

分析师： 刘元瑞，邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

大幅增长符合预期，未来看点在于 LOW-E 玻璃——南玻 A10 年 1 季报点评

事件描述

南玻 A 今日发布 10 年一季报，其主要内容为：

- 报告期内公司实现营业收入 155678 万元，同比增长 79.1%；
- 实现归属于母公司的净利润 29925 万元，同比增长 384.2%；
- 实现每股收益 0.24 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.24 元，同比分别增长 380%、380%。

符合公司 4 月 6 日的业绩预增公告。

事件评论

第一，量价齐升驱动业绩提升。

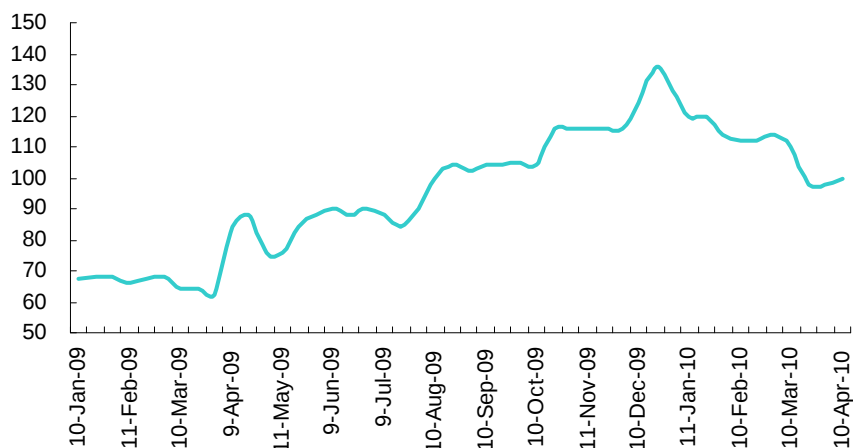
■ 公司近期投产的生产线都在 09 年 2 季度及以后，导致 10 年 1 季度产量同比增速大幅增加。

09 年南玻投产的平板玻璃有两条生产线，年产能累计达 1200 万重量箱，工程玻璃有三条生产线，年产能累计达 375 万平米每年。

■ 景气反转，价格同比大幅上升。

由于金融危机，09 年一季度需求下滑，库存高企，使玻璃价格处于历史低点，而生产企业也纷纷停产冷修；从 09 年中期开始，景气开始恢复，使玻璃价格持续上升，价格同比增幅近 50%。

图 1：广州玻璃价格



资料来源：玻璃信息网，长江证券研究部

■ 成本温和上涨，毛利率继续维持高位。

玻璃的主要成本是重油、纯碱和煤炭，纯碱价格仍底部盘整，煤价小幅上涨，仅重油价格增长较快，由于成本温和上涨，未能追赶价格增长的速度，公司毛利率继续维持高位。

图 2：重油价格逐渐攀升



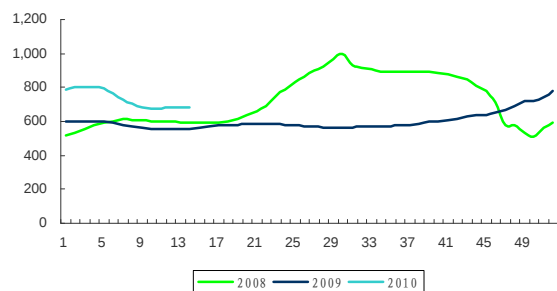
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 3：纯碱价格仍底部盘整



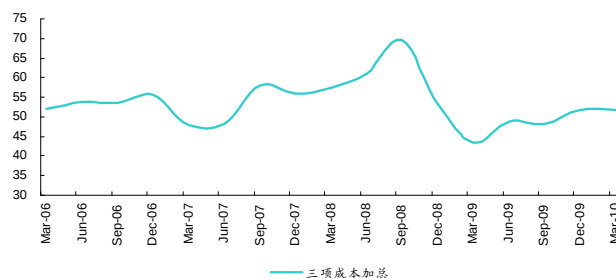
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 4：煤价小幅上涨



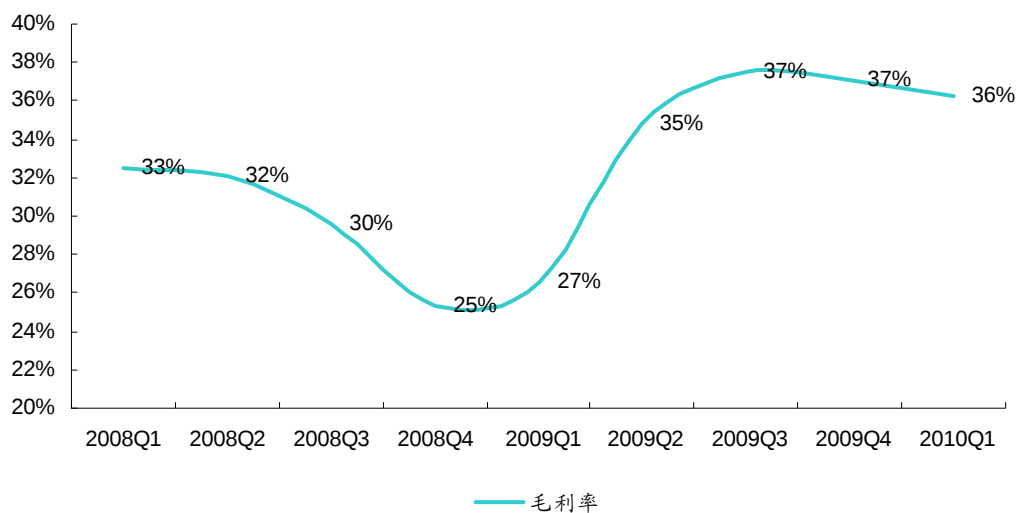
资料来源：wind，长江证券研究所

图 5：重油、纯碱、煤炭三项成本加总温和上涨



资料来源：中国建材信息总网，长江证券研究所

图 6：毛利率仍维持高位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，平板玻璃业务可能高位下滑，工程玻璃仍可支撑企业业绩。

■ 平板玻璃业务可能存在下滑的担忧。

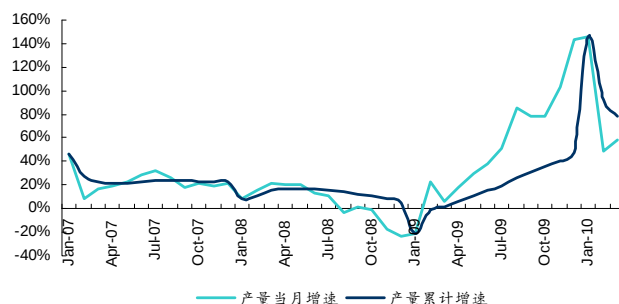
平板玻璃业务的主要下游是房地产，由于受政策影响，房地产未来走向不是十分明朗；而从今天一季度的房地产竣工面积来看，已经有所下滑。不过汽车的产销量依然旺盛，一定程度上支撑了玻璃的需求。另外，出口仍在底部调整，反弹值得期待。

图 7：房地产竣工面积存在下滑的担忧



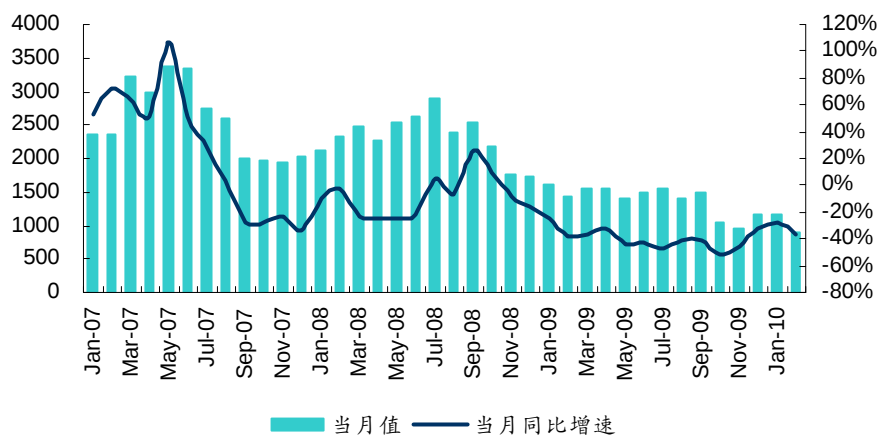
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 8：汽车产销量依然旺盛



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 9：出口复苏值得期待



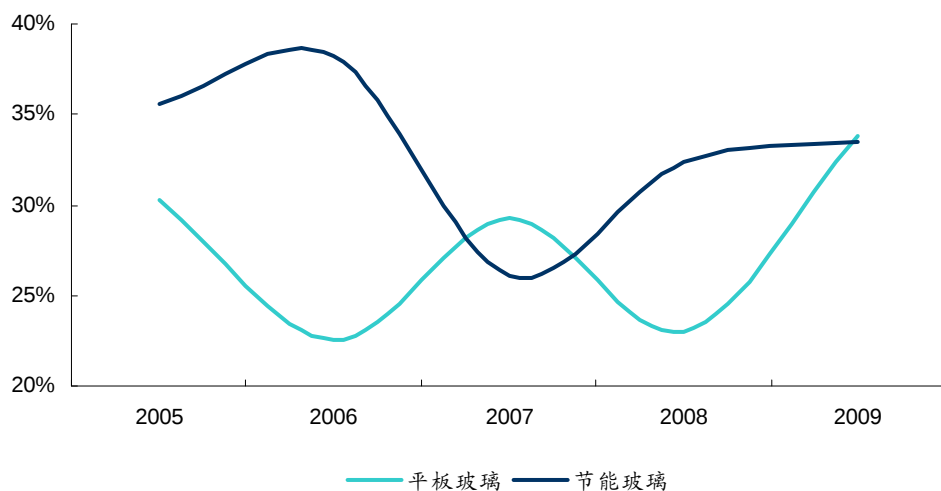
资料来源: wind, 长江证券研究部

■ 工程玻璃可支撑企业业绩

公司工程玻璃已实现全国性战略布局, 总产能在 1200 万平方米左右, 东莞、吴江、成都三地拟建生产线投产以后, 公司工程玻璃产能将要翻番, 这将进一步提升公司的市场控制力;

由于工程玻璃的毛利率更高, 工程的产能的投产将优化公司产品结构, 提升毛利率; 而且由于工程玻璃是以平板玻璃为原材料的, 两者具有反相关关系, 如果平板玻璃毛利率下滑, 工程玻璃就能上升, 从而支撑公司业绩。

图 10: 公司工程玻璃毛利率高于平板玻璃



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第三, 我们维持南玻 A 的“推荐”评级。

我们预计 2010 年~2012 年 EPS 分别为 0.896、1.225、1.610 元, 对应的 PE 分别为 26.98、19.73、15.01, 鉴于公司太阳能玻璃业务的发展以及 LOW-E 玻璃的市场推广可能超预期, 我们给与南玻 A “推荐”的投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	6729	8624	10944	货币资金	654	807	1035	1313
营业成本	3436	4474	5624	7051	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1844	2255	2999	3892	应收账款	303	224	287	364
% 营业收入	34.9%	33.5%	34.8%	35.6%	存货	371	1126	1415	1775
营业税金及附加	5	7	8	11	预付账款	101	132	165	207
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	18	0	0	0
销售费用	242	309	396	502	流动资产合计	1694	2604	3307	4172
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.0%	4.6%	可供出售金融资产	8	8	8	8
管理费用	420	535	686	871	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	27	37	46	56
财务费用	106	174	189	225	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	2.6%	2.2%	2.1%	固定资产合计	5377	5435	7085	8995
资产减值损失	17	-3	9	11	无形资产	392	421	429	427
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	18	18	18	18
投资收益	19	70	70	70	递延所得税资产	87	0	1	1
营业利润	1073	1303	1782	2343	其他非流动资产	3310	3910	4510	5110
% 营业收入	20.3%	19.4%	20.7%	21.4%	资产总计	10913	12433	15404	18788
营业外收支	-84	0	0	0	短期贷款	2545	2348	1615	680
利润总额	989	1303	1782	2343	应付款项	1287	1676	2107	2641
% 营业收入	18.7%	19.4%	20.7%	21.4%	预收账款	152	194	248	315
所得税费用	74	98	134	176	应付职工薪酬	119	155	194	244
净利润	915	1205	1648	2167	应交税费	72	95	129	169
归属于母公司所有者的净利润	832	1096	1499	1971	其他流动负债	140	181	229	287
少数股东损益	83	109	149	196	流动负债合计	4314	4649	4522	4336
EPS (元/股)	0.68	0.90	1.22	1.61	长期借款	908	908	2408	3908
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1670	1074	1863	2537	递延所得税负债	10	0	0	0
取得投资收益	2	60	60	60	其他非流动负债	69	169	269	369
收回现金					负债合计	5302	5726	7200	8614
长期股权投资	-20	0	0	0	归属于母公司	5316	6302	7651	9425
无形资产投资	0	-50	-30	-20	所有者权益				
固定资产投资	-1163	-450	-2094	-2442	少数股东权益	296	404	553	749
其他	177	0	0	0	股东权益	5611	6707	8204	10174
投资活动现金流净额	-1006	-440	-2064	-2402	负债及股东权益	10913	12433	15404	18788
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.680	0.896	1.225	1.610
银行贷款增加 (减少)	-570	-197	767	565	BVPS	4.34	5.15	6.25	7.70
筹资成本	359	-284	-338	-422	PE	35.55	26.98	19.73	15.01
其他	-217	0	0	0	PEG	1.07	0.81	0.59	0.45
筹资活动现金流净额	-426	-480	428	143	PB	5.56	4.69	3.87	3.14
现金净流量	238	154	227	278	EV/EBITDA	19.90	16.97	13.39	10.54
					ROE	15.7%	17.4%	19.6%	20.9%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。