

南玻A (000012)

买入/维持评级

股价: RMB9.70

## 分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

## 相关研究

《平板玻璃景气见底，投资价值凸显（买入）》

12/03/30

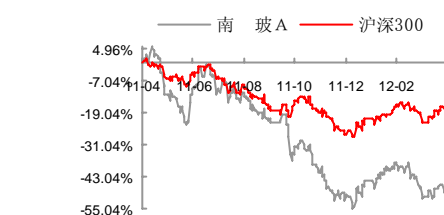
《短期受压，长期前景看好（买入）》

11/10/26

## 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) | 12,736 |

## 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

# 景气底部，期待复苏

## —2012 年一季报点评

- 公司今年一季度实现收入 15.23 亿元，同比下降 27.3%；营业利润 1.13 亿元，同比下降 78.2%；归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元，同比下降 70.8%，EPS0.06 元。
- 本期投资收益和营业外收入分别比 2011 年一季度增加 6225 万元和 3200 万元，分别是出售广州南玻股权产生的收益和子公司宜昌南玻硅材料有限公司收到的政府扶持资金。若剔除这二者的影响，归属母公司股东的净利润比 2011 年一季度下降了 97.3%。
- 业绩大幅下滑主要因为今年一季度平板玻璃和光伏业务延续了去年下半年来的低迷局面，销量减少价格降低导致公司收入同比下滑接近三成，综合毛利率仅有 19.2%，为 10 年来最低。
- 费用方面，销售费率略有下降，原因是产品运输费用由客户承担；管理费率为 7.97%，同比增加约 2 个百分点，我们认为是收入下降导致；财务费用率为 4.06%，同比大幅增加 2.37 个百分点，主要原因是银行借款规模及平均利率同比上升。
- 受行业不景气影响，2011 年以来大量生产线冷修。目前停止运行的生产线共有 45 条线，占总生产线数量的 18%，占总产能的 14.2%。停产生线带来的供给收缩以及需求的环比缓慢回升导致近期平板玻璃库存开始降低，价格略有回升。我们认为大量生产线的停产化解了供给过剩的压力，玻璃行业景气度将缓慢复苏，明年将回归正常水平。
- 华泰联合证券新能源研究团队认为光伏行业目前进入短期内需求持续向好的“市场拐点”，需求、开工率、价格等关键指标均有向上迹象，且可能维持 2 个季度。短期内虽然盈利改善的可能性不大，但亦无继续恶化的可能。
- 预计公司 2012—2013 年 EPS 分别为 0.62 和 0.83 元，对应 PE 分别为 15.6 和 11.7 倍。考虑到平板玻璃和光伏行业目前都处于行业景气底部，未来将缓慢复苏，我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示：平板玻璃和光伏行业复苏慢于预期。

| 经营预测与估值       | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E   |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 7743.9 | 8270.7 | 9383.7 | 11393.5 |
| (+/-%)        | 46.7   | 6.8    | 13.5   | 21.4    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1455.2 | 1178.2 | 1291.8 | 1718.1  |
| (+/-%)        | 74.9   | -19.0  | 9.6    | 33.0    |
| EPS(元)        | 0.70   | 0.57   | 0.62   | 0.83    |
| P/E(倍)        | 13.7   | 17.09  | 15.59  | 11.72   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测**

| 资产负债表        |              |              |              |              | 利润表             |             |             |             |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 单位: 百万元      |              |              |              |              | 单位: 百万元         |             |             |             |              |
| 会计年度         | 2010         | 2011         | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>  | <b>2070</b>  | <b>2936</b>  | <b>2353</b>  | <b>2837</b>  | <b>营业收入</b>     | <b>7744</b> | <b>8271</b> | <b>9384</b> | <b>11393</b> |
| 现金           | 787          | 656          | 751          | 911          | 营业成本            | 4944        | 5665        | 6506        | 7710         |
| 应收账款         | 242          | 315          | 349          | 424          | 营业税金及附加         | 7           | 57          | 65          | 79           |
| 其他应收         | 67           | 52           | 44           | 54           | 营业费用            | 266         | 255         | 282         | 342          |
| 预付账款         | 108          | 54           | 130          | 154          | 管理费用            | 556         | 612         | 657         | 798          |
| 存货           | 479          | 480          | 553          | 655          | 财务费用            | 106         | 144         | 131         | 128          |
| 其他流动         | 388          | 1379         | 525          | 638          | 资产减值损失          | 86          | 42          | 40          | 40           |
| <b>非流动资产</b> | <b>10399</b> | <b>12346</b> | <b>14036</b> | <b>15398</b> | 公允价值变动收         | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 长期投资         | 66           | 0            | 30           | 35           | 投资净收益           | 54          | 6           | 6           | 6            |
| 固定资产         | 8831         | 9432         | 11876        | 13644        | <b>营业利润</b>     | <b>1833</b> | <b>1502</b> | <b>1709</b> | <b>2303</b>  |
| 无形资产         | 381          | 913          | 905          | 897          | 营业外收入           | 59          | 141         | 100         | 100          |
| 其他非流         | 1122         | 2001         | 1224         | 821          | 营业外支出           | 27          | 4           | 10          | 10           |
| <b>资产总计</b>  | <b>12470</b> | <b>15281</b> | <b>16389</b> | <b>18235</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1865</b> | <b>1638</b> | <b>1799</b> | <b>2393</b>  |
| <b>流动负债</b>  | <b>2800</b>  | <b>4521</b>  | <b>3894</b>  | <b>3540</b>  | 所得税             | 268         | 300         | 333         | 443          |
| 短期借款         | 877          | 1546         | 1518         | 834          | 净利润             | 1597        | 1338        | 1466        | 1950         |
| 应付账款         | 950          | 1346         | 1431         | 1696         | 少数股东损益          | 142         | 159         | 175         | 232          |
| 其他流动         | 973          | 1629         | 944          | 1010         | <b>归属母公司净利</b>  | <b>1455</b> | <b>1178</b> | <b>1292</b> | <b>1718</b>  |
| <b>非流动负</b>  | <b>2910</b>  | <b>3454</b>  | <b>3723</b>  | <b>3973</b>  | EBITDA          | 2503        | 2258        | 2525        | 3288         |
| 长期借款         | 728          | 1088         | 1338         | 1588         | <b>EPS (元)</b>  | <b>0.70</b> | <b>0.57</b> | <b>0.62</b> | <b>0.83</b>  |
| 其他非流         | 2182         | 2366         | 2385         | 2385         | <b>主要财务比率</b>   |             |             |             |              |
| <b>负债合计</b>  | <b>5710</b>  | <b>7975</b>  | <b>7617</b>  | <b>7513</b>  | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东         | 374          | 395          | 569          | 801          | <b>成长能力</b>     |             |             |             |              |
| 股本           | 2077         | 2076         | 2076         | 2076         | 营业收入            | 46.7%       | 6.8%        | 13.5%       | 21.4%        |
| 资本公积         | 1310         | 1381         | 1381         | 1381         | 营业利润            | 70.9%       | -18.1%      | 13.8%       | 34.7%        |
| 留存收益         | 2991         | 3443         | 4745         | 6463         | 归属母公司净利         | 74.9%       | -19.0%      | 9.6%        | 33.0%        |
| 归属母公         | 6385         | 6911         | 8202         | 9920         | <b>获利能力</b>     |             |             |             |              |
| <b>负债和股</b>  | <b>12470</b> | <b>15281</b> | <b>16389</b> | <b>18235</b> | 毛利率(%)          | 36.2%       | 31.5%       | 30.7%       | 32.3%        |
| <b>现金流量</b>  |              |              |              |              | 净利率(%)          | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 18.8%        |
| 单位: 百万元      |              |              |              |              | ROE(%)          | 22.8%       | 17.0%       | 15.7%       | 17.3%        |
| <b>会计年度</b>  | <b>2010</b>  | <b>2011</b>  | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 17.5%       | 11.6%       | 11.3%       | 13.6%        |
| <b>经营活动</b>  | <b>2366</b>  | <b>1689</b>  | <b>2427</b>  | <b>2935</b>  | <b>偿债能力</b>     |             |             |             |              |
| 净利润          | 915          | 1597         | 1338         | 1466         | 资产负债率(%)        | 45.8%       | 52.2%       | 46.5%       | 41.2%        |
| 折旧摊销         | 563          | 612          | 685          | 857          | 净负债比率(%)        | 29.4%       | 35.3%       | 39.5%       | 34.2%        |
| 财务费用         | 106          | 144          | 131          | 128          | 流动比率            | 0.74        | 0.65        | 0.60        | 0.80         |
| 投资损失         | -54          | -6           | -6           | -6           | 速动比率            | 0.57        | 0.54        | 0.46        | 0.62         |
| 营运资金         | -10          | -455         | 102          | 4            | <b>营运能力</b>     |             |             |             |              |
| 其他经营         | 846          | -204         | 178          | 486          | 总资产周转率          | 0.66        | 0.60        | 0.59        | 0.66         |
| <b>投资活动</b>  | <b>-1858</b> | <b>-2431</b> | <b>-2407</b> | <b>-2213</b> | 应收账款周转率         | 29          | 29          | 28          | 29           |
| 资本支出         | 2016         | 2802         | 2400         | 2200         | 应付账款周转率         | 5.10        | 4.93        | 4.69        | 4.93         |
| 长期投资         | 33           | -157         | 30           | 5            | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |             |              |
| 其他投资         | 192          | 214          | 23           | -8           | 每股收益(最新摊        | 0.70        | 0.57        | 0.62        | 0.83         |
| <b>筹资活动</b>  | <b>-483</b>  | <b>721</b>   | <b>75</b>    | <b>-561</b>  | 每股经营现金流         | 1.14        | 0.81        | 1.17        | 1.41         |
| 短期借款         | -1604        | 669          | -28          | -684         | 每股净资产(最新        | 3.08        | 3.33        | 3.95        | 4.78         |
| 长期借款         | -180         | 360          | 250          | 250          | <b>估值比率</b>     |             |             |             |              |
| 普通股增         | 853          | -1           | 0            | 0            | P/E             | 13.84       | 17.09       | 15.59       | 11.72        |
| 资本公积         | -818         | 71           | 0            | 0            | P/B             | 3.15        | 2.91        | 2.45        | 2.03         |
| 其他筹资         | 1266         | -379         | -147         | -127         | EV/EBITDA       | 10          | 11          | 10          | 7            |
| <b>现金净增</b>  | <b>25</b>    | <b>-26</b>   | <b>94</b>    | <b>161</b>   |                 |             |             |             |              |

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  $\pm 10\%$  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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

**免责声明**

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的投资建议。