

走出低迷待时日，守得云开见月明

中性 评级

事件：

- 公司发布 2012 年第一季度季报，报告期内实现营业收入 5.00 亿元，利润总额为 -2871 万元，其中，上市公司股东的净利润为 -1861 万元，分别对应上年下滑 20.97%、155.83% 和 48.31%，以总股本 7.31 亿股为基数，对应每股收益 -0.025 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益 -0.027 元。

点评：

- 行业低迷导致收入与毛利率持续下滑，经营面临困难。**受房地产调控浮法玻璃生产线产能过剩及光伏太阳能行业低迷超白压延玻璃价格大幅下跌影响，公司综合毛利率自去二季度开始都连续 3 个季度累计下滑 11.5 个百分点至 13.9%，营业收入更是从 2010 年四季度开始连续 5 个季度累计下滑 38.1% 至 5.0 亿元。在期间费用无法有效缩减的情况下，公司经营面临压力，净利润连续两个季度为负。
- 行业出现回暖迹象，但新增产能压力巨大。**平板玻璃和光伏超白压延玻璃持续低迷给行业内企业造成较大经营压力，今年三月份玻璃协会召集行业内主要公司协调了统一提价，玻璃价格企稳回升。三月下旬开始，玻璃下游行业形势有所好转，平板玻璃及光伏玻璃价格持续回升趋势，行业出现回暖迹象。但目前待投入玻璃产能仍超过 2000 万平方米，在行业回暖迹象出现后已有部分生产线开始点火投产，行业仍面临巨大新增产能压力。
- 优化产品结构和控制成本双管齐下积极应对艰难局面。**面对国家对房地产行业的调控依旧和欧美房地产复苏才刚起步的局面，市场萎缩和行业产能过剩导致玻璃价格下行压力依然存在。公司一方面强调技术研发在发展中的核心地位，以市场为导向，研发和实施有高附加值的项目，建立以 EVA 为核心指标的绩效考核制度和相关的激励体制，控制风险提高资金使用率；另一方面，树立成本控制意识，做好各项费用预算，保持对各类经营风险的敏感性和控制力，提高公司盈利水平。
- 预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.20 和 0.40 元，对应目前股价的 PE 分别为 41.6 和 20.8，维持“中性”评级。

建材行业研究组

联系人：

邓海清

电话：010-88085151

Email: denghaiqingi@hysec.com

沈荣

电话：010-88013569

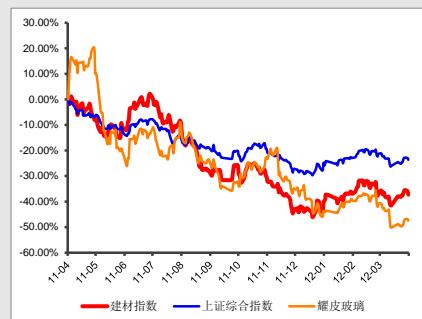
Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hesec.com

市场表现



数据来源：WIND

股东户数

| 报告日期 | 股东人数 | 户均持股数 |
|----------|--------|----------|
| 20111231 | 41,059 | 17,810 股 |
| 20110930 | 42,464 | 17,220 股 |
| 20110630 | 41,429 | 17,651 股 |

数据来源：WIND

机构持股汇总

| 报告日期 | 2011/12/31 | 2011/09/30 |
|-----------|------------|------------|
| 机构持股 | 1418 万股 | 1660 万 |
| 占流通 A 股比例 | 2.61% | 3.05% |
| 持股家数 | 3 | 1 |

数据来源：WIND

表 5-6: 公司 2012-2014 年公司利润预测

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 2421 | 2784 | 3480 | 3898 | 流动资产 | 2763 | 2940 | 3621 | 4262 |
| 营业成本 | 1899 | 2184 | 2610 | 2923 | 现金 | 892 | 892 | 1145 | 1507 |
| 营业税金及附加 | 11 | 13 | 16 | 18 | 交易性投资 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 营业费用 | 136 | 142 | 178 | 199 | 应收票据 | 555 | 639 | 799 | 894 |
| 管理费用 | 207 | 238 | 297 | 333 | 应收账款 | 295 | 337 | 421 | 472 |
| 财务费用 | 87 | 77 | 76 | 75 | 其它应收款 | 41 | 48 | 59 | 67 |
| 资产减值损失 | | | | | 存货 | 525 | 603 | 721 | 808 |
| 公允价值变动收益 | (30) | (30) | (30) | (30) | 其他 | 309 | 276 | 330 | 370 |
| 投资收益 | 8 | 8 | 8 | 8 | 非流动资产 | 3794 | 3544 | 3307 | 3117 |
| | | | | | 长期股权投资 | | | | |
| 营业利润 | 31 | 108 | 280 | 327 | 投资 | 166 | 166 | 166 | 166 |
| 营业外收入 | 59 | 59 | 59 | 59 | 固定资产 | 2692 | 2842 | 2639 | 2481 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 无形资产 | 380 | 342 | 308 | 277 |
| 利润总额 | 89 | 166 | 338 | 386 | 其他 | 556 | 193 | 193 | 193 |
| 所得税 | 2 | 4 | 8 | 10 | 资产总计 | 6556 | 6484 | 6927 | 7380 |
| 净利润 | 87 | 162 | 330 | 376 | 流动负债 | 2490 | 2270 | 2413 | 2523 |
| 少数股东损益 | 9 | 17 | 35 | 40 | 短期借款 | 1248 | 1254 | 1248 | 1248 |
| 归属于母公司 | | | | | 应付账款 | 334 | 385 | 460 | 515 |
| 净利润 | 77 | 144 | 295 | 336 | 预收账款 | 33 | 38 | 46 | 51 |
| EPS (元) | 0.11 | 0.20 | 0.40 | 0.46 | 其他 | 874 | 593 | 660 | 709 |
| 年成长率 | | | | | 长期负债 | 1650 | 1650 | 1650 | 1650 |
| 营业收入 | -10% | 15% | 25% | 12% | 长期借款 | 346 | 346 | 346 | 346 |
| 营业利润 | -81% | 251% | 160% | 17% | 其他 | 1304 | 1304 | 1304 | 1304 |
| 净利润 | -60% | 87% | 104% | 14% | 负债合计 | 4140 | 3920 | 4063 | 4173 |
| 盈利能力 | | | | | 股本 | 731 | 731 | 731 | 731 |
| 毛利率 | 21.6% | 21.6% | 25.0% | 25.0% | 资本公积 | | | | |
| | | | | | 金 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| 净利率 | 3.2% | 5.2% | 8.5% | 8.6% | 留存收益 | 1008 | 1138 | 1404 | 1706 |
| ROE | 3.7% | 6.5% | 11.8% | 12.0% | 少数股东权益 | 2059 | 2076 | 2111 | 2150 |
| 偿债能力 | | | | | 归属于母公司所有者权益 | | | | |
| 资产负债率 | 63.1% | 60.5% | 58.7% | 56.6% | 负债及权益 | 2109 | 2239 | 2504 | 2807 |
| 净负债比率 | 29.3% | 24.7% | 23.0% | 21.6% | 合计 | 8307 | 8234 | 8678 | 9130 |

| | | | | |
|----------------|------|------|------|------|
| 流动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 3.4 | 3.9 | 3.9 | 3.8 |
| 应收帐款周转率 | 8.7 | 8.8 | 9.2 | 8.7 |
| 应付帐款周转率 | 6.0 | 6.1 | 6.2 | 6.0 |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.20 | 0.40 | 0.46 |
| 每股经营现金 | 0.38 | 0.69 | 0.63 | 0.77 |

| 项目(百万元) | 现金流量表 | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现 | | | | |
| 金流 | 278.3 | 506.8 | 460.5 | 565.2 |
| 投资活动现 | | | | |
| 金流 | -324.2 | -72.6 | -72.6 | -72.6 |
| 筹资活动现 | | | | |
| 金流 | 184.9 | -434.2 | -134.4 | -130.7 |
| 现金净增加 | | | | |
| 额 | 139.0 | 0.0 | 253.4 | 361.9 |

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

| | | | | |
|------|--|--|--|--|
| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | 赵胤 |
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085230 zhaoyin@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com | 王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com |
| 华南区域 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com | 孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com |
| QFII | 方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com | 胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。