

# 低迷中坚持，回暖时崛起

## 买入评级

### 事件:

公司发布 2012 年半年报，报告期实现营业收入 10.49 亿元，比去年同期增长 11.58%；营业利润 425 万元，同比下滑 95.5%；归属于上市公司股东的净利润为 1.22 元，同比增长 50.92%，折合每股收益 0.18 元；其中扣非净利润仅为 300 万元，同比下滑 96.26%。

### 点评:

**经济低迷导致盈利大幅下降，二季度提价略有好转。**受欧债危机深化，国家房地产持续调控政策及产能过剩等内外因素影响，玻璃行业延续了去年以来的需求不旺、竞争加剧的态势，盈利能力大幅下降。根据我们测算，公司一季度主营业务的净利润仅为 41 万元，处于盈亏平衡点附近；随后经过几次小幅提价，二季度盈利略有好转，主营业务净利润约在 259 万元。占净利润主要部分的仍是一季度获得的 1.4 亿元东山县政府科技发展基金。

**迎难而上稳步扩张产能，1-7 月多条新线点火。**在行业低迷的情况下，公司仍按照自己的节奏稳步推进产能扩张，漳州五线、河源一线以及漳州六线分别于今年 4 月、5 月和 7 月建成点火，新增玻璃生产规模 2200T/D，年产能约 1400 万重箱。同时公司今年 5 月还与株洲市政府签订整体搬迁协议，至 2014 年在醴陵厂区新建 5 条 3700T/D 生产线，拓展产品种类，新增 33% 产能。公司稳健的产能扩建步伐现实了对行业未来前景以及自身运营能力的充分信心。

**加强成本控制，拓宽产品类型，迎接行业回暖。**公司持续推进生产工艺优化，提高成品率和产品质量，改进包装方式；并对燃烧工艺进行改进，在燃烧控制、燃料搭配及余热资源等方面有了进一步提升，降低综合能耗，有效控制了成本。同时在节能玻璃、超白光伏玻璃等高端产品上的生产优势和市场占有率进一步增强，适时推出海洋蓝、F 绿等各种着色玻璃及热反射镀膜玻璃，加大差异化经营，提升产品附加值。成本控制及产品多样化为公司发展夯实基础，有望率先受益行业回暖。

我们预计公司 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 10.6、7.3 和 6.1 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

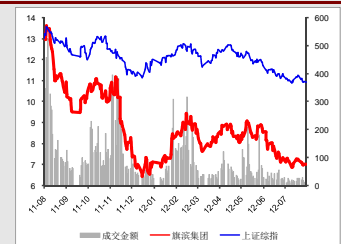
Email: denghaiqing@hysec.com

#### 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   |
|----------|--------|---------|
| 20120331 | 31,342 | 21313 股 |
| 20111231 | 36,859 | 18123 股 |
| 20110930 | 33,907 | 19701 股 |

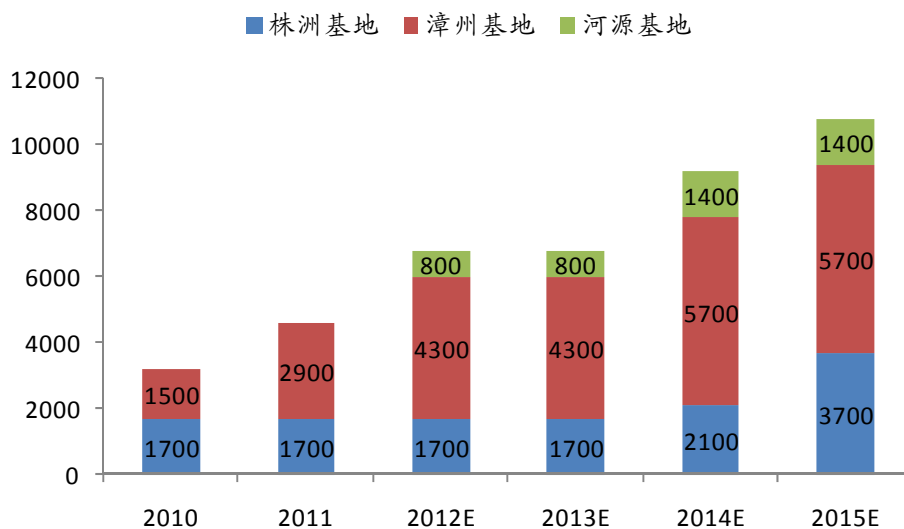
数据来源: WIND

图 1: 公司 1-7 月新点火 3 条生产线

| 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<br>株洲旗<br>滨集团       | 一线 500T/D 优质浮法生产线                                    | 湖南<br>株洲 | 323.5 万重量箱                                  | 浮法玻璃                             | 2007 年 4 月  | 2014 年搬迁完毕, 预计<br>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<br>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<br>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<br>漳州旗<br>滨玻璃<br>公司 | 一线 900T/D 优质浮法生产线                                    | 福建<br>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,<br>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<br>(非超白)       |
|                         | 三线 600T/D 在线 TCO 生产线                                 |          | TCO 镀膜产品 450 万平米,<br>TCO 镀膜基材 249 万重箱       | 超白浮法玻璃、LOW-E 玻璃及基片、<br>TCO 玻璃及基片 | 2011 年 3 月  |                             |
|                         | 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,<br>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 1 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 7 月  |                             |
|                         | 七线 600T/D 在线 LOW-E 镀膜生产线                             |          | LOW-E 镀膜玻璃 500 万平米,<br>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<br>河源旗<br>滨硅业       | 一线 800T/D 在线 TCO 生产线                                 | 广东<br>河源 | TCO 镀膜产品 600 万平米,<br>TCO 镀膜基材 332 万重箱       | 超白浮法玻璃、LOW-E 玻璃及基片、<br>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,<br>SUN-E 镀膜基材 237 万重箱   | 浮法玻璃、LOW-E 玻璃及基片、SUM-E<br>玻璃及基片  | 规划中         | 预计 2014 年投产                 |
| 子公司<br>株洲旗<br>滨特玻       | 两条钢化玻璃生产线 (其中一条为<br>进口线)<br>三条中空玻璃生产线 (其中一条为<br>进口线) | 湖南<br>株洲 | 钢化玻璃、中空玻璃、夹层玻<br>璃等各类深加工玻璃共 185 万<br>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

附表：公司 2012-2014 年利润预测

| 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  |
| 流动比率      | 1.1   | 1.0   | 1.5   | 2.5   | 负债及权益合计     | 4789 | 4256  | 4558  | 4795  |

|                 |      |      |       |       |
|-----------------|------|------|-------|-------|
| 速动比率            | 0.7  | 0.6  | 0.8   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |      |      |       |       |
| 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  |
| <b>每股资料 (元)</b> |      |      |       |       |
| 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  |

| 项目 (百万元)     | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现</b> |       |       |       |       |
| <b>金流</b>    | 46    | 927   | 520   | 661   |
| <b>投资活动现</b> |       |       |       |       |
| <b>金流</b>    | -1227 | -25   | -50   | -50   |
| <b>筹资活动现</b> |       |       |       |       |
| <b>金流</b>    | 1586  | -1044 | -470  | -611  |
| <b>现金净增加</b> |       |       |       |       |
| <b>额</b>     | 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。

注: 宏源证券建材行业实习生黎泉宏对报告亦有贡献。

**机构销售团队**

|          |                                      |                                     |                                     |                                    |                                       |
|----------|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|
| 华北<br>区域 | 牟晓凤                                  | 李倩                                  | 王燕妮                                 | 张瑶                                 |                                       |
|          | 010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | 010-88083561<br>liqian@hysec.com    | 010-88085993<br>wangyanni@hysec.com | 010-88013560<br>zhangyao@hysec.com |                                       |
| 华东<br>区域 | 张璐                                   | 赵佳                                  | 奚曦                                  | 孙利群                                | 李岚                                    |
|          | 010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 010-88085291<br>zhaojia@hysec.com   | 021-51782067<br>xixi@hysec.com      | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com | 02151782236<br>lilan@hysec.com        |
| 华南<br>区域 | 夏苏云                                  | 贾浩森                                 | 罗云                                  | 赵越                                 | 孙婉莹                                   |
|          | 13631505872<br>xiasuyun@hysec.com    | 010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com | 010-88085760<br>luoyun@hysec.com    | 18930809316<br>zhaoyue@hysec.com   | 0755-82934785<br>sunwanying@hysec.com |
| QFII     | 覃汉                                   | 胡玉峰                                 |                                     |                                    |                                       |
|          | 010-88085842<br>qinhan@hysec.com     | 010-88085843<br>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。