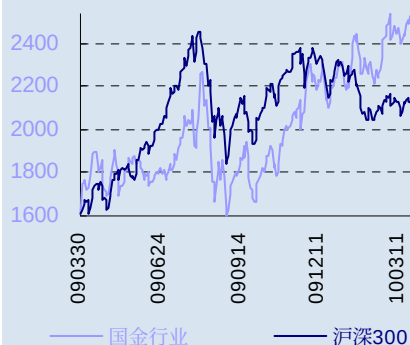


2010 年 03 月 29 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	63.00
市场优化平均市盈率	29.70
国金玻璃指数	2465.98
沪深 300 指数	3358.54
上证指数	3123.80
深证成指	12552.45
中小板指数	6069.71



相关报告

- 1 《景气高位震荡,政策将长期利好》, 2009.12.7
- 2 《玻璃景气快速提升》, 2009.8.5

分析师:贺国文

 (8621)61038234
 hegwn@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

玻璃行业研究报告

—— 普通玻璃景气受压, LOW-E 玻璃成为行业亮点

减持

持有

增持

投资要点

- 2010 年年度报告中我们对玻璃行业的景气判断是上半年由于需求还比较旺盛, 行业景气将在高位振荡, 下半年将面临产能集中快速释放带来的风险, 但 3 月中旬的价格大幅下降有点超出我们的预期。
- 对于二季度, 我们还维持玻璃价格在目前价位振荡的判断, 因为从此次降价后微观层面反映的情况来看, 价格具备振荡企稳的条件, 但二季度后玻璃行业面临新增产能过快增长的风险。
- 虽然玻璃行业景气受压, 但玻璃的深加工子行业 **LOWE 玻璃行业**, 未来 3~5 年内有望出现爆发式增长的可能, 目前介入时机已经成熟, 我们给予该子行业推荐评级, 理由如下:
 - ◆ 我国目前 LOWE 玻璃使用率低, 对比各发达国家 LOW-E 玻璃使用情况, 中国目前 LOW-E 玻璃市场处于初始发展阶段, 较之欧美基本普及的成熟市场仍有相当的距离, 未来发展空间依然广阔。
 - ◆ 民用住宅是未来拥有广阔的市场空间, 随着人均住房消费层次的不断提升, 对于 LOWE 玻璃较高成本的敏感度将不断降低, LOWE 玻璃需求的自然增长就能保持较快速度;
 - ◆ 在目前节能减排大背景下, 我们期待通过建筑节能相关政策助推行业需求快速增长, 根据国外的经验, 政策是行业需求增长拐点的关键推动因素。
 - ◆ 根据我们后文做的敏感性分析, 我们判断未来 5 年有望保持 40% 以上高增长, 行业蕴含着较大的投资机会。
- 在投资标的的选择上, 我们重点推荐**南玻**:
- **LOW-E 产能优势首屈一指**: 南玻的工程玻璃 (离线 LOW-E) 有东西南北四个生产基地, 分别是吴江、成都、东莞、天津, 实际最大产能在 1200 万平方米左右, 凭借多年在 LOWE 玻璃领域的领先优势, 是国内当值无愧的规模和品质龙头。
- **产能增长提速**: 2011~2012 年公司将有 5 条 LOW-E 生产线相继投入生产, 届时南玻将拥有共计约 2400 万平米的 LOW-E 产能, 产能快速投放将使公司最大限度享受行业景气带来的高利润。
- **内涵价值优势明显**: 公司是国内技术最领先的 LOW-E 玻璃生产企业, 拥有自主知识产权的综合研发实力, 保证公司产品多角度满足用户需求, 同时生产成本得到有效控制, 在未来竞争中处于主动优势地位;
- 我们对南玻 2010 年~2011 年 EPS 预测分别为 1.0、1.3 元, 我们给予公司未来 6-12 个月目标价 30.00 元, 相当于 2010 年 30 倍 PE、2011 年 23 倍 PE。(详细的盈利预测详见我们后续的南玻投资价值分析报告)

内容目录

一季度行业回顾：量升价跌	4
产量增加，价格下跌	4
价格为什么跌？	4
二季度展望：产能压力渐行渐近，原材料价格上涨成隐忧	5
新增产能压力不容忽视	5
需求面：向好态势	8
原材料价格上涨成隐忧	9
LOW 玻璃行业推荐：未来有望爆发式增长	9
LOW-E 玻璃之物理性质分析——节能效果最佳的玻璃	9
LOW-E 玻璃之国内市场分析——行业刚起步，市场足够大	13
投资策略：推荐南玻	18

图表目录

图表 1：今年前 2 月全国平板玻璃产量同比增速明显加快	4
图表 2：今年 1 季度各地平板玻璃价格降幅 (元/重量箱)	4
图表 3：2004~2010 年 1 季度最大降价幅度对比	4
图表 4：库存上行压力增大致使企业现金流趋紧	5
图表 5：2010 年年初至今新增产能统计	6
图表 6：2010 年将停产冷修的生产线	6
图表 7：2010 年冷修完毕投产的生产线	6
图表 8：2010 年预计浮法生产线投产一览表	7
图表 9：2010 年浮法线产能汇总计算	7
图表 10：需求 1：房地产新开工面积增速继续加快	8
图表 11：需求 2：汽车产量增速继续加快	8
图表 12：需求 3：平板玻璃出口依然保持负增长 (%)	8
图表 13：部分出口区域国内外价差比较明显 (元/重量箱)	9
图表 14：今年初纯碱价格自底部复苏 (元/吨)	9
图表 15：重油价格自 08 年底一直呈上升走势 (元/吨)	9
图表 16：LOW-E 玻璃属于深加工玻璃中的镀膜玻璃	10
图表 17：在线 LOW-E 玻璃、离线 LOW-E 玻璃结构示意图	10
图表 18：LOW-E 玻璃较之普通玻璃节能效果数量化比较	11
图表 19：LOW-E 玻璃“K”值显著低于其他玻璃品种	11
图表 20：LOW-E 玻璃窗节能效果最好	12
图表 21：LOW-E 玻璃窗降低 CO ₂ 、SO ₂ 排放量最大	12
图表 22：LOW-E 玻璃的制造成本结构 (以进口设备为例)	12
图表 23：建筑能耗占社会总能耗的近 50%	13

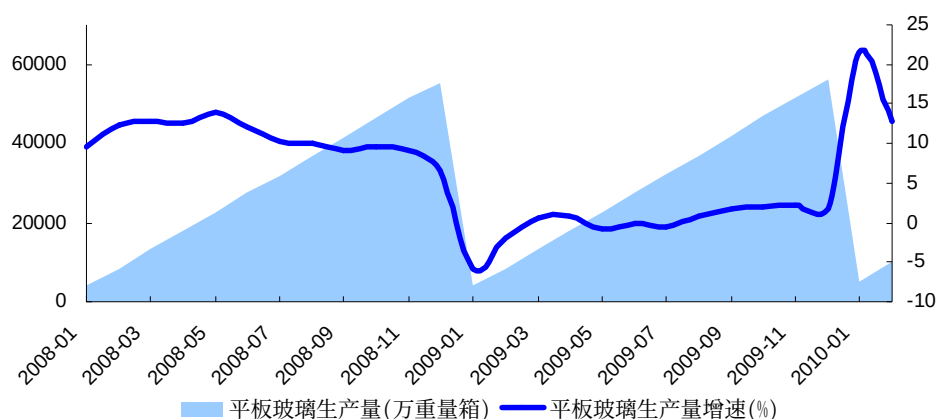
图表 24：我国北方住宅的门窗耗能占建筑总耗能的 55%.....	13
图表 25：国内主要 LOW-E 生产企业实际产能分布图	14
图表 26：2010 年全国 LOW-E 玻璃产能将增加约 2000 万平方米.....	14
图表 27：我国同其他发达国家 LOW-E 玻璃使用率情况比较	15
图表 28：LOW-E 与普通白玻在不同房价的使用成本占比	15
图表 29：城镇家庭平均每人全年住房消费性支出呈加速上升趋势 (元)	16
图表 30：欧洲各国节能政策促使 LOW-E 玻璃市场占有率迅速提升.....	16
图表 31：国外发达国家建筑节能主要激励政策	17
图表 32：LOW-E 玻璃需求的敏感性分析	17
图表 33：LOW-E 市场需求将保持高速增长势头	18

一季度行业回顾：量升价跌

产量增加，价格下跌

- 由于生产线复产，以及部分生产线点火投产，无论从同比还是环比数据看，前两月玻璃产量较之去年有明显增加。
 - ◆ 看同比数据，今年前 2 月，全国平板玻璃产量达 9910.78 万重量箱，同比增长 12.7%，增速较去年同期提高 14.7 个百分点；
 - ◆ 看环比数据，今年前 2 月全国平板玻璃产量较去年 11、12 月份环比增长 3.4%，即春节放假、天气寒冷等因素并未影响到玻璃产能增长。

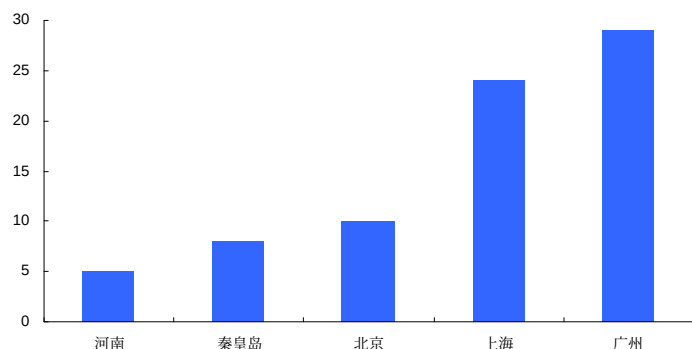
图表1：今年前2月全国平板玻璃产量同比增速明显加快



来源：华通数据、国金证券研究所

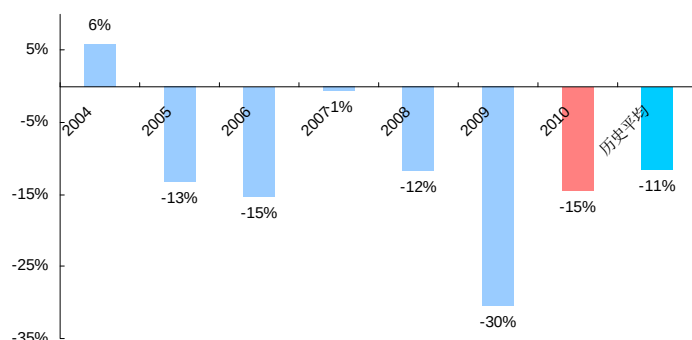
- 在淡季因素需求并未同步启动的情况下，玻璃价格出现了较大幅度调整：
 - ◆ 横向对比，全国降价幅度自北向南依次加大，基本上绝对价格越高的区域降价幅度越大；
 - ◆ 纵向看，全国玻璃价格最大降幅达 15% 左右，降价幅度略大于历史均值，表现出一定的弱势迹象。

图表2：今年1季度各地平板玻璃价格降幅(元/重量箱)



来源：中国建材信息网、中国玻璃网、国金证券研究所

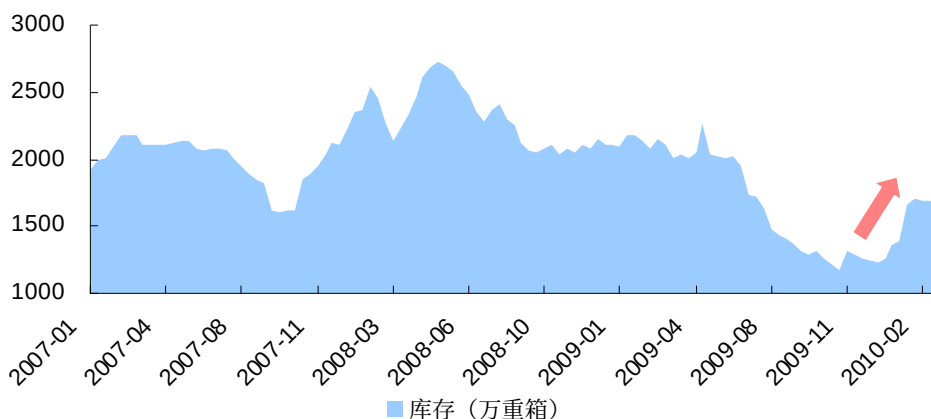
图表3：2004~2010 年1季度最大降价幅度对比



价格为什么跌？

- 淡季需求不旺导致企业现金流趋紧：玻璃生产线必须不间断生产的特点决定了生产企业对于库存的高度敏感性，需求不振导致的产品积压将给企业现金流带来直接压力，迫使企业降价促销。

图表4：库存上行压力增大致使企业现金流趋紧



来源：中国玻璃信息网、国金证券研究所

- **下半年产能压力导致悲观预期加重：**从我们近期调研情况看，下半年新投产及复产生产线将较上半年明显增加，市场普遍对于下半年产能投放压力预期悲观，而淡季库存压力上升进一步加重企业心理负担，市场具备降价的心理基础。
- **市场集中度低致使恶性竞争时现：**此轮玻璃价格的导火索即是由于个别企业实施大幅度非常规降价进而引发市场心理恐慌导致的。

二季度展望：产能压力渐行渐近，原材料价格上涨成隐忧

- 2010 年年度报告中我们对玻璃行业的景气判断是上半年由于需求还比较旺盛，行业景气将在高位振荡，下半年将面临产能集中快速释放带来的风险。但 3 月中旬的价格大幅下降有点超出我们的预期。
- 对于二季度，我们还维持玻璃价格在目前价位振荡的判断，因为从此次降价后微观层面反映的情况来看，价格具备振荡企稳的条件，但二季度后玻璃行业面临新增产能过快增长的风险。
- 原材料价格上涨是玻璃行业可能面临的又一风险：重油价格 09 年持续走高，纯碱价格年初至今显示出快速复苏迹象，其盈利存在被原材料价格上涨所吞噬的风险。

新增产能压力不容忽视

- 从我们汇总的 2009~2010 年浮法玻璃生产线已投产、将投产、将冷修、冷修后将复产等数据看，2010 年浮法玻璃产能增速较 2009 年仍将继续加快，粗略估计 2010 年产能增速将达到约 25.4%，较 2009 年加快约 6.2 个百分点。
- 从未来 3 个季度产能投放节奏看，下半年新增产能压力较上半年将有显著增加，而二季度产能增长势头将维持在正常水平。

图表5：2010 年年初至今新增产能统计

序号	新增生产线统计	日熔量(t)
1	河北沙河迎新玻璃厂五线（石家庄）	500
2	河北沙河鑫利玻璃有限公司二线	550
3	沙河长城玻璃有限公司四线	500
4	河北沙河安全公司五线	500
5	江苏昆山长江浮法玻璃公司二线	700
6	常熟耀华皮尔金顿二线	600
7	漳州旗滨玻璃公司二线	600
合计		3950

来源：中国玻璃信息网、国金证券研究所

图表6：2010 年将停产冷修的生产线

序号	生产线	日熔量(t)	投产日期
1	秦皇岛北方集团浮法三线	400	2000.8
2	秦皇岛北方集团压改浮线	180	2004.7
3	中国耀华玻璃集团股份二线	450	2001.7
4	江苏华润集团六线	700	2001.7
5	江苏华润集团七线	360	2001.12
6	杭州建新浮法玻璃公司二线	380	1995.7
7	陕西神木浮法一线	400	2002.4
8	中国洛阳浮法玻璃集团仰韶公司	300	2001.3
9	湖北三峡新型建材公司二线	600	2001.9
合计		3770	

来源：中国玻璃信息网、国金证券研究所

图表7：2010 年冷修完毕投产的生产线

序号	生产线	日熔量(t)	投产时间
1	凌源向东浮法玻璃厂一线	300	1987.8
2	福耀双辽玻璃一线	400	1999.8
3	河北晶牛集团包头浮法一线	500	2004.5
4	江苏昆山长江浮法玻璃公司一线	450	1996.12
5	浙江玻璃股份有限公司三线	600	2002.3
6	江西萍乡浮法玻璃二厂	500	2001.9
7	福耀海南玻璃一线	600	2007.8
8	福耀海南玻璃二线	600	2007.1
9	广东中山玉峰二线	500	2005.7
10	福耀集团福清二线	600	2005.04
11	南宁浮法玻璃有限公司二线	500	2002.12
12	山西光华玻璃有限公司二线	330	1996.12
合计		5880	

图表8：2010 年预计浮法生产线投产一览表

区域	生产线	日熔量(t)	投产可能性
华东	华华润本部十线	200	可能
	浙玻长兴二线	700	可能
	吴江南玻一线	600	计划
	东台中玻二线	600	计划
	信义芜湖三线	600	可能
	信义芜湖四线	600	可能
	山玻滕州三线	800	可能
	蓝实六安一线	600	计划
	小计	4700	
华南	荆州亿钧二线	900	计划
	湖北三峡三线	900	计划
	武汉明达二线	700	可能
	英德鸿泰一线	600	计划
	英德鸿泰二线	600	计划
	小计	3700	
华北	元华浮法一线	500	可能
	德金二线	500	可能
	正大二线	500	可能
	大光明二线	700	可能
	润安一线	700	可能
	润安二线	700	可能
	秦皇岛北方一线	500	可能
	秦皇岛北方二线	500	可能
	石家庄晶玉二线	500	可能
	蒙世达一线	700	计划
	蒙世达二线	700	计划
	小计	6500	
西南	鸿昇玻璃	170	计划
东北	凌源世明	700	计划
西北	新疆沙湾洛玻	350	计划
总计		16120	

来源：中国玻璃信息网、国金证券研究所

图表9：2010 年浮法线产能汇总计算

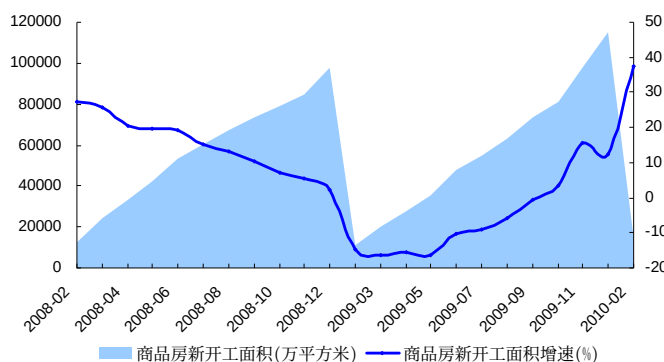
玻璃网统计数据	生产线数	日熔量(吨)	年产能(万重量箱)
2008年12月30日实际产能	150	75270	48188
2009年12月30日实际产能	169	87370	55935
2009年新增产能	24	14450	9251
2010年至今已投产产能	7	3950	2529
2010年预计将投放产能	27	16120	10320
2010年无法修复的生产线	26	10770	6895
2010年将停产冷修的生产线	9	3770	2414
2010年冷修完毕投产的生产线	12	5880	3764
汇总计算			
2009年产能增速		19.2%	
2010年新增产能	37	22180	11671
2010年产能增速		25.4%	

来源：国金证券研究所

需求面：向好态势

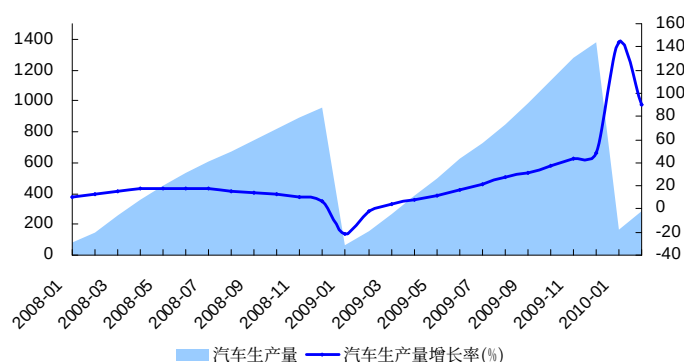
- 前 2 个月玻璃下游房地产和汽车行业呈现良好发展势头，这意谓着玻璃需求继续向好的趋势没有发生改变，我们认为未来需求仍将维持一定幅度增长。

图表10：需求1：房地产新开工面积增速继续加快



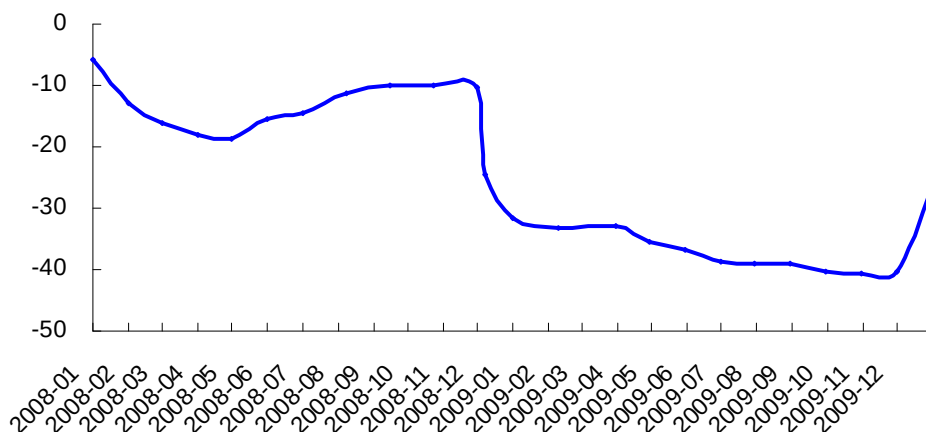
来源：华通数据、国金证券研究所

图表11：需求2：汽车产量增速继续加快



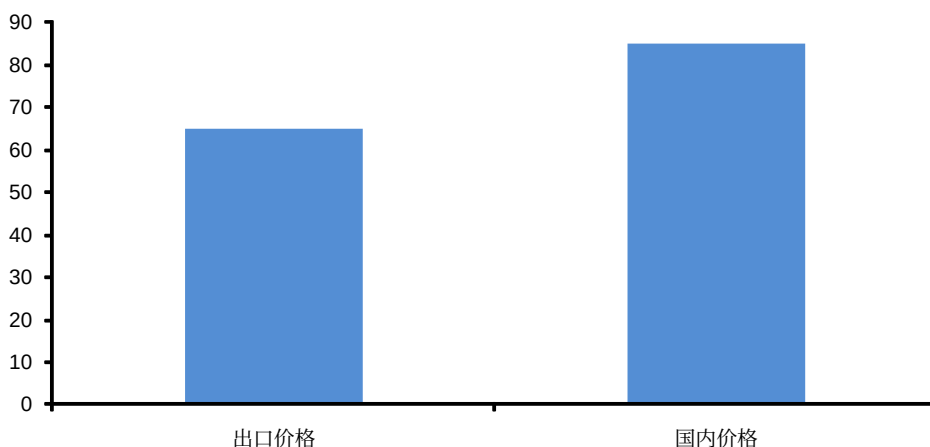
- 国内玻璃出口形势一直没有明显好转，虽然增幅在逐渐回升，但整体仍处于负增长态势，我们认为随着全球景气的复苏，以及国内外玻璃价差的缩小，出口也将呈现复苏的态势。

图表12：需求3：平板玻璃出口依然保持负增长(%)



来源：中国建材信息总网、国金证券研究所

图表13：部分出口区域国内外价差比较明显（元/重量箱）

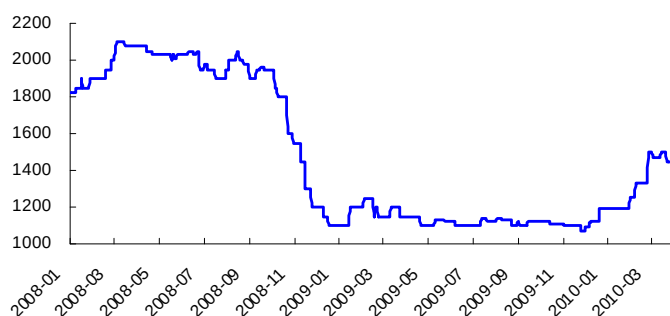


来源：国金证券研究所

原材料价格上涨成隐忧

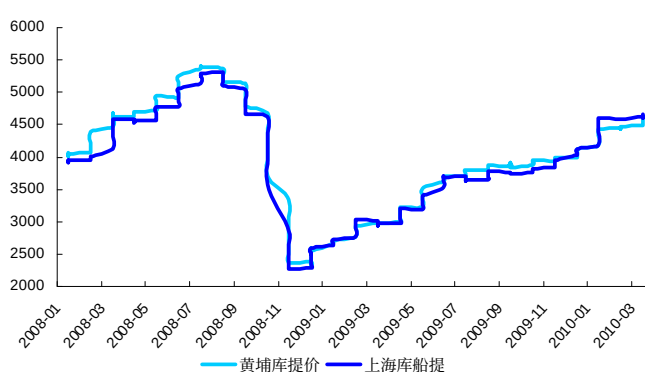
- 玻璃原材料价格的上涨是影响行业盈利能力的一大风险，其中重油价格自08年底至今一直呈上升走势，纯碱价格今年初自底部复苏，未来若原材料价格进一步上涨，则玻璃行业利润将受到侵蚀。

图表14：今年初纯碱价格自底部复苏（元/吨）



来源：化工在线、中华商务网、国金证券研究所

图表15：重油价格自08年底一直呈上升走势（元/吨）



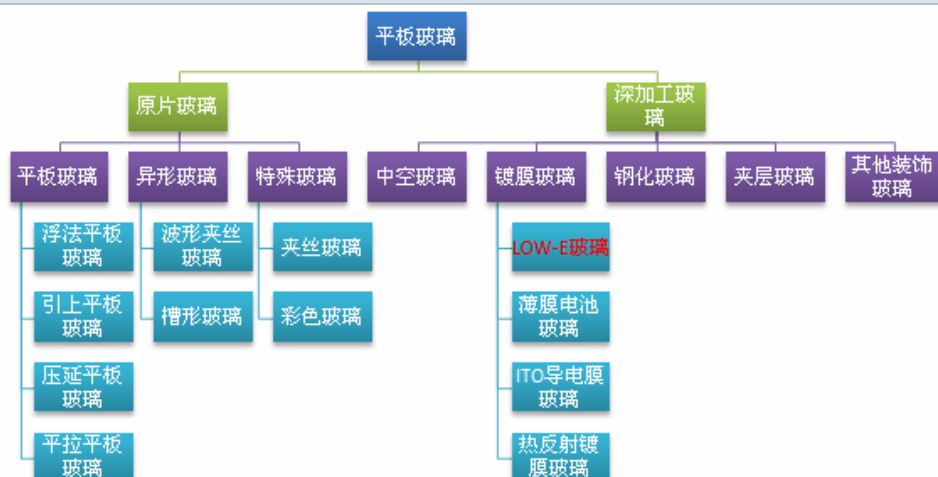
- 虽然未来平板玻璃行业面临着产能压力和原材料价格上升的风险，但是玻璃行业并非没有亮点，这里我们重点推荐 LOW-E 玻璃行业，在国家推行节能减排的大背景下，未来该行业将从政策扶持中显著受益，结合国外发达国家普及使用 LOW-E 玻璃的成功经验，我们认为该行业在 3~5 年内有望出现爆发式增长。

LOW 玻璃行业推荐：未来有望爆发式增长

LOW-E 玻璃之物理性质分析——节能效果最佳的玻璃

- **产品描述：**LOW-E(Low emissivity)玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面涂上若干层金属(通常为银)及其他化合物膜后形成的膜系产品。由于金属膜对于可见光高透过，但对于中远红外光高反射、低辐射，故而得名 LOW-E 玻璃。

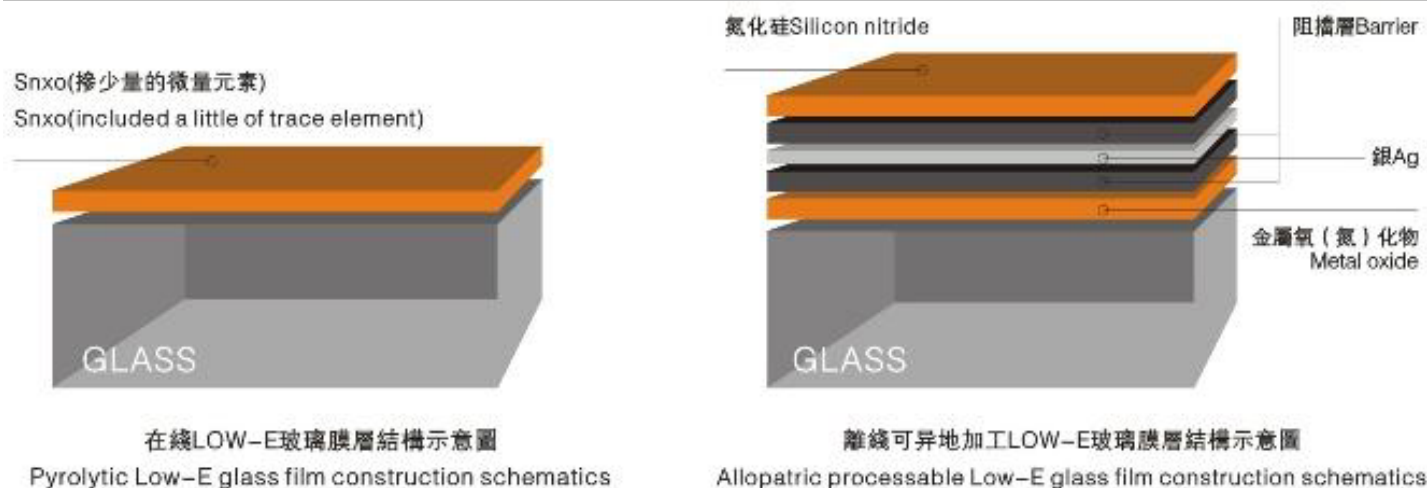
图表16：LOW-E 玻璃属于深加工玻璃中的镀膜玻璃



来源：国金证券研究所

- **产品分类：在线/离线。**目前按其制备方法的不同，LOW-E 玻璃分为在线 LOW-E 和离线 LOW-E 两个品种。
 - ◆ **离线真空溅射法：**将普通浮法玻璃送入一个大的真空室内，内部设有多个溅射靶，随着真空室内压力降低，阴极靶溅射出金属原子，沉积到玻璃表面上，形成膜层；
 - ◆ **在线高温热解沉积法：**在浮法玻璃生产线上生产玻璃的同时在锡槽内进行镀膜，由于此时的玻璃温度接近 700℃，膜层是在玻璃高温成型过程中直接喷射到热玻璃表面上，随着玻璃的冷却，膜层成了玻璃的一部分。

图表17：在线 LOW-E 玻璃、离线 LOW-E 玻璃结构示意图

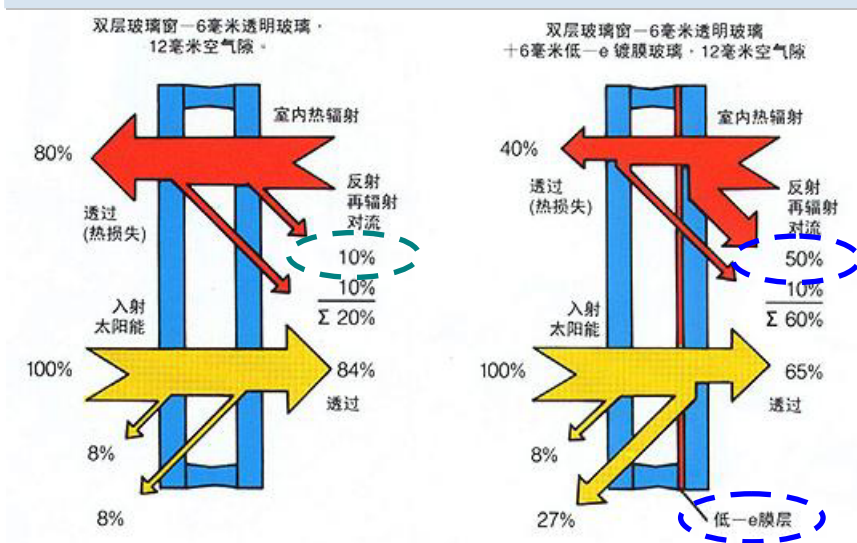


来源：国金证券研究所

- **节能原理：热量“易进难出”。**自然界中，热量传输方式有三种：传导、对流和辐射，而玻璃内表面的传热 60%左右是以辐射的形式实现的，通常意义上，LOW-E 玻璃在保证外部阳光高透过的基础上有效降低室内热量向外辐射，进而显著提升建筑的节能效果。
 - ◆ “易进”：LOW-E 玻璃对 0.3-2.5um 的太阳能辐射具有 60%以上的透过率，白天来自室外辐射能量可大部分透过玻璃进入室内；
 - ◆ “难出”：LOW-E 玻璃对 2.5um 以上长波具有很强的反射性，太阳光短波透过玻璃照射到室内的物体上使其被加热，再以长波的形式向外

辐射，这其中大部分长波将被 LOW-E 玻璃有效反射，剩余部分经玻璃再次辐射，透出室外的能量将大幅降低，进而使得玻璃绝热性能得到极大程度地改善。

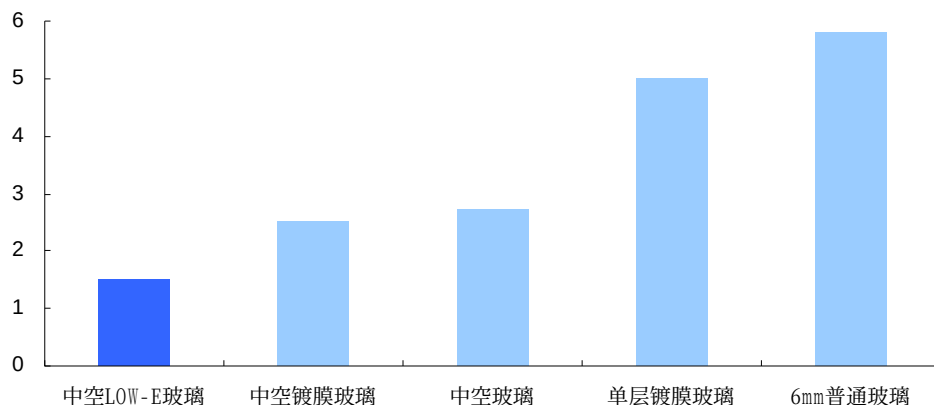
图表18：LOW-E 玻璃较之普通玻璃节能效果数量化比较



来源：国金证券研究所

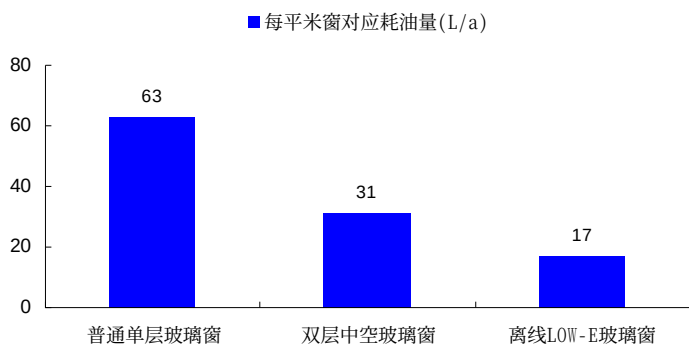
- **节能效果最佳：**学术界通常用传热系数“K”来表示某介质的绝热性能，“K”值越低，窗玻璃的绝热性能越好。LOW-E 玻璃“K”值明显低于其他玻璃品种，显示出出众的节能性质。
 - ◆ “K”值定义：标准条件下，由于玻璃热传导和室内外温差所形成的空气到空气的传热量，单位为 $W/m^2 \cdot K$ 。

图表19：LOW-E 玻璃“K”值显著低于其他玻璃品种



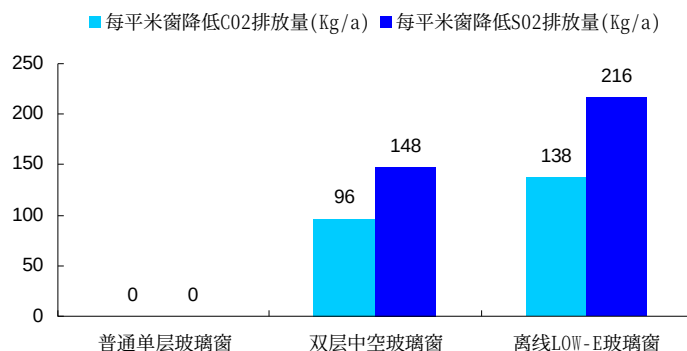
来源：建筑节能、国金证券研究所

图表20：LOW-E 玻璃窗节能效果最好



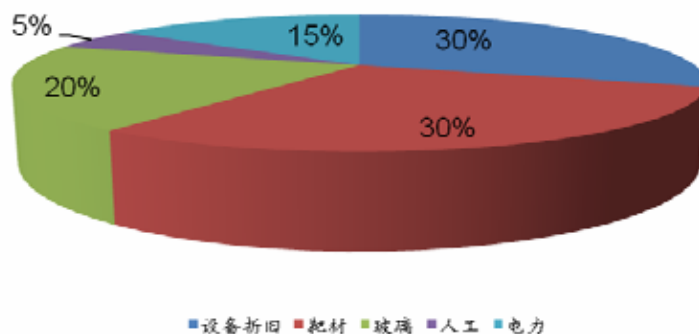
来源：玻璃与搪瓷、国金证券研究所

图表21：LOW-E 玻璃窗降低CO₂、SO₂排放量最大



- **LOW-E 玻璃制造成本：**目前国内所使用的 LOW-E 生产线主要有两种来源：国外进口，价格在 1 亿元一条左右；国产，价格在 5000 万元一条左右。在 LOW-E 玻璃生产过程中，设备折旧、靶材和玻璃原片是最主要的部分。

图表22：LOW-E 玻璃的制造成本结构（以进口设备为例）

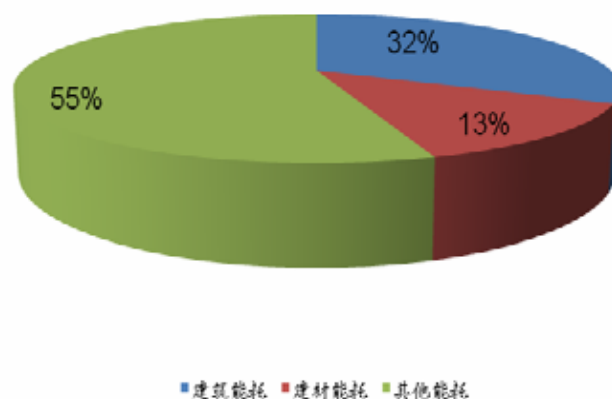


来源：国金证券研究所，调研数据

- **推广 LOW-E 玻璃是实现建筑减排的重要一环：**

- ◆ **建筑能耗占社会总能耗的 40%以上：**根据建设部科技司的统计，目前我国建筑总能耗已经达到全国总能耗的 45%左右。以煤炭为主的能源结构又是二氧化碳气体高排放的主要原因。因此，节能减排的相关安排无法绕开建筑节能，反而必须将建筑节能作为节能减排的重点。

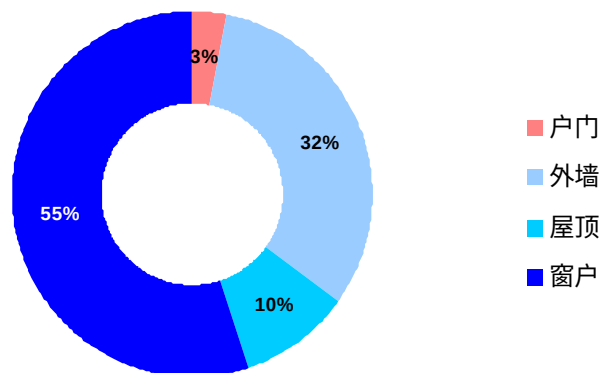
图表23：建筑能耗占社会总能耗的近50%



来源：建设部科技司 国金证券研究所

- 门窗能耗占建筑耗能中比例高：在我国北方住宅建筑冬季采暖期的各部位耗热比例中，窗户占到 55%之多。因此，由窗户散热带来的直接和间接能耗是非常严重的。

图表24：我国北方住宅的门窗耗能占建筑总能耗的55%



来源：建筑节能、国金证券研究所

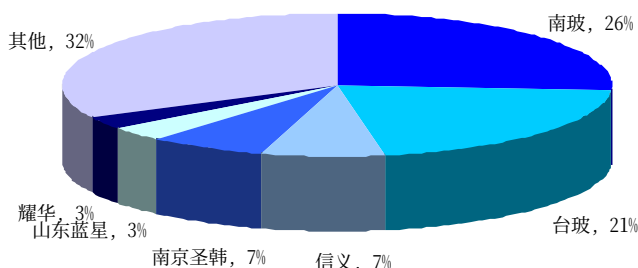
- 玻璃能耗是门窗能耗的主要部分：门窗由玻璃和窗框两部分组成，其中玻璃能耗约占门窗能耗的 80%，降低门窗能耗最有效的途径是降低玻璃能耗。
- 小结：当前社会总能耗的 50%是建筑能耗，建筑能耗的 45%以上是门窗能耗，80%的门窗能耗通过玻璃实现，故玻璃能耗约占社会总能耗的 15%以上，使用节能效果最好的 LOW-E 玻璃是实现建筑减排的重要一环。

LOW-E 玻璃之国内市场分析——行业刚起步，市场足够大

供给面：大企业占主导，投产节奏逐渐加快

- **大企业占主导：**从供给端情况看，LOW-E 玻璃生产线主要集中在南玻、信义、耀皮等大型企业手中，行业规模居前企业所占市场份额超过 50%，小企业涉足本行业的难度较大。

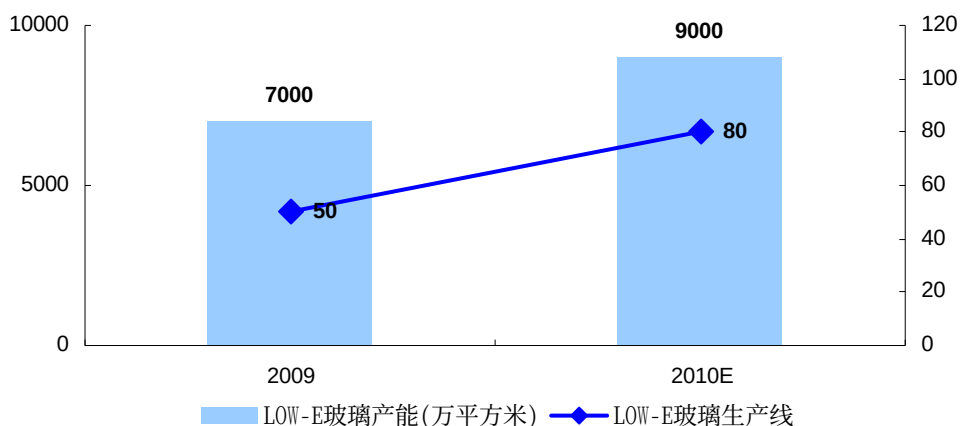
图表25：国内主要 LOW-E 生产企业实际产能分布图



来源：国金证券研究所，调研数据

- **新增产能快速扩张：**
 - ◆ 根据我们近期调研信息，国内现有离线 LOW-E 生产线 45 条，总设计产能 1.3 亿平方米，以 50%成品率计算，实际产能约 6500 万平方米，再考虑 500 万平方米在线 LOW-E 产能，目前我国 LOW-E 玻璃总产能约为 7000 万平方米。
 - ◆ 目前在建 LOW-E 生产线 30 条左右，多为设计产能 100 万平方米左右的生产线，考虑 50%成品率，预计建成后将新增产能约 2000 万平方米，届时全国总产能将达到约 9000 万平方米。

图表26：2010 年全国 LOW-E 玻璃产能将增加约 2000 万平方米

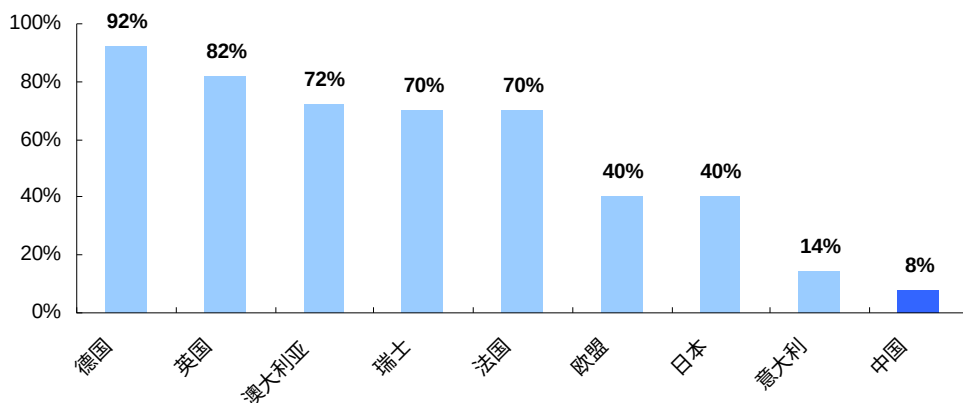


来源：国金证券研究所

需求面：继续快速增长

- **当前普及率低，未来空间大：**横向对比各发达国家 LOW-E 玻璃使用情况，我们发现中国目前 LOW-E 玻璃市场处于初始发展阶段，较之欧美基本普及的成熟市场仍有相当的距离，未来发展空间依然广阔。

图表27：我国同其他发达国家 LOW-E 玻璃使用率情况比较



来源：韩国建筑施工协会、国金证券研究所

- 随着生活水平的提高，我们认为对 LOWE 玻璃的自然需求就能维持较快增长速度。
 - ◆ 首先，使用成本增加仅为房屋售价的 1%，消费者并不敏感：目前国内的 LOW-E 玻璃终端价格在 230-250 元/平米左右，普通白玻的终端价格在 40~50 元/平米（8mm 规格）。那么对于一个 100 平米的房子，20 平米的门窗面积，从普通白玻改为 LOW-E 玻璃所带来的建筑总成本上升为 3600 元左右，折合 36 元/平米。随着 LOW-E 玻璃的产能扩大，在规模效应下，LOW-E 玻璃的制造成本也会下降，对于建筑总成本的边际增加也在减少。目前的二线城市房价已经达到几千元一平米，那么强制使用 LOW-E 玻璃给购房者带来的成本增加为还不到 1%。在买房需要支付的各项成本中，这个数字是很小的。

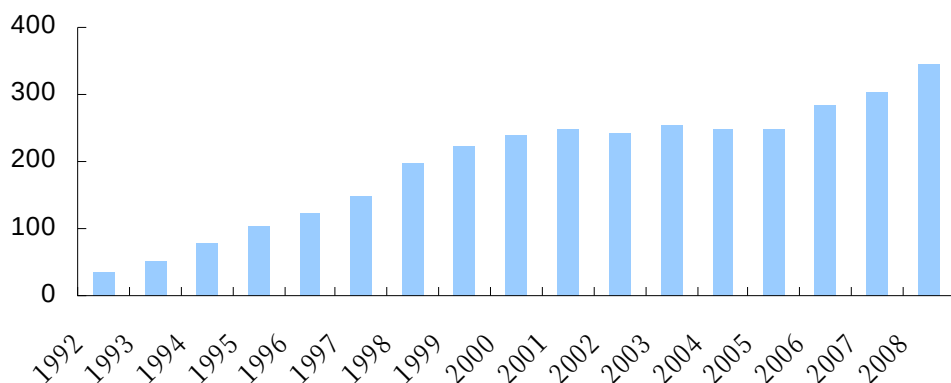
图表28：LOW-E 与普通白玻在不同房价的使用成本占比

品种	房价以及玻璃价格（元/平米）	5：1 的窗户面积			6：1 的窗户面积			7：1 的窗户面积		
		3000	5000	10000	3000	5000	10000	3000	5000	10000
使用 LOW-E 玻璃	230	1.53%	0.92%	0.46%	1.28%	0.77%	0.38%	1.10%	0.66%	0.33%
使用普通白玻	40	0.27%	0.16%	0.08%	0.22%	0.13%	0.07%	0.19%	0.11%	0.06%
替换成本	190	1.27%	0.76%	0.38%	1.06%	0.63%	0.32%	0.90%	0.54%	0.27%

来源：国金证券研究所

- ◆ 消费水平不断提升拉动高端消费：LOW-E 玻璃较高的价位需要较高的消费能力作为支撑，随着人们住房消费水平不断提高，对于高档节能产品的升级需求也将逐步体现。

图表29：城镇家庭平均每人全年住房消费性支出呈加速上升趋势(元)

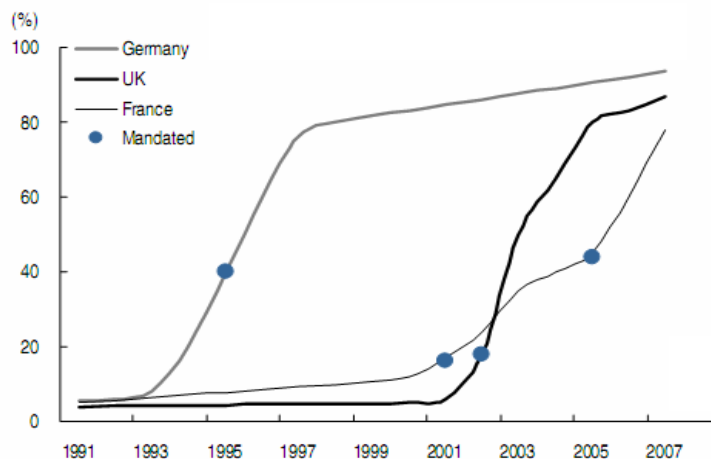


来源：国金证券研究所

■ 节能政策保证行业长期向好：

- ◆ **政策推广 LOW-E 玻璃是大势所趋：**在国家转变经济增长模式，努力推行节能减排的大背景下，建筑节能相关政策的制定和实施标准日趋严格，LOW-E 玻璃作为节能性最好的玻璃产品必将在相当长的时期内得以广泛推广。
- ◆ **国外节能政策启示 1——政策推广是核心驱动因素：**回顾 LOW-E 玻璃在世界范围内的发展历程，我们发现一旦政策要求使用 LOW-E 玻璃，其在整个玻璃消费市场中的份额即会出现显著性提升。

图表30：欧洲各国节能政策促使 LOW-E 玻璃市场占有率迅速提升



来源：国金证券研究所 (注：实心圆点对应政策推广 LOW-E 玻璃的具体时间点)

- ◆ **国外节能政策启示 2——经济激励措施必不可少：**分析国外三十多年的发展历程，我们发现建筑节能取得良好成效的国家除了拥有完善而严格的节能管理体制外，采取一定形式的经济补贴政策也是不可或缺的手段。

图表31：国外发达国家建筑节能主要激励政策

国家	建筑节能经济激励政策
美国	1) 凡在国际节能规范(IECC)标准基础上节能30%~50%以上的新建建筑, 每套可以分别减免税1000美元和2000美元; 2) 节能建筑设备可获得税收减免的优惠; 3) 发起低收入家庭住宅节能计划, 按一定限度免费为低收入家庭进行节能改造
德国	1) 对热电联产等新技术应用实施税收减免; 2) 施行税收同环保挂钩的做法, 耗能大户企业只有执行能源管理系统, 才能获得减少生态税的优惠
日本	1) 运用金融优惠制度, 鼓励建筑采用节能措施, 推行住宅金融公库贷款, 只有满足一定标准才能贷款, 高于一定标准可获得额外贷款; 2) 住宅采用隔热构造的补贴贷款制度, 采用太阳能热水器、节能型供水设备和供暖设备等的补贴贷款制度, 及办公楼、饭店等建筑采用热泵设备的长期低息融资制度等
欧盟	制定包括开征能源税、税收减免、补贴和建立投资银行贷款等规范性的财税政策

来源：技术交流、互联网、国金证券研究所

■ **LOW-E 玻璃需求敏感性分析：**从国外发展经验看，国家政策强制实施是推动 LOW-E 玻璃需求增长的关键因素，结合当前国家政策实施力度和房屋建筑发展形势，我们可以对未来五年 LOW-E 玻璃需求量进行敏感性测试。

- ◆ 假设 1，未来五年新增建筑面积中达到节能标准的比例在 30%~60%。
1) 未来五年年均约 25 亿平方米新增建筑面积；2) 根据我国提出的建筑节能目标，到 2010 年，全国新增建筑的 1/3 达到节能 50%的目标；到 2020 年，全国新增建筑全部达到节能 65%的目标。
- ◆ 假设 2，未来五年存量建筑中进行节能化改造的比例 1%~5%。我国现有建筑总面积约 400 亿平方米。
- ◆ 假设 3，玻璃使用面积占建筑面积的 20%，LOW-E 玻璃在节能玻璃中的使用率为 50%。

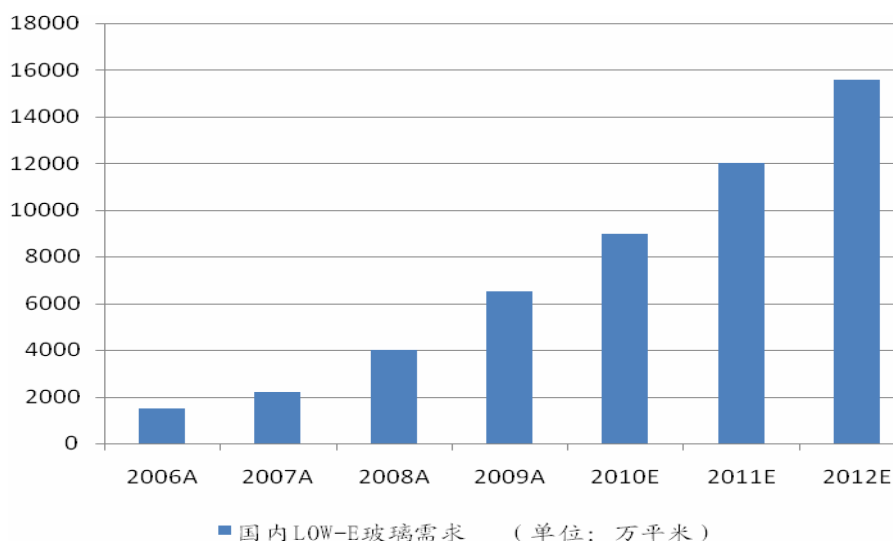
图表32：LOW-E 玻璃需求的敏感性分析

	新增建筑节能比例			存量建筑改造比例		
(单位: 亿平方米)	谨慎30%	中性45%	乐观60%	谨慎1%	中性3%	乐观5%
年均节能化建筑面积	7.5	11.25	15	4	12	20
年均节能玻璃需求	1.5	2.25	3	0.8	2.4	4
年均LOW-E玻璃需求	0.75	1.125	1.5	0.4	1.2	2

来源：国金证券研究所

- 由上述分析，即使按照谨慎假设，未来五年年均对于 LOW-E 玻璃的需求量也在 1.15 亿平方米以上，远远超越现有市场供给水平，我们认为未来五年时间内，需求将继续保持 40%以上的高速增长势头。

图表33：LOW-E 市场需求将保持高速增长势头



来源：国金证券研究所

投资策略：推荐南玻

- **LOW-E 产能优势首屈一指：**南玻的工程玻璃（离线 LOW-E）有东西南北四个生产基地，分别是吴江、成都、东莞、天津，实际最大产能在 1200 万平方米左右，凭借多年在 LOWE 玻璃领域的领先优势，是国内当之无愧的规模和品质龙头。
- **产能增长提速：**2011~2012 年公司将有 5 条 LOW-E 生产线相继投入生产，届时南玻将拥有 1500 万平方米的 LOW-E 中空产能以及 900 万平方米的大板产能，共计 约 2400 万平方米的 LOW-E 产能，考虑目前市场存在明显供需缺口，产能快速投放将使公司最大限度享受行业景气带来的高利润。
- **内涵价值优势明显：**公司是国内技术最领先的 LOW-E 玻璃生产企业，拥有自主知识产权的综合研发实力，保证公司产品多角度满足用户需求，同时生产成本得到有效控制，在未来竞争中处于主动优势地位；
- 我们对南玻 2010 年~2011 年 EPS 预测分别为 1.0、1.3 元，我们给予公司未来 6-12 个月目标价 30.00 元，相当于 2010 年 30 倍 PE、2011 年 23 倍 PE。（详细的盈利预测详见我们后续的南玻投资价值分析报告）

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。