



## 去库存压制产品价格，差异化协同待复苏

增持评级

### 事件:

公司发布半年报，2012年上半年公司实现营业收入14.21亿元，营业利润亏损1.16亿元，同比下降-166.90%，净利润亏损1.23亿元，同比下降-190.15%。

### 报告摘要:

**需求低迷导致玻璃+纯碱行业亏损。**2012年上半年，玻璃行业的价格、销售量都出现了下滑。玻璃业务营收同比下滑6.54%至9.04亿元，营业利润率仅为2.98%。公司优质浮法产品适应市场高端需求，汽车行业、家电行业市场增速出现下滑，导致需求随之减少，优质浮法玻璃销量、单价较上年同期下滑；颜色玻璃市场景气度与房地产市场息息相关，上半年相对表现低迷。公司纯碱业务所处行业是玻璃、氧化铝等行业的上游，由于玻璃行业停窑数量增加、氧化铝行业产能压缩，纯碱行业在今年上半年面临较大困境，市场供过于求。纯碱业务营收同比大幅下滑27.19%至4.77亿元，营业利润率为-1.15%。

**去库存阶段和新增产能释放抑制价格上涨。**从短期来看公司所处行业还将继续承压，下半年预计市场会维持在“去库存”阶段，企业将继续面临高库存的风险，需要借助市场契机快速出货以缓解压力。产品涨价缺乏市场需求的基础，在“去库存”的过程中，将会对价格上涨产生抑制。目前国内具备点火条件的新建生产线10余条，市场需求一旦启动，等待市场回暖伺机点火的新增产能的释放将再次对弱势回升的价格产生影响。

**“差异化+渠道+研发+市场协同”应对行业低谷。**增加差异化产品销量，提高盈利能力；开拓市场新渠道，保持市场份额稳定；加快新产品研发进度，增强市场竞争力；积极协调区域内同业企业，加强价格联动，共同维护市场稳定。超白玻璃是公司打造品牌的主力产品，上半年销售超白玻璃171万重量箱，同比增长19%。纯碱业务的海天公司积极通过优化生产、加强设备管理、提高自动控制水平、控制机物料消耗等措施降低成本，最大限度的减少不利因素对公司造成的冲击。

我们认为，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。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14.4和5.32，给予公司“增持”评级。

### 建材行业研究组

#### 分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

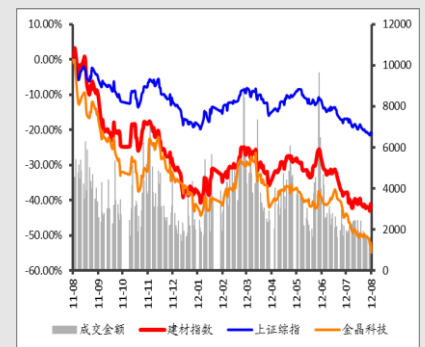
Email: denghaiqing@hysec.com

#### 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

附表：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
<b>营业收入</b>	3296	3300	4278	5134	<b>流动资产</b>	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	<b>非流动资产</b>	4982	4964	4911	4864
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	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	<b>资产总计</b>	<b>8209</b>	<b>7096</b>	<b>7924</b>	<b>9052</b>
少数股东损益	7	13	35	38	<b>流动负债</b>	2308	1700	1700	1943
<b>归属于母公司净利润</b>	188	338	932	994	短期借款	745	789	789	789
<b>EPS (元)</b>	0.13	0.24	0.65	0.70	应付账款	679	640	640	818
<b>年成长率</b>					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%	<b>长期负债</b>	1389	585	586	588
净利润	-48%	80%	176%	7%	长期借款	570	570	570	570
<b>获利能力</b>					其他	820	15	17	19
毛利率	18.7%	23.5%	41.0%	37.1%	<b>负债合计</b>	<b>3698</b>	<b>2285</b>	<b>2287</b>	<b>2532</b>
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				
<b>偿债能力</b>					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
					<b>负债及权益合计</b>	<b>8220</b>	<b>7107</b>	<b>7935</b>	<b>9063</b>

流动比率	22.2%	19.1%	17.1%	15.0%
速动比率	1.4	1.3	1.8	2.2
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股资料 (元)</b>				
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

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

**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。