



浮法玻璃业务持续低迷，太阳能行业加速赶底

2011年10月26日

推荐/调低

南玻A

财报点评

——南玻A(000012)三季度财报点评

俞鹏程	建筑建材行业分析师	执业证书编号: S1480511010002
	010-66554035	

事件:

公司今日公布三季报，前三季度实现营业收入 65.06 亿，同比增长 18.76%，实现归属母公司净利润 11.1 亿，同比增长 6.58%，每股收益 0.53 元，低于预期。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入 (百万元)	1556.78	1848.28	2073.63	2265.24	2095.16	2343.38	2067.75
增长率 (%)	79.07%	54.51%	39.94%	30.81%	34.58%	26.79%	-0.28%
毛利率 (%)	36.22%	34.37%	35.18%	38.48%	36.23%	34.27%	30.06%
期间费用率 (%)	12.25%	11.47%	10.28%	13.79%	10.94%	10.25%	11.81%
销售费用率 (%)	3.66%	3.65%	3.22%	3.28%	3.31%	2.99%	2.77%
管理费用 (%)	6.79%	6.21%	6.10%	9.24%	5.93%	5.99%	7.07%
财务费用 (%)	1.79%	1.60%	0.96%	1.27%	1.69%	1.27%	1.96%
营业利润率 (%)	24.33%	22.89%	24.83%	22.79%	24.63%	23.51%	17.40%
净利润 (百万元)	299.25	336.71	405.60	413.66	415.31	422.34	272.44
增长率 (%)	384.18%	68.90%	28.17%	62.64%	38.78%	25.43%	-32.83%
每股盈利 (季度, 元)	0.245	0.162	0.195	0.199	0.200	0.203	0.131
资产负债率 (%)	47.01%	47.31%	45.48%	45.79%	47.06%	50.71%	51.40%
净资产收益率 (%)	5.58%	6.34%	7.06%	6.69%	6.24%	6.74%	4.32%
总资产收益率 (%)	2.96%	3.34%	3.85%	3.63%	3.30%	3.32%	2.10%
净利率 (%)	19.22%	18.22%	19.56%	18.26%	19.82%	18.02%	13.18%

评论:

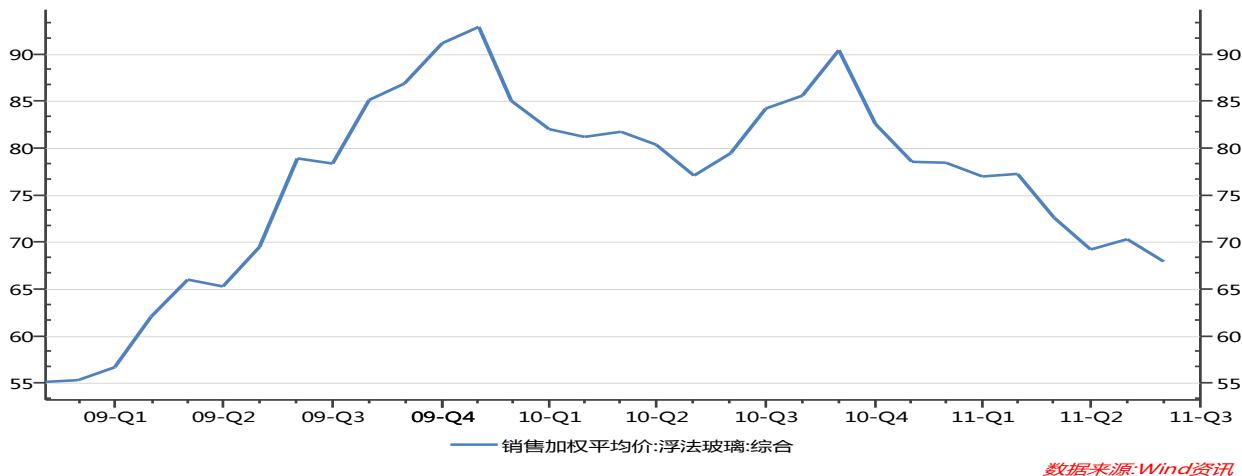
积极因素:

- 公司工程玻璃行业的龙头优势继续显现，前三季度收入同比大幅提升，价格相对平稳（目前行业内的节能玻璃均出现不同程度的降价），同时受益浮法玻璃原片价格的下滑，公司工程玻璃事业部保持较好的盈利能力，综合毛利率维持在30%的水平。目前工程事业部前三季度净利已达去年全年水平。精细玻璃业务前三季度收入同比大幅上升，触摸屏产能充分释放，订单饱满，目前触摸屏产能已达12万片/年。

消极因素：

- 受需求不振，产能过剩和原材料价格上涨等不利因素影响，浮法玻璃行业三季度景气度持续低迷上半年的低迷走势，公司相关业务毛利率从去年同期的35%以上，骤降至目前的20%左右的水平，盈利能力大幅下降。公司广州的浮法线预计年底完成，届时公司将全部采用天然气替代重油作为原料，预计成本控制能力将进一步提升。公司超薄玻璃生产线原计划10月底投产，按目前的进度看将推迟到11月中旬点火，公司的TCO玻璃产能已从上半年的46万平米/年提升至180万平米/年，虽然收入占比较小，但盈利能力较强，目前售价在80元/平米（相比去年的价格也下跌不少），毛利率水平在35%左右。

图 1、全国浮法玻璃综合售价走势



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 受欧债危机和欧洲政府补贴下降影响，太阳能行业景气度迅速冷却。多晶硅价格从年初的约 80 美元/公斤降至 9 月份的 50 美元/公斤，国庆节后多晶硅价格继续快速下跌，目前已跌至 36-39 美元/公斤，公司多晶硅产能虽快速提升且性能优异，但盈利能力仍出现快速下降；公司正加快致力于多晶硅生产成本的降低，目前已降至 27-28 美元/公斤，因此仍有约 30% 的毛利率。但目前市场上散货交易几乎已陷入停滞，随着时间延长，国内多晶硅库存量很快会出现上升，不排除价格继续下探可能。如果行情延续，10 月底多晶硅售价很有可能会逼近 30 美元/吨。
- 和多晶硅业务一样去年为公司贡献较多盈利的超白压延玻璃业务，今年同样遭遇了需求下滑和产能大量投放的情况（截至 2010 年底国内主要的超白压延玻璃生产线共 17 条，折合年产量约 1.06 亿平米，而 2011 年确定投资的就有 9 条新线，新增年产量高达 1.15 亿平米。），超白压延玻璃售价从去年 40 多元/平米的顶点下滑至目前的 22 元-23 元/平米（三季度跌幅较多），跌幅近半，对公司相关业务盈利影响较大，但目前预计仍有约 30% 左右的毛利率。

展望：

浮法玻璃行业主要是受产能扩张影响较为严重，行业的整体亏损已引起了发改委等有管部门的重视，目前相关部门正组织进行产业调研，预计未来将出台相关鼓励行业兼并重组和产能控制的相关政策。目前来看已有部分小线防水冷修，但并未出现08年那种大规模停产的现象，主要是需求尚可，预计未来随着保障房的推进，

浮法玻璃需求仍有较好支撑，但下半年陆续投放的新线将在明年上半年充分释放产能，预计行业景气度短期内仍将保持低迷状态。

精细玻璃方面，预计新线11月中旬建成，烤窑1个月后先生产0.77mm的玻璃，之后通过调试逐步过渡至0.5和0.33mm，但进度方面目前尚难确定，公司对超薄业务仍具有较大的信心。

公司在太阳能产业链上的扩张计划将明显放缓（原计划13年做到1GW），且由于太阳能行业后发优势明显，预计公司未来在扩张节奏方面将采取相机抉择的方式进行。

目前公司增发项目仍处环评阶段，由于太阳能项目进度放缓，股价低迷，且公司自身现金流也相对充裕，增发实施时间可能退后。

盈利预测与投资建议

由于太阳能行业景气下行速度超预期，我们调低公司11年至12年公司每股收益分别为0.72元和0.85元，对应PE分别为14.1倍和9.7倍，给予“推荐”评级。

表 1：公司盈利预测和估值

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	5,279.10	7,743.94	8,906.00	10,500.00	18,705.51
(+/-) %	23.53%	46.69%	15.01%	17.90%	78.15%
EBITDA (百万元)	1,627.06	2,502.78	2,568.07	2,845.29	3,822.27
(+/-) %	81.47%	53.82%	2.61%	10.79%	34.34%
净利润 (百万元)	831.94	1,455.21	1,496.84	1,764.10	2,557.91
(+/-) %	98.04%	74.92%	2.86%	17.86%	45.00%
ROE	15.65%	22.79%	19.57%	19.28%	22.59%
EPS (元)	0.680	0.700	0.721	0.850	1.232
P/E	17.60	17.10	16.60	14.09	9.71
P/B	2.76	3.89	3.25	2.72	2.19

资料来源：东兴证券

风险提示：

宏观经济超预期下行风险，房地产市场超调风险

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。