



建材/原材料

南玻 A (000012)

触摸屏、太阳能、建筑节能 3 主题投资

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读:

南玻 4 块业务各有亮点, 平板玻璃受益保障房建设、工程玻璃主要为建筑节能产品、太阳能具备完整产业链将降低成本、精细玻璃强力打造触摸屏产业链。目标价 26 元。
投资要点:

- **平板玻璃:** 公司是国内唯一拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业。拥有浮法玻璃生产线九条, 总产能 220 万吨; 在建两条, 全部投产后产能 270 万吨。今明两年, 保障房建设将保证市场对玻璃的需求。
- **工程玻璃:** 国内最大的高档工程及建筑玻璃制造商, 产销量和市场认同度全国排名第一。公司 low-e 玻璃的年产能 1000 多万平方米, 并计划两年内增加镀膜大板产能 900 万 m² 及中空 Low-E 复合产品产能 240 万 m²。Low-E 玻璃国内高端公建市场占有率达到 55% 以上。
- **太阳能产业链:** 公司以打造完整的太阳能光伏产业链为发展战略。初步完成“多晶硅—硅片—太阳能电池—太阳能电池组件”的太阳能产业链布局。公司计划在未来一年将成本将至 25 美元。
- **精细玻璃:** 年产 TN/STN-LCD 及触摸屏用导电膜玻璃 1200 万片, 是全球低电阻导电膜玻璃的主要供应商之一, 为苹果间接供货。公司计划河北明年底投产产能 3 万吨超薄玻璃生产线, 做到 0.33mm, 满足 Ipad 的要求, 一旦成熟, 可以进口替代。公司对显示器件公司进行股份制改造, 将南玻集团持有股权转让与由显示器件的董事、中高级管理人员及核心技术人员组建的公司。
- **盈利预测:** 期望未来 3 年收入超过 200 亿 (09 年 53 亿左右), 精细玻璃希望 35 亿左右 (09 年 4.5 亿左右), 平板玻璃 40 亿左右 (09 年 31 亿左右), 工程玻璃 30 亿 (09 年 19 亿左右), 太阳能光伏 100 亿左右 (09 年 1.4 亿左右)。增量主要是精细玻璃、工程玻璃、太阳能。预期 2010-11 年 EPS 至 0.68、0.94 元, 目标价上调至 26 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,273	5,279	7,904	10,295	13,758
(+/-)%	2.0%	23.5%	49.7%	30.2%	33.6%
经营利润 (EBIT)	500	1,159	1,881	2,575	3,688
(+/-)%	-26%	132%	62%	37%	43%
净利润	420	832	1,402	1,944	2,809
(+/-)%	-3%	98%	69%	39%	44%
每股净收益 (元)	0.34	0.68	0.68	0.94	1.35
每股股利 (元)	0.10	0.35	0.35	0.48	0.70

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12%	22%	24%	25%	27%
净资产收益率 (%)	9%	16%	23%	28%	34%
投入资本回报率 (%)	6%	13%	17%	21%	26%
EV/EBITDA	36.1	19.2	16.3	11.7	8.2
市盈率	66.8	33.4	33.6	24.2	16.8
股息率 (%)	0.4%	1.5%	1.5%	2.1%	3.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **26.00**

上次预测: 22.00

当前价格: 22.68

2010.11.22

交易数据

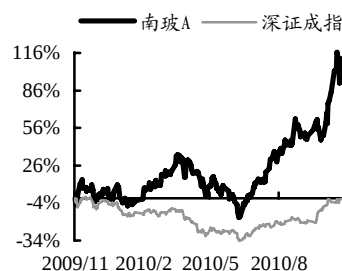
52 周内股价区间 (元)	8.55-25.29
总市值 (百万元)	47,100
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,077/1,274
流通 B 股/H 股 (百万股)	763/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	55
日均成交值 (百万元)	931

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,962
每股净资产	2.87
市净率	7.9
净负债率	58%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.03	0.14
Q2	0.10	0.16
Q3	0.15	0.20
Q4	0.12	0.17
全年	0.40	0.68

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	43%	62%	115%
相对指数	48%	53%	125%

相关报告

- 《强力打造触摸屏相关产业链》
2010.10.28
- 《业绩好于预期, 完整建筑节能和太阳能》
2010.10.23
- 《3 季度业绩好于预期, 上调目标价至 20》
2010.10.10
- 《南玻 A 公司 2010-08-27 调研提纲》
2010.09.10
- 《玻璃、太阳能、显示三大产业规划 200》
2010.08.29

模型更新时间: 2010.11.22

股票研究

原材料

建材

南玻 A (000012)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.00

上次预测: 22.00

当前价格: 22.68

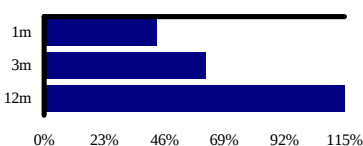
公司网址

www.csgholding.com

公司简介

公司是一家中外合资企业,是中国玻璃行业最具竞争力和影响力的大型企业。公司目前拥有下属企业 25 家,在国内 30 多个大中城市布有销售网点。公司主营高档浮法玻璃原片、工程及建筑玻璃、汽车玻璃、精细玻璃、光伏科技绿色能源产品(高纯硅材料、太阳能超白玻璃、晶体硅太阳能电池、薄膜太阳能电池及其组件)建筑玻璃幕墙及太阳能光伏幕墙工程的设计与安装等业务。据 08 年中报显示,太阳能产业已正式成为公司主营业务中的一部分。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

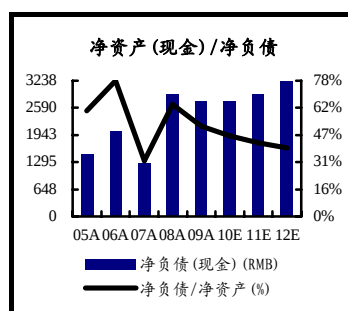
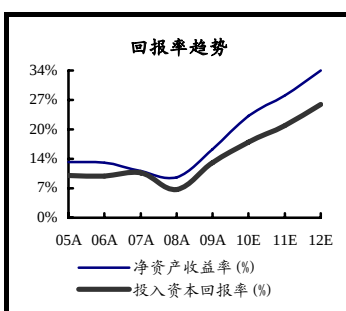
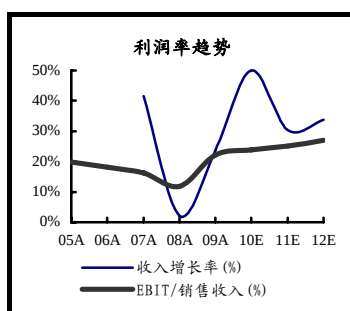
8.55-25.29

市值 (百万)

47,100

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,302	2,965	4,188	4,273	5,279	7,904	10,295	13,758
主营业务成本	1,562	2,012	2,910	2,994	3,436	5,106	6,556	8,502
税金及附加	4	6	12	5	5	8	10	13
主营业务利润	736	947	1,267	1,274	1,838	2,790	3,728	5,242
其他业务利润	3	-3	43	221	17	16	21	28
营业费用	163	196	251	220	242	340	432	592
管理费用	120	214	292	332	420	553	700	936
EBIT	456	532	680	500	1,159	1,881	2,575	3,688
财务费用	45	88	65	78	106	110	120	138
营业利润	411	445	615	422	1,054	1,771	2,456	3,550
所得税	27	32	67	2	74	274	380	550
少数股东损益	62	82	136	80	83	153	212	306
净利润	316	335	431	420	832	1,402	1,944	2,809
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	282	539	1,278	1,034	654	1,076	1,512	2,067
其他流动资产	661	748	856	766	1,040	1,557	2,028	2,711
长期投资	4	16	48	40	35	54	83	129
固定资产合计	4,486	5,223	5,971	8,163	8,687	9,895	10,821	11,840
无形及其他资产	87	249	297	311	411	463	536	641
资产合计	5,520	6,776	8,453	10,376	10,913	13,133	15,068	17,475
流动负债	1,891	3,069	3,599	4,369	4,314	5,744	6,551	7,326
长期负债	914	762	561	1,189	978	1,103	1,276	1,527
股东权益	2,476	2,633	4,007	4,545	5,316	5,996	6,939	8,302
投入资本(IC)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本(IC)	4,391	5,209	5,874	7,814	8,456	9,173	10,328	12,069
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	426	494	608	498	1,072	1,599	2,189	3,135
折旧与摊销	240	256	332	353	447	11	45	79
流动资金增量	(284)	(82)	(131)	(267)	18	(544)	156	617
资本支出	1,049	1,156	1,127	2,560	1,070	1,272	1,044	1,204
自由现金流	(100)	(324)	(57)	(1,442)	431	882	1,034	1,394
经营现金流	924	801	1,102	1,030	1,670	1,969	1,885	2,383
投资现金流	998	1,189	1,565	2,805	1,204	(1,272)	(1,044)	(1,204)
融资现金流	3,420	2,906	4,729	6,882	5,533	(514)	(680)	(948)
现金流净额	5,341	4,895	7,397	10,717	8,407	183	160	232
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率			41.3%	2.0%	23.5%	49.7%	30.2%	33.6%
EBIT 增长率			27.7%	-26.5%	131.9%	62.2%	36.9%	43.2%
净利润增长率			28.8%	-2.6%	98.0%	68.5%	38.7%	44.5%
利润率								
毛利率	32.1%	32.1%	30.5%	29.9%	34.9%	35.4%	36.3%	38.2%
EBIT 率	19.8%	18.0%	16.2%	11.7%	22.0%	23.8%	25.0%	26.8%
净利润率	13.7%	11.3%	10.3%	9.8%	15.8%	17.7%	18.9%	20.4%
收益率								
净资产收益率(ROE)	12.8%	12.7%	10.8%	9.2%	15.7%	23.4%	28.0%	33.8%
总资产收益率(ROA)	5.7%	4.9%	5.1%	4.0%	7.6%	10.7%	12.9%	16.1%
投入资本回报率(ROIC)	9.7%	9.5%	10.3%	6.4%	12.7%	17.4%	21.2%	26.0%
运营能力								
存货周转天数	71.5	57.4	40.6	39.7	37.0	33.1	35.6	36.3
应收账款周转天数	49.53	39.70	36.68	23.19	20.97	20.97	20.97	20.97
总资产周转天数	875.2	834.2	736.7	886.2	754.6	606.5	534.3	463.6
净利润现金含量	2.92	2.39	2.55	2.45	2.01	1.40	0.97	0.85
资本支出/收入	46%	39%	27%	60%	20%	16%	10%	9%
偿债能力								
资产负债率	50.8%	56.5%	49.3%	53.6%	48.6%	52.2%	52.0%	50.7%
净负债率	60.5%	77.6%	31.7%	64.2%	51.6%	46.0%	42.1%	39.0%
估值比率								
PE	62.2	58.7	53.4	65.1	33.4	33.6	24.2	16.8
PB	7.9	7.5	5.7	6.0	5.2	7.9	6.8	5.7
P/S	8.5	6.6	5.5	6.4	5.3	6.0	4.6	3.4
EV/EBITDA	38.99	34.41	26.83	35.27	19.16	16.27	11.75	8.17
股息率			0.0%	0.5%	1.5%	1.5%	2.1%	3.1%



1. 业务 4 大板块，均有绝对优势

公司业务分为 4 大板块：平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃和太阳能产业链。

- **平板玻璃**：公司是国内唯一拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业。
- **工程玻璃**：国内最大的高档工程及建筑玻璃制造商，产销量和市场认同度全国排名第一。
- **精细玻璃**：年产 TN/STN-LCD 及触摸屏用导电膜玻璃 1200 万片，是全球低电阻导电膜玻璃的主要供应商之一，其产品质量和销售额均在国内外名列前茅。
- **太阳能产业链**：公司以打造完整的太阳能光伏产业链为发展战略。初步完成“多晶硅—硅片—太阳能电池—太阳能电池组件”的太阳能产业链布局。

表 1：南玻 A 产能表

	地区	产品	持股	单位	目前产 能	在/(筹) 建产能	在建	09 年营 收(亿 元)	09 净利 润(亿 元)	净利润 率
平板 玻璃	广州	高档浮法、特种	100%	万吨/年	40			6.82	0.96	14%
	深圳	高档优质浮法玻璃	100%	万吨/年	30	37.5	18 个月	5.50	0.29	5%
	成都	高档浮法、特种	75%	万吨/年	80			7.92	2.58	33%
	河北	高档浮法、特种	100%	万吨/年	49			5.26	1.16	22%
	总体表现				199			31.09	4.91	16%
工程 玻璃	东莞	low-e、中空镀膜	100%	万 m ² /年	240	120+300	11 年 7 月 +12 年 3 月	6.86	1.42	21%
	天津	low-e、中空镀膜	100%	万 m ² /年	240			4.37	0.28	6%
	天津	low-e、中空镀膜	100%	万 m ² /年	240			3.50	0.67	19%
	吴江	low-e、中空镀膜	100%	万 m ² /年	240	120+300	11 年 7 月 +11 年 12 月	4.41	1.00	23%
	成都	low-e、中空镀膜复		万 m ² /年	120	300	11 年 8 月			
总体表现					1080			19.31	3.80	23%
精细 玻璃	深圳	导电膜 (ITO 玻璃)	75%	万片/年	1200			2.55	0.42	17%
	深圳	彩色滤光片 (CF 玻 璃)	70%	万片/年	108			1.69	-0.32	-19%
	总体表现				1308			4.49	0.27	6%
太阳 能产 业链	宜昌	高纯度多晶硅材料	93.97%	吨/年	1500	2000	11 年 1H	0.73	-0.13	-17%
	宜昌	多晶硅片	93.97%	MW	100	100	11 年 1H			
	东莞	太阳能电池及组件	100%	MW	100	100	11 年 1H	0.64	-0.15	-23%
	东莞	太阳能玻璃产品	100%	万吨/年	17	5		5.52	1.16	21%
		TCO 玻璃		万 m ² /年	46	252				
总体表现								1.37	-0.26	-19%

注：我们将平板玻璃事业部中的太阳能玻璃产品归入了太阳能产业链。总体表现中的收入、净利润是扣除合并抵消与少数股东权益以后的金额，平板玻璃事业部的收入利润中包括太阳能玻璃、太阳能事业部则不包括太阳能玻璃。

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2. 平板玻璃：保障房保障玻璃需求

目前拥有与世界先进水平同步的高档优质浮法玻璃生产线九条，总产能 220 万余吨；在建生产线两条，当全部建成投产后总产能将达 270 余万吨（明年新增的 2 条浮法线是为了给工程玻璃提供配套）。另外，成都及河北廊坊的浮法生产线建设了与之配套的余热发电站，不仅实现了节能减排，也降低了浮法玻璃的生产成本。

公司能够生产 0.55~25mm 多种厚度和颜色的高档优质浮法玻璃以及超白浮法玻璃，可以满足市场各种不同的需求。

今年，平板玻璃的需求总体比较旺盛。目前，政府对商品房实行了严厉的调控政策，但是同时对保障房建设也提出了更多量的要求，为了控制房价，总体必须提高供给。

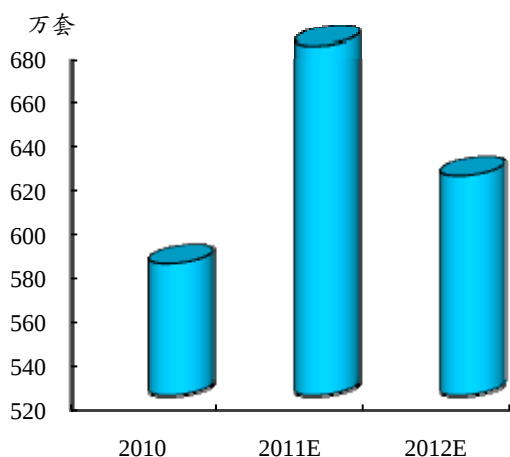
保障房方面，近日有消息称，房地产行业“十二五”发展规划有望在本月底形成初稿。2011 年至 2012 年，保障性住房建设将是政府力推的重点工作。2010 年全国完成 580 万套保障房建设基本已无悬念，而 2011 年要继续建设 680 万套保障房，2012 年要建设 620 万套保障房。除上海外，北京、广州、深圳等地也已制订详细的保障房建设方案。2009 年，我国住宅开工面积为 9.2 亿平方米。假设保障性住房的面积为 40 平方米，580 万套的面积就有 2.32 亿平方米，占 09 年房屋开工面积的 25%，将成功拟补商业性住宅受政策打压后开工量下降的影响。

表 1：保障房开工面积测算

		保障房平均面积（平方米）					
	保障房（万套）	40	50	60	70	80	90
2010 年	580	2.32	2.9	3.48	4.06	4.64	5.22
2011 年	620	2.48	3.1	3.72	4.34	4.96	5.58
		占 09 年住宅开工面积的比例					
2010 年		25%	32%	38%	44%	50%	57%
2011 年		27%	34%	40%	47%	54%	61%

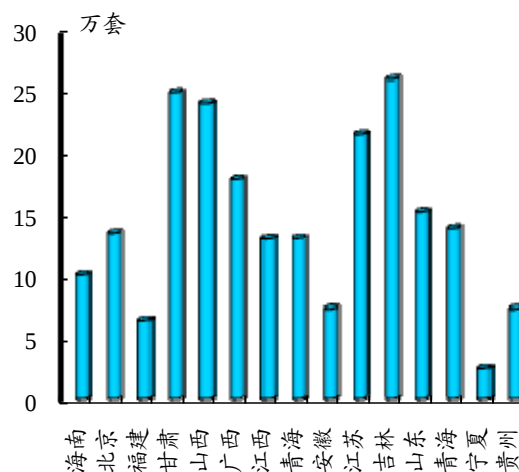
数据来源：国泰君安证券研究

图 1：国家保障房建设长期规划



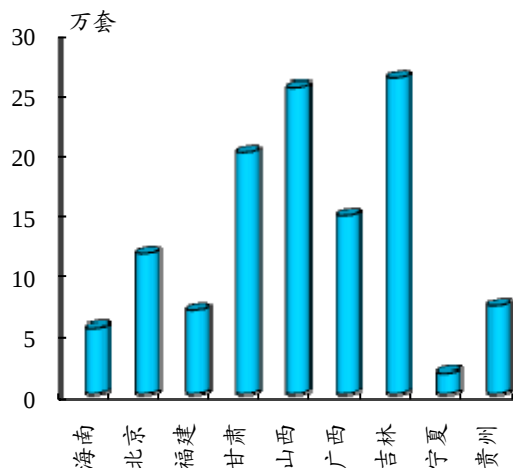
数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 2：2010 年各省市保障性住房建设目标责任



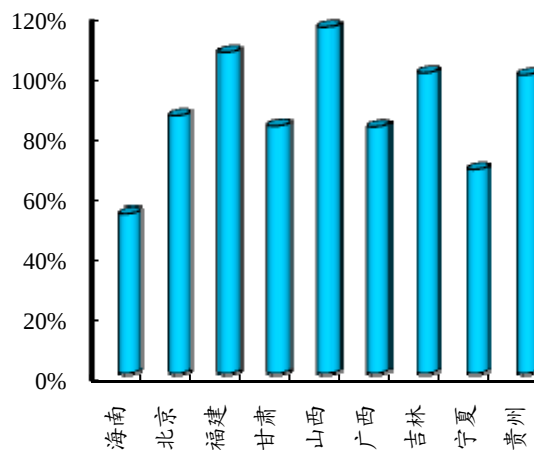
数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 3: 2010 年部分省市保障房开工数量



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 4: 2010 年部分省市保障房开工率



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

3. 工程玻璃: 节能政策驱动龙头公司稳健增长

产能: 公司拥有天津、东莞、吴江、成都四大工程建筑玻璃加工生产中心, 已形成东南西北的均衡布局, 区位优势明显。目前, 公司低辐射镀膜中空玻璃的年产能已超过 1,000 万平方米, 并计划在未来两年内进一步增加镀膜大板产能 900 万平米及中空 Low-E 复合产品产能 240 万平米。已建成的镀膜产能占全国的 20%, 国内第一。

技术方面, 公司先后开发出双银、三银等镀膜产品, 使产品的节能效果不断提高; 质量管理体系分别经英国 AOQC 和澳洲 QAS 机构认证通过, 产品质量同时满足美国、欧洲及澳大利亚国家标准, 这使得南玻集团在国际性招投标中屡屡获胜。在镀膜技术上的研发与世界同步, 南玻的技术人员不间断地参与各种国家标准及行业标准的制定和编写。公司有自主组建世界先进水平的大型磁控溅射镀膜线能力, 有一支高水平的膜技术研发队伍。

市场营销方面, 已经建立了覆盖全国的市场营销网络, 品牌知名度全国第一, 预计 2009 年国内市场占有率将达到 25%, 公建产品市场占有率将达 40%, 高品质的节能环保产品 Low-E 玻璃国内高端公建市场占有率达到 55% 以上。

盈利: 毛利率 30-35%, 比较稳定。民用市场靠走量, 目前 20-30% 产品卖到高端民用市场。

4. 太阳能产业链: 降成本、增产能

目前, 公司初步完成“多晶硅—硅片—太阳能电池—太阳能电池组件”的太阳能产业链布局, 这标志着公司在新能源领域的发展进入实质性阶段。

太阳能超白压延玻璃是南玻集团自主创新开发的具有完全自主知识产权的太阳能电池封装玻璃, 年产能 12 万吨, 是中国太阳能玻璃最大供应商, 并跻身为全球主要供应商之一。

太阳能薄膜电池用 TCO 玻璃生产线已经开始量产, 年产能 46 万平方米, 目前其透光率、雾度、电阻率等各项指标已达到日本同类产品水准。公司还计划投资 3.5 亿元, 新建 4 条合计年产能 252 万 m² 的 TCO 玻璃生产线, 届时公司将成为国内 TCO 玻璃最大的供应商。

硅材料: 公司计划再投资 1.4 亿元对现有的部分生产设备进行改造和扩容, 将产能提升至 2000 吨/年, 单位

成本也将进一步降低，改造和扩容计划于 2011 年二季度完成。

多晶硅：国内最大单条闭环多晶硅生产线——宜昌南玻一期 1500 吨高纯硅材料项目于 2009 年 10 月进入了商业化运营，目前其能耗指标、物耗指标及其他各项工艺参数均达到国内先进水平，目前月产已达到 120 吨以上，成本低于 38 美金/公斤，质量达到电子二级标准，在行业中处于领先地位。

多晶硅的技术变化也很快，徐州中能（保利谐星）已经采用冷清华工艺成本达到 25 美元，南玻也将在未来 1 年把成本从 38 美元降至 25 美元。

硅切片：160MW 硅片加工项目已经开工建设，预计一期 60MW 生产线将于 2010 年三季度投入运营。

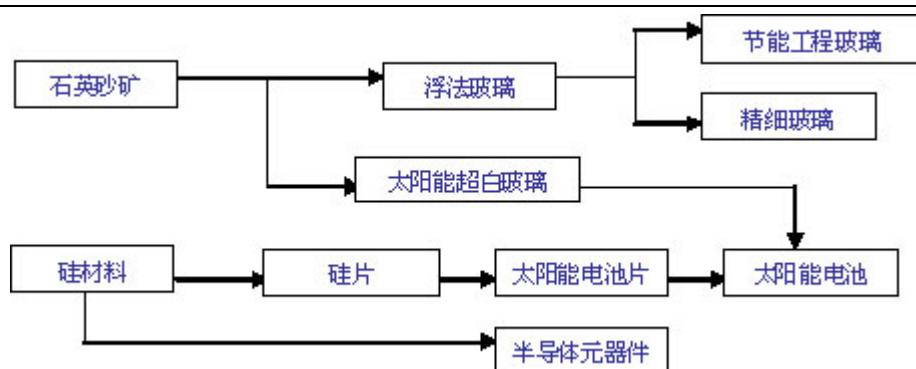
太阳能电池项目 25MW 单晶硅电池生产线已进入正常商业化运营，其良品率及光电转换率均达到行业中较高水平；另外，25MW 多晶硅电池生产线也于 2010 年 1 月进入商业化运营。扩建的 50MW 光伏电池生产线已经开工建设，预计将于 2010 年三季度投入生产。

公司战略规划：太阳能今年 20 亿，三年后 100 亿。

目前，无锡尚德的太阳能规模为 3G，南玻为 100MW，通过对比，我们认为公司必然有扩大太阳能电池产能的需要，从公司目前的产业链完备情况看，公司一定会扩大电池产能。

太阳能产业链市场：目前，太阳能在国内的运用还非常少，产品基本都是出口欧洲，主要是德国、意大利、西班牙。德国的补贴价格下滑，但是总额可能上升。公司现在的产能供不应求，前期小规模的生产就是为了储备技术人才市场等。公司的优势在于：完整产业链，各个环节的技术水平好，管理优势。

图 5：公司玻璃及太阳能产业链



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

5. 精细玻璃：强力打造触摸屏产业链

公司有年产 TN/STN-LCD 及触摸屏用导电膜玻璃 1200 万片，是全球低电阻导电膜玻璃的主要供应商之一，其产品质量和销售额均在国内名列前茅。公司力图不断扩大产品的功能和应用范围，逐步从平板显示器领域延伸至新的光学薄膜产品领域。

月产厚度 0.38—1.1mm 的彩色滤光片 9 万片，产品主要应用于 STN-LCD 和 TFT-LCD 领域。公司是国内少数从制造技术、设备配置以及净化厂房设计等方面全面具备中小尺寸 TFT-CF 制造能力的厂商之一，具有从玻璃基板的切割、抛光到彩色滤光片 TOP-ITO 镀膜的全制程配套生产能力。

➤ 透明导电膜玻璃（ITO）

年产 TN/STN-LCD 及触摸屏用导电膜玻璃 1200 万片；乃全球主要的供应商之一。

ITO 透明导电薄膜（ITO Film）：月产能 2 万平方米；国内唯一稳定供货商

➤ 彩色滤光片 (CF)

产量: 9 万片/月

尺寸: 2.5~3 代, 中小尺寸

应用: 彩色 STN-LCD 及 TFT-LCD

公司根据资本市场最新的政策动向, 对显示器件进行股份制改造, 将南玻集团持有的显示器件股权转让与由显示器件的董事、中高级管理人员及核心技术人员组建的公司, 保障该公司未来的可持续发展。

公司目前给高端时尚的通讯产品作显示屏, 瓶颈还在于基板, 所以公司在**河北建超薄电子玻璃产线**。河北是电子级的超薄玻璃, IPAD 要向 0.33 毫米挺进, 如果南玻实现, 相当于国内电子玻璃的划时代性大事件。目前被康宁和旭硝子两大巨头控制, 是国内企业突破封锁的标杆。国内其他公司生产的超薄玻璃的最薄厚度为 0.7mm, 南玻如果做到 0.33mm, 那么**未来可以替代进口**。

河北建玻璃产线有燃料的便利: 当地有天然气, 价格几万元一吨, 运输半径没问题。预计明年下半年点火, 后年上量。技术是南玻自己研发的, 公司有很大的研发中心, 包括浮法等很多产品都是自己研发的。历史上最早第一条浮法就是南玻超薄浮法玻璃。现在平板显示发展很快, 超薄看好。

公司战略规划: 从 09 年 4.5 亿元到三年后 35 亿元。

竞争对手: 导电玻璃从规模和品质而言就是莱宝和南玻, 但是方兴科技等也生产中低端产品, 莱宝和南玻都是自己的技术, 且技术水平相当。两家目前的产能都不够苹果用, 但产能扩张需要时间, 建厂需要一年时间。

发展方向: 主要在触摸屏 (TP)。南玻的 3.5 的线比较适合, 大线做这个不经济。玻璃基片的路线优于 film 路线。

6. 盈利预测: 2010 年 EPS0.68, 上调目标价至 26 元

南玻为我们最看好建材公司之一 (水泥最看好冀东水泥): 今年以来我们对南玻进行了 6 次调研、撰写公司研究报告 10 篇; 并撰写行业内首份 Low-e 深度和建筑节能深度报告推荐, 并因此形成建筑节能专题系列推荐。事实上公司今年业绩一再好于预期, 除股权激励到位外, 公司涵盖 Low-e 节能玻璃和多晶硅等太阳能完整产业链亦是重要贡献。预期 2010-11 年 EPS 至 0.68、0.94 元, 同增 68%、39%, 增持, 基于目前市场对触摸屏产业链价值发掘, 我们上调目标价至 26 元。

表 2: 单季度财务指标

	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2
主营业务收入	1848	1557	1732	1482	1196	869	977	1155
增速	55%	79%	73%	30%	4%	-11%		
毛利率	34.4%	36.2%	37.0%	37.5%	34.7%	26.5%	32.5%	32.1%
主营业务成本	1213	993	1090	926	781	639	659	784
业务税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	1
主营业务利润	634	563	640	554	414	229	317	370
资产减值损失	(1)	2	15	2	1	(0)	(4)	(4)
营业费用	68	57	65	66	63	48	51	55
费用率	3.7%	3.7%	3.7%	4.5%	5.2%	5.6%	5.2%	4.8%
管理费用	115	106	122	111	104	83	68	77
费用率	6.2%	6.8%	7.0%	7.5%	8.7%	9.6%	6.9%	6.7%
财务费用	30	28	30	21	19	35	0	(5)

费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.4%	1.6%	4.0%	0.0%	-0.4%
三项费用率	11.5%	12.2%	12.5%	13.4%	15.5%	19.1%	12.2%	11.0%
营业利润	423	370	408	354	228	64	202	246
投资收益	0	9	0	12	(0)	7	44	(0)
营业外收入	14	17	(1)	18	11	4	4	6
营业外支出	1	1	113	1	1	0	3	4
收入净额/利润	2.8%	3.8%	-39.0%	4.4%	4.4%	4.5%	0.2%	1.1%
利润总额	435	394	294	383	238	74	247	249
所得税	66	61	9	42	19	4	21	15
所得税率	15.3%	15.5%	3.1%	11.1%	7.8%	5.9%	8.5%	6.1%
少数股东损益	32	33	30	25	20	8	29	21
占利润比	7.4%	8.5%	10.3%	6.4%	8.5%	10.4%	11.6%	8.5%
净利润	337	299	254	316	199	62	197	212
增速	69%	384%		134%	-6%	-69%		
净利润率	18.2%	19.2%	14.7%	21.4%	16.7%	7.1%	20.2%	18.4%
EPS	0.16	0.14	0.21	0.26	0.16	0.05	0.16	0.17

数据来源：国泰君安证券研究

表 3: 上半年分板块盈利

	收入增速	收入占比	毛利占比	毛利率	增减
平板玻璃	76%	47%	50%	37.6%	17.7%
工程玻璃	12%	28%	24%	29.5%	-5.5%
精细玻璃和陶瓷	19%	7%	6%	27.6%	-6.7%
太阳能产业	313%	26%	21%	28.2%	-15.9%
房地产	-71%	0%	0%	13.0%	-42.8%
合计	65%	100%	100%	35.1%	4.0%

数据来源：国泰君安证券研究

表 4: 分板块盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入							
玻璃及玻璃制品	2969	3963	4397	5464	6478	7935	10764
浮法玻璃	1426	2,088	2,288	3,105	3,770	4,629	5,678
工程玻璃	915	1,329	1,560	1,910	2,080	2,564	4,328
精细玻璃	425	547	550	449	628	742	757
其他	382	429	35	26	29	32	35
增速	114%	12%	-92%	-26%	10%	10%	10%
光伏太阳能产业	0	0	53	137	1,925	3,019	3,887
板块合计	3,147	4,393	4,494	5,640	8,444	10,998	14,698
收入合计	2,952	4,163	4,273	5,279	7,904	10,295	13,758
合计增速	28.2%	41.1%	2.6%	23.5%	49.7%	30.2%	33.6%
毛利占比							
玻璃及玻璃制品	94.2%	93.7%	99.3%	98.4%	72.6%	63.6%	63.6%
浮法玻璃	34.0%	48.0%	41.2%	56.8%	43.7%	37.0%	33.7%
工程玻璃	37.0%	27.1%	39.5%	34.6%	22.4%	20.7%	24.9%
精细玻璃	19.2%	18.5%	18.6%	7.0%	6.5%	5.9%	5.0%

光伏太阳能产业	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	26.8%	35.9%	36.1%
毛利率							
玻璃及玻璃制品	30.0%	30.1%	28.9%	33.3%	31.5%	30.2%	31.4%
浮法玻璃	22.5%	29.3%	23.0%	33.8%	32.6%	30.1%	31.6%
工程玻璃	38.2%	26.0%	32.4%	33.5%	30.3%	30.4%	30.6%
精细玻璃	42.8%	43.2%	43.3%	28.9%	29.0%	30.0%	35.0%
其他	24.4%	18.8%	20.6%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
光伏太阳能产业			4.8%	10.4%	39.2%	44.8%	49.3%
板块合计	30.0%	29.0%	28.5%	32.8%	33.3%	34.2%	36.2%
毛利率合计	32.03%	30.55%	29.93%	34.92%	35.39%	36.31%	38.20%
净利润	335	431	420	832	1,402	1,944	2,809
净利润增速	5.9%	28.8%	-2.6%	98.0%	68.5%	38.7%	44.5%
每股收益 (EPS)	0.33	0.36	0.34	0.68	0.68	0.94	1.35

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		