

## 南玻A (000012.SZ) 玻璃行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 15.88元

## 南玻A 2010年3季报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,274.49
总市值(百万元)	32,978.33
年内股价最高最低(元)	17.27/8.87
沪深300指数	3378.66
深证成指	13224.98



## 相关报告

- 《前三季度业绩预告点评》, 2010.10.11
- 《南玻A 2010年中期报告点评》, 2010.7.22

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261  
 (8621)61038234  
 hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人  
 (8621)61038229  
 tangx@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.340	0.680	0.645	0.844	1.242
每股净资产(元)	3.67	4.34	3.07	3.58	4.69
每股经营性现金流(元)	0.79	1.36	0.84	1.27	1.73
市盈率(倍)	25.03	28.83	24.60	18.81	12.78
行业优化市盈率(倍)	23.81	63.00	63.00	63.00	63.00
净利润增长率(%)	-2.64%	98.04%	61.11%	30.78%	47.18%
净资产收益率(%)	9.24%	15.65%	20.99%	23.59%	26.49%
总股本(百万股)	1,237.10	1,223.74	2,076.72	2,076.72	2,076.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 南玻A于2010年10月23日发布公告, 2010年前三季度实现归属于母公司的净利润约10.42亿元, 同比增长约80.32%; 实现基本每股收益约0.50元, 基本符合预期。

## 经营分析

- 第三季度净利润延续增长势头, 但增速减缓: 上半年公司实现归属于母公司净利润6.36亿元, 同比增长143.51%, 前三季度实现归属于母公司的净利润约10.42亿元, 同比增长约80.32%, 增速放缓; 从单季度来看, 一、二季度归属于母公司净利润增速分别达到384.18%、68.90%, 第三季度约为4.06亿元, 增速为28.17%, 增速大幅放缓。
- 前三季度盈利快速增长主要得益于平板玻璃和太阳能产业: 从上半年的盈利情况来看, 公司实现毛利增长5.49亿元, 其中平板玻璃事业部增长4.18亿元, 太阳能事业部增长1.52亿元, 是毛利增长的主要组成部分; 从平板玻璃出厂价格指数来看, 三季度以来, 该指数迅速下滑, 9月份单月达到了108.67, 即使9月份单月的玻璃价格出厂价较09年9月上涨了8.67%, 玻璃价格增速的迅速回落是公司盈利增速下滑的重要原因。我们预计平板玻璃未来价格将维持弱势震荡。
- 公司将打造三个产业链: 公司未来将打造平板玻璃-工程玻璃产业链; 太阳能光伏产业链; 电子玻璃产业链, 随着公司收入稳定增长, 业绩稳定性将大大增强。

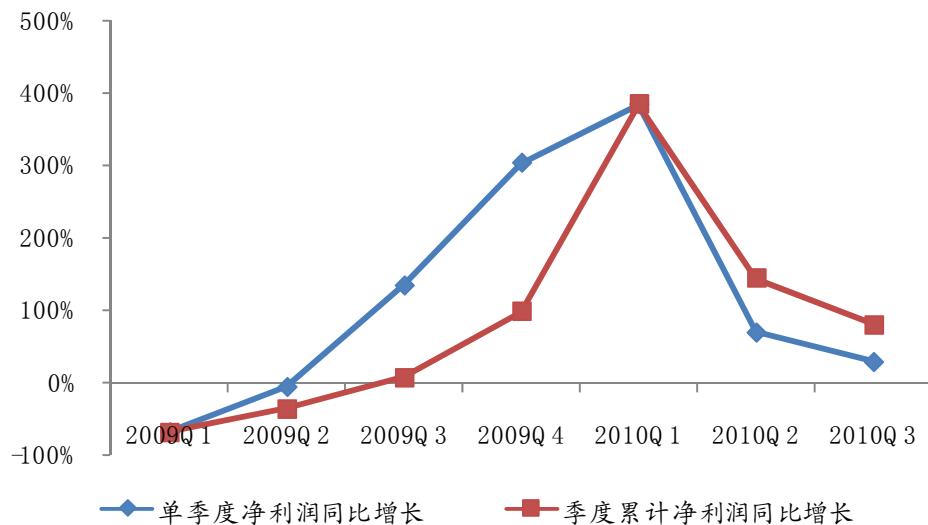
## 投资建议

- 预计2010-2012年分别实现归属于母公司的净利润为13.40、17.53、25.80亿元, 实现EPS分别为0.65、0.84、1.24元。我们看好公司的长期发展, 评级“买入”。

### 第三季度净利润延续增长势头，但增速放缓

- 上半年公司实现归属于母公司的净利润 6.36 亿元，同比增长 143.51%，前三季度实现归属于母公司的净利润约 10.42 亿元，同比增长约 80.32%，增速放缓；从单季度来看，一、二季度归属于母公司的净利润增速分别达到 384.18%、68.90%，第三季度约为 4.06 亿元，增速为 28.17%，增速大幅放缓。

图表1：公司分季度净利增长情况（归属于母公司的净利润）

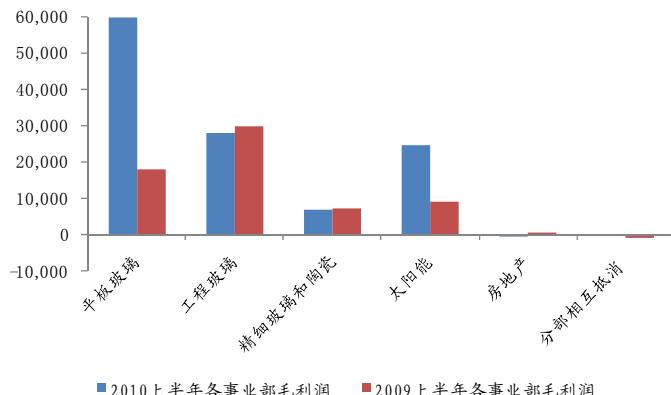


来源：公司财务报告 国金证券研究所

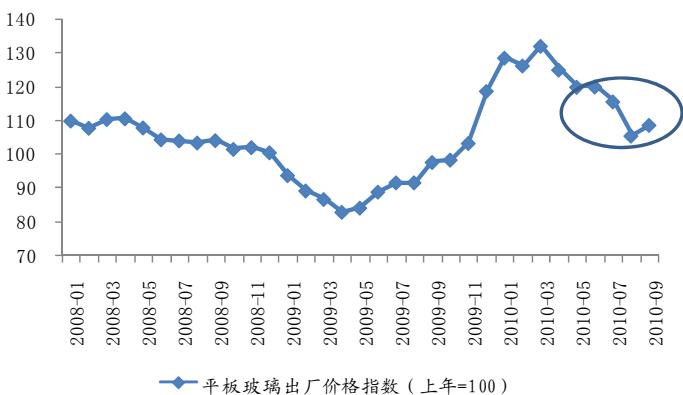
### 前三季度盈利快速增长主要得益于平板玻璃和太阳能产业

- 从上半年的盈利情况来看，公司实现毛利增长 5.49 亿元，其中平板玻璃事业部增长 4.18 亿元，太阳能事业部增长 1.52 亿元，是毛利增长的主要组成部分；从平板玻璃出厂价格指数来看，三季度以来，该指数迅速下滑，9 月份单月达到了 108.67，但同比来看 9 月份单月的玻璃价格出厂价较 09 年 9 月上涨了 8.67%，玻璃价格增速的迅速回落是公司盈利增速下滑的重要原因。

图表2：平板玻璃和太阳能毛利增长迅速（万元）



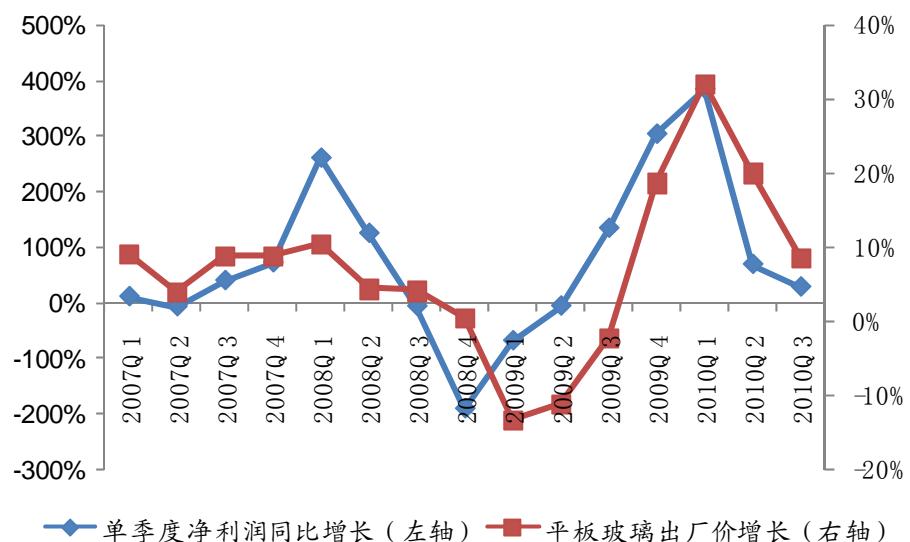
图表3：平板玻璃出厂价格指数迅速下滑



来源：公司财务报告 华通数据 国金证券研究所

- 在平板玻璃、工程玻璃、太阳能产业中，平板玻璃是波动性最大的，从下图可以看出，公司单季度利润增速与平板玻璃价格指数的变化高度同向。

图表4：公司单季度利润增长与平板玻璃出厂价指数高度同向



来源：公司公告 中国建材信息总网 国金证券研究所

### 公司将打造三个产业链：

#### ■ 平板—节能玻璃产业链：

- 公司目前拥有两条超白浮法（年产能 36 万吨）、两条超白压延玻璃（年产 18 万吨）的生产能力；09 年中期建成的年产 46 万平米的 TCO 导电膜玻璃生产线，构成了上半年平板玻璃事业部的重要增量。

图表5：南玻浮法玻璃事业部（含超白压延、浮法及 TCO）产能示意表

分 类	预计目前产能	预计 2011 年底产能
普通浮法（含超白浮法）	200 万吨/年	250 万吨/年
超白压延	18 万吨/年	36 万吨/年
TCO	46 万平米/年	172 万平米/年

来源：国金证券研究所

- LOW-E 玻璃有东西南北四个生产基地，分别是吴江、成都、东莞、天津，实际最大产能在 1200 万平米左右，凭借多年在 LOWE 玻璃领域的领先优势，成为国内当之无愧的规模和品质龙头；2011~2012 年公司将有 5 条 LOW-E 生产线相继投入生产，届时南玻将拥有 1500 万平米的 LOW-E 中空产能以及 900 万平米的大板产能，共计约 2400 万平米的 LOW-E 产能，是未来 LOWE 市场放量的最大受益者。

#### ■ 光伏产业链：

- 根据公司的长期规划，太阳能产业将快速增长，如下：

图表6：南玻未来太阳能产业规划

分 类	目 前 产 能	今 年 年 底 产 能	预 计 2011 年 底 产 能
多 晶 硅	1500 吨 / 年	1500 吨 / 年	2600~2800 吨 / 年
硅 片	60MW / 年	160MW / 年	300MW / 年
包 池 及 组 件	50MW	100MW / 年	300MW / 年

来源：国金证券研究所

## ■ 电子玻璃产业链:

- 公司拟于河北南玻建设一条超薄浮法玻璃生产线, 主要生产 0.33~0.7mm 的超薄玻璃, 预计明年达产后将每年可生产超薄电子玻璃 3 万吨左右, 未来公司的电子玻璃同样有望成为公司业绩的一个重要增长点。

## 投资建议

- 预计 2010-2012 年分别实现归属于母公司的净利润为 13.40、17.53、25.80 亿元, 实现 EPS 分别为 0.65、0.84、1.24 元。我们看好公司的长期发展, 评级“买入”。

图表7: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,188</b>	<b>4,273</b>	<b>5,279</b>	<b>7,762</b>	<b>10,503</b>	<b>15,691</b>
增长率	2.0%	23.5%	47.0%	35.3%	49.4%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,910</b>	<b>-2,994</b>	<b>-3,436</b>	<b>-5,113</b>	<b>-6,969</b>	<b>-10,389</b>
% 销售收入	69.5%	70.1%	65.1%	65.9%	66.3%	66.2%
<b>毛利</b>	<b>1,278</b>	<b>1,279</b>	<b>1,844</b>	<b>2,649</b>	<b>3,534</b>	<b>5,302</b>
% 销售收入	30.5%	29.9%	34.9%	34.1%	33.7%	33.8%
营业税金及附加	-12	-5	-5	-16	-21	-31
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-251	-220	-242	-373	-525	-785
% 销售收入	6.0%	5.2%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%
管理费用	-292	-332	-420	-621	-819	-1,255
% 销售收入	7.0%	7.8%	8.0%	8.0%	7.8%	8.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>723</b>	<b>721</b>	<b>1,176</b>	<b>1,640</b>	<b>2,169</b>	<b>3,231</b>
% 销售收入	17.3%	16.9%	22.3%	21.1%	20.7%	20.6%
财务费用	-65	-78	-106	-109	-118	-73
% 销售收入	1.6%	1.8%	2.0%	1.4%	1.1%	0.5%
资产减值损失	-43	-221	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	28	44	19	7	0	0
% 税前利润	4.4%	8.7%	1.9%	0.4%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>643</b>	<b>466</b>	<b>1,073</b>	<b>1,538</b>	<b>2,051</b>	<b>3,158</b>
营业利润率	15.4%	10.9%	20.3%	19.8%	19.5%	20.1%
营业外收支	-9	37	-84	30	30	30
<b>税前利润</b>	<b>634</b>	<b>502</b>	<b>989</b>	<b>1,568</b>	<b>2,081</b>	<b>3,188</b>
利润率	15.1%	11.7%	18.7%	20.2%	19.8%	20.3%
所得税	-67	-2	-74	-118	-208	-478
所得税率	10.6%	0.4%	7.5%	7.5%	10.0%	15.0%
净利润	567	500	915	1,450	1,873	2,710
少数股东损益	136	80	83	110	120	130
<b>归属于母公司的净</b>	<b>431</b>	<b>420</b>	<b>832</b>	<b>1,340</b>	<b>1,753</b>	<b>2,580</b>
净利率	10.3%	9.8%	15.8%	17.3%	16.7%	16.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>567</b>	<b>500</b>	<b>915</b>	<b>1,450</b>	<b>1,873</b>	<b>2,710</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	375	574	466	449	505	551
非经营收益	47	-27	157	166	111	50
营运资金变动	114	-66	128	-317	156	277
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,103</b>	<b>982</b>	<b>1,665</b>	<b>1,748</b>	<b>2,645</b>	<b>3,588</b>
资本开支	-1,424	-2,680	-1,163	-1,364	-1,179	-980
投资	11	115	-17	-1	0	0
其他	73	2	174	7	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,340</b>	<b>-2,563</b>	<b>-1,006</b>	<b>-1,358</b>	<b>-1,179</b>	<b>-980</b>
股权募资	1,387	440	3	0	-437	0
债权募资	294	1,263	-570	86	-418	-1,202
其他	-664	-1,034	144	-129	-411	-350
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,017</b>	<b>668</b>	<b>-424</b>	<b>-43</b>	<b>-1,266</b>	<b>-1,552</b>
<b>现金净流量</b>	<b>780</b>	<b>-913</b>	<b>236</b>	<b>346</b>	<b>200</b>	<b>1,056</b>

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>1,278</b>	<b>1,034</b>	<b>654</b>	<b>1,000</b>	<b>1,200</b>	<b>2,256</b>
应收款项	505	388	550	900	1,217	1,818
存货	325	326	371	700	955	1,423
其他流动资产	25	53	119	104	141	210
<b>流动资产</b>	<b>2,134</b>	<b>1,800</b>	<b>1,694</b>	<b>2,704</b>	<b>3,513</b>	<b>5,707</b>
% 总资产	25.2%	17.3%	15.5%	21.2%	24.6%	33.7%
长期投资	48	40	35	36	35	35
固定资产	5,971	8,163	8,687	9,646	10,349	10,806
% 总资产	70.6%	78.7%	79.6%	75.5%	72.4%	63.8%
无形资产	297	311	411	395	398	400
非流动资产	6,319	8,576	9,220	10,079	10,783	11,243
% 总资产	74.8%	82.7%	84.5%	78.8%	75.4%	66.3%
<b>资产总计</b>	<b>8,453</b>	<b>10,376</b>	<b>10,913</b>	<b>12,783</b>	<b>14,297</b>	<b>16,950</b>
短期借款	2,346	2,881	2,545	2,280	1,502	0
应付款项	1,120	1,357	1,557	1,991	2,713	4,046
其他流动负债	133	131	213	393	438	520
流动负债	3,599	4,369	4,314	4,665	4,653	4,566
长期贷款	514	1,142	908	1,328	1,688	1,988
其他长期负债	54	52	80	0	0	0
<b>负债</b>	<b>4,167</b>	<b>5,563</b>	<b>5,302</b>	<b>5,993</b>	<b>6,341</b>	<b>6,554</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,007</b>	<b>4,545</b>	<b>5,316</b>	<b>6,384</b>	<b>7,430</b>	<b>9,740</b>
少数股东权益	279	268	296	406	526	656
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,453</b>	<b>10,376</b>	<b>10,913</b>	<b>12,783</b>	<b>14,297</b>	<b>16,950</b>

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.363	0.340	0.680	0.645	0.844	1.242
每股净资产	3.373	3.674	4.344	3.074	3.578	4.690
每股经营现金净流	0.928	0.794	1.361	0.842	1.273	1.728
每股股利	0.450	0.150	0.100	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.77%	9.24%	15.65%	20.99%	23.59%	26.49%
总资产收益率	5.10%	4.05%	7.62%	10.49%	12.26%	15.22%
投入资本收益率	9.04%	8.13%	11.99%	14.59%	17.51%	22.18%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	41.89%	2.04%	23.53%	47.03%	35.31%	49.40%
EBIT增长率	36.67%	-0.30%	63.11%	39.46%	32.22%	48.97%
净利润增长率	29.92%	-2.64%	98.04%	61.11%	30.78%	47.18%
总资产增长率	24.82%	22.75%	5.18%	17.13%	11.84%	18.56%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	26.6	23.5	18.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	40.6	39.7	37.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	67.4	82.9	92.0	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	451.3	473.5	556.9	414.4	323.7	222.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	36.92%	62.11%	49.89%	38.42%	25.02%	-2.57%
EBIT利息保障倍数	11.1	9.3	11.1	15.0	18.4	44.5
资产负债率	49.30%	53.61%	48.59%	46.89%	44.35%	38.67%

## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	4	16
买入	0	2	4	6	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.55	1.47

来源：朝阳永续

## 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-22	买入	11.85	N/A
2 2010-10-11	买入	17.00	N/A

来源：国金证券研究所

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



## 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

## 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

## 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 200011  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8832  
传真: (8610)-61038200  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100032  
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-82805115  
传真: (86755)-61038200  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室