

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

联系人： 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gm

业绩增长符合预期—南玻 A 半年报点评

事件描述

南玻 A 今天发布 10 年半年报，其主要内容为：

- 2010 年前 6 月，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，同比增长 158%。
- 符合之前的业绩预增结果。

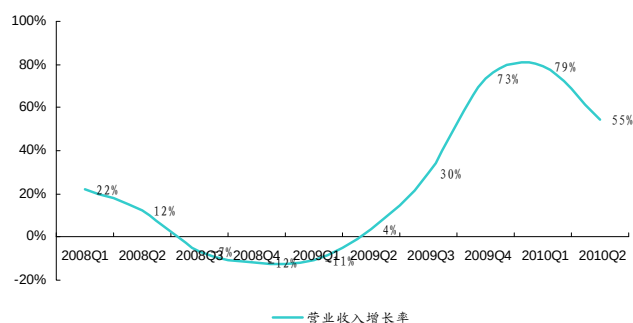
事件评论

第一， 业绩大增主要来自平板玻璃景气高企与太阳能业务放量

公司上半年营业收入与毛利率大幅增长，其中营业收入同比增速达 65%，毛利率高达 35%（高于去年同期的 31%）。

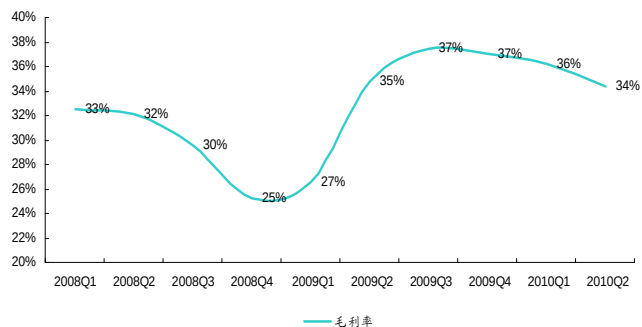
分季度来看，一季度增长更快，二季度环比增速有所回落。

图 1：公司营业收入增速



资料来源：玻璃信息网，长江证券研究部

图 2：公司毛利率



资料来源：wind，长江证券研究所

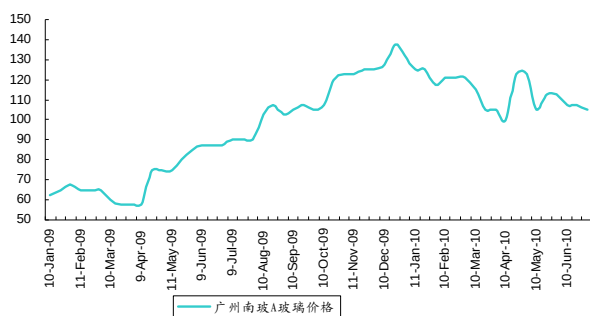
分业务来看，公司上半年业绩的增长主要来源于平板玻璃与太阳能业务。

■ 平板玻璃景气高企

价格同比上升 60%：09 年 4 月份以来由于需求超预期，而产能复产存在刚性，使得行业景气迅速回升；目前平板玻璃仍处在景气较高的状态，价格同比增幅近 60%。价格大幅上涨导致平板玻璃的收入也大幅增加，上半年平板玻璃收入

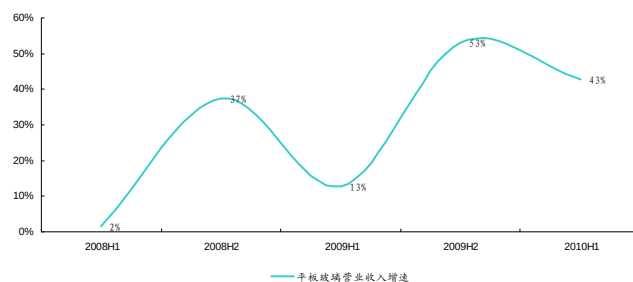
占比达到47%。

图 3：广州玻璃价格



资料来源：玻璃信息网，长江证券研究部

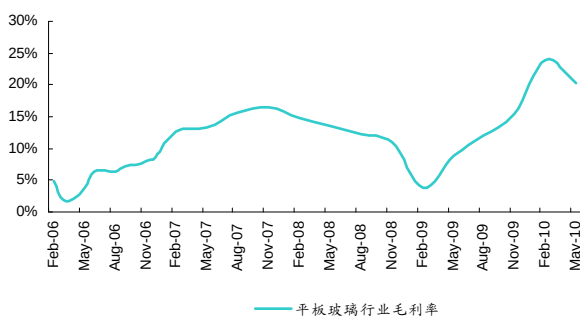
图 4：公司平板玻璃营业收入大幅增长



资料来源：wind，长江证券研究所

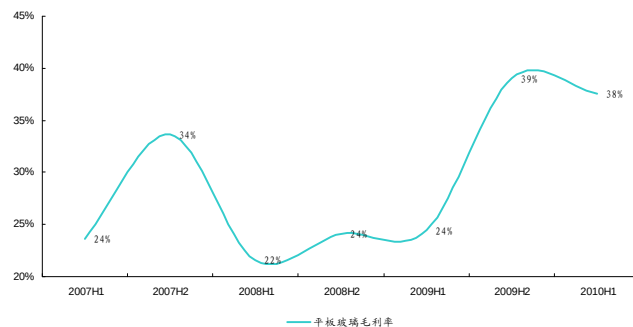
毛利率同比增幅达14%：在行业景气高涨，而成本回升温的情况下，公司毛利率继续维持高位，行业前5月的毛利率（20%）远高于去年同期（9%）；公司上半年的平板玻璃行业毛利率也高达38%，远高于去年的24%。上半年平板玻璃的毛利占比达到50%。

图 5：平板玻璃行业毛利率增幅 11%



资料来源：wind，长江证券研究所

图 6：公司平板玻璃毛利率增幅 14%



资料来源：wind，长江证券研究所

■ 太阳能业务大量投产

公司太阳能事业部包括东莞太阳能玻璃有限公司（2010 年上半年从平板玻璃事业部转移至太阳能事业部）、宜昌南玻硅材料公司和东莞南玻光伏科技公司，覆盖超白压延玻璃—多晶硅—硅片—太阳能电池及组件的完整产业链。

10 年上半年，多晶硅、硅片、太阳能电池及组件纷纷投产：

- ✓ 多晶硅：宜昌南玻多晶硅一期（年产能 1500）吨于 2009 年 8 月份投产，至 10 年 4 月份月产量已达 123 吨；
- ✓ 硅片：项目一期 60MW 工程于 2010 年 1 季度投产；
- ✓ 多晶硅电池线：前期 25MW 多晶硅电池线已于 2009 年 8 月建成，并于 2010 年 1 月进入商业化运营。

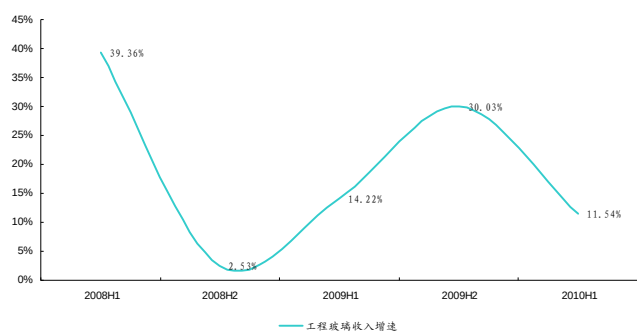
公司 09 年太阳能业务收入 2.1 亿元，10 年上半年迅速增长到 8.7 亿元，收入占比达到 26%，毛利占比也达到 21%，已成为公司三大主业之一；业绩快速增长一方面来自产能的快速增长，另一方面太阳能行业今年以来需求超预期增长。

■ 工程玻璃业绩增长下降

上半年，工程玻璃业绩增长下降主要基于：由于房地产调控因素及市场竞争的加剧，工程玻璃的需求和价格在上半年有一定降幅，而同时原材料成本上升，对工程玻璃毛利率造成了一定的影响。

目前公司工程玻璃事业部加大了双银 LOW-E 产品的销售及推广力度，并成功研发出可以异地钢化加工、长途运输和储存、并保持低辐射膜系结构稳定的双银低辐射玻璃，同时可钢化三银低辐射玻璃的研发也取得了较大进展。

图 7：工程玻璃收入稳定增长



资料来源：wind，长江证券研究所

图 8：工程玻璃毛利率略有下滑



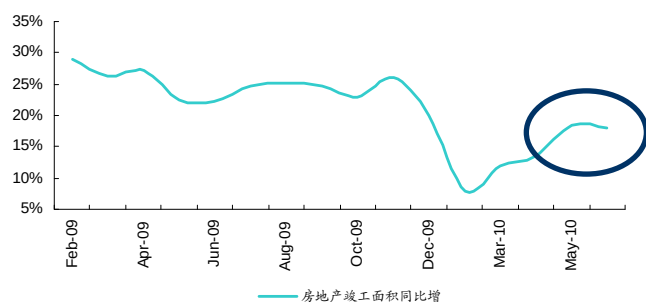
资料来源：wind，长江证券研究所

第二，平板玻璃业务面临下滑趋势，太阳能业务短期存在不确定性，LOW-E 玻璃仍将持续增长

■ 平板玻璃业务面临下滑趋势

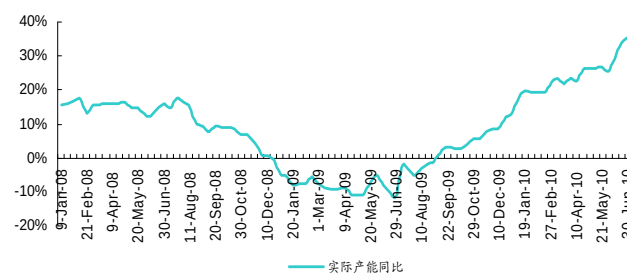
6 月份，房地产数据同比数据全面出现回调，其中竣工面积同比增速在 10 年首次出现了回调；而汽车产量向下趋势早已确定，平板玻璃需求下半年将进入下行通道中；而在过去高盈利刺激下开工的生产线目前开始纷纷投产，复产的线也逐渐投入运营，供需压力不断加大；目前的价格和库存数据已经开始反应。

图 9：房地产竣工面积开始下滑

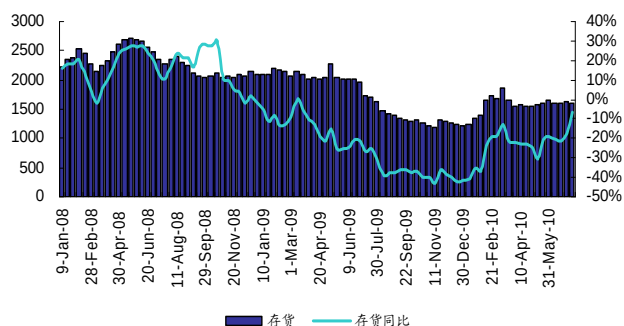


资料来源：CEIC，长江证券研究所

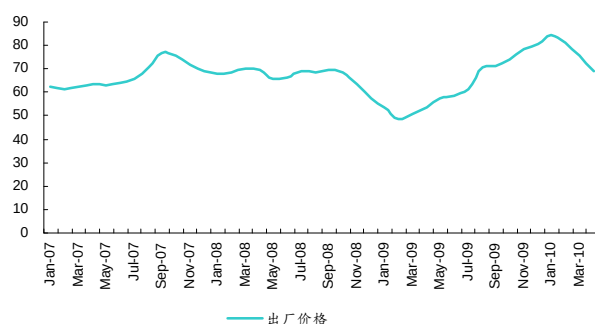
图 10：实际产能位于高位



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 11: 库存已经开始反弹


资料来源：中国玻璃信息总网，长江证券研究部

图 12: 玻璃价格见顶回落


资料来源：中国玻璃信息总网，长江证券研究部

■ 晶硅电池景气延续存在不确定性

目前晶硅电池处在景气高点，今年新增装机容量大幅增长比较确定，Solarbuzz 与 SMA 分别上调 2010 年全球光伏装机量，增速都超过 100%；明年景气是否还能延续目前还属未知，需要持续跟踪。

■ LOW-E 玻璃仍将持续增长

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；而 LOW-E 玻璃在我国正处在高速成长期，未来技术更新与政策推广将促进产品的普及，公司将分享行业的高速成长。

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0.607、0.832、1.081元，对应的PE分别为18.94、13.81、10.63，我们维持“推荐”的投资评级；公司短期内最大的风险来在平板玻璃景气的快速下滑，由于公司平板玻璃业务占比比较大，公司后续经营情况我们将持续跟踪。

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	7501	10215	12007	货币资金	654	900	1226	1441
营业成本	3436	4964	6777	7759	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1844	2537	3438	4249	应收账款	303	249	339	399
% 营业收入	34.9%	33.8%	33.7%	35.4%	存货	371	1249	1706	1953
营业税金及附加	5	7	10	12	预付账款	101	146	199	228
% 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	360	460	504	流动资产合计	1694	2896	3949	4584
% 营业收入	4.6%	4.8%	4.0%	4.2%	可供出售金融资产	8	8	8	8
管理费用	420	555	746	841	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	7.4%	7.3%	7.0%	长期股权投资	27	37	46	56
财务费用	106	187	225	281	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	2.5%	2.2%	2.3%	固定资产合计	5377	6076	8334	10845
资产减值损失	17	-1	11	10	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	1499	2056	2671	其他非流动资产	3310	3910	4510	5110
% 营业收入	20.3%	20.0%	20.1%	22.2%	资产总计	10913	13366	17296	21049
营业外收支	-84	0	0	0	短期贷款	2545	2861	2531	1903
利润总额	989	1499	2056	2671	应付款项	1287	1859	2539	2906
% 营业收入	18.7%	20.0%	20.1%	22.2%	预收账款	152	216	294	346
所得税费用	74	113	155	201	应付职工薪酬	119	172	234	268
净利润	915	1386	1901	2470	应交税费	72	109	149	193
归属于母公司所有者的净利润	832	1261	1729	2247	其他流动负债	140	200	272	310
少数股东损益	83	125	172	223	流动负债合计	4314	5418	6019	5927
EPS (元/股)	0.40	0.61	0.83	1.08	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	1333	2257	2909	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
长期股权投资	-20	0	0	0	负债合计	5302	6495	8697	10204
无形资产投资	0	-50	-30	-20	归属于母公司	5316	6450	8007	10029
固定资产投资	-1163	-1100	-2732	-3101	少数股东权益	296	421	593	816
其他	177	0	0	0	股东权益	5611	6871	8599	10845
投资活动现金流净额	-1006	-1090	-2702	-3061	负债及股东权益	10913	13366	17296	21049
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	0.400	0.607	0.832	1.081
银行贷款增加 (减少)	-570	317	1169	873	BVPS	4.34	3.10	3.85	4.82
筹资成本	359	-313	-398	-506	PE	28.71	18.94	13.81	10.63
其他	-217	0	0	0	PEG	0.73	0.48	0.35	0.27
筹资活动现金流净额	-426	3	771	367	PB	2.65	3.70	2.98	2.38
现金净流量	238	247	326	215	EV/EBITDA	16.40	12.71	9.95	7.94
					ROE	15.7%	19.5%	21.6%	22.4%

长江证券研究所

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

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理专业硕士，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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。