



短期业绩下滑不改长期增长趋势

买入 评级

事件:

- 公司发布 2012 年半年报, 报告期内实现营业收入 4.47 亿元, 归属上市公司股东的净利润 3675 万元, 分别同比增长 12.25% 和 -27.77%, 以总股本 18680 万股为基数, 对应每股收益 0.20 元。
- 拟使用 7000 万元超募资金投资新材料研究子公司, 从事无机非金属新材料研究, 预计 2014 年初建成投入运营。

点评:

- 家电与光伏行业不景气导致业绩下滑。**受家电市场不景气影响, 公司家电玻璃收入同比下滑 28.46%; 同时太阳能玻璃和彩晶玻璃毛利率下滑明显, 分别较 2011 年减少了 2.14 和 9.02 个百分点; 参股的太阳能玻璃子公司亦给公司带来 181 万元的亏损。因此, 尽管公司营业收入由于太阳能玻璃放量增长了 12.25%, 净利润仍下滑 27.77%。
- “十二五”规划利好太阳能, 光伏玻璃成为最大看点。**公司年初实施的 1000 万平米光伏增透玻璃项目已逐步投产, 推动上半年增透玻璃销售收入增长 162%, 收入占比达到 48%。可再生能源发展“十二五”规划将 2015 年国内光伏装机规划从 5GW 上调至 21GW, 有力拉动了国内光伏需求。公司增透玻璃项目完全达产后将达到 1600 万平米产能, 位居国内第二; 同时光伏薄膜电池 TCO 玻璃已形成 30 万平米产能, 正积极开拓市场, 光伏玻璃将成为公司未来业绩增长的最大看点。
- 家电消费升级给彩晶玻璃带来机遇。**根据国家信息中心监测数据, 高端冰箱销售占比已超过 45%, 预计全年有望突破 50%, 国内冰箱市场发展方式转变迹象更加明显。5 月 16 日国务院公布“促进节能家电等产品消费的政策措施”, 计划安排 265 亿财政资金补贴符合节能标准的家电产品, 进一步拉动了高端家电产品的需求。公司彩晶玻璃一直处于行业领先地位, 消费升级带来的高端冰箱、空调产量提高, 将给公司高端彩晶玻璃的发展提供新的机遇。
- 加大科研投入填补短板, 增强长期发展竞争力。**公司计划使用 7000 万元超募资金投资无机非金属新材料研究的研发基地, 此举将填补公司在自主研发能力上的短板, 从而形成长期发展的核心竞争力, 并且项目本身能带来 500 万元以上的净利润。
- 我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.86 和 1.04 元, 对应当前股价的 PE 为 9.86 和 8.14 倍, 维持“买入”评级。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

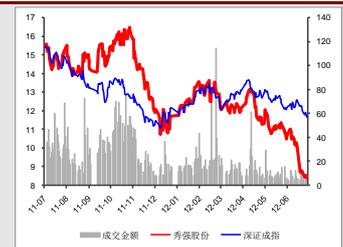
Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



数据来源: WIND

股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120630	14951	12494 股
20120331	14931	6255 股
20111231	14240	6558 股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20120630	20120331
机构持股	1664 万股	870 万股
占流通 A 股比例	24.55%	25.66%
持股家数及退出	7	6

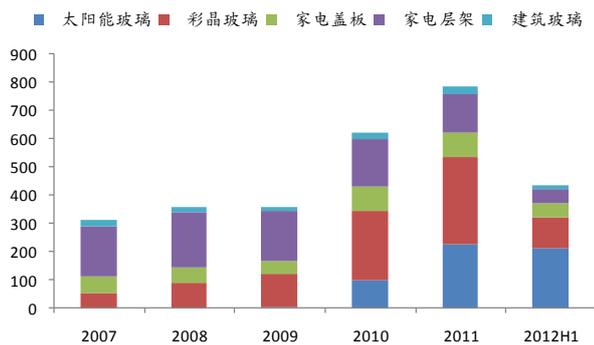
数据来源: WIND

一、家电玻璃销售下滑，光伏玻璃量增价跌

受家电市场总体不景气和市场竞争的影响，公司家电玻璃部分产品的销售出现一定的下滑，1-6月家电玻璃产品实现营业收入 2.12 亿元，比上年同期下降 28.46%。报告期虽然光伏行业市场出现较大的波动，但公司 1000 万平方米超募项目逐步投产，同时与重点客户的合作进一步加深，太阳能玻璃产品的销售实现较大的增长，1-6 月实现销售收入 2.13 亿元，比上年同期增长 162.24%，接近去年全年的销售水平，收入占比更是上升至 48%。

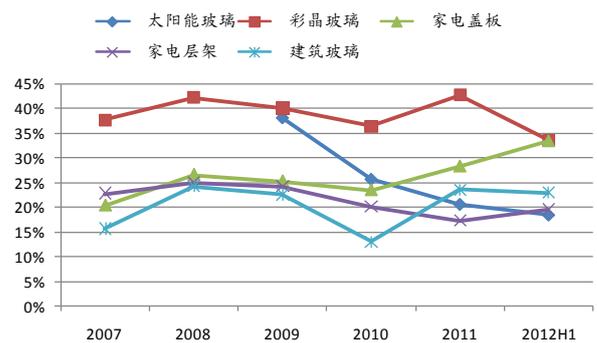
由于市场竞争加剧，销售价格受到严重挤压，公司主要产品彩晶玻璃和太阳能玻璃的毛利率分别较 2011 年下降 9.02 和 2.14 个百分点，导致综合毛利率较去年同期下降 6.58 个百分点。

图 1：公司分业务营业收入



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司分业务毛利率变化



资料来源：公司公告，宏源证券

二、“十二五”规划利好太阳能，光伏玻璃成为最大看点

中国是光伏出口大国，受欧债危机的影响，各光伏市场大国如德国、西班牙等均削减了对光伏组件终端市场的政府补贴；同时又受到美国对中国产光伏组件“双反”的影响，光伏市场行情整体低迷。在此背景下，国内光伏市场逐步启动。可再生能源发展“十二五”规划，将 2015 年国内光伏装机规划从原来的 5GW 上调至 21GW，年均光伏装机量达到 5GW。大幅上调光伏发电装机目标对现阶段的光伏市场环境来说是个积极的信号，同时也显示中国对太阳能产业重视程度不断提升。光伏装机增加将拉动对增透玻璃的需求。

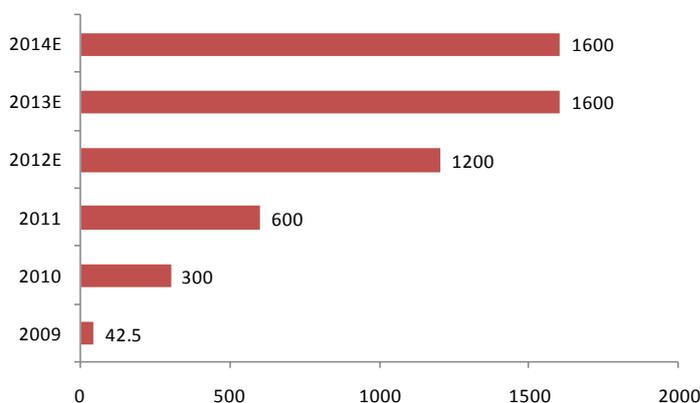
图 3：全球光伏减反玻璃需求测算

预测项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
预测全球光伏装机总量 (GW)	21	28	34	41	69	103	132
EPIA 预测的晶硅电池占比	78%	78%	77%	76%	75%	75%	75%
晶硅电池总需求 (GW)	16	22	26	31	52	77	99
每GWp面积 (万平方米)	710	710	710	710	710	710	710
封装玻璃需求量 (万平方米)	11,448	15,340	18,588	21,854	36,743	54,848	70,290
增透玻璃渗透率	20%	25%	33%	41%	48%	55%	60%
增透玻璃需求 (万平方米)	2,290	3,835	6,134	8,960	17,636	30,166	42,174
单价(元/m ²)	56.1	55.0	53.9	52.8	51.8	50.7	49.7
市场容量(亿元)	13	21	33	47	91	153	210

资料来源：宏源证券

公司年初实施的 1000 万平方米光伏增透玻璃项目已逐步投产，带来上半年营业收入的大幅增加，完全达产后将公司增透玻璃产能将达到 1600 万平方米，位居国内第二；同时光伏薄膜电池 TCO 玻璃已形成 30 万平方米产能，正积极开拓市场，光伏玻璃将成为公司未来业绩增长的最大看点。

图 4: 公司光伏增透玻璃产能规划



资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、家电消费升级给彩晶玻璃带来机遇

从 2012 年上半年消费者需求来看, 传统的双开门冰箱市场呈现衰弱迹象, 三开门及以上冰箱成为最受消费者关注的产品类型。国美电器内部数据统计显示 2012 年三门、对开门冰箱销售份额将由原来的 50% 上升到 60% 以上。在产品定位上, 海尔、西门子、美菱定位中高端, 三星定位高端, 高端冰箱市场将趋于成熟, 并可能成为拉动行业发展的马车。

根据国家信息中心监测数据, 今年一季度高端冰箱同比 2011 年全年提升了 4.67%, 而高端冰箱占整体销售额比例已超过 45%, 预计全年高端冰箱销售比例有望突破 50%。国内冰箱市场产业发展方式转变的迹象将更加明显, 产业结构将得到进一步调整, 在消费市场高端冰箱的比例会进一步提升, 冰箱在外观结构上继续向豪华多开门、对开门方向演进。

5 月 16 日, 国务院公布了“促进节能家电等产品消费的政策措施”, 计划安排 265 亿财政资金补贴符合节能标准的家电产品, 该政策的实施成为继“以旧换新”和“家电下乡”政策之后最具家电行业推动力的利好政策, 将进一步拉动高端家电产品的需求。公司彩晶玻璃一直处于行业领先地位, 消费升级带来的高端冰箱、空调产量提高, 有望给公司高端彩晶玻璃的发展提供新的机遇。

图 5: 公司彩晶玻璃生产线情况

生产线	地点	总产能 (万 m²)	达产产能 (万 m²)			
			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

四、加大科研投入填补短板, 增强长期发展竞争力

公司拟使用超募资金 7000 万元在南京投资设立全资子公司“江苏秀强新材料研究院有限公司”, 主要从事无

机非金属新材料的研究。计划依托秀强股份公司现有技术中心，重点开展玻璃彩印、玻璃造型、减反射镀膜玻璃、薄膜高性能化与多功能协同调控理论与技术、以及材料的服役行为研究成果和经验。本次投资额中，研发设备购置和研发人员薪资奖励金额达到 1560 万元，占整个项目投资额的 22%，有利于吸引和激励人才。

图 6: 项目总投资支出明细

序号	支出名称	投资额 (万元)	占比
1	场所购置	4,700	67.14%
2	研发部各室整修	300	4.29%
3	办公、生活家居购置	20	0.29%
4	交通车辆购置费	40	0.57%
5	办公设备(电脑、复印、传真、投影等)	60	0.86%
7	研发设备购置	910	13.00%
建设支出小计:		6,030	86.14%
8	工资额	450	6.43%
9	项目奖金预算	200	2.86%
10	办公费	20	0.29%
11	流动资金	200	2.86%
12	其它	100	1.43%
流动资金小计:		970	13.86%
合计:		7,000	

资料来源: 公司公告, 宏源证券

目前, 公司技术研发中心的主要工作是围绕公司现有的产品和工作流程进行, 在无机非金属新材料(玻璃材料)领域的基础和应用研究, 缺乏前瞻性和原创性科学研究。此次研究基地的投资将填补公司在自主研发能力上的短板, 从而形成长期发展的核心竞争力, 并且项目本身能带来 500 万元以上的净利润。

图 7: 项目正常经营后主要经营指标

序号	指标名称	单位	经济指标
1	年平均销售收入	万元/年	2050
2	平均总成本费用	万元/年	1338
3	平均利润总额	万元/年	712
4	平均所得税	万元/年	178
5	平均税后利润	万元/年	534
6	资本金利润率	%	7.63
7	静态投资回收期	年	13

资料来源: 公司公告, 宏源证券

附表：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	835	937	1110
营业成本	559	701	909	1119	现金	548	282	215	231
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	(2)	(1)	(1)	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	191	235	259	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	229	254	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	1283	1452	1640
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	0.86	1.04	1.16	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%	22%	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%	15.4%	14.5%	13.3%	股本	93	187	187	187
ROE	9.6%	14.6%	15.9%	15.8%	资本公积				
偿债能力					金	735	641	641	641
资产负债率	20.8%	14.1%	15.8%	16.9%	留存收益	188	274	394	536
净负债比率	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益				
					权益	0	0	0	0
					归属于母公司所有者权益				
					益	1016	1102	1222	1364
					负债及权益合计	1283	1283	1452	1640

流动比率	4.1	5.0	4.4	4.3
速动比率	3.8	4.3	3.7	3.6
营运能力				

资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0
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	0.86	1.04	1.16
每股经营现金	0.47	0.61	0.56	0.74
每股净资产	10.88	5.90	6.54	7.30
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40

项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现				
现金流	44	114	104	138
投资活动现				
现金流	(160)	(200)	(100)	(50)
筹资活动现				
现金流	607	(180)	(70)	(73)
现金净增加				
额	492	(266)	(66)	15

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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	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 010-88085978 zhangjun30@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@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。