

2012年4月5日
朱吉翔
C0044@capital.com.tw
目标价(港币)
6
公司基本资讯

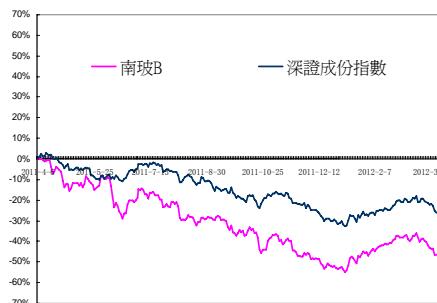
产业别	房地产		
B股价 (12/03/30)	5.91		
深证成分指数 (12/03/30)	8410.27		
股价 12 个月高/低	10.95/4.95		
总发行股数 (百万)	2075.84		
B股数 (百万)	762.58		
B市值 (亿美元)	45.07		
主要股东	中国北方工业公司(3.62%)		
每股净值 (美元)	0.53		
股价/面值净值	11.15		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-12.83	13.65	-46.05

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-8-12	7.71	强买

产品组合

玻璃制造	97.16%
其它	2.84%
其他	1.7%

股价相对大盘走势

南玻(000012/200012.SZ)
Neutral 中性
业绩向下趋势明显，重回上行轨道可能在 2013 年
结论与建议：

受到玻璃制造行业以及太阳能行业景气下滑的影响，公司 2011 年净利润 YOY 下降 19%，其中，四季度净利润下降 84%，下行尤为明显。展望 2012 年，太阳能行业及平板玻璃行业前景尚不明朗，公司这两块业务形成的利润真空（二者合计约占 2011 年净利润的 54%）短时间恐难以得到填补。基于房地产调控不会显著放松的判断，我们预计公司 2012 年净利润下降约 3 成，目前 A 股股价对应 2012 年 PE22 倍，估值偏高，给予中性的投资建议。

- 公司 2011 年实现营收 82.7 亿元，YOY 增长 6.8%，实现净利润 11.8 亿元，YOY 下降 19%，EPS0.57 元。其中，第四季度单季，公司实现营收 17.6 亿元，YOY 下降 22%，实现净利润 0.7 亿元，YOY 下降 83.5%，业绩下行趋势明显。
- 平板玻璃业务方面，公司 2011 年该业务实现净利润 1.9 亿元，同比下降近 7 成，其中，2011 年 4Q 基本处于盈亏平衡。目前看来，在 2012 年 1Q 玻璃价格下降、纯碱、重油等原材料价格保持高位，行业亏损面有扩大的可能。虽然目前全国已有 66 条生产线进入检修阶段，影响产能达 20%，但是行业景气何时翻转还具有较多的不确定。我们根据对比行业历史周期变化（完整周期约 44 个月以上），判断 2012 年下半年将是行业见底的时点，但真正翻转将发生在 2013 年，并且由于公司超薄玻璃本身生产还在摸索阶段，我们估计 2012 年尚难贡献业绩，综合考量，我们认为公司 2012 年平板玻璃业务净利润同比将下降近 3 成，而在 2013 年则可能重新进入增长轨道。
- 太阳能业务方面，2011 年公司该业务实现净利润 4.9 亿元，基本与 2010 年相当，其中，四季度单季我们估计公司该业务亏损约 0.6 亿元，鉴于整个太阳能行业 2012 年 1Q 仍然处于景气低迷的状态，我们预计公司一季度该业务可能出现小幅的亏损。公司业务仍然能处于盈亏平衡或微利状态。对于该业务我们的判断如下：单线成本控制较好，公司未来将长期处于微利或微亏状态
- 工程玻璃方面，2011 年公司该业务实现净利润 4.1 亿元，YOY 增长 33%，并且毛利率也进一步提升至 34.3% 较 2010 年提升 3.4 个百分点。我们认为公司该业务毛利率提升，一方面是公司品牌效应（商用领域 55% 以上的市占率）及技术实力使然，另一方面则得益于原材料--平板玻璃价格下降，2012 年下半年及 2013 年，该业务毛利率有小幅下降的可能，盈利增长将更多依靠产能规模的提升。公司 2012 年末大板及中控镀膜产能将较 2011 年末增长 50% 和 20%，预计该业务未来两年内利润率将超过三成。
- 精细玻璃方面，公司 2011 年该业务实现净利润 1.8 亿元，YOY 增长 172%。从一季度的经营情况来看，下游手机企业对于触摸屏的需求情况较好，并且公司触摸屏产能将由 2011 年的 10 万片提升至 15 万片，公司未来两年该业务净利润增速预计将近 4 成。
- 综合判断，在公司太阳能业务与平板玻璃业务净利润将大幅下降的背景下，公司 2012 年业绩将面临较大幅度下行的考验。我们预计公司 2012 年、2013 年净利润分别为 8.4 亿元和 13.4 亿元，YOY 下降 28.9% 和增长 60%，EPS0.4 元和 0.65 元，A 股股价对应 2012 年、2013 年 PE 分别为 22 倍和 14 倍，估值偏高，下调至中性的投资建议，B 股股价 2012 年、2013 年 PE 分别为 12 倍和 7 倍，下调至持有的投资建议。

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	832	1435	1178	837	1343
同比增减	%	98.04%	72.51%	-17.90%	-28.94%	60.44%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.400	0.690	0.567	0.403	0.646
同比增减	%	17.86%	72.51%	-17.90%	-28.94%	60.37%
A 股市盈率(P/E)	X	12.1	7.0	8.6	12.0	7.5
B 股市盈率(P/E)		22.3	12.9	15.7	22.1	13.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.20	0.20	0.20	1.20
股息率 (Yield)	%	7.22%	4.13%	4.13%	4.13%	24.76%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	5279	7451	8271	9264	11905
经营成本	3436	4908	5665	7230	8714
营业税金及附加	5	7	57	13	17
销售费用	242	280	255	487	673
管理费用	420	471	612	380	488
财务费用	106	112	144	181	284
资产减值损失	17	4	42	0	0
投资收益	19	16	6	80	80
营业利润	1073	1679	1502	1037	1793
营业外收入	32	176	141	84	84
营业外支出	116	5	4	41	41
利润总额	989	1851	1638	1080	1836
所得税	74	257	300	154	264
少数股东损益	83	158	159	88	228
归属于母公司所有者的净利润	832	1435	1178	837	1343

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
货币资金	985	1216	656	736	2765
应收账款	430	352	781	389	356
存货	92	285	480	2306	3328
流动资产合计	1572	1908	2936	3488	3666
长期股权投资	25	12		35	36
固定资产	7083	8020	9432	8774	12188
在建工程	1624	1645	1713	2879	1250
非流动资产合计	9153	10142	12346	12253	13475
资产总计	10726	12051	15281	15741	17140
流动负债合计	4371	4625	4521	6266	6356
非流动负债合计	1354	1247	3454	1659	1813
负债合计	5726	5872	7975	7925	8169
少数股东权益	351	510	395	483	712
股东权益合计	4649	5668	6911	7333	8260
负债及股东权益合计	10726	12051	15281	15741	17140

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	1026	1354	1689	935	1739
投资活动产生的现金流量净额	-1125	-1543	-2431	-2231	-1616
筹资活动产生的现金流量净额	690	419	721	1376	1906
现金及现金等价物净增加额	590	230	-22	80	2029

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。