

玻璃制造

李凡 S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

南玻 A

000012

推荐

浮法玻璃景气高峰助推公司业绩

今日公司发布1季度季报,公司1季度实现营业收入15.56亿元,同比增长79.07%;实现利润总额3.93亿,同比增长433.75%,实现归属母公司的净利润2.99亿元,同比增长384.18%。基本符合我们的预期。

6-12个月目标价: 24.50元

当前股价: 24.17元

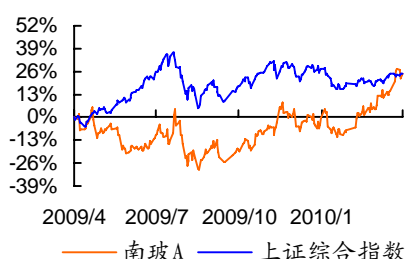
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3164.97
总股本(百万)	1223
流通股本(百万)	1015
流通市值(亿)	245
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.59
资产负债率	48.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	17.90	25.10	52.68
上证综合指数	6.32	-1.84	6.21



相关报告

《南玻 A-稳定持续的规模扩张是公司最为重要的特征》2010-3-30

《公司年报预增点评》2010-3-18

《南玻 A-短期业绩看浮法, 长远发展靠节能》2010-1-27

■ **盈利的周期性特征仍然明显。**尽管公司多年来一直在为摆脱利润的周期性波动而努力,但不得不承认到目前为止,公司盈利的周期性特征仍然十分明显。浮法玻璃对公司利润的影响依然明显,我们估计在公司2.9个亿的净利润中,浮法玻璃的贡献有可能占到一半以上。而公司高达36%的整体毛利率是一般浮法玻璃厂家难以达到的,这是公司产品结构优化和超强管理执行力的体现;

■ **太阳能有可能成为新的亮点。**经过近一年的调整后,公司太阳能业务开始盈利,虽然在一季度贡献并不明显,但这次的盈利明显具有不一般的意义。由于这次的盈利是在多晶硅价格处于低谷时的盈利,使我们对公司未来1到2年内太阳能业务的盈利前景重新燃起了希望。由于市场对其他业务的预期已经较为充分,在太阳能业务上的表现或许会让人眼前一亮。据我们了解公司目前的多晶硅直接制造成本已经降到45美元/公斤以下。

■ **工程玻璃仍然保持稳定增长。**工程玻璃是公司盈利最为稳定的领域,毛利率多年来稳定在31-35%之间。今年工程玻璃的新增量来自于成都120万m² LOWE生产线的投产和去年1季度天津吴江投产生产线的完全发挥效用。而明年LOWE产能的明显扩张要在下半年才能见到效益。据我们了解,目前全国各大厂商对LOWE都在大幅度扩张,届时LOWE产品的价格和毛利率水平还有待观察。

■ **TCO玻璃生产线实现量产。**据我们了解,公司第一条实验性质的TCO玻璃生产线已经在一季度实现量产,这是国内首家实现TCO量产的企业,所以公司有加大了在这个领域的投资,如果顺利也将在明年实现较高的回报。

■ **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测,公司09-11年的EPS分别为0.68、0.81、1.03元。对于未来市场空间较大的中间加工业,公司估值基本合理,维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5279	6063	7104	8550
同比(%)	24%	15%	17%	20%
归属母公司净利润(百万元)	832	987	1256	1623
同比(%)	98%	19%	27%	29%
毛利率(%)	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%
ROE(%)	15.7%	16.8%	17.6%	18.5%
每股收益(元)	0.68	0.81	1.03	1.33
P/E	32.51	27.41	21.53	16.67
P/B	5.09	4.61	3.79	3.09
EV/EBITDA	18	17	14	11

资料来源: 中投证券研究所

一、盈利预测假设

分部收入成本分析

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
浮法玻璃				
主营业务收入(万元)	310,471	355,000	400,000	425,000
环比增长	35.68%	14.34%	12.68%	6.25%
主营业务成本(万元)	205,459	238,000	269,500	288,000
内部抵消(万元)	36,109	39,500	44,000	65,000
内部抵消成本(万元)	35,433	38,300	43,400	63,500
毛利率	33.8%	33.0%	32.6%	32.2%
工程玻璃				
主营业务收入(万元)	190,993	215,000	265,000	390,000
环比增长	22.46%	12.57%	23.26%	47.17%
主营业务成本(万元)	126,963	143,500	179,000	265,000
毛利率	33.5%	33.3%	32.5%	32.1%
精细玻璃				
主营业务收入(万元)	44,932	48,900	52,500	55,000
环比增长	-13.23%	8.83%	7.36%	4.76%
主营业务成本(万元)	31,933	32,001	33,500	34,500
毛利率	28.9%	34.6%	36.2%	37.3%
太阳能				
主营业务收入(万元)	13,718	23,000	33,000	46,000
主营业务成本(万元)	12,298	18,600	25,000	32,000
毛利率	10.4%	19.1%	24.2%	30.4%
其他业务收入(万元)	3,905	3,905	3,905	4,000
环比增长	-47.92%	0.00%	0.00%	2.44%
其它业务成本(万元)	2,338	2,338	2,338	2,400
毛利率	40.1%	40.1%	40.1%	40.0%
合计				
收入(万元)	527,910	606,305	710,405	855,000
收入增速	23.5%	14.8%	17.2%	20.4%
成本(万元)	343,557	396,139	465,938	558,400
毛利率	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1694	1834	2285	3107	营业收入	5279	6063	7104	8550
现金	654	800	1000	1564	营业成本	3436	3961	4659	5584
应收账款	288	333	390	469	营业税金及附加	5	0	0	0
其它应收款	15	23	27	33	营业费用	242	309	369	445
预付账款	101	99	116	140	管理费用	420	473	533	624
存货	371	397	467	560	财务费用	106	113	116	96
其他	265	182	284	342	资产减值损失	17	100	30	20
非流动资产	9220	10747	11602	12376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	30	40	50	投资净收益	19	20	20	30
固定资产	8055	9993	11006	11848	营业利润	1073	1127	1417	1811
无形资产	392	392	392	392	营业外收入	32	35	40	40
其他	746	331	163	86	营业外支出	116	15	20	20
资产总计	10913	12581	13886	15483	利润总额	989	1147	1437	1831
流动负债	4314	5356	5306	5200	所得税	74	80	101	128
短期借款	2481	3405	3000	2480	净利润	915	1067	1336	1703
应付账款	989	990	1165	1396	少数股东损益	83	80	80	80
其他	844	960	1141	1324	归属母公司净利润	832	987	1256	1623
非流动负债	988	978	998	998	EBITDA	1627	1772	2178	2645
长期借款	908	908	908	908	EPS (元)	0.68	0.81	1.03	1.33
其他	80	70	90	90	主要财务比率				
负债合计	5302	6334	6304	6198	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	296	376	456	536	成长能力				
股本	1224	1224	1224	1224	营业收入	23.5%	14.8%	17.2%	20.4%
资本公积	2128	2128	2128	2128	营业利润	130.5	5.1%	25.7%	27.8%
留存收益	1964	2519	3776	5399	归属于母公司净利润	98.0%	18.6%	27.3%	29.2%
归属母公司股东权益	5316	5871	7127	8750	获利能力				
负债和股东权益	10913	12581	13886	15483	毛利率	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%
现金流量表					净利率	15.8%	16.3%	17.7%	19.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.7%	16.8%	17.6%	18.5%
经营活动现金流	1670	1717	2170	2620	ROIC	13.2%	11.7%	13.4%	15.7%
净利润	915	1067	1336	1703	偿债能力				
折旧摊销	449	532	645	737	资产负债率	48.6%	50.3%	45.4%	40.0%
财务费用	106	113	116	96	净负债比率	65.13	69.36%	63.90	57.25%
投资损失	-19	-20	-20	-30	流动比率	0.39	0.34	0.43	0.60
营运资金变动	48	104	55	105	速动比率	0.30	0.26	0.33	0.48
其它	172	-78	38	9	营运能力				
投资活动现金流	-1006	-1956	-1490	-1480	总资产周转率	0.50	0.52	0.54	0.58
资本支出	-1167	2000	1500	1500	应收账款周转率	20	19	19	20
长期投资	38	-5	10	10	应付账款周转率	3.97	4.00	4.32	4.36
其他	-2135	38	20	30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-426	386	-480	-576	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.81	1.03	1.33
短期借款	-316	924	-405	-520	每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.40	1.77	2.14
长期借款	-234	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.80	5.82	7.15
普通股增加	-13	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	60	0	0	0	P/E	32.51	27.41	21.53	16.67
其他	77	-539	-75	-56	P/B	5.09	4.61	3.79	3.09
现金净增加额	41	146	200	564	EV/EBITDA	18	17	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

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, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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