

南玻 A (000012) 建材

—盈利大幅提升，未来增速趋缓

2010 年 7 月 22 日

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	11.85	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件:

2010年上半年公司实现营业收入34.05 亿元，同比增长64.85%；实现归属母公司所有者的净利润6.36 亿元，同比增长143.51%；实现基本每股收益0.31 元。

结论:

未来房地产投资受政策调控可能面临增速下降，并拖累玻璃价格走低；不过公司玻璃及太阳能新增产能逐步释放，有望平滑其毛利率下降带来的不利影响。预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.59、0.65、0.85 元，目前股价 11.85 元，2011 年 PE 为 18 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

正文:

◆ 平板玻璃价格大涨及太阳能投产，大幅提升收入及净利润

占公司营业收入47%的平板玻璃上半年价格同比大涨超过30%；太阳能业务顺利投产贡献了公司营业收入的25%，并保持较高的盈利能力；不过占公司营业收入28%的工程玻璃受到成本上升及竞争激烈致使价格小幅下降。公司上半年毛利率同比增加3.92%，促使营业收入及净利润同比大增。

◆ 玻璃及太阳能新增产能有望逐步释放

公司目前在建及即将建设包括普通浮法、超白浮法、超白压延及TCO导电膜玻璃等多条玻璃生产线，投资额约28亿元，将新增产能65万吨及1300万平方米；预计分别在2011年前完成，将进一步完善并增加公司在各类玻璃生产线的产能。同时2011-2012年公司将有5 条LOW-E 生产线相继投入生产，将进一步巩固公司在工程玻璃领域的优势。

公司投资近10亿元建设太阳能项目，其中包括在宜昌建设160MW 硅片加工项目，预计2011年将投产。

◆ 房地产投资增速趋缓及定向增发解禁有望带来不利影响

2009年下半年以来房地产价格及投资总额的快速增加，导致政府在今年4月份对房地产行业进行调控，未来房地产投资增速有望趋缓，同时固定资产投资增速经历去年的大增后，今年的增速也逐月回落；将影响到玻璃的需求及价格走势。

公司向平安信托等4 家机构投资者定向增发的 1.725 亿股今年 10 月份即将解禁，对公司股价的上行带来一定压力。

联系方式

研究员:	包社
执业证书编号:	S0020108081173
电 话:	021-51097188-1923
电 邮:	baoshe@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

平板玻璃价格大涨及太阳能投产，大幅提升收入及净利润

受益于固定资产及房地产投资继续保持快速增长的刺激，平板玻璃价格较去年同期增长30%以上，加上部分新增产能投产，公司平板玻璃营业收入同比大增42.78%；但工程玻璃则受到行业竞争激烈导致价格小幅下降，且成本上升的不利影响。太阳能业务上半年顺利投产，贡献了公司约25%的营业收入，并保持较好的盈利水平。促使公司上半年营业收入同比大幅增加64.85%；公司毛利率同比提升3.92%，实现归属母公司所有者的净利润同比增长高达143.51%。

图1 细分行业营业收入及同比增速(2009H1-2010H1)

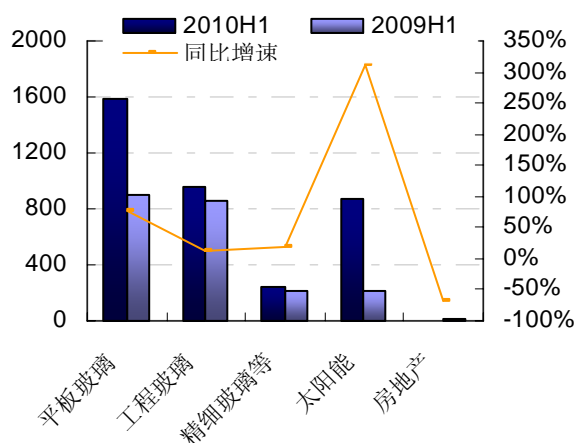
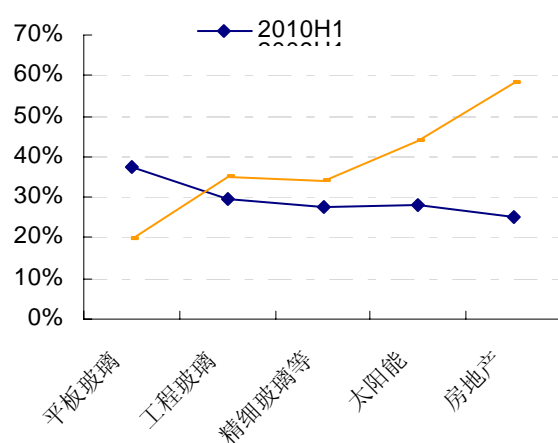


图2 细分行业毛利率变化(2009H1-2010H1)



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

玻璃及太阳能新增产能有望逐步释放

公司投资约38亿元在建及即将建设的多条玻璃生产线及太阳能项目，将陆续在今年下半年及明年陆续投产，将进一步提升公司的产能，并增强公司在各自细分行业的竞争优势。

项目名称	项目金额（万元）	项目进度
吴江南玻浮法玻璃项目（筹建中）	84563	计划建设两条日熔量分别为600吨和900吨的高档浮法玻璃生产线
深圳浮法二线技术改造	19767	设备更新和结构调整，日熔量由目前的400T/D提高到约600T/D；预计2010年9月完成
成都南玻镀膜玻璃生产线	2,800	建设120万平方米节能镀膜中空复合产品，试生产中
东莞工程扩产项目（筹建中）	47579	建成120万平方米的镀膜中空玻璃产能和300万平方米的镀膜大板玻璃产能，预期在2011、2012年投产
吴江工程扩产项目（筹建中）	47913	增加120万平方米中空镀膜玻璃和300万平方米大板镀膜玻璃产能，预计2011年投产
成都工程扩产项目（筹建中）	19835	建成年产300万平方米镀膜大板产品的深加工产能，项目预计在2011年8月投产。
TCO导电玻璃项目	8577	引进年产46万平方米太阳能薄膜电池用TCO玻璃生产线。已于2010年3月实现全面量产。
新建TCO膜玻璃项目（筹建中）	35,000	分两期建设4条合计年产能252万平方米的TCO膜玻璃生产线。前两条2011年建成
宜昌多晶硅技改扩产项目	13900	提升年产能2000吨，建设中

宜昌南玻160MW 硅片 69500 加工项目	一期60MW 工程已建成投产，二期100MW 生产线将于年底安装调试。
太阳能光伏电池扩产项 15600 目	建设年产75MW 的生产线，安装调试中

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

此外公司2011-2012年公司将有5 条LOW-E 生产线相继投入生产，将进一步巩固公司在工程玻璃领域的优势。

房地产投资增速趋缓及定向增发解禁有望带来不利影响

2009 年下半年以来房地产价格及投资的快速增加，导致政府在今年 4 月份对房地产行业进行调控，未来房地产投资增速趋缓，根据统计资料今年上半年房地产投资累计同比增速为 38.1%，其中 6 月份同比增速降至 37.9%；商品房销售额更是出现同比下降 24.4%；若调控政策持续，将进一步影响到玻璃的需求及价格走势；根据中国建材网统计，今年 6 月份多个城市的平板玻璃价格出现小幅的下降。

同时公司 2007 年向平安信托在内的 4 家机构投资者以每股 8 元价格定向增发 1.725 亿股（由于公司实行一次 10 送 7 股，目前的成本价仅 4.7 元）；募集资金 13.8 亿元；今年 10 月份这批股票将解禁；由于公司目前的股价远超过当时的发行价，公司股价未来的上行带来一定的压力。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1694	2345	3437	4990	营业收入	5279	7549	9059	11324
现金	654	894	1627	2754	营业成本	3436	5096	6251	7700
应收账款	288	407	488	610	营业税金及附加	5	8	9	11
其它应收款	15	32	39	48	营业费用	242	302	362	453
预付账款	101	151	181	226	管理费用	420	491	580	725
存货	371	581	772	951	财务费用	106	128	147	164
其他	265	280	330	400	资产减值损失	17	10	12	14
非流动资产	9220	10293	11343	12481	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	30	30	30	投资净收益	19	20	24	28
固定资产	8055	8920	9736	10629	营业利润	1073	1535	1722	2284
无形资产	392	407	429	457	营业外收入	32	40	45	50
其他	746	937	1149	1365	营业外支出	116	10	12	14
资产总计	10913	12638	14780	17471	利润总额	989	1565	1755	2320
流动负债	4314	4799	5462	6238	所得税	74	203	228	325
短期借款	2481	2500	2700	2800	净利润	915	1362	1526	1996
应付账款	989	1132	1359	1699	少数股东损益	83	141	175	232
其他	844	1167	1403	1740	归属母公司净利润	832	1221	1351	1763
非流动负债	988	1291	1610	1933	EBITDA	1627	3239	3875	4977
长期借款	908	1208	1508	1808	EPS（元）	0.68	0.59	0.65	0.85
其他	80	83	102	125	主要财务比率				
负债合计	5302	6090	7072	8171	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	296	436	612	844	成长能力				
股本	1224	2080	2080	2080	营业收入	23.5%	43.0%	20.0%	25.0%
资本公积	2128	1271	1271	1271					

留存收益	1964	2757	3741	5100	营业利润	130.5%	43.1%	12.1%	32.7%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
益	5316	6111	7097	8456	润	98.0%	46.8%	10.7%	30.5%
负债和股东权益	10913	12638	14780	17471	获利能力				
现金流量表					毛利率	34.9%	32.5%	31.0%	32.0%
单位:百万元					净利率	15.8%	16.2%	14.9%	15.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.7%	20.0%	19.0%	20.9%
经营活动现金流	1670	2902	3731	4875	ROIC	14.3%	17.6%	18.0%	21.7%
净利润	915	1362	1526	1996	偿债能力				
折旧摊销	449	1576	2006	2528	资产负债率	48.6%	48.2%	47.8%	46.8%
财务费用	106	128	147	164	净负债比率	65.13%	62.86%	61.49%	58.48%
投资损失	-19	-20	-24	-28	流动比率	0.39	0.49	0.63	0.80
营运资金变动	48	-50	58	193	速动比率	0.30	0.36	0.48	0.64
其它	172	-95	16	22	营运能力				
投资活动现金流	-1006	-2516	-3016	-3622	总资产周转率	0.50	0.64	0.66	0.70
资本支出	1167	2500	3000	3600	应收账款周转率	20	21	20	20
长期投资	3	5	0	0	应付账款周转率	3.97	4.80	5.02	5.04
其他	164	-12	-16	-22	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-426	-145	18	-127	每股收益	0.40	0.59	0.65	0.85
短期借款	-316	19	200	100	每股经营现金流	0.80	1.39	1.79	2.34
长期借款	-234	300	300	300	每股净资产	2.56	2.94	3.41	4.06
普通股增加	-13	857	0	0	估值比率				
资本公积增加	60	-857	0	0	P/E	17.43	20.19	18.25	13.98
其他	77	-464	-482	-527	P/B	2.73	4.03	3.47	2.92
现金净增加额	241	240	733	1127	EV/EBITDA	17	9	7	6

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn