

玻璃制造
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 6.95元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	1312
流通股本(百万)	1301
流通市值(亿)	92
EPS	0.57
每股净资产(元)	3.33
资产负债率	52.19%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻A	3.48	-15.80	-21.65
建筑建材	1.62	-2.64	-13.43
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40


相关报告

南玻A - 盈利能力见底 2012-08-21

南玻A - 大比例回购B股彰显管理层对公司投资价值信心 2012-07-20

南玻A - 困难的时刻即将过去 2012-04-24

南玻A**000012****强烈推荐**

最佳长期买入时机到来

今日公司发布3季度季报。1-3季度，公司实现营业收入52.93亿元，同比下滑18.65%；实现归属于股东净利润4.03亿元，同比下滑63.72%，EPS0.19元，符合我们的预期。同时公司预告4季度将计提固定资产减值准备，导致4季度可能亏损0.5-1.5亿元。

投资要点：

- **业绩环比明显恢复。**如果剔除转让广东南玻的一次性收益，公司今年1-3季度单季盈利分别为0.59、1.26和1.56亿，环比改善明显。预计明年整体盈利水平将好于今年，这一轮周期中最坏的时间段已经度过。
- **盈利恢复主要依靠平板玻璃。**由于太阳能行业3季度仍处在下滑通道中，我们认为公司盈利改善的主要原因是由于浮法玻璃盈利的恢复以及工程玻璃旺季的影响。这些因素在4季度与3季度没有发生明显的变化，我们预计公司主营业务4季度盈利与3季度基本一致。如果不考虑公司可能在4季度计提的减值准备，今年4季度单季度就将可能获得100%以上的业绩增长。
- **公司明年新业务开展亮点较多。**首先，超薄玻璃将于今年年底前正式转固定资产，明年一季度将会有明显的盈利贡献；其次，多晶硅技改将于明年1季度完成，我们认为这一改进将保证即使在多晶硅太阳能行业不出现明显复苏的情况下，公司也将实现扭亏；再次，在今年行业盈利大幅度下滑的情况下，公司加强了内部的各种精细化管理措施的落实，这些措施都将为公司明年的成本下降，效益提升提供保证。
- **计提固定资产减值准备或带来最佳长期介入机会。**按照公司预计的4季度盈利推算，公司将计提2-3个亿的固定资产减值准备。而减值的主要领域预计是太阳能事业部的多晶硅领域。这次简直准备将为今后公司太阳能领域轻装上阵提供支持。我们认为，如果因为市场对此解读为负面，在最近出现恐慌性下跌，则提供了最佳的长期买入时机。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**根据季报信息，我们调整公司12-14年EPS至0.15, 0.42, 0.64元，维持“强烈推荐”的投资评级。

➤ **风险提示：**触摸屏产能大幅度释放导致行业利润走低

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8271	7793	9178	10772
收入同比(%)	7%	-6%	18%	17%
归属母公司净利润	1178	315	865	1319
净利润同比(%)	-19%	-73%	174%	52%
毛利率(%)	31.5%	19.8%	22.5%	26.1%
ROE(%)	17.0%	4.6%	11.2%	14.6%
每股收益(元)	0.57	0.15	0.42	0.64
P/E	12.24	45.77	16.67	10.94
P/B	2.09	2.11	1.87	1.60
EV/EBITDA	8	16	9	7

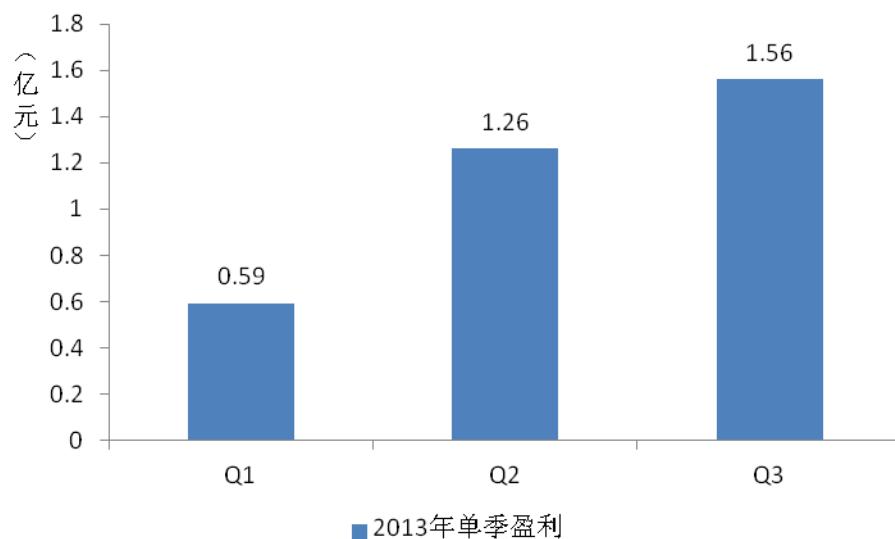
资料来源：中投证券研究所

一、盈利环比改善明显

1.1 精细和节能玻璃在公司盈利中的占比明显提高

剔除一次性因素的影响，公司前 3 个季度单季盈利分别为 0.59、1.26、1.56 亿元，单季盈利环比明显改善。我们预计 4 季度公司主营部分的盈利有望与 3 季度盈利持平，这样 4 季度主营部分的盈利有望实现 100% 的增长。

图 1 公司单季度盈利



资料来源：同花顺 IFIND、中投证券研究总部

本轮周期的下滑期从去年 3 季度开始，主业部分同比下滑幅度最大是去年 4 季度和今年 1 季度。从今年 4 季度起公司主业将恢复增长，开始新一轮上升周期。

表 1 公司分季度数据

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
收入 (亿元)	15.57	18.48	20.74	22.65	20.95	23.43	20.68	17.64	15.23	18.22	19.48
环比增速	-10.1%	18.7%	12.2%	9.2%	-7.5%	11.8%	-11.8%	-14.7%	-13.7%	19.6%	6.9%
毛利率	36.2%	34.4%	35.2%	38.5%	36.2%	34.3%	30.1%	23.9%	19.2%	22.8%	25.0%
费用率	12.2%	11.5%	10.3%	13.8%	10.9%	10.3%	11.8%	16.9%	15.1%	13.6%	13.7%
归属股东净利润 (亿元)	2.99	3.37	4.06	4.14	4.15	4.22	2.72	0.68	1.21	1.25	1.57
环比增速	17.7%	12.5%	20.5%	2.0%	0.4%	1.7%	-35.5%	-75.0%	77.9%	3.0%	25.5%
净利率	19.2%	18.2%	19.6%	18.3%	19.8%	18.0%	13.2%	3.9%	8.0%	6.9%	8.0%

资料来源：同花顺 IFIND、中投证券研究总部

注：2012 年一季度业绩中含广东南玻浮法转让收益 0.62 亿元

二、良好的现金流为未来的成长打下基础

在盈利大幅度下滑的背景下，公司实现了经营性现金流的正增长。13.8个亿的现金流除了保证公司10.6亿的固定资产投资以外还降低了公司的负债率，为公司下一步的扩张打下了良好的基础。

表 2 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q3
营运能力								
存货周转率(次)	5.1	6.4	9.0	9.2	9.9	11.6	11.8	8.4
应收账款周转率 (次)	9.3	10.1	13.7	15.5	20.1	29.2	29.7	15.2
资金状况								
资产负债率(%)	50.8	56.5	49.3	53.6	48.6	45.8	52.2	50.1
经营活动现金流 (亿元)	9.2	8.0	11.0	10.3	16.7	23.7	16.9	13.8
增长率(%)	-13.3	37.7	(6.5)	62.1	41.7	-28.6	12.3	
资本性支出								
资本性支出(亿元)	10.0	11.4	14.3	26.8	11.7	20.2	28.0	10.6
增长率(%)	14.0	25.4	88.3	(56.5)	72.9	39.0	(56.9)	

数据来源：公司公告、中投证券研究总部

三、盈利预测假设

表 3 盈利预测假设

浮法玻璃	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
产能(万吨)	210.00	222.00	230.00	230.00	262.00
销量(万吨)	178.00	222.00	227.00	227.0	245.0
单价(元/吨)	1788.1	1416.3	1200.0	1,280	1,335
主营业务收入(万元)	318,287	314,413	272,400	290,560	327,075
环比增长	2.52%	-1.22%	-13.36%	6.67%	12.57%
单位成本(元/吨)	1176.93	1167.36	1067.36	1067.36	1067.36
主营业务成本(万元)	209,493	259,154	242,291	242,291	261,503
环比增长	1.96%	23.71%	-6.51%	0.00%	7.93%
内部抵消(万元)	65,175	61,057	50,000	50,000	50,000
内部抵消成本(万元)	63,880	61,409	38,000	38,000	38,000
毛利率	34.2%	17.6%	11.1%	16.6%	20.0%
超薄玻璃					
产能(万m ²)			700.00	1400.00	
销量(万m ²)			600.0	1200.0	
单价(元/m ²)			35	30	
主营业务收入(万元)			21,000	36,000	
环比增长			71.43%		

单位成本(元/吨)		20.00		18.00
主营业务成本(万元)		12,000		21,600
环比增长				80.00%
毛利率		42.9%		40.0%
工程玻璃				
产能(万m ²)	1,225	1,825	2,450	3,150
销量(万m ²)	1,000	1,500	2,000	2,500
单价(元/m ²)	226.3	165.1	145.0	137.0
主营业务收入(万元)	226,299	247,689	290,000	342,500
环比增长	18.49%	9.45%	17.08%	18.10%
单位成本(元/m ²)	158.30	108.47	100.00	96.00
主营业务成本(万元)	158,302	162,708	200,000	240,000
环比增长	24.68%	2.78%	22.92%	20.00%
毛利率	30.05%	34.31%	31.03%	29.93%
精细玻璃				
触摸屏销量(万片)	28.00	150.00	180.00	220.00
单价(元/片)	512.82	470.09	420.00	420.00
收入(万元)	14358.97	70512.82	75600.00	92400.00
彩色滤光片销量(万片)	58.50	30.00		
单价(元/片)	288.00	285.00		
收入(万元)	16848.00	8550.00		
ITO导电膜玻璃销量(万片)	1326.00	1200.00	1200.00	1200.00
单价(元/片)	22.00	21.50	21.50	21.50
收入(万元)	29172.00	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入(万元)	64,346	93,471	101,400	118,200
环比增长	43.21%	45.26%	8.48%	16.57%
主营业务成本(万元)	43,032	53,592	60,840	67,965
环比增长	34.76%	24.54%	13.52%	11.71%
毛利率	33.12%	42.66%	40.00%	42.50%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	1,500	2,500	2,800	6,000
太阳能电池片(MW)	100	200	300	300
超白压延产能(万m ²)	1,250	2,500	2,500	2,800
主营业务收入(万元)	226,040	228,300	160,000	190,000
环比增长	1547.78%	1.00%	-29.92%	18.75%
主营业务成本(万元)	144,265	149,720	155,000	182,000
环比增长	1073.12%	3.78%	46.00%	17.42%
毛利率	36.18%	34.42%	3.13%	4.21%
其它				
其他业务收入(万元)	6,000	5,580	5,500	5,500
环比增长	53.66%	-7.00%	-1.44%	0.00%
其它业务成本(万元)	5,200	2,691	4,900	4,900
毛利率	13.33%	51.77%	10.91%	10.91%
合计	2010年	2011年	2012年	2013年
				2014年

收入 (万元)	775,797	828,396	779,300	917,760	1,077,196
收入增速	46.96%	6.78%	-5.93%	17.77%	17.37%
成本 (万元)	496,412	566,456	625,031	711,156	796,178
毛利率	36.01%	31.62%	19.80%	22.51%	26.09%

数据来源：公司公告、中投证券研究总部

四、投资评级：强烈推荐

根据公司报告，我们调整公司12-14年EPS至0.15, 0.42, 0.64元，维持“强烈推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2936	2078	2313	2703	营业收入	8271	7793	9178	10772
现金	656	700	800	900	营业成本	5665	6250	7112	7962
应收账款	315	305	360	431	营业税金及附加	57	6	7	8
其他应收款	52	30	35	43	营业费用	255	226	248	280
预付账款	54	167	187	211	管理费用	612	803	578	668
存货	480	456	518	637	财务费用	144	174	245	306
其他流动资产	1379	419	412	481	资产减值损失	42	36	20	20
非流动资产	12346	14094	14597	18823	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	40	50	50	投资净收益	6	80	35	40
固定资产	9432	12237	13253	17684	营业利润	1502	378	1003	1569
无形资产	913	913	913	913	营业外收入	141	30	70	70
其他非流动资产	2001	904	380	176	营业外支出	4	9	10	11
资产总计	15281	16172	16910	21526	利润总额	1638	399	1063	1628
流动负债	4521	7512	5304	8466	所得税	300	44	117	179
短期借款	1546	4560	1983	4770	净利润	1338	355	946	1449
应付账款	1346	1563	1778	1990	少数股东损益	159	40	81	130
其他流动负债	1629	1389	1543	1706	归属母公司净利润	1178	315	865	1319
非流动负债	3454	1373	3373	3378	EBITDA	2258	1205	2046	2882
长期借款	1088	1288	3288	3288	EPS (元)	0.57	0.15	0.42	0.64
其他非流动负债	2366	85	85	90					
负债合计	7975	8885	8677	11845					
少数股东权益	395	435	515	646					
股本	2076	2076	2076	2076					
资本公积	1381	1381	1381	1381					
留存收益	3443	3384	4250	5568					
归属母公司股东权益	6911	6852	7717	9036					
负债和股东权益	15281	16172	16910	21526					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1689	1619	2157	2812	成长能力				
净利润	1338	355	946	1449	营业收入	6.8%	-5.8%	17.8%	17.4%
折旧摊销	612	653	798	1008	营业利润	-18.1%	-74.8%	165.3	56.4%
财务费用	144	174	245	306	归属于母公司净利润	-19.0%	-73.2%	174.5	52.4%
投资损失	-6	-80	-35	-40	获利能力				
营运资金变动	-455	936	186	145	毛利率	31.5%	19.8%	22.5%	26.1%
其他经营现金流	56	-419	17	-56	净利率	14.2%	4.0%	9.4%	12.2%
投资活动现金流	-2431	-2163	-1275	-5192	ROE	17.0%	4.6%	11.2%	14.6%
资本支出	2802	2340	1300	5232	ROIC	11.8%	3.9%	8.6%	9.8%
长期投资	-157	-66	10	0	偿债能力				
其他投资现金流	214	111	35	40	资产负债率	52.2%	54.9%	51.3%	55.0%
筹资活动现金流	721	588	-782	2481	净负债比率	35.29	67.17%	62.59	69.38%
短期借款	669	3014	-2577	2787	流动比率	0.65	0.28	0.44	0.32
长期借款	360	200	2000	0	速动比率	0.54	0.21	0.33	0.24
普通股增加	-1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	71	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.50	0.55	0.56
其他筹资现金流	-379	-2625	-205	-306	应收账款周转率	29	25	27	27
现金净增加额	-26	44	100	100	应付账款周转率	4.93	4.30	4.26	4.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.15	0.42	0.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.78	1.04	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.30	3.72	4.35
					估值比率				
					P/E	12.24	45.77	16.67	10.94
					P/B	2.09	2.11	1.87	1.60
					EV/EBITDA	8	16	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-21	南玻A - 盈利能力见底
2012-07-20	南玻A - 大比例回购B股彰显管理层对公司投资价值信心
2012-04-24	南玻A - 困难的时刻即将过去
2012-04-09	南玻A - 预减不足惧，等待抄底时
2012-03-27	南玻A - 盈利谷底来临,曙光就在前方

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4年行业从业经验，7年证券行业从业经验。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务
中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际
大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434