

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

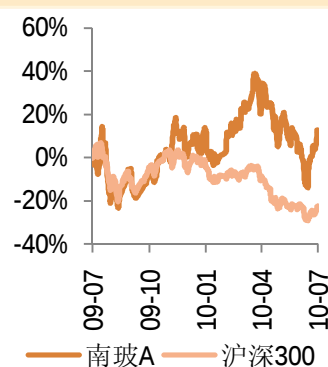
侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

 E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

 E-Mail: fs2855@xcsc.com


基本数据(7.21)

收盘价(元)	11.49
总股本(百万股)	2079
流通股本(百万股)	1745
总市值(亿元)	238.83
流通市值(亿元)	112.92
PE TM	22.33
每股净资产	2.67

目标价:	17.0元
评级:	买入

相关报告： 太阳能谨慎扩张，节能玻璃期待市场
 2009.12.17
 平板玻璃强劲复苏，工程玻璃与光伏业务渐入佳境
 2010.3.30

投资要点

- ❖ **公司发布2010半年报，略超预期。**公司收入及利润上半年均创历史新高，实现营业收入34.05亿元，同比增长64.85%；实现净利润6.36亿元，同比增长143.51%。
- ❖ **平板玻璃继续维持高景气，房地产调控政策尚未波及。**公司平板玻璃业务收入同比增长了75.6%，毛利率达到了37.56%，高于去年同期和全年的水平。主要原因有二，一是行业上半年延续了良好的市场态势，房地产调控政策尚未对平板玻璃的需求和价格产生负面影响；二是公司提高了高档浮法玻璃和超厚玻璃的产量，高附加值的产品进一步提升了盈利水平。下半年预计行业景气将有所回落，我们维持全年对平板玻璃业务的收入和毛利率预测。
- ❖ **工程玻璃低于预期，长期向好趋势不改。**工程玻璃业务收入同比增长了11.54%，但毛利率下降至了29.54%。主要原因亦有二，一是国家对建筑节能的政策推广力度不强，使得节能玻璃的市场规模尚未完全打开；二是近半年以银为主的原材料价格上涨达25%以上，公司的生产成本提升较大。我们依然看好工程玻璃业务的发展，但是适当调降了公司此项业务今年的业绩。
- ❖ **太阳能达产迅速，扩产持续进行中。**宜昌南玻1500吨/年的多晶硅产线和光伏科技公司50MW的晶硅电池生产线，目前产能利用率均达到了100%。宜昌南玻产线目前成本已经降至40美元/瓦以下，处于国内领先地位；其技改项目将于明年第二季度完成，届时产能可再增加500吨。这两项业务上半年收入在6亿元左右，全年可达13亿元的收入规模，而光伏科技后续50MW的扩产预计将在第三季度投产。
- ❖ **董事会决议通过后续扩产计划。**公司通过了后续的太阳能规划，计划将硅片和电池组件产能在目前的基础上扩展到300MW，实现全产业链300MW的生产能力。预计未来三年公司的太阳能业务将实现50%以上的增长速度，随着产业链的贯通，太阳能业务的盈利能力也将获得提升。由于太阳能业务达产及扩产情况乐观，我们上调了此项业务的业绩预测。
- ❖ **维持公司“买入”评级。**我们略为调整了对公司的业绩预测，预计公司2010~2012年EPS将达到0.57、0.76和1.03元，对应当前股价市盈率20、15和11倍，维持公司“买入”评级，目标价17.0元。

主要财务指标(07.21)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	7163	8572	10463
收入同比(%)	24%	36%	20%	22%
归属母公司净利润	832	1180	1581	2132
净利润同比(%)	98%	42%	34%	35%
毛利率(%)	34.9%	34.0%	33.5%	33.5%
ROE(%)	15.7%	17.0%	18.6%	20.0%
每股收益(元)	0.40	0.57	0.76	1.03
P/E	28.71	20.24	15.11	11.20
P/B	4.49	3.45	2.81	2.25
EV/EBITDA	11	8	7	6

表 1、公司分业务业绩预测(百万元)

		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平板玻璃	收入	1,919	2,288	3,105	3,260	3,423	3,594
	yoy		19.23%	35.71%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	28.59%	23.01%	33.82%	33.00%	30.00%	28.00%
精细玻璃	收入	547	518	449	494	543	598
	yoy		-5.30%	-13.32%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	43.23%	42.98%	28.95%	43.00%	43.00%	43.00%
工程玻璃	收入	1,329	1,560	1,910	2,101	2,626	3,283
	yoy		17.38%	22.44%	10.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	26.03%	32.42%	33.51%	30.00%	33.00%	35.00%
太阳能(不包括太阳能玻璃)	收入	169	53	137	1,300	1,950	2,925
	yoy		-68.64%	158.49%	848.91%	50.00%	50.00%
	毛利率	37.47%	4.75%	10.22%	28.00%	29.00%	30.00%
其他	收入	429.00	39.51	13.00	500.00	600.00	720.00
	yoy		-90.79%	-67.10%	3746.15%	20.00%	20.00%
	毛利率	18.80%	36.65%	64.81%	30.00%	30.00%	30.00%
内部抵消	收入	229	190	361	492	571	657
	比例	5.21%	4.26%	6.43%	6.43%	6.43%	6.43%
合计	收入	4,164	4,269	5,253	7,163	8,572	10,463
	成本	2,889	2,997	3,410	4,731	5,699	6,957

数据来源：湘财证券研究所

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	4586	7095	10434	营业收入	5279	7163	8572	10463
现金	654	3304	5769	8715	营业成本	3436	4731	5699	6957
应收账款	288	484	414	692	营业税金及附加	5	8	9	11
其他应收款	15	33	34	44	营业费用	242	342	404	495
预付账款	101	121	153	183	管理费用	420	391	401	397
存货	371	345	347	350	财务费用	106	186	83	-32
其他流动资产	265	300	377	449	资产减值损失	17	85	62	70
非流动资产	9220	8730	8328	7889	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	27	27	27	投资净收益	19	27	25	25
固定资产	8055	7844	7540	7127	营业利润	1073	1449	1939	2590
无形资产	392	441	497	551	营业外收入	32	36	35	35
其他非流动资产	746	418	264	184	营业外支出	116	80	92	88
资产总计	10913	13316	15423	18323	利润总额	989	1405	1882	2538
流动负债	4314	4913	5288	5806	所得税	74	72	112	144
短期借款	2481	2586	2551	2563	净利润	915	1333	1770	2394
应付账款	989	1299	1590	1931	少数股东损益	83	153	189	262
其他流动负债	844	1028	1147	1312	归属母公司净利润	832	1180	1581	2132
非流动负债	988	1032	993	981	EBITDA	1627	2122	2523	3066
长期借款	908	962	919	909	EPS (元)	0.68	0.57	0.76	1.03
其他非流动负债	80	70	73	72	主要财务比率				
负债合计	5302	5945	6281	6788	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	296	449	638	900	成长能力				
股本	1224	2079	2079	2079	营业收入	23.5%	35.7%	19.7%	22.1%
资本公积	2128	2128	2128	2128	营业利润	130.5%	35.0%	33.8%	33.6%
留存收益	1964	2716	4297	6428	归属于母公司净利润	98.0%	41.8%	34.0%	34.8%
归属母公司股东权益	5316	6922	8504	10635	获利能力				
负债和股东权益	10913	13316	15423	18323	毛利率(%)	34.9%	34.0%	33.5%	33.5%
现金流量表					净利率(%)	15.8%	16.5%	18.4%	20.4%
单位:百万元					ROE(%)	15.7%	17.0%	18.6%	20.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	13.2%	20.8%	28.4%	39.2%
经营活动现金流	1670	2270	2673	2952	偿债能力				
净利润	915	1333	1770	2394	资产负债率(%)	48.6%	44.6%	40.7%	37.0%
折旧摊销	449	487	501	508	净负债比率(%)	65.13%	60.87%	56.34%	52.17%
财务费用	106	186	83	-32	流动比率	0.39	0.93	1.34	1.80
投资损失	-19	-27	-25	-25	速动比率	0.30	0.86	1.27	1.73
营运资金变动	48	229	372	104	营运能力				
其他经营现金流	172	63	-29	4	总资产周转率	0.50	0.59	0.60	0.62
投资活动现金流	-1006	-30	-45	-40	应收账款周转率	20	18	19	19
资本支出	1167	0	0	0	应付账款周转率	3.97	4.14	3.95	3.95
长期投资	3	2	-1	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	164	-28	-46	-40	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.57	0.76	1.03
筹资活动现金流	-426	411	-163	35	每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.09	1.29	1.42
短期借款	-316	105	-35	12	每股净资产(最新摊薄)	2.56	3.33	4.09	5.12
长期借款	-234	53	-42	-10	估值比率				
普通股增加	-13	855	0	0	P/E	28.71	20.24	15.11	11.20
资本公积增加	60	0	0	0	P/B	4.49	3.45	2.81	2.25
其他筹资现金流	77	-603	-86	33	EV/EBITDA	11	8	7	6
现金净增加额	241	2651	2464	2946					

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。