

点火表明乐观，搬迁利于扩产

买入 维持评级

投资要点:

- 📖 公司5月16日发布公告，公司河源800T/D在线TCO镀膜生产线已建设完成并点火投产，达产后产能为TCO镀膜产品600万平方米和TCO镀膜基材332万重箱。
- 📖 公司5月22日发布公告，公司株洲生产线将整体搬迁至醴陵经济开发区，并获得10.4亿元的补偿金额。公司在搬迁过程中将对现有三条浮法玻璃生产线进行升级改造并新建两条太阳能、节能玻璃生产线，新基地总体规模将从目前的1700T/D扩张到3700T/D。

报告摘要:

- 📖 **新线点火表明公司对行业乐观。**河源生产线点火投产显示公司对于行业前景较为乐观，验证了我们之前关于玻璃行业，尤其是华南地区开始回暖的判断。根据我们之前调研的情况，华南地区普通浮法玻璃的含税价已经达到78元/重箱，较公司4月份的70元上涨11%，并且还有继续提价的趋势，主要原因是下游需求开始回暖，同时落后生产线停产和部分生产线转线做颜色玻璃导致供给减少。
- 📖 **从超白到TCO，盈利能力逐步增强。**河源生产线投产初期主要生产普通超白玻璃，售价约在110元/重箱，毛利率为15%左右，待生产线运行稳定后将根据下游需求情况开始生产TCO镀膜玻璃及基材。TCO玻璃售价高达400元/重箱，盈利能力强。
- 📖 **搬迁有利于扩张，不会对公司收入造成影响。**公司搬迁株洲生产线的原因有二：一是目前生产线所在地已属市区，地价较贵，作为工业用地效益较低；二是原有厂区面积较狭小，无法扩大规模。搬迁计划是在新基地建设全新生产线，两年内建成其中三条用于替代后再废弃原生产线，前后衔接，不会对公司的生产和销售造成影响。
- 📖 **巨额投资扩建产能，柔性生产最大化效益。**公司计划投资50亿元在新厂区建设5条生产线，建成后总体规模将从目前的1700T/D扩张到3700T/D，年产能2400万重量箱，相当于在目前基础上增加了33%。新线的产品结构也将从目前的普通浮法玻璃扩张到超白、光伏和节能玻璃，在公司的柔性生产模式下发挥最大效益。
- 📖 预计公司2012-2014年EPS分别为0.65、0.95和1.14元，对应当前股价的PE分别为13、9和7倍，维持“买入”评级。

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

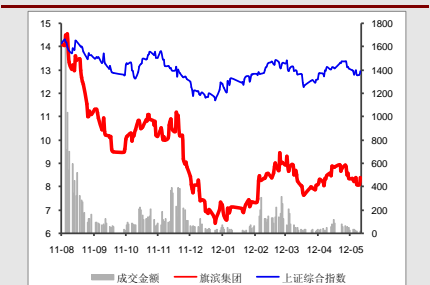
沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120331	31,342	21313 股
20111231	36,859	18123 股
20110930	33,907	19701 股

数据来源: WIND

公司今年有漳州五线、六线和河源一线共 3 条生产线投产，新增玻璃生产规模 2200T/D，年产能约 1400 万重箱；2014 年漳州和河源地区还将有 3 条生产线投产，同时株洲 3 条生产线将搬迁完毕，产能也有所增加；株洲基地两条新增生产线预计将于 2015 年投产。

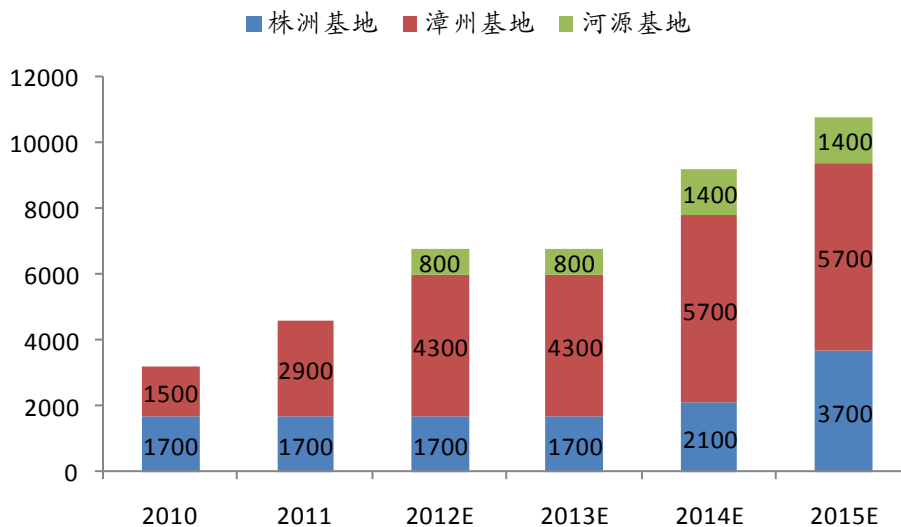
由于株洲醴陵基地的生产线实际上都是新建，每条线的规模目前还不能确定。我们认为从规模效应和技术进步角度考虑，每条新生产线的规模不会小于 600T/D。

图 1-2: 公司各生产线进展情况

公司	生产线	地点	平均产能	可生产品种	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	浮法玻璃	2007年4月	2014年搬迁完毕，预计规模700T/D
	二线500T/D优质浮法生产线		323.5万重量箱	浮法玻璃	2007年9月	2014年搬迁完毕，预计规模700T/D
	三线700T/D优质浮法生产线		453万重量箱	浮法玻璃	2006年10月	2014年搬迁完毕，预计规模700T/D
	四线800T/D生产线			光伏或节能玻璃	2015年	
	五线800T/D生产线			光伏或节能玻璃	2015年	
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	浮法玻璃	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	浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片	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	超白浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片、TCO玻璃及基片	2011年3月	11年2月投产
	四线800T/D超白光伏基片生产线		465万重量箱	超白浮法玻璃	2011年10月	募投项目，11年9月投产
	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	浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片	2012年4月	
	六线800T/D超白光伏基片生产线		高白237、超白482万重箱	超白浮法玻璃	2012年中	
	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	浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片	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	超白浮法玻璃	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	超白浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片、TCO玻璃及基片	2012年5月	
	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	浮法玻璃、LOW-E玻璃及基片、SUM-E玻璃及基片	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

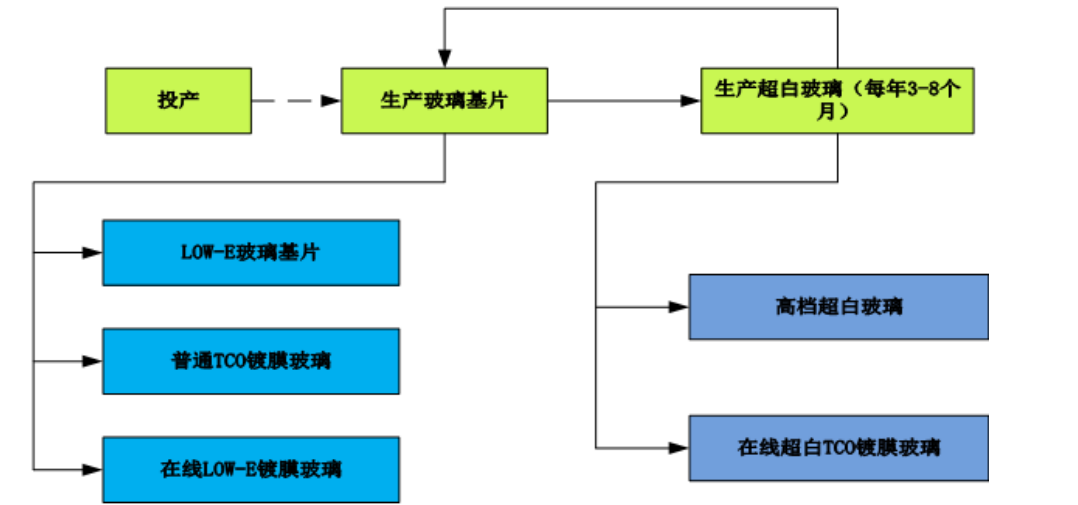
图 2: 公司浮法玻璃生产规模增长情况（单位：吨/日）



资料来源：公司公告，宏源证券

公司 LOW-E 和 TCO 镀膜玻璃产品能共用镀膜器，柔性生产，因此产能基本可以完全共用。公司大部分高端生产线都能柔性生产多种产品，可以根据市场需求有效调整产能，实现效益最大化

图 3: 公司柔性化生产流程



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

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	2036	2562	3448	4138	流动资产	1798	1527	1943	2297
营业成本	1594	1832	2427	2938	现金	641	500	500	500
营业税金及附加	7	15	21	25	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	21	31	41	41	应收票据	153	193	259	311
管理费用	107	141	190	228	应收款项	61	24	32	38
财务费用	101	47	32	9	其它应收款	3	10	13	13
资产减值损失	2	2	2	2	存货	719	691	954	1196
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	220	109	185	239
投资收益	0	0	0	0	非流动资产	2991	1830	1717	1599
营业利润	204	495	736	895	长期股权投资	0	0	0	0
营业外收入	35	35	35	35	投资	0	0	0	0
营业外支出	0	(6)	(12)	(12)	固定资产	2227	1656	1561	1460
利润总额	238	535	783	942	无形资产	226	157	141	127
所得税	30	102	149	179	其他	539	18	15	12
净利润	208	434	634	763	资产总计	4789	3357	3659	3896
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债	1578	1515	1317	924
归属于母公司净利润	208	434	634	763	短期借款	1110	1017	712	244
EPS (元)	0.31	0.65	0.95	1.14	应付账款	133	153	203	245
年成长率					预收账款	45	109	125	136
营业收入	7%	26%	35%	20%	其他	290	237	277	298
营业利润	-49%	142%	49%	22%	长期负债	670	0	0	0
净利润	-37%	108%	46%	20%	长期借款	670	0	0	0
获利能力					其他	0	0	0	0
毛利率	21.7%	28.5%	29.6%	29.0%	负债合计	2248	1515	1317	924
净利率	10.2%	16.9%	18.4%	18.4%	股本	668	668	668	668
ROE	8.2%	15.8%	19.6%	19.7%	资本公积	1312	1312	1312	1312
偿债能力					留存收益	461	761	1261	1891
资产负债率	46.9%	45.1%	36.0%	23.7%	少数股东权益	0	0	0	0
净负债比率	39.3%	30.3%	19.5%	6.3%	归属于母公司所有者权益	2541	2741	3242	3871
					负债及权益	4789	4256	4558	4795

合计

流动比率	1.1	1.0	1.5	2.5
速动比率	0.7	0.6	0.8	1.2
营运能力				
资产周转率	0.4	0.8	0.9	1.1
存货周转率	2.7	2.6	3.0	2.7
应收帐款周转率	50.9	60.8	124.5	118.4
应付帐款周转率	12.2	12.8	13.7	13.1
每股资料 (元)				
每股收益	0.31	0.65	0.95	1.14
每股经营现金	0.07	1.39	0.78	0.99

现金流量表				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现				
金流	46	927	520	661
投资活动现				
金流	-1227	-25	-50	-50
筹资活动现				
金流	1586	-1044	-470	-611
现金净增加额	405	-141	0	0

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。

机构销售团队

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云		
	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com	010-88085760 luoyun@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。