


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2011-10-26


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
证券研究报告
公司研究/季报点评

原材料/建筑材料

南玻A (000012)**买入/维持评级**

股价: RMB11.98

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.hthsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:S1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.hthsc.com.cn

短期受压，长期前景看好**——公司 2011 年三季报点评**

- 公司今年 1-9 月实现营业收入 65.1 亿元，同比增长 18.8%，实现归属于上市公司股东的净利润 11.1 亿元，同比增长 6.6%，EPS0.53 元。其中第三季度收入 20.7 亿元，净利润 2.7 亿元，同比分别下滑 0.28% 和 32.8%，环比分别下滑 11.1% 和 33.8%。
- 第三季度收入和盈利下滑主要是因为浮法玻璃和光伏产品价格下跌导致的：与年初相比，浮法玻璃、多晶硅、硅片、电池组件目前价格跌幅分别为 12%、52%、58%、35%。
- 目前来看，我们认为保持较高毛利率的业务是工程玻璃业务（浮法玻璃价格下跌导致成本下降，预计毛利率 33-34%）和精细玻璃业务（受触摸屏需求旺盛影响，毛利率在 40% 左右）。但浮法和光伏业务的不景气还是拖累了整体盈利能力：第三季度综合毛利率 30.1%，比第二和第一季度分别下降 4.2 和 6.2 个百分点。
- 期间费率方面，三季度管理费用率为 7.1%，比第一和第二季度都上升 1 个百分点左右，我们认为主要是由于产品价格下滑导致。营业费用和财务费用率基本稳定。
- 我们认为，在新增产能较多和需求疲软（受房地产投资放缓拖累）的双重影响下，明年上半年之前浮法玻璃景气难以趋势性上行。而据国际咨询机构 HIS isupply 预测，今年四季度光伏装机需求会明显回升，但光伏产品毛利率不会显著改善。基于上述预判，我们下调公司今年盈利预测至 0.68 元。
- 明年公司浮法玻璃、工程玻璃、光伏产品产能都有增长，预计浮法玻璃毛利率小幅回升，光伏产品盈利能力基本稳定，增发 2.5 亿股完成后 EPS0.89 元。
- 虽然短期浮法玻璃和光伏业务都面临压力，但公司扩张规划宏伟，长期看在光伏领域发展前景广阔。目前 2011-2012 年 PE 分别为 17.6 和 13.5 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：浮法玻璃和光伏行业景气继续下行，盈利低于预测。

相关研究

《整体盈利能力依然保持高水平（买入）》

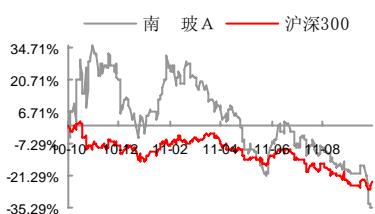
11/04/25

《2010 完美收官，看好长期发展》（买入）

11/03/23

基础数据

总股本 (百万股)	2,076
流通 A 股 (百万股)	1,313
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,076

最近 52 周股价走势图

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5279.1	7743.9	8486.5	11921.6
(+/-%)	23.5	46.7	9.6	40.5
归属母公司净利润(百万元)	831.9	1455.2	1420.1	2073.7
(+/-%)	98.0	74.9	-2.4	46.0
EPS(元)	0.40	0.70	0.68	0.89
P/E(倍)	30.0	17.1	17.6	13.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债				利润表					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	1694	2070	2511	3312	营业收入	5279	7744	8487	11922
现金	654	787	945	1134	营业成本	3436	4944	5700	7834
应收账款	288	242	457	643	营业税金及附加	5	7	8	12
其他应收	15	67	40	56	营业费用	242	266	255	381
预付账款	101	108	114	157	管理费用	420	556	552	775
存货	371	479	616	846	财务费用	106	106	138	228
其他流动	18	388	339	477	资产减值损失	17	86	0	0
非流动资	9220	10399	12544	14966	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	27	66	30	35	投资净收益	19	54	20	20
固定资产	8055	8831	11501	14089	营业利润	1073	1833	1854	2711
无形资产	392	381	385	389	营业外收入	0	59	0	0
其他非流	0	1122	628	453	营业外支出	116	27	0	0
资产总计	10913	12470	15055	18279	利润总额	989	1865	1854	2711
流动负债	4314	2800	6586	7211	所得税	74	268	297	434
短期借款	2481	877	4214	4083	净利润	915	1597	1557	2277
应付账款	989	950	1254	1724	少数股东损益	83	142	137	203
其他流动	6	973	1118	1405	归属母公司净	832	1455	1420	2074
非流动负	988	2910	881	1679	EBITDA	1178	2503	2604	3733
长期借款	908	728	828	1628	EPS (元)	0.63	0.70	0.68	0.89
其他非流	68	2182	53	51					
负债合计	5302	5710	7467	8890					
少数股东	296	374	512	715					
股本	1224	2077	2077	2327					
资本公积	2128	1310	1310	1310					
留存收益	1964	2991	3685	5031					
归属母公	5316	6385	7077	8674					
负债和股	10913	12470	15055	18279					
现金流量				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动	1670	2366	2327	3403	成长能力				
净利润	915	915	1597	1557	营业收入	23.5%	46.7%	9.6%	40.5%
折旧摊销	0	563	612	794	营业利润	130.5%	70.9%	1.1%	46.2%
财务费用	94	106	138	228	归属母公司净利	98.0%	74.9%	-2.4%	46.0%
投资损失	-19	-54	-20	-20	盈利能力				
营运资金	0	-10	161	119	毛利率(%)	34.9%	36.2%	32.8%	34.3%
其他经营	1595	846	-161	725	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	15.8%
投资活动	-1006	-1858	-2767	-3199	ROE(%)	15.7%	22.8%	20.1%	23.9%
资本支出	1167	2016	2800	3200	ROIC(%)	13.2%	17.9%	14.2%	17.6%
长期投资	-18	33	-24	5	偿债能力				
其他投资	0	192	9	6	资产负债率(%)	48.6%	45.8%	49.6%	48.6%
筹资活动	-426	-483	597	-15	净负债比率(%)	65.13%	29.44%	68.60	65.37
短期借款	-316	-1604	3337	-131	流动比率	0.39	0.74	0.38	0.46
长期借款	-234	-180	100	800	速动比率	0.30	0.57	0.29	0.34
普通股增	-13	853	0	250	营运能力				
资本公积	60	-818	0	0	总资产周转率	0.50	0.66	0.62	0.72
其他筹资	77	1266	-2840	-934	应收账款周转率	20	29	24	21
现金净增	241	25	157	189	应付账款周转率	3.97	5.10	5.17	5.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.40	0.70	0.68	0.89
					每股经营现金流	0.80	1.14	1.12	1.64
					每股净资产(最	2.56	3.07	3.41	4.18
					估值比率				
					P/E	29.95	17.11	17.62	13.46
					P/B	4.68	3.90	3.51	2.86
					EV/EBITDA	17	11	11	7

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。