%	1.43%	1.41%
毛利率	22.59%	13.10%	23.52%	27.16%	27.16%	27.16%
占总销售额比重	4.86%	3.75%	3.46%	2.75%	2.17%	1.81%
占主营业务利润比重	3.71%	1.78%	2.74%	2.29%	1.82%	1.57%
增透晶体硅太阳能电池封装玻璃						
平均售价 (元/平方米)	98.59	58.59	55.00	52.00	50.00	48.00
产能 (万平方米)	42.50	300.00	600.00	1,000.00	1,600.00	1,600.00
产量 (万平方米)	16.17	170.00	500.00	700.00	1,200.00	1,500.00
销量 (万平方米)	5.41	170.00	409.86	700.00	1,000.00	1,300.00
销售收入 (百万元)	5.33	99.60	225.42	364.00	500.00	624.00
增长率 (YOY)		1767.37%	126.32%	61.48%	37.36%	24.80%
毛利率	37.94%	25.58%	20.53%	24.35%	22.00%	18.54%
占总销售额比重	1.48%	15.94%	28.65%	34.97%	37.25%	38.34%
占主营业务利润比重	1.89%	14.78%	19.84%	26.06%	25.33%	22.69%
TCO太阳能玻璃						
平均售价 (元/平方米)			140.00	147.00	147.00	147.00
产能 (万平方米)		30.00	30.00	80.00	150.00	210.00
产量 (万平方米)				30.00	100.00	180.00
销量 (万平方米)				30.00	100.00	180.00
增长率 (YOY)					233.33%	80.00%
销售收入 (百万元)				44.10	147.00	264.60
增长率 (YOY)					233.33%	80.00%
毛利率				49.17%	49.17%	49.17%
销售总收入 (百万元)	361.15	624.87	786.86	1040.84	1342.44	1627.74
平均毛利率	29.60%	27.59%	29.65%	32.68%	32.35%	31.32%

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2012-2014年的净利润分别为1.61、1.95和2.17亿元, 折合EPS分别为1.72、2.09和2.32元。按照2012年20倍PE计算, 股价将达到34.4元, 给予“买入”评级。

图 5-2: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	796	1041	1342	1628	流动资产	1008	873	1012	1223
营业成本	559	701	909	1119	现金	548	319	291	344
营业税金及附加	6	8	10	13	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	44	58	81	106	应收票据	114	150	193	234
管理费用	64	83	107	130	应收款项	172	226	292	354
财务费用	7	(3)	(2)	(2)	其它应收款	20	20	27	35
资产减值损失	3	2	2	2	存货	71	113	148	169
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	83	44	62	88
投资收益	(0)	0	0	0	非流动资产	275	448	515	531
营业利润	113	192	235	260	长期股权投资				
营业外收入	5	5	5	5	投资	10	10	10	10
营业外支出	4	7	10	10	固定资产	215	390	459	476
利润总额	114	189	230	255	无形资产	17	16	14	13
所得税	16	28	34	38	其他	32	32	32	32
净利润	98	161	195	216	资产总计	1283	1320	1527	1753
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债	244	167	213	260
归属于母公司净利润	98	161	195	216	短期借款	89	0	0	0
EPS (元)	1.05	1.72	2.09	2.32	应付账款	72	91	118	145
年成长率					预收账款	0	1	1	1
营业收入	26%	31%	29%	21%	其他	83	76	95	114
营业利润	71%	69%	23%	11%	长期负债	22	13	17	17
净利润	64%	65%	21%	11%	长期借款	0	0	0	0
获利能力					其他	22	13	17	17
毛利率	29.8%	32.7%	32.3%	31.2%	负债合计	267	181	230	277
净利率	12.3%	15.5%	14.5%	13.3%	股本	93	93	93	93
ROE	9.6%	14.1%	15.0%	14.7%	资本公积				
偿债能力					金	735	735	735	735
资产负债率	20.8%	13.7%	15.0%	15.8%	留存收益	188	312	469	649
净负债比率	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益				
流动比率	4.1	5.2	4.7	4.7	权益	0	0	0	0
					归属于母公司所有者权益				
					益	1016	1140	1297	1477
					负债及权益合计	1283	1320	1527	1753

速动比率	3.8	4.5	4.1	4.1
营运能力				
资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.9	7.6	7.0	7.1
应收帐款周转率	5.1	5.2	5.2	5.0
应付帐款周转率	9.0	8.6	8.7	8.5
每股资料 (元)				
每股收益	1.05	1.72	2.09	2.32
每股经营现金	0.47	1.22	1.11	1.48
每股净资产	10.88	12.20	13.89	15.81
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
经营现金流	44	114	104	138
投资活动现金流				
投资现金流	-160	-200	-100	-50
筹资活动现金流				
筹资现金流	607	-143	-32	-35
现金净增加额	492	-229	-28	53

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高级分析师, 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。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺	赵佳	奚曦	王燕妮
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁	贾浩森	罗云	孙婉莹
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	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。