

需求不振导致亏损，高弹性等待复苏 **增持** 评级

事件:

公司发布公告，预计 2012 年上半年归属于上市公司股东的净利润出现亏损，原因是公司产品需求不旺，导致公司主导产品的销价、销量较去年同期有较大幅度降低。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

报告摘要:

需求低迷导致行业性亏损，下半年改善空间有限。玻璃的下游 60-70% 是房地产，今年以来政府严厉的房地产调控政策对玻璃需求造成较大影响，导致公司上半年产品销量和售价有所下滑，业绩出现亏损。但随着二季度传统旺季到来，玻璃需求回暖，价格出现一定幅度上调，但新建和冷修的待投入产能较大，下半年价格上浮空间有限。

积极开展 LOW-E 玻璃业务，延伸产业链改善超白玻璃销售。由于新增产能不断扩大，超白玻璃领域面临激烈的竞争，公司超白玻璃的毛利率已经大幅下降至 20% 以下。公司通过定向增发积极推广采用超白玻璃基片的 LOW-E，有效延伸产业链，改善超白玻璃销售。新型 LOW-E 玻璃有效结合了超白和节能的效果，更加通透、品质更高，因此具有较高毛利率，预计在 20%-30% 之间。且公司计划改造一条超白太阳能玻璃线，使其可生产在线 LOW-E 玻璃，未来 LOW-E 玻璃规模将进一步扩大。

加强成本控制应对行业低谷。面对玻璃需求低迷的情况，公司加强成本控制力度，所有生产线都配备有天然气、焦化煤气、石油焦和混合气四套燃烧系统，可以根据燃料价格自由转换有效降低成本。公司玻璃生产的燃料成本占比超过 20%，目前燃料价格的下跌也对公司的成本下降起到促进作用。

全产业链高弹性，有望率先受益行业回暖。公司拥有玻璃上游纯碱业务，销售收入占比达 40%，且公司玻璃生产的纯碱全部自供。目前纯碱价格处于盈亏平衡点以下，将率先受益玻璃行业回暖，因此公司对于玻璃行业景气度具有较高的弹性。

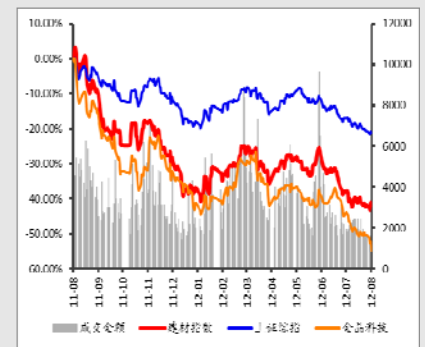
我们认为，国内 3 季度投资拐点验证信号有待下周 7 月宏观数据公布求证，公司对于玻璃价格具有较大弹性，业绩有望在今明两年得到恢复。我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.24 和 0.65 元，对应当前股价 PE 为 15.13 和 5.58，给予公司“增持”评级。

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数 (流通 A 股)
20120229	123,658	7,820.84
20111231	125,034	5,794.98
20110930	126,649	5,721.08

数据来源: WIND

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	3296	3300	4278	5134	流动资产	3226	2131	3013	4188
营业成本	2679	2525	2525	3228	现金	1671	863	1581	2373
营业税金及附加	20	20	26	31	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	96	96	124	149	应收票据	214	215	278	334
管理费用	141	141	183	220	应收款项	144	142	184	221
财务费用	161	85	86	81	其它应收款	51	67	74	91
资产减值损失	3	(12)	0	0	存货	704	624	638	820
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	442	221	257	348
投资收益	14	15	15	15	非流动资产	4982	4964	4911	4864
营业利润	209	460	1349	1440	长期股权投资				
营业外收入	75	50	53	55	投资	329	329	329	329
营业外支出	3	3	3	3	固定资产	3738	4278	4247	4220
利润总额	282	507	1399	1492	无形资产	250	225	202	182
所得税	87	156	432	461	其他	665	133	133	133
净利润	195	350	967	1031	资产总计	8209	7096	7924	9052
少数股东损益	7	13	35	38	流动负债	2308	1700	1700	1943
归属于母公司净利润	188	338	932	994	短期借款	745	789	789	789
EPS (元)	0.13	0.24	0.65	0.70	应付账款	679	640	640	818
年成长率					预收账款	106	107	104	132
营业收入	5%	0%	30%	20%	其他	779	164	168	204
营业利润	-47%	120%	194%	7%	长期负债	1389	585	586	588
净利润	-48%	80%	176%	7%	长期借款	570	570	570	570
获利能力					其他	820	15	17	19
毛利率	18.7%	23.5%	41.0%	37.1%	负债合计	3698	2285	2287	2532
净利率	5.7%	10.2%	21.8%	19.4%	股本	1423	1423	1423	1423
ROE	4.2%	7.1%	16.9%	15.6%	资本公积				
偿债能力					金	1885	1885	1885	1885
资产负债率	45.0%	32.2%	28.9%	28.0%	留存收益	1130	1417	2209	3053
净负债比率	45.0%	32.2%	28.9%	28.0%	少数股东权益				
					权益	85	97	133	170
					归属于母公司所有者权益				
					益	4437	4724	5516	6361
					负债及权益合计	8220	7107	7935	9063

流动比率	22.2%	19.1%	17.1%	15.0%
速动比率	1.4	1.3	1.8	2.2
营运能力				
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	6.9	7.2	6.5	6.2
应收帐款周转率	5.1	5.2	5.3	5.0
应付帐款周转率	9.0	9.3	10.2	9.7
每股资料 (元)				
每股收益	0.13	0.24	0.65	0.70
每股经营现金	0.37	0.68	0.93	0.99
每股净资产	3.12	3.32	3.88	4.47
每股股利	0.08	0.04	0.10	0.10

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
经营现金流	523	973	1327	1407
投资活动现金流				
投资现金流	-1027	-400	-400	-400
筹资活动现金流				
筹资现金流	1666	-1381	-210	-214
现金净增加额	1162	-808	718	793

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。

注: 宏源证券建材行业实习生秦闻对报告亦有贡献。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jjahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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

免责声明:

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。