

2011年05月30日

朱吉翔
C0044@capital.com.tw
目標價(元) 38

公司基本資訊

產業別	建材
A 股價 (11/05/27)	28.58
深證成份指數 (11/05/27)	11492.71
股價 12 個月高/低	35.8/27.92
總發行股數 (百萬)	93.40
A 股數 (百萬)	23.40
A 市值 (億元)	7.38
主要股東	宿遷市新星投資有限公司 (34.98%)
每股淨值 (元)	10.33
股價/帳面淨值	3.05
	一個月 三個月 發行價
股價漲跌 (%)	0.60 -18.48 -14.89

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

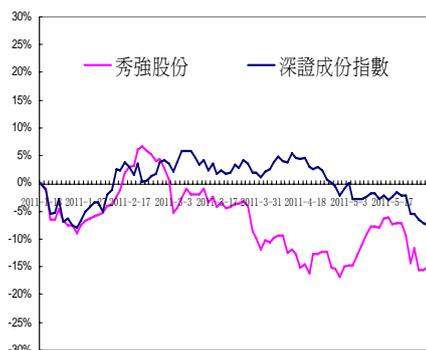
產品組合

玻璃製造	97.16%
其他	2.84%
其他	1.7%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	8.34%
----	-------

股價相對大盤走勢



秀強股份(300160.SZ) Strong Buy 強力買入

產能持續釋放伴隨毛利率提升，公司業績大幅增長明確

結論與建議：

公司彩晶玻璃與增透玻璃具有品質好，市場占有率高的特點，可以提升下游廠家產品議價能力，因此需求持續向好，產能問題正成爲制約公司發展的瓶頸。而隨著彩晶玻璃、TCO 玻璃以及增透玻璃等高毛利產品新增產能釋放，未來兩年公司業績將大幅增長。預計 2010-2012 年公司淨利潤 CARG61.4%，2011、2012 年 PE 分別爲 26.9 倍和 17 倍，2011 年 PB2.5 倍，估值尚未反應公司未來較高的成長性，給予強力買入的建議。

- 彩晶玻璃逐步替代傳統噴粉冷軋、PCM、VCM、ABS 等面板，成爲冰箱、空調面板的主流選擇。公司彩晶玻璃產品具有圖案更清晰、強度高等特點，受到市場廣泛認同，主流冰箱、空調企業占有率超過 5 成。
- 公司募投的 150 萬平米的彩晶玻璃生產綫已經建成，並且用超募資金建設的四川生產綫也將於下半年完工，2012 年公司整體產能將達到 430 萬平米，3 年 CAGR 達到 68%。新產能釋放將解決制約公司業務發展的瓶頸，並且由於公司在彩晶玻璃行業中的優勢地位，未來該業務毛利率有望伴隨產品結構中高端化而繼續走高，我們預計公司彩晶玻璃產能釋放將貢獻 2011 年、2012 年毛利 1.17 億元和 1.58 億元，YOY 增長 31%和 34%。
- 公司是國內僅有的可以生產增透玻璃（減反射膜玻璃）兩家企業之一，產品對於提高晶矽電池的轉換效率作用明顯，可以提高下游電池企業的溢價能力，因此產品供不應求，公司 2010 年產能 191 萬平米，目前產能 300 萬平米，且訂單飽滿，公司計劃 2011 年底將產能 600 萬平米。我們預計，隨著公司增透玻璃產能的釋放，公司該業務未來兩年將分別貢獻毛利和 0.65 億元和 0.86 億元，YOY 增長 156%和 32%。
- TCO 玻璃是薄膜太陽能電池必不可少的組件，過去生產技術多被國外企業所壟斷，因此製備技術成爲國外企業和國內龍頭玻璃企業高毛利的“護城河”。而公司目前已掌握 TCO 玻璃的核心技術，業務觸角將延伸至這一高毛利領域，目前產品送樣下游企業後正在小改，30 萬平米 TCO 玻璃產能將有望與 2011 年下半年釋放，並且公司規劃 2012 年 TCO 產能將達到 210 萬平米，由於產能釋放在 2012 年更多，因此該業務對公司業績的提升作用在 2012 年更爲明顯，預計未來兩年貢獻毛利 750 萬元和 0.95 億元。
- 在產能過剩的背景下，2011 年整體玻璃原片價格將出現同比的下降，有助公司降低成本。2011 年前 4 月，玻璃原片價格同比下降 12%。玻璃原片價格的下降實際利好公司業績的提升。預計未來兩年在產品結構重心向高毛利產品偏移以及玻璃成本穩定的雙重作用下，公司毛利率將逐年走高，在通脹背景下，公司將成爲爲數不多的毛利率水準提升的創業板企業。

..... 接續下頁

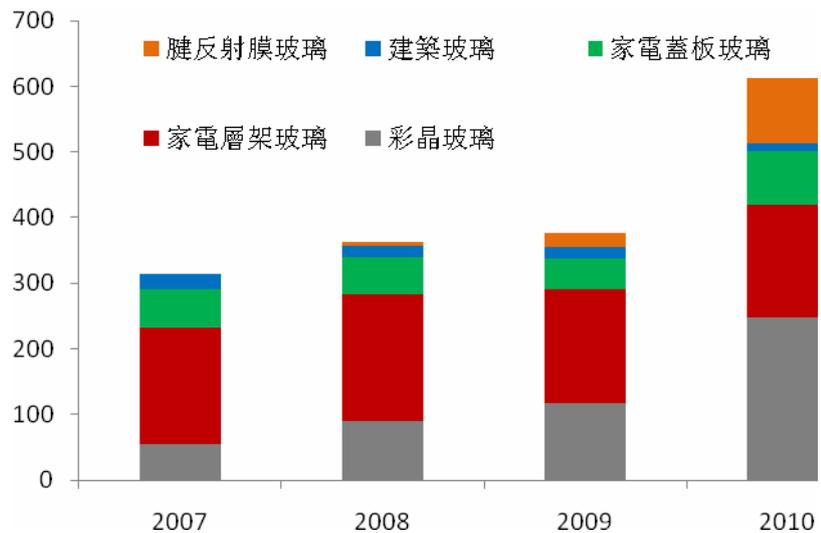
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	37	45	60	98	155
同比增減	%	74.99%	20.70%	33.20%	65.48%	57.51%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.540	0.640	0.850	1.054	1.660
同比增減	%	50.00%	18.52%	32.81%	24.02%	57.51%
A 股市盈率(P/E)	X	52.5	44.3	33.3	26.9	17.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.00		0.26	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.92%	1.06%	1.06%

公司概況

公司是從事玻璃深加工的民營企業，在家電玻璃領域及晶矽電池片玻璃製備領域具有較高的市場占有率，目前公司正在積極擴大家電玻璃的產能，并且涉足薄膜電池玻璃的加工。

公司 2010 年實現營收 6.3 億元，YOY 增長 72%，實現淨利潤 5950 萬元，YOY 增長 33.2%。2011 年一季度公司實現 1.8 億元，YOY 增長 65.5%，實現淨利潤 2218 萬元，YOY 增長 527%。

圖：公司各業務營收情況 單位元：百萬元



資料來源：公司公告

彩晶玻璃業務：

彩晶玻璃是以普通平板玻璃為原材料，經過切裁、鋼化、均質以後進行塗層精細加工，形成的堅固耐用、色彩豐富的玻璃面板產品。目前主要應用於冰箱、空調等家用電器的外殼或門等部位。與過去傳統的噴粉冷軋、PCM、VCM、ABS 等面板相比，美觀度大大提高，更鮮艷、不易受到溫度濕度和光照影響而出現褪色，并且也有較高的強度，壽命在 10-15 年。

圖：彩晶玻璃面板與傳統面板對比



資料來源：群益證券

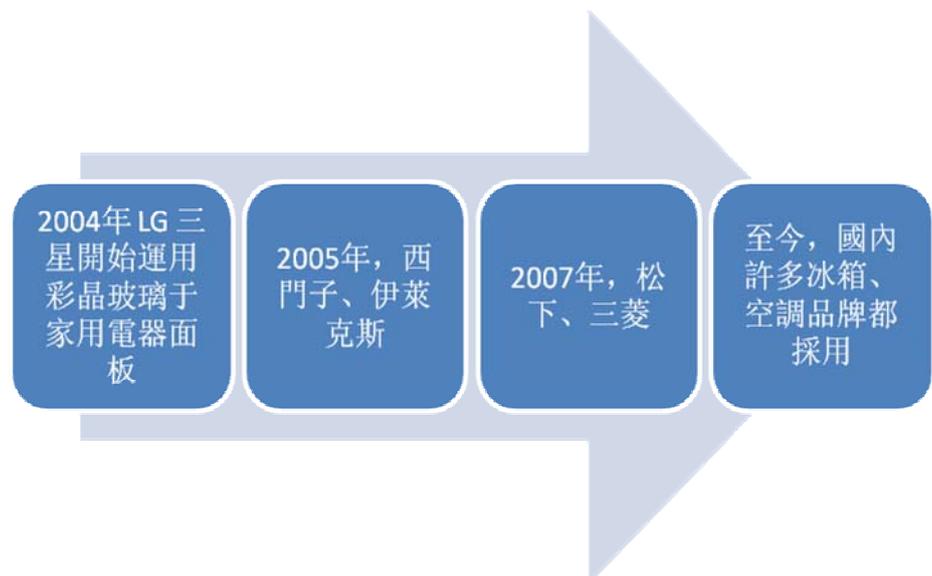
表：彩晶玻璃與傳統家電面板比較

	外觀	耐用性	價格	技術壁壘	占比
彩晶玻璃	美觀，表面光潔、可以有精緻的花紋，以及各種顏色	10-15 年的壽命，不褪色、不會掉漆	略高，但是在家電總價中占比僅 3-4%左右，	高	國內 20%左右，日韓占比 70%以上
噴粉冷軋、PCM 等面板	簡單，無花紋	10 年-20 年壽命，但是會褪色、掉漆	低，價格占比 2%-3%	低	80%

資料來源：群益證券

從 2004 年開始，彩晶玻璃逐漸運用于國外的家電品牌，公司自 2005 年開始涉足彩晶玻璃業務，并自主研發了彩晶玻璃內弧印刷生產技術，獲得國家發明專利，是國內第一個采用自主研發技術規模生產彩晶玻璃的企業。2010 年，公司彩晶玻璃產量達到 200 萬平米，并且占據主流冰箱企業 50%的份額，全國市場份額也接近 4 成。

圖：彩晶玻璃發展歷程



數據源：BMI，群益證券

圖：公司市場佔有率情況



資料來源：公司公告

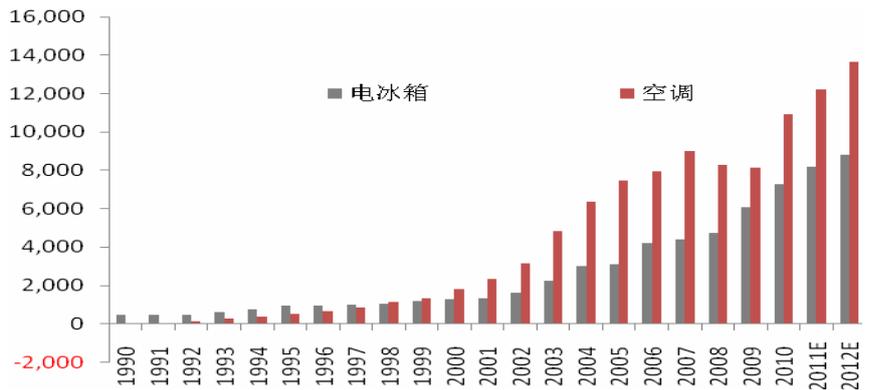
公司作為業內市占率最高的彩晶玻璃製造企業將充分分享行業快速發展帶來的益處,公司募投的彩晶項目以及建成并達產,目前產能 280 萬平米,下半年公司還有用超募資金在四川新建的 150 萬平米的產能建成,2012 年公司彩晶玻璃總產能將達到 620 萬平米,3 年產能 CAGR 達到 68%。

公司目前訂單飽滿,主要承接一些大型家電企業訂單業務,而受到產能限制,一些小企業訂單量逐步降低。并且由于大企業對於產品品質、外觀的要求更高,因此公司彩晶玻璃的產品結構呈現上升趨勢,在產品單價提升的情況下,由于人工成本增長有限,而玻璃原片價格近期有持續下行的趨勢,因此我們判斷 2011 年公司彩晶玻璃的毛利率將呈現小幅上升的態勢,該業務 2011 年、2012 年將貢獻毛利 1.17 億元和 1.58 億元, YOY 增長 31%和 34%。

長遠來看,大陸家電行業將呈現穩定增長態勢,一方面,城鎮化進程以及家電下鄉政策將促進冰箱、洗衣機等白色家家電繼續保持增長態勢。另一方面居民收入提高將促進家電需求的消費升級,多門、對開門冰箱、高檔空調、洗衣機將逐步代替款式陳舊、功能落後的老品種。

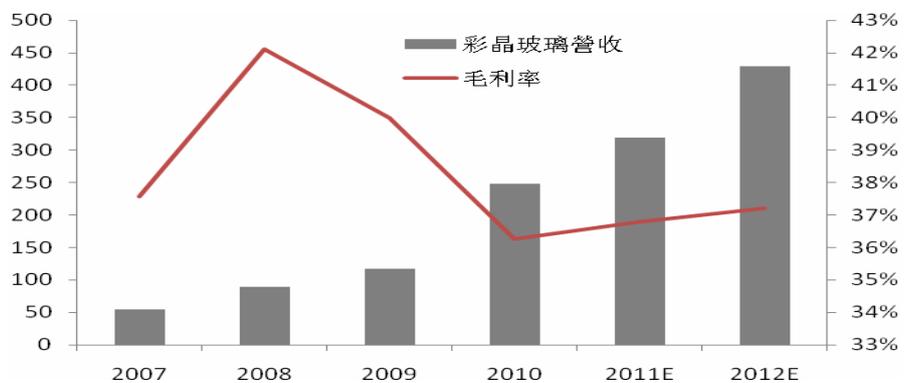
在家電行業穩步增長的背景下,彩晶玻璃面板由于美觀、耐用性的特點將逐步取代傳統的家電面板,未來幾年行業增速將大幅好於家電行業。同時參照韓國、日本等亞洲國家的彩晶玻璃面板在家電面板中的占比已經超過 70%,而中國只有 20% 的占比的事實,彩晶玻璃製造行業發展的空間十分巨大。

圖：家電銷售數據 單位：萬臺



資料來源：群益證券

圖：公司彩晶玻璃業務營收與毛利率變化 單位：百萬元

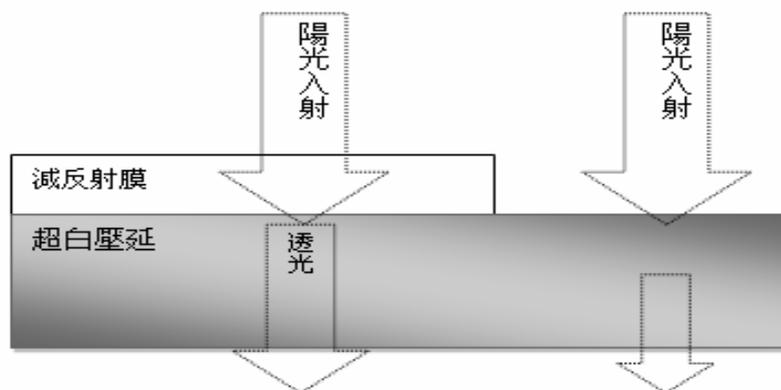


資料來源：群益證券

增透玻璃業務

減反射膜玻璃是在超白壓延玻璃表面，鍍上一層折射率小於玻璃本身的透明膜層，以提高玻璃的透光率，從而提高晶矽電池的轉換效率。另外，膜層提高了玻璃的易清潔性與電池蓋板玻璃的壽命，因此用減反射膜玻璃製造的晶矽電池的效率更高且壽命更長，電池企業的毛利也得到提升。

圖：減反射膜原理

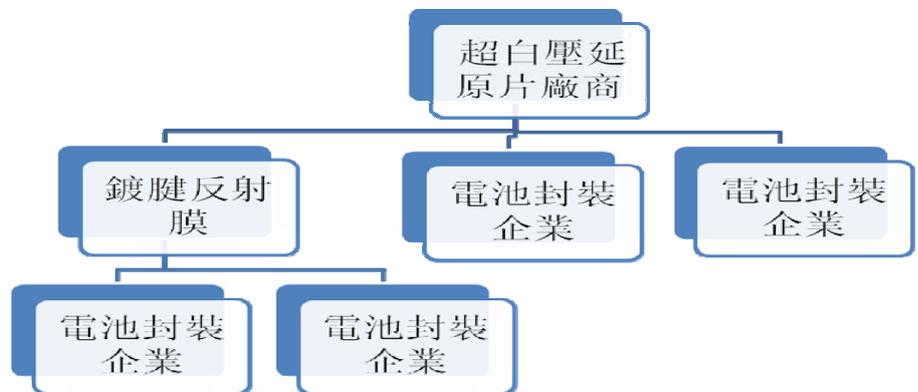


資料來源：群益證券

公司是國內可以生產增透玻璃（減反射膜玻璃）僅有的兩家企業之一，目前訂單量非常多，生產線一直處於滿產狀態。

從上下游的情況來看，受制于國內超白壓延產量較少，原片產能主要集中于金晶、南玻一類的大廠，而大企業為提高自身產品附加價值往往在產品出廠時就已做了鋼化，因此上半年公司受超白玻璃原片以及勞動力成本等因素的上市，增透玻璃業務毛利將較 2010 年同期會有微幅的下降。而下半年國內有多條超白壓延生產線投產，並且公司擁有 25%權益的河南天峰的超白壓延生產線也將投產，因此我們預計下半年超白壓延原片價格將有一定的下降，從而推動公司 2011 年下半年及 2012 年鍍反射膜玻璃毛利率水準小幅的回升。

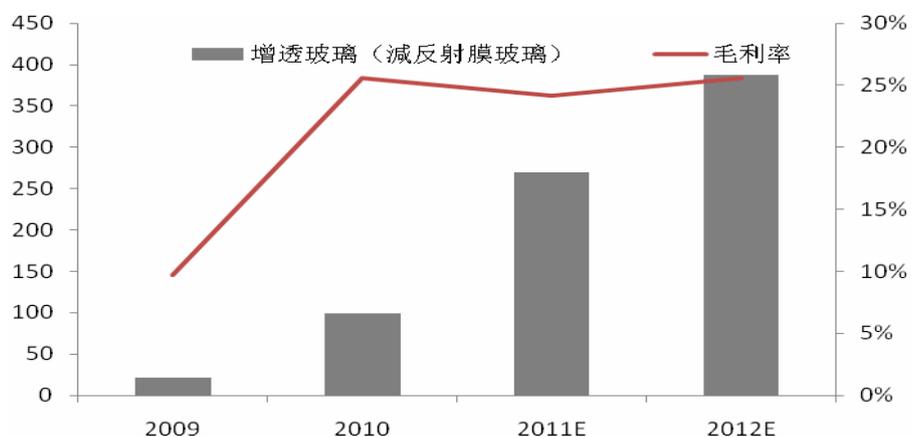
圖：增透玻璃（減反射膜）行業狀況



資料來源：群益證券

2010 年，受益於太陽能行業高景氣，公司增透玻璃銷量達到 150 萬平米，銷售收入長近 300%。而公司目前產能已經超過 300 萬平米，並且仍然無法滿足蜂擁而至的訂單，公司計劃年內產能擴張至 600 萬平米。我們預計，隨著公司增透玻璃產能的釋放，公司該業務未來兩年將分別貢獻毛利 0.65 億元和 0.86 億元，YOY 增長 156% 和 32%。

圖：增透玻璃營收與毛利率變化 單位：百萬元



資料來源：群益證券

TCO 玻璃：

除了彩晶玻璃與增透玻璃業務快速之外，公司 TCO 玻璃業務也將成為推動公司未來兩年業績快速增長的動力。

作為薄膜太陽能電池必不可少的組件，過去 TCO 生產技術多被國外企業所壟斷，因此製備技術成為國外企業和國內龍頭玻璃企業高毛利的“護城河”。而公司目前已掌握 TCO 玻璃的核心技術，業務觸角將延伸至這一高毛利領域。我們認為短期來看，國內薄膜電池廠商產能擴充速度快，高品質的 TCO 玻璃將處於供不應求狀態，公司作為國內位元數不多的擁有 TCO 生產綫的企業必然在未來的薄膜玻璃發展過程中受益

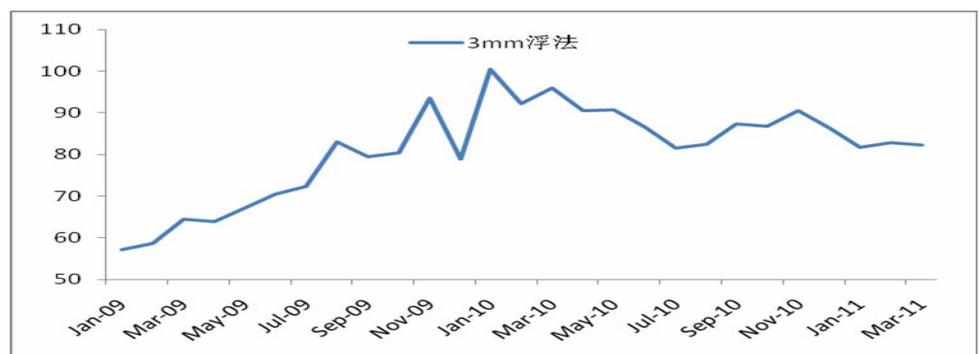
目前產品送樣下游企業後正在小改，30 萬噸 TCO 玻璃產能將有望與 2011 年下半年釋放，並且公司規劃 2012 年 TCO 產能將達到 210 萬平米，由於產能釋放在 2012 年更多，因此該業務對公司業績的提升作用在 2012 年更為明顯，預計未來兩年貢獻毛利 750 萬元和 0.95 億元。

玻璃初次生產加工行業產能過剩有利于深加工行業提高自身盈利水準

根據工信部的數據顯示，2010 年全國新增平板玻璃生產綫 34 條，新增產能 1.3 億重量箱，全國平板玻璃產能已達 8.9 億重量箱。2010 年平板玻璃產量 6.3 億重量箱，產能利用率已降至 70% 左右。目前各地尚有在建、擬建生產綫 30 餘條，待釋放產能高達 1 億重量箱。因此受產能規模壓制，2011 年前 4 月，玻璃價格呈現逐月走低的態勢，以 3mm 浮法玻璃為例，79.4 元/重量箱，YOY-12%，相比水泥價格高漲，玻璃價格疲軟顯示出整個行業面臨較為嚴重的產能過剩問題。並且由於玻璃生產過程中無法停窯，因此在未出現全行業的虧損的情況下，玻璃企業不會選擇停窯檢修，由於目前生產企業尚未達到盈虧平衡點，因此我們判斷未來玻璃價格仍將處於下行的通道中。

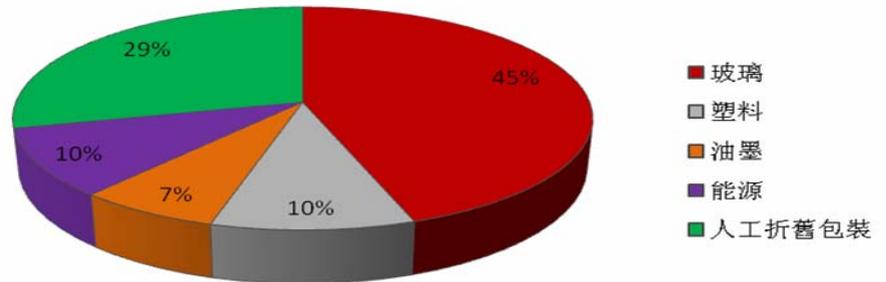
玻璃價格疲軟將直接利好以玻璃原片為主要生產原料的深加工企業，公司作為完全的玻璃深加工企業，未來兩年在產品結構重心向高毛利產品偏移以及玻璃成本穩定的雙重作用下，毛利率將逐年走高，成為通脹環境下，為數不多的毛利率水準提升的創業板企業。

圖 5：重點玻璃企業 3mm 浮法玻璃價格走勢 單位：元/重量箱



數據源：群益證券

圖：公司產品成本構成



資料來源：群益證券整理

盈利預測

綜合研判，我們預計公司 2011 年、2012 年淨利潤分別為 0.98 億元和 1.6 億元，YOY 分別增長 65%和 58%，EPS1.05 元和 1.66 元，目前對於 A 股 PE 分別為 26.9 倍和 17.1 倍，估值風險已經大幅降低，考慮到公司訂單情況良好，全年業績大幅增長較為確定，目前為較好的買入時點，給予強力買入的建議。

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2008	2009	2010	2011E	2012E
營業收入	4273	5279	7451	9682	12120
經營成本	2994	3436	4908	6704	8100
營業稅金及附加	5	5	7	12	17
銷售費用	220	242	280	367	637
管理費用	332	420	471	457	496
財務費用	78	106	112	142	238
資產減值損失	221	17	4	0	0
投資收益	44	19	16	45	80
營業利潤	466	1073	1679	2044	2695
營業外收入	45	32	176	70	84
營業外支出	9	116	5	36	41
利潤總額	502	989	1851	2078	2738
所得稅	2	74	257	274	394
少數股東損益	80	83	158	162	220
歸屬於母公司所有者的淨利潤	420	832	1435	1642	2123

附二：合并資產負債表

百萬元	2008	2009	2010	2011E	2012E
貨幣資金	1034	985	1216	2038	2286
應收賬款	353	430	352	389	389
存貨	326	92	285	-243	2434
流動資產合計	1800	1572	1908	2249	5167
長期股權投資	27	25	12	20	35
固定資產	5543	7083	8020	8934	8774
在建工程	2620	1624	1645	1766	2879
非流動資產合計	8576	9153	10142	11231	12253
資產總計	10376	10726	12051	13480	17419
流動負債合計	4369	4371	4625	4481	6266
非流動負債合計	1194	1354	1247	1433	1659
負債合計	5563	5726	5872	5913	7925
少數股東權益	268	351	510	671	892
股東權益合計	4545	4649	5668	6895	8602
負債及股東權益合計	10376	10726	12051	13480	17419

附三：合并現金流量表

百萬元	2008	2009	2010	2011E	2012E
經營活動產生的現金流量淨額	1030	1026	1354	1434	1235
投資活動產生的現金流量淨額	-2563	-1125	-1543	-1322	-2231
籌資活動產生的現金流量淨額	680	690	419	710	1245
現金及現金等價物淨增加額	-865	590	230	822	249

1 此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。