

产能扩张依旧，苦等需求回暖春天 增持 评级

事件：

公司发布 2012 年一季报，报告期实现营业收入 15.23 亿元，较上年同期减少 27.31%；利润总额为 1.71 亿元，同比减少 68.44%；其中归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比减少 70.81%；以总股本 20.76 亿股为基数，对应每股收益 0.06 元。

点评：

平板和光伏玻璃行业低迷导致业绩大幅下滑。受国家宏观调控及产能过剩影响，报告期平板玻璃销售价格同比大幅下降，而平板玻璃的主要原材料价格维持高位，造成公司平板玻璃盈利同比大幅度下降。受欧债危机、欧洲光伏补贴削减等因素影响，报告期太阳能光伏行业仍旧低迷，多晶硅、电池组件产品及太阳能玻璃销售价格较去年同期下降幅度较大，公司太阳能产业盈利同比大幅度下降。**受行业低迷影响，公司预计今年上半年的净利润约为 2~4 亿元，同比减少 50%~75%。**

财务数据全面沦陷，期间费用率有所上升。在市场不景气的大环境下，公司报告期实现销售收入 15.23 亿元，同比减少 27.31%，环比减少 13.68%，连续 3 个季度负增长；综合毛利率为 19.18%，同比降低 17.05 个百分点，环比下降 4.75 个百分点，连续 5 个季度下滑。同时公司三项期间费用率也同比上升 4.15 个百分点至 15.09%，主要原因是管理费用无法与营业收入同步缩减，以及财务费因受银行借款规模及平均利率上升而有所增加。

新增供给为行业回暖迹象蒙上阴影。自从三月份玻璃协会协调行业统一提价，玻璃下游行业形势开始有所好转，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，在行业好转后已有部分生产线开始点火投产，行业仍面临巨大新增供给压力。

公司力图通过多种业务的共同发展形成产业互补：TCO 镀膜玻璃二期项目成功量产，吴江南玻两条浮法线正式投入运营，超薄玻璃点火试运行并稳定地生产 1.1 毫米的超薄玻璃；精细玻璃业务利用触摸屏市场高速发展的机会提升高附加值电容式触摸屏产品产量；推进节能玻璃向民用市场发展，公建市场方面推广第二、三代低辐射节能玻璃。

预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.82 和 1.1 元，对应当前股价 PE 为 11.5 和 8.6，维持“增持”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

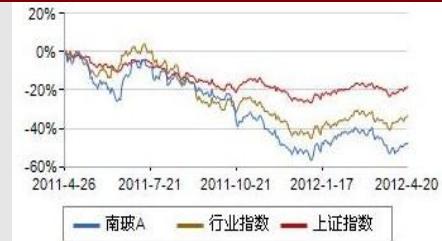
Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.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	271779	4746 股
20110930	234511	5500 股
20110630	257040	5018 股

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110630
基金持股	132 百万股	247 百万股
占流通 A 股比例	10.24%	19.15%
持股家数及退出	64	82

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	8271	10752	13978	18171	流动资产	2936	3570	4998	8785
营业成本	5665	7096	9225	11993	现金	656	656	1209	3861
营业税金及附加	57	74	97	126	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	255	332	432	561	应收票据	465	605	786	1022
管理费用	612	796	1035	1345	应收账款	315	407	529	688
财务费用	144	216	136	127	其它应收款	52	67	87	113
资产减值损失					存货	480	601	781	1016
公允价值变动收益	42	0	0	0	其他	968	1234	1604	2085
投资收益	6	27	29	21	非流动资产	12346	12028	11999	12087
					长期股权投资				
营业利润	1502	2264	3082	4040	投资	0	0	0	0
营业外收入	141	141	141	141	固定资产	9432	11124	11177	11339
营业外支出	4	40	40	40	无形资产	913	822	740	666
利润总额	1638	2365	3183	4141	其他	2001	82	82	82
所得税	300	434	584	760	资产总计	15281	15599	16996	20873
净利润	1338	1931	2599	3382	流动负债	4521	5399	4427	5219
少数股东损益	159	230	310	403	短期借款	1546	3128	1546	1546
归属于母公司					应付账款	1346	1686	2192	2849
净利润	1178	1701	2290	2979	预收账款	136	213	277	360
EPS (元)	0.57	0.82	1.10	1.44	其他	1494	372	412	464
年成长率					长期负债	3454	1132	1132	1132
营业收入	7%	30%	30%	30%	长期借款	1088	1088	1088	1088
营业利润	-18%	51%	36%	31%	其他	2366	44	44	44
净利润	-19%	44%	35%	30%	负债合计	7975	6532	5559	6352
盈利能力					股本	2076	2076	2076	2076
毛利率	31.5%	34.0%	34.0%	34.0%	资本公积				
					金	1431	1431	1431	1431
净利率	14.2%	15.8%	16.4%	16.4%	留存收益	3444	4975	7035	9716
ROE	17.0%	20.1%	21.7%	22.5%	少数股东权益	395	625	934	1337
偿债能力					归属于母公司所有者权益				
资产负债率	52.2%	41.9%	32.7%	30.4%	负债及权益	6951	8481	10542	13223
净负债比率	18.4%	27.0%	15.5%	12.6%	合计	15321	15638	17036	20912

流动比率	0.6	0.7	1.1	1.7
速动比率	0.5	0.5	1.0	1.5
营运能力				
资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	11.8	13.1	13.3	13.3
应收帐款周转率	29.7	29.8	29.9	29.9
应付帐款周转率	4.9	4.7	4.8	4.8
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.82	1.10	1.44
每股经营现金	1.14	1.09	1.76	2.05
每股净资产	3.35	4.09	5.08	6.37
每股股利	0.08	0.08	0.11	0.14

项目(百万元)	现金流量表			
	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2366	2267	3663	4247
投资活动现金流	(1858)	(987)	(1192)	(1192)
筹资活动现金流	(483)	(1280)	(1918)	(404)
现金净增加额	26	0	553	2651

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。