

玻璃行业

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

询价区间: 21.08-23.72 元

基本资料

| | |
|-------------|---------|
| 上证综合指数 | 2732.99 |
| 发行总股本(百万) | 70 |
| 拟发行股本(百万) | 23.4 |
| EPS (TTM) | 0.64 |
| 发行前每股净资产(元) | 2.55 |
| 资产负债率 | 54.90% |

询价重要日期

| | |
|-------|------------|
| 询价截止日 | 2010.12.29 |
| 确定价格日 | 2010.12.30 |
| 申购缴款日 | 2011.1.4 |
| 摇号抽签日 | 2011.1.5 |

秀强股份

300160

太阳能玻璃将成业绩新亮点, 建议询价区间 21.08-23.72 元

- **公司未来增长点**在彩晶玻璃与太阳能玻璃。目前彩晶玻璃在公司收入中占比 37%，利润占比高达 47%，去年毛利率高达 40%，未来产能扩张有望提高市场占有率；近两年公司通过增透晶体硅太阳能电池玻璃与 TCO 玻璃进入太阳能领域，该领域较高的盈利能力将成为公司业绩另一驱动力。
- **彩晶玻璃产能翻番, 市场占有率有望提升。**公司彩晶玻璃在国内市场占有率为 38%，远高于第二位的 8.3%。①公司计划募投的彩晶玻璃扩产项目基本已利用自有资金投资完毕，产能从去年的 150 万 m² 增至今年的 240 万 m²。②近几年冰箱与空调行业稳定增长，而该产品是家电企业实现差异化经营的有效措施，如果未来推广至其它家电，需求量将会更大。③公司定位高端，主要采取与大品牌合作的战略保证盈利能力。
- **增透晶体硅电池封装玻璃, 行业规模第二。**公司的增透玻璃以超白压延为基板，通过深加工将玻璃透光率增至 90% 以上。2009 年新产线投产后，公司产能已达到 191 万 m²，仅次于常州亚玛顿。该产品目前需求旺盛，不排除公司未来继续进行扩张。成本上，公司通过控股河南天利保证压延玻璃的供应，且由于技术与设备均为自有，因而未来毛利率有望提升。
- **未来五年薄膜电池增幅达 58%，直接带动 TCO 玻璃需求。**根据 NanoMarkets 的预测，2015 年全球薄膜电池发电量将达 2.6GW，占据全球光伏发电量的一半，而 2009 年薄膜电池仅为 1644MW，未来五年的复合增长速将达到 58%。由于 TCO 玻璃是薄膜电池的关键组件，我们 2014 年国内 TCO 需求量将达 6800 万 m²，增长率约 60%。
- **募项目业绩将于明后年体现。**本次募集资金投资项目包括 150 万 m² 彩晶玻璃、80 万 m² TCO 玻璃及一个玻璃深加工研发中心。投产后公司彩晶玻璃产能将达 280 万 m²，TCO 玻璃更是从无到有。目前彩晶玻璃项目已基本完成，TCO 生产线大部分也将于明年完成，预计业绩将于明后年体现。
- **建议询价区间：**我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.5 元、0.62 元、0.78 元（全面摊薄后）。参照创业板 2011 年平均 49.4 倍 PE，给予秀强股份 2011 年 40-45 倍的市盈率，对应二级市场合理估值 24.8-27.9 元。考虑一、二级市场间 15% 的差价，建议询价区间：21.08-23.72 元。
- **风险提示：**公司盈利达不到预期的风险来自于增透晶体硅电池玻璃的高盈利能否维持，以及 TCO 玻璃量产时间及市场认可度问题。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 367 | 572 | 696 | 808 |
| 同比(%) | 1% | 56% | 22% | 16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 45 | 46 | 58 | 73 |
| 同比(%) | 21% | 4% | 25% | 25% |
| 毛利率(%) | 30.1% | 24.6% | 26.0% | 26.6% |
| ROE(%) | 25.0% | 18.7% | 18.9% | 19.2% |
| 每股收益(元)(全面摊薄) | 0.48 | 0.5 | 0.62 | 0.78 |

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、公司实际控制人有绝对控制权 | 3 |
| 二、新领域的不断开拓是公司高盈利的保证 | 4 |
| 2.1 新开拓产品盈利能力较高 | 4 |
| 2.2 家电与太阳能玻璃将成未来两大业务 | 4 |
| 三、家电玻璃：市场占有率有望继续提升 | 5 |
| 3.1 家电市场稳步增长 | 5 |
| 3.2 市场集中度高，市占率有望继续提升 | 5 |
| 四、太阳能玻璃：同时把握晶硅与薄膜电池前进步伐 | 5 |
| 4.1 增透晶体硅电池封装玻璃，市场第二 | 6 |
| 4.2 薄膜电池转换效率提升空间巨大 | 6 |
| 4.3 薄膜太阳能电池未来五年增速达 58% | 7 |
| 4.4 我国 TCO 玻璃需求量未来五年增速接近 60% | 7 |
| 五、募集资金投向 | 7 |
| 六、盈利预测假设 | 8 |
| 七、询价建议：21.08-23.72 元 | 10 |

图表目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1 公司股权结构 | 3 |
| 图 2 公司各产品毛利率水平 | 4 |
| 图 3 行业各公司毛利率水平 | 4 |
| 图 4 公司营业收入占比情况 | 4 |
| 图 5 公司利润总额占比情况 | 4 |
| 图 6 国内冰箱层架市场占有率排名 | 5 |
| 图 7 国内彩晶玻璃市场占有率排名 | 5 |
| 图 8 太阳能电池转换效率比较 | 6 |
| 图 9 全球薄膜电池成长空间 | 7 |
| 图 10 我国 TCO 玻璃需求空间 | 7 |
| 表 1 本次募集资金投向 | 8 |
| 表 2 公司产能表 | 8 |
| 表 3 公司盈利预测假设 | 8 |
| 表 4 A 股主要玻璃企业 PE 估值水平 | 10 |
| 表 5 创业板公司 PE 估值水平 | 10 |

一、公司实际控制人有绝对控制权

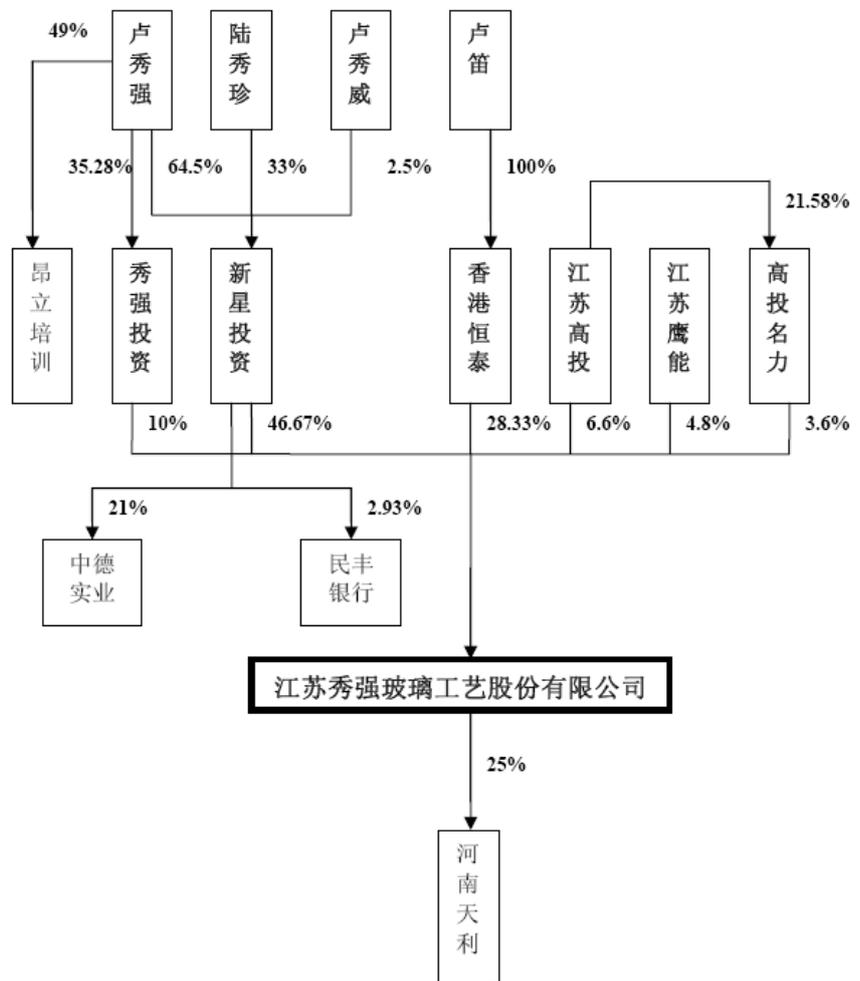
公司前身为宿迁秀强，成立于 2001 年 9 月 28 日，并于 2009 年 3 月 30 日变更为股份公司。公司主要生产销售家电、汽车与太阳能玻璃。

公司控股股东为宿迁市新星投资有限公司，持有本公司 46.67% 的股份。公司共同实际控制人卢秀强、陆秀珍士和卢笛通过新星投资、秀强投资和香港恒泰间接控制了本公司合计 77.36% 的股权。

本次公司拟公开发行 2340 万股，占发行后总股本 9340 万股的 25.05%。发行后，卢秀强、陆秀珍士和卢笛持股比例变为 57.98%，仍然具有绝对控制权。

公司没有控股公司，仅有河南天利一家参股公司，持股比例 25%。该公司主要生产超白压延玻璃，达产后 50% 的产量将供给本公司。目前河南天利尚处于筹建期。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

二、新领域的不断开拓是公司高盈利的保证

2.1 新开拓产品盈利能力较高

公司最早的产品为冰箱层架玻璃，近年来公司依靠集体创新，不断开拓新产品。2004年，公司开始在家电领域生产彩晶玻璃；然后逐步进入其它领域，包括建筑领域与太阳能领域。正是公司这种善于挖掘市场，并不断将研发重点向新领域转移的灵活性，使产品结构不断优化。本次公司募投项目的彩晶玻璃、TCO玻璃与玻璃深加工都属于公司盈利能力靠前的产品，这种开拓性是减轻公司受传统市场波动影响及维持高盈利的保证。

图 2 公司各产品毛利率水平

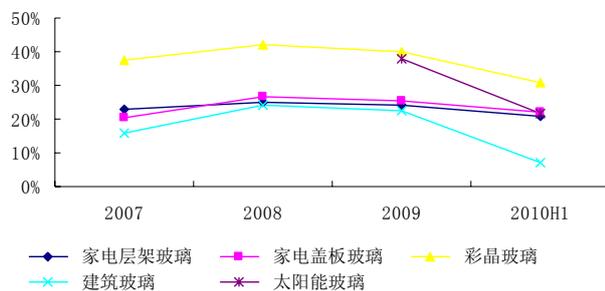
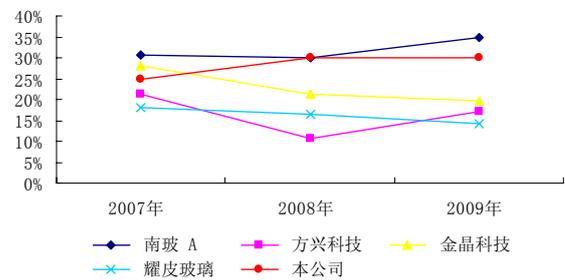


图 3 行业各公司毛利率水平



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

2.2 家电与太阳能玻璃将成未来两大业务

目前，家电玻璃是公司传统业务，在收入中占比约9成。自2007年以来，晶玻璃已经超过家电层架玻璃，成为公司业绩第一大贡献产品，目前在收入中占比37.4%，在利润中占比47.6%。本次150万m²彩晶玻璃的投产有助于保证公司在家电领域的优势。太阳能玻璃方面，虽然目前贡献占比较小，但目前191万m²晶硅太阳能电池及募投项目TCO玻璃的投产，未来将成为公司另一大业务。建筑玻璃方面，公司从2004年开始研发LOW-E玻璃，但由于产能及市场制约，未来二至三年不计划扩大规模。

图 4 公司营业收入占比情况

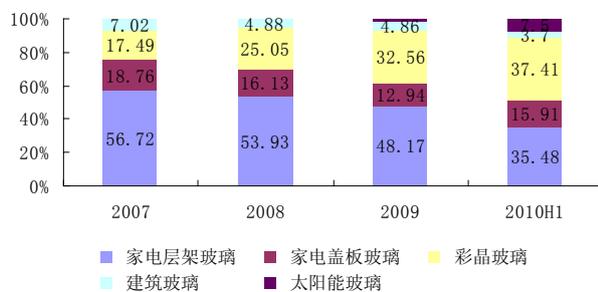
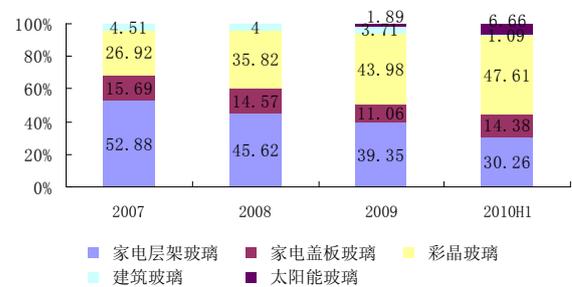


图 5 公司利润总额占比情况



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

三、家电玻璃：市场占有率有望继续提升

3.1 家电市场稳步增长

公司家电玻璃主要应用于冰箱与空调，该行业技术成熟，同质化竞争激烈。公司的层架玻璃与盖板玻璃作为家电的基本部分，未来发展空间有限。但彩晶玻璃能够通过改变家电外观，使家电企业在白热化竞争中实现一定的“差异化”战略，从而提升附加值。随着消费观念与品味的提升，差异化家电的推广将会带动彩晶玻璃的需求。另外，如果其它家用电器也采取此产品，相信未来市场将更为广阔。

3.2 市场集中度高，市占率有望继续提升

家电玻璃占据公司近九成的收入，是公司业绩最主要的来源。由于家电行业较为成熟，使得层架玻璃毛利率仅约 20%；但彩晶玻璃能够提升家电售价，毛利率达 30%以上，但随着未来竞争加大，毛利率也可能下滑。此部分业务未来看点在于公司产能扩张可能提升市场占有率。

我国家电行业市场格局是主要品牌为主导，海尔等七大品牌占据了七成以上的份额。从家电玻璃市场格局来看，冰箱层架与彩晶玻璃市场的集中度都较高，前五大企业分别占据了 70.2%与 63.3%的份额。在大品牌市场，企业间的竞争相对有序。公司作为两个子行业的龙头，市占率分别达到 31.7%及 38.33%。通过采取与大品牌家电企业合作的方式，不仅能够保证市场占有率，而且能够减轻家电玻璃行业技术门槛较低带来的激烈竞争。

我们预计公司彩晶玻璃扩张后，市场话语权也将得到一定提升，从而能够弥补行业盈利能力可能向下所带来的损失。

图 6 国内冰箱层架市场占有率排名

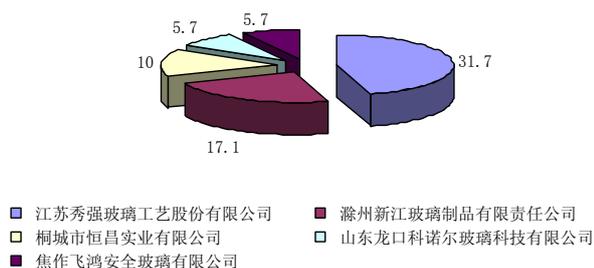
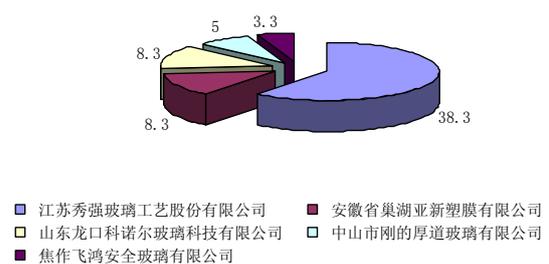


图 7 国内彩晶玻璃市场占有率排名



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

四、太阳能玻璃：同时把握晶硅与薄膜电池前进步伐

太阳能电池中，目前主要有晶硅电池与薄膜电池，前者占比约 85%。公司目前已量产的 191 万 m² 的增透晶体硅太阳能封装玻璃主要用作晶硅电池的盖板，对电池起保护作用；而 TCO 导电膜玻璃则主要用于薄膜电池。TCO 玻璃是通过物理或化学方法在平板玻璃表面均匀镀上一层透明的导电氧化物薄膜

所形成的组件，它可作为前电极，是薄膜太阳能电池必不可少的部分。

4.1 增透晶体硅电池封装玻璃，市场第二

公司的增透晶体硅电池玻璃主要以超白压延玻璃为基板，通过深加工以提高玻璃的透光率。目前，公司该玻璃的透光率已达 90% 以上，有够有效提高晶硅电池的效率，因而下游需求强劲。一般来说，100W 的晶体硅电池所需求的盖板玻璃为 1 m²，而多晶硅电池在光伏中占比高达 85%，因而未来需求值得我们关注。

目前国内仅有常州亚玛顿与公司拥有规模生产增透晶体硅电池玻璃的能力，公司规模为市场第二位。公司 2009 年新生线投产后，目前年产能达到 191 万 m²。虽然公司规模与亚玛顿仍有一定差距，但由于市场需求量大，不排除公司未来仍有可能进一步扩张产能的计划。

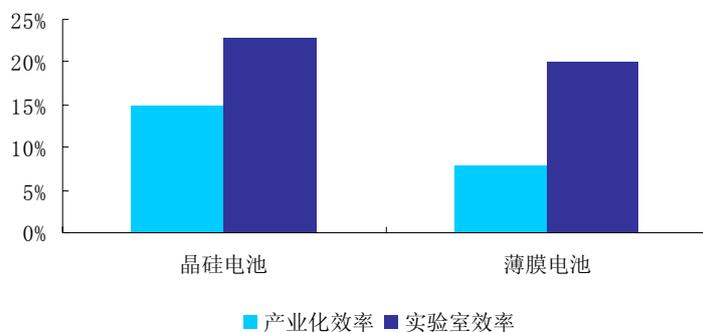
2010 年上半年，该产品毛利率出现较大幅度下降，主要是由于光伏行业景气引发的超白压延价格的下降。随着今年年底国内大量超白压延生产线的开工，我们预计明年开始国内压延玻璃价格将趋于下调，这无疑对公司构成利好。另外，公司通过控股河南天利，在一定程度上保证了压延玻璃的供应，进而保证原材料成本价格的稳定。其它成本上，由于公司技术与设备均是自主开发，不需要支付技术转让费，从而保证该产品较高的盈利能力。

4.2 薄膜电池转换效率提升空间巨大

相对于晶硅电池而言，目前薄膜电池的市场份额较小。薄膜电池的优势在于成本较低，但目前其转换效率较低。从产业化生产中看，薄膜电池平均转换效率在 5%，而晶硅电池在 14%，但薄膜的实验室效率已接近 20%，随着条件的成熟，实际转换效率的提升将成为薄膜电池量增的最大驱动力。

其次，从生产能耗上看，晶硅电池的主要原料是多晶硅或单晶硅等资源耗用品，资源的稀缺性可能提升材料成本；从电耗上看，同等输出量的晶硅电池生产电耗是薄膜电池的近百倍。因此，无论从成本或者效率上看，未来薄膜电池空间都值得期待。

图 8 太阳能电池转换效率比较

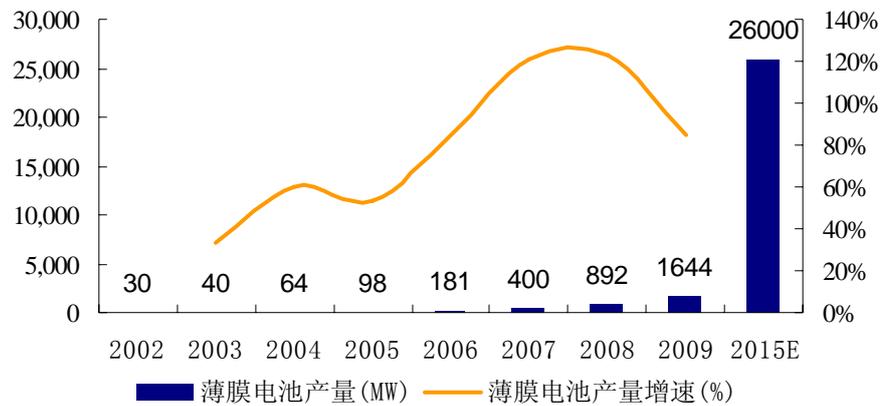


资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

4.3 薄膜太阳能电池未来五年增速达 58%

根据 NanoMarkets 的预测, 2015 年全球太阳能发电量有一半将来自薄膜电池, 届时薄膜电池发电量将达 2.6GW, 而 2009 年薄膜电池仅为 1644MW, 因而未来五年的复合增长速将达到 58%。

图 9 全球薄膜电池成长空间

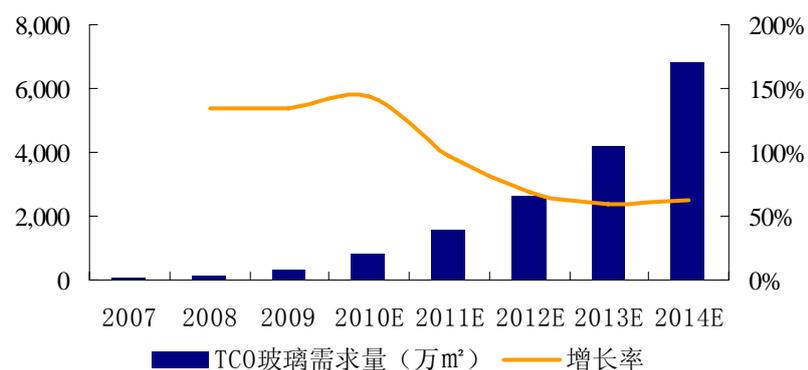


资料来源: 公司招股说明书、中投证券研究所

4.4 我国 TCO 玻璃需求量未来五年增速接近 60%

从我国情况来看, 目前我国薄膜电池产量占国内光伏总产量比重仅 4%, 我们预计未来五年该占比将接近于全球均值 20%, 则对应薄膜电池产量的年均增速约 60%。一般来说, 50W 的薄膜电池所需 TCO 玻璃为 1 m², 我们预计至 2014 年国内所需 TCO 玻璃量约为 6800 万 m²。

图 10 我国 TCO 玻璃需求空间



资料来源: 中投证券研究所

五、募集资金投向

按照公司招股说明书表明计划, 本次募集资金将用于扩产 150 万 m² 彩晶

玻璃、新建 80 万 m² TCO 玻璃与建设玻璃深加工研发项目。目前，前两个项目均已利用自有资金进行前期投入，合计 3541 万元。

目前，公司已有 30 万 m² 的 TCO 玻璃生产线进入试生产；而彩晶玻璃新线今年也能够释放 110 万 m² 产能。我们预计新项目产能将于 2012 及 2013 年间完全释放。

表 1 本次募集资金投向

| 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 利用募集资金 (万元) | 建设投资资金 (万元) | 流动资金 (万元) | 建设期 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----|
| 年产 150 万平米彩晶玻璃项目 | 4000 | 4000 | 3600 | 400 | 1 年 |
| 薄膜太阳能电池用 TCO 导电膜玻璃项目 (80 万平米) | 10000 | 8436.62 | 8800 | 1200 | 2 年 |
| 玻璃深加工工程技术研究中心项目 | 4000 | 4000 | 3900 | 100 | |

资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

表 2 公司产能表

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| TCO 玻璃 (万 m ²) | | 30 | 50 | 80 |
| 彩晶玻璃 (万 m ²) | 240 | 260 | 280 | |
| 晶体硅太阳能电池封装玻璃 (万 m ²) | 191 | 191 | 191 | 191 |
| 建筑玻璃 (万 m ²) | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 家电层架玻璃 (万 m ²) | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 家电盖板玻璃 (万 m ²) | 200 | 200 | 200 | 200 |

资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

六、盈利预测假设

公司未来三年的增长主要来源于去年底投产的增透多晶硅太阳能玻璃、今明两年投产的彩晶玻璃与 TCO 导电膜玻璃。

表 3 公司盈利预测假设

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------------|-------|-------|----------|----------|
| TCO 玻璃 | | | | |
| 产能 (万 m ²) | | | 30.0 | 50.0 |
| 销量 (万 m ²) | | | 25.0 | 37.0 |
| 营业收入 (万元) | | | 2,500.00 | 3,330.00 |
| 营业成本 (万元) | | | 1,250.00 | 1,831.50 |
| 毛利率 (%) | | | 50.0% | 45.0% |
| 彩晶玻璃 | | | | |

| | | | | |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 产能 (万m ²) | 130.0 | 240.0 | 260.0 | 280.0 |
| 销量 (万m ²) | 123.2 | 160.0 | 230.0 | 280.0 |
| 营业收入(万元) | 11,758.8 | 17,920.0 | 25,990.0 | 31,640.0 |
| 营业成本(万元) | 7,057.6 | 12,379.1 | 17,933.1 | 21,515.2 |
| 毛利率 (%) | 40.0% | 30.9% | 31.0% | 32.0% |

晶体硅太阳能电池封装
玻璃

| | | | | |
|------------------------|-------|---------|---------|---------|
| 产能 (万m ²) | 42.5 | 191.0 | 191.0 | 191.0 |
| 销量 (万m ²) | 16.2 | 100.0 | 140.0 | 180.0 |
| 价格 (元/m ²) | 59.7 | 59.0 | 57.0 | 55.0 |
| 营业收入(万元) | 965.7 | 5900.0 | 7980.0 | 9900.0 |
| 营业成本(万元) | 599.3 | 4,602.0 | 6,144.6 | 7,623.0 |
| 毛利率 (%) | 37.9% | 22.0% | 23.0% | 23.0% |

建筑玻璃

| | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 产能 (万m ²) | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 销量 (万m ²) | 21.4 | 19.0 | 20.0 | 20.0 |
| 价格 (元/m ²) | 81.9 | 103.2 | 100.0 | 100.0 |
| 营业收入(万元) | 1,755.9 | 1,960.6 | 2,000.0 | 2,000.0 |
| 营业成本(万元) | 1,359.3 | 1,820.6 | 1,800.0 | 1,800.0 |
| 毛利率 (%) | 22.6% | 7.1% | 10.0% | 10.0% |

家电层架玻璃

| | | | | |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 产能 (万m ²) | 400.0 | 400.0 | 400.0 | 400.0 |
| 销量 (万m ²) | 286.6 | 320.0 | 340.0 | 360.0 |
| 价格 (元/m ²) | 60.7 | 63.1 | 63.5 | 64.0 |
| 营业收入(万元) | 17,395.0 | 20,195.2 | 21,590.0 | 23,040.0 |
| 营业成本(万元) | 13,187.1 | 16,156.2 | 17,056.1 | 18,201.6 |
| 毛利率 (%) | 24.2% | 20.0% | 21.0% | 21.0% |

家电盖板玻璃

| | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 产能 (万m ²) | 200.0 | 300.0 | 300.0 | 300.0 |
| 销量 (万m ²) | 131.2 | 240.0 | 250.0 | 270.0 |
| 价格 (元/m ²) | 35.6 | 36.5 | 35.0 | 35.0 |
| 营业收入(万元) | 4,672.1 | 8,752.8 | 8,750.0 | 9,450.0 |
| 营业成本(万元) | 3,489.6 | 6,914.7 | 6,737.5 | 7,276.5 |
| 毛利率 (%) | 25.31% | 21.00% | 23.00% | 23.00% |

| | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总营业收入(万元) | 36,547.5 | 57,228.6 | 69,640.0 | 80,830.0 |
| 总营业成本(万元) | 25,692.9 | 43,122.6 | 51,502.8 | 59,296.3 |
| 毛利率 (%) | 29.7% | 24.6% | 26.0% | 26.6% |

资料来源：中投证券研究所

七、询价建议：21.08-23.72 元

我们结合 A 股玻璃上市企业与近期上市的创业板公司 PE 估值水平对公司进行估值。

由于公司大部分业绩来源于彩晶玻璃，未来增长速度较为稳定；但公司新增的太阳能玻璃属于新兴行业产品，未来增长空间大。参照创业板 2011 年平均 49.4 倍的 PE，我们认为给秀强股份 2011 年 40-45 倍的市盈率较为合适，对应的二级市场合理估值区间为 24.8-27.9 元。考虑一、二级市场间 15% 的差价，我们建议询价区间：21.08-23.72 元。

表 4 A 股主要玻璃企业 PE 估值水平

| 股票代码 | 股票名称 | 股价 | 市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-------|------------|-------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|
| | | | | 09A | 10E | 11E | 12E | 09A | 10E | 11E | 12E |
| 000012 | 南玻 A | 18.66 | 387 | 0.68 | 0.67 | 0.80 | 1.00 | 27.44 | 27.85 | 23.33 | 18.66 |
| 600586 | 金晶科技 | 12.47 | 74 | 0.20 | 0.45 | 0.51 | 0.60 | 62.35 | 27.71 | 24.45 | 20.78 |
| 002163 | 中航三鑫 | 16.02 | 64 | 0.09 | 0.11 | 0.21 | 0.60 | 178.00 | 145.64 | 76.29 | 26.70 |
| 300093 | 金刚玻璃 | 30.8 | 37 | 0.46 | 0.47 | 0.70 | 0.95 | 66.96 | 65.95 | 43.88 | 32.27 |
| 600660 | 福耀玻璃 | 10.04 | 201 | 0.56 | 0.88 | 1.06 | 1.26 | 17.99 | 11.39 | 9.51 | 7.99 |
| 600819 | 耀皮玻璃 | 11.51 | 84 | -0.28 | 0.35 | | | | 32.80 | | |
| | 平均值 | | | | | | | | 51.89 | 35.49 | 21.28 |

资料来源：wind、中投证券研究所

表 5 创业板公司 PE 估值水平

| 股票代码 | 股票名称 | 股价 | 市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-------|------------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 09A | 10E | 11E | 12E | 09A | 10E | 11E | 12E |
| 300149 | 量子高科 | 34.42 | 23 | 0.59 | 0.54 | 0.68 | 0.82 | 58.55 | 64.04 | 50.57 | 41.91 |
| 300150 | 世纪瑞尔 | 46.74 | 63 | 0.42 | 0.50 | 0.79 | 1.11 | 110.55 | 92.66 | 59.20 | 41.96 |
| 300151 | 昌红科技 | 36.38 | 24 | 0.57 | 0.66 | 0.96 | 1.33 | 63.63 | 54.90 | 38.05 | 27.37 |
| 300146 | 汤臣倍健 | 144.9 | 79 | 1.27 | 1.66 | 2.70 | 4.03 | 113.87 | 87.38 | 53.62 | 35.95 |
| 300147 | 香雪制药 | 35.88 | 44 | 0.55 | 0.59 | 0.79 | 1.06 | 64.84 | 61.08 | 45.69 | 33.99 |
| 300143 | 星河生物 | 55.25 | 37 | 0.41 | 0.63 | 0.93 | 1.52 | 135.75 | 87.94 | 59.70 | 36.30 |
| 300144 | 宋城股份 | 55.35 | 93 | 0.69 | 1.00 | 1.32 | 1.84 | 80.17 | 55.48 | 41.81 | 30.07 |
| 300145 | 南方泵业 | 38.5 | 31 | 0.76 | 0.81 | 1.20 | 1.71 | 50.43 | 47.26 | 31.98 | 22.56 |
| 300148 | 天舟文化 | 27.31 | 20 | 0.36 | 0.42 | 0.59 | 0.77 | 75.59 | 65.23 | 46.62 | 35.56 |
| | 平均值 | | | | | | | | 68.44 | 49.42 | 36.24 |

资料来源：wind、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 215 | 430 | 445 | 547 | 营业收入 | 367 | 572 | 696 | 808 |
| 现金 | 45 | 52 | 50 | 55 | 营业成本 | 257 | 431 | 515 | 593 |
| 应收账款 | 92 | 172 | 195 | 234 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它应收款 | 6 | 9 | 10 | 13 | 营业费用 | 27 | 38 | 51 | 57 |
| 预付账款 | 18 | 43 | 41 | 53 | 管理费用 | 30 | 41 | 50 | 59 |
| 存货 | 41 | 103 | 93 | 119 | 财务费用 | 7 | 8 | 11 | 11 |
| 其他 | 14 | 52 | 56 | 73 | 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 180 | 241 | 291 | 329 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 121 | 168 | 215 | 255 | 营业利润 | 44 | 53 | 70 | 89 |
| 无形资产 | 18 | 18 | 18 | 18 | 营业外收入 | 9 | 2 | 4 | 5 |
| 其他 | 41 | 56 | 59 | 56 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 395 | 672 | 736 | 876 | 利润总额 | 52 | 55 | 73 | 94 |
| 流动负债 | 181 | 388 | 391 | 453 | 所得税 | 8 | 8 | 12 | 16 |
| 短期借款 | 55 | 188 | 136 | 188 | 净利润 | 45 | 46 | 61 | 78 |
| 应付账款 | 35 | 65 | 82 | 83 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 3 | 5 |
| 其他 | 91 | 135 | 173 | 183 | 归属母公司净利润 | 45 | 46 | 58 | 73 |
| 非流动负债 | 36 | 36 | 36 | 36 | EBITDA | 51 | 69 | 91 | 113 |
| 长期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 | EPS (元) | 0.64 | 0.50 | 0.62 | 0.78 |
| 其他 | 16 | 16 | 16 | 16 | | | | | |
| 负债合计 | 217 | 424 | 427 | 489 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 3 | 8 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 70 | 93 | 93 | 93 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 39 | 39 | 39 | 39 | 营业收入 | 0.6% | 55.8% | 21.7% | 16.1% |
| 留存收益 | 69 | 116 | 174 | 246 | 营业利润 | 6.9% | 20.5% | 31.2% | 27.8% |
| 归属母公司股东权益 | 178 | 248 | 306 | 379 | 归属于母公司净利润 | 20.7% | 3.9% | 25.0% | 25.2% |
| 负债和股东权益 | 395 | 672 | 736 | 876 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 30.1% | 24.6% | 26.0% | 26.6% |
| | | | | | 净利率 | 12.2% | 8.1% | 8.3% | 9.0% |
| | | | | | ROE | 25.0% | 18.7% | 18.9% | 19.2% |
| | | | | | ROIC | 19.3% | 12.5% | 15.6% | 15.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 54.9% | 63.1% | 58.0% | 55.8% |
| | | | | | 净负债比率 | 34.58 | 49.12% | 36.52 | 42.44% |
| | | | | | 流动比率 | 1.19 | 1.11 | 1.14 | 1.21 |
| | | | | | 速动比率 | 0.96 | 0.84 | 0.90 | 0.95 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.03 | 1.07 | 0.99 | 1.00 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 4 | 4 | 4 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.88 | 8.64 | 7.00 | 7.17 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.48 | 0.50 | 0.62 | 0.78 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.38 | -0.71 | 1.30 | 0.15 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 1.91 | 2.66 | 3.28 | 4.06 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | P/B | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | EV/EBITDA | 1 | 0 | 0 | 0 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434