

耀皮玻璃（600819）：产能恢复、深加工、 集团化、VO2镀膜提升公司价值

四大催化剂：

- 1、公司浮法产能基本恢复，按照计划未来几年有望增长80%。
- 2、公司是目前玻璃产品门类最多的上市公司，实际深加工比率约达80%，在线硬镀膜技术推广、超白压延生产线建设将进一步提高深加工比率。
- 3、集团化战略的推行将有助于提高公司对四个生产基地的管理能力。
- 4、公司与上海硅酸盐研究所合作开发的VO2基智能节能薄膜项目，有望成为市场热点。

估值及投资建议：

预测公司10-12年EPS分别为0.26、0.29、0.33，对应市盈率45、41、36倍。生产线建设速度加快、国家节能政策力度加大，有望使公司业绩超预期，与硅酸盐研究所的合作一定程度上将赋予公司新材料的概念。建议投资者对该公司股票给以积极关注。

赵扬

yang.zhao@bocigroup.com

021-68604866-8613

执业证书：S1300210070005

产能基本恢复 未来有望继续大幅提升

目前，公司优质浮法玻璃权益产能约1300吨/天，在建及拟建权益产能达1000吨/天，未来2-3年产能有望提升80%。

其中，华东耀皮产品主要供汽车玻璃使用，随着江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司硬镀膜低辐射玻璃的投产，该线经技术改造也具备深加工生产能力，天津耀皮的生产线技改后也将配备在线镀膜技术。

常熟特玻生产超白压延钢化玻璃，主要应用于太阳能领域，目前权益产能达150吨/天，在建产能达250吨/天，产能扩张后将具备500万平/年的生产能力。

公司工程玻璃已建权益产能约为2000万平/年，主要为LOW-E玻璃，天津二期生产线扩建项目将使公司加工能力提升约18%。同时，其他浮法玻璃生产线经过技改也将扩充公司在玻璃深加工领域的产能。

经过股权整合，上海耀皮康桥汽车玻璃有限公司将成为公司主要的汽车玻璃平台，2009年年产约500万片。

我们认为，随着常熟生产线迁建的逐渐完成和天津生产线建设的推进，世博会动迁和广东生产线关停对公司浮法产能的冲击将得到恢复。另一方面，随着深加工技术改造和新建生产线逐步投产，公司太阳能玻璃和工程玻璃产能也将得到较快增长。未来2年内，公司主营收入有望出现较高增速。

浮法玻璃	现有（吨/天）	新建、拟建（吨/天）	权益
江苏华东耀皮玻璃有限公司	600	600	100%
江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司	600	--	50%
天津耀皮玻璃有限公司	550	600	75%
常熟耀皮特种玻璃有限公司	150	250	100%
常熟耀皮特种玻璃有限公司	150	250	100%
工程玻璃	现有（万平/年）	新建、拟建（万平/年）	权益
天津耀皮工程玻璃有限公司	760	400	89.30%
江门耀皮工程玻璃有限公司	500	--	89.30%
上海耀皮工程玻璃有限公司	1000	--	89.30%
汽车玻璃	现有（万片/年）	新建、拟建（万片/年）	权益
上海耀皮康桥汽车玻璃有限公司	500	--	50%

图表1 耀皮玻璃产能分布

数据来源：上市公司公告 中银国际买方研究

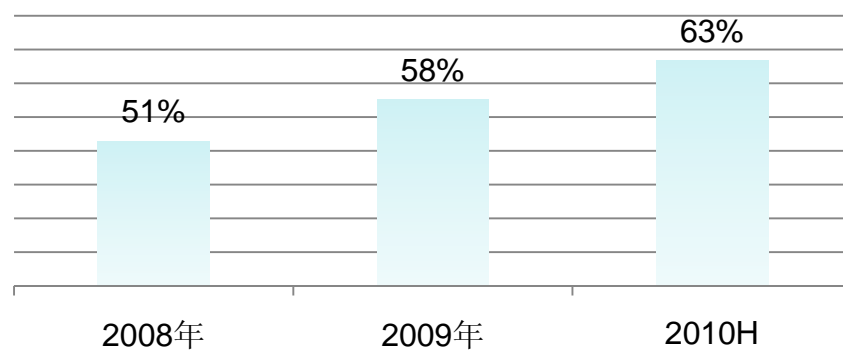
深加工比重提高 产品品种齐全

公司产品涵盖普通浮法玻璃、在线/离线镀膜玻璃、超白玻璃、中空玻璃、钢化玻璃以及汽车玻璃等多个品种，是上市玻璃公司中品种最多的企业。

近年来，公司顺应玻璃行业发展趋势，不断提高深加工产品的比重。公司研发的SYP S Clear 太阳能特种玻璃，从技术指标上来看，光透率和能透率与金晶超白相差不多，并且由于经过钢化处理，在安全性和节能性方面有所提高。江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司Pilkington Energy Advantage™硬镀膜低辐射玻璃已于2009年底投产，从而使得该子公司一条600d/t的生产线具备生产硬镀膜低辐射玻璃的能力。该产品采用在线法进行镀膜，使用与皮尔金顿美国生产线同样的设备，产品品质达国际标准。

2010年中期，公司工程玻璃占玻璃产品总收入的比重达63%。考虑到公司浮法玻璃产能中约40%配备了在线镀膜或超白压延技术，公司实际深加工比率约为80%。

未来随着公司常熟、天津两地硬镀膜低辐射玻璃技术改进与推广，常熟特玻超白生产线及天津工程玻璃二期项目的展开，公司产品深加工比率将进一步提高。玻璃深加工可以提高产品的附加值，延长产品链，因此，我们认为公司毛利率水平有进一步提升的空间。



图表2 耀皮玻璃加工玻璃占玻璃产品收入比重

数据来源：上市公司公告 中银国际买方研究

类别	品种
浮法玻璃	在线硬镀膜低辐射玻璃、在线镀膜热反射玻璃、优质浮法玻璃、超白压延玻璃
工程玻璃	低辐射镀膜玻璃、热反射镀膜玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、中空玻璃、彩釉钢化玻璃、热弯玻璃
汽车玻璃	前风挡玻璃、角窗玻璃、后风挡玻璃、侧窗玻璃

图表3 耀皮玻璃主要产品

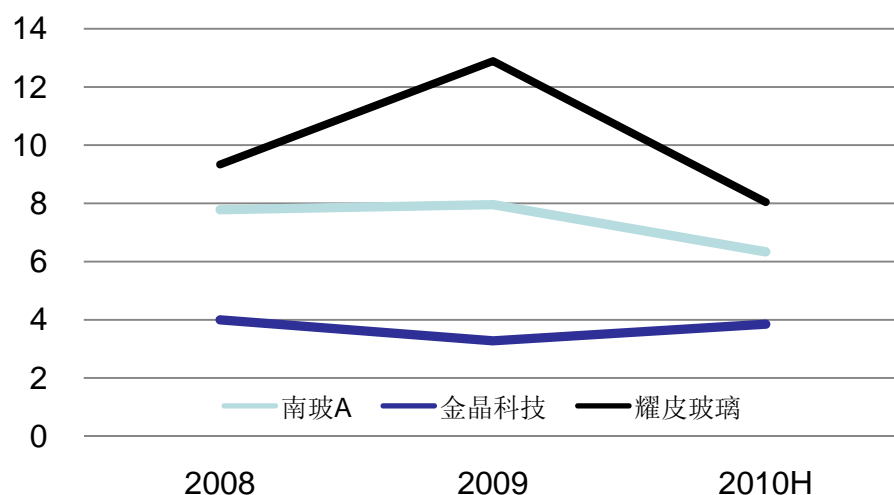
数据来源：上市公司网站

集团化战略有望提升公司管理能力

作为上市玻璃公司的前三甲，耀皮由于近几年受世博会迁建和广东生产线关停的影响，没有对公司各业务条线进行充分的整合梳理，导致管理费用率居高不下。随着广东员工分流工作的完成，公司管理费用得到一定的控制，前三季度管理费用率为8%，但仍高于南玻A与金晶科技。

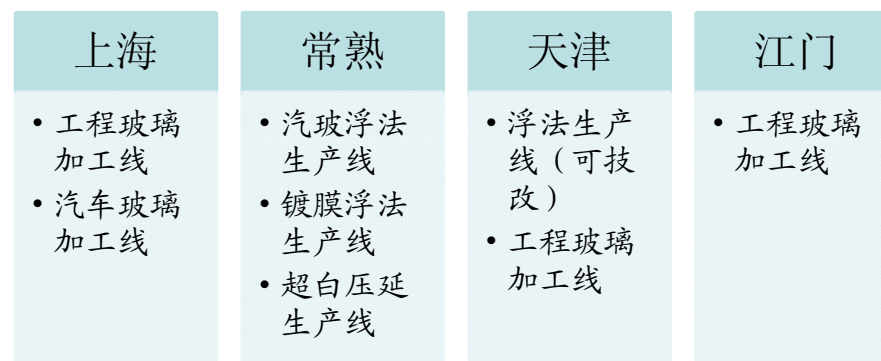
目前，公司在上海、常熟、天津、江门及深圳拥有各类子公司近20余家，相互之间在业务产品方面的界限并不十分清晰。9月28日，公司董事会决定组建耀皮玻璃集团，同意天津耀皮玻璃有限公司等七家控股子公司为集团成员。

我们认为集团公司的组建，将进一步强化公司常熟、天津、上海、江门四地主要产品线的管理工作，有助于公司理清权属关系，继续做大做强企业，相信公司的管理费用率将会得到进一步改善。



图表4 三大上市玻璃公司管理费用率比较

数据来源: wind 中银国际买方研究



图表5 耀皮玻璃四大生产基地

数据来源: 上市公司网站 中银国际买方研究

2010年7月6日，公司大股东上海建材集团与中国科学院上海硅酸盐研究所签订了科研成果合作框架协议。该所是无机材料科学与工程领域门类最为齐全的研究所，钨镓硒薄膜电池、温差电池、氢能及燃料电池、导电膜、纳流电池等诸多新能源领域科研实力较强。双方的合作，符合上海建材集团聚焦新能源新材料领域的发展战略。

目前耀皮玻璃正与上海硅酸盐研究所一起合作开发V02（二氧化钒）基智能节能薄膜项目。

根据有关研究，当温度高于68摄氏度时，呈金属相的二氧化钒反射光线，带来红外波段的光透率急剧下降，有效阻挡红外线进入；当温度下降到68摄氏度以下时，V02转变为半导体相，对红外光的透过率提高。根据有关试验，通过掺杂铌、钼、钨等元素，能够将V02膜的相变温度降低至20-30摄氏度，相体变化的可逆性使其可以循环往复地调节太阳能辐射，防止室内过热或过冷，从而实现对室内温度的智能控制。V02膜对温度调节的智能性要强于低辐射玻璃，在节能环保的大趋势下，其应用前景较为广阔。

除本公司之外，佛塑股份也与硅酸盐研究所在该领域进行合作。由于尚属于培育期，我们认为目前该领域发生过度竞争的可能性不大。我们看好公司在这一领域的产品扩展，对其进展将进行密切追踪。

	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	248950	288600	333050
YoY	15%	16%	15%
营业成本(万元)	191501	219240	250814
毛利率	23%	24%	25%
销售费用率	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用率	8.0%	7.5%	7.0%
财务费用率	3.3%	3.3%	3.3%
其他经营收益(万元)	1893	2309	2664
营业利润(万元)	18689	25983	33844
YoY	NA	39%	30%
营业外利润(万元)	8160	4080	2040
利润总额(万元)	26849	30063	35884
所得税(万元)	4027	4510	5383
净利润(万元)	22821	25554	30502
YoY	NA	12%	19%
少数股东(万元)	3651	4600	6100
母公司净利润(万元)	19170	20954	24401
股本(亿)	7.31	7.31	7.31
EPS	0.26	0.29	0.33
YoY	NA	9%	16%

图表6 耀皮玻璃利润表预测

数据来源：中银国际买方研究

主要假设:

- 1、天津耀皮玻璃有限公司明年完成股权转让和增资，新建生产线2012年投产。
- 2、常熟特玻和天津工程玻璃新建产能明年投产。
- 3、在线硬镀膜玻璃技改在江苏耀皮、天津耀皮两线平稳开展。
- 4、浮法玻璃均价1500元/吨，超白玻璃价格为60元/平，工程玻璃均价为70元/平。
- 5、由于相关工作已接近尾声，我们假设生产线迁建补贴、广东生产线关停带来的非经常损益未来几年迅速减少。
- 6、暂时不考虑与硅酸盐合作对公司财务方面的影响。

投资建议:

根据我们的预测，公司10-12年EPS分别为0.26、0.29、0.33，对应市盈率45、41、36倍，高于行业平均水平。但是，公司华东耀皮、天津浮法生产线建设速度可能快于我们假设，国家节能政策有望继续提升超白、镀膜等产品的景气度，公司业绩存在超预期的可能。同时，公司及控股股东与硅酸盐研究所的合作一定程度上将赋予公司新材料的概念，一旦V02（二氧化钒）基智能节能薄膜产品能取得突破，将引领一轮新的技术升级风潮。建议投资者对该公司股票给以积极关注。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司2008版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东银城中路200号
中银大厦40楼邮编200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 8291