



建材/原材料

南玻 A (000012)

下半年机会在于建筑节能十二五规划

--中报点评

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880208070351

本报告导读:

上半年 EPS0.31 元,符合并略好于预期。工程玻璃毛利率下降超出预期、翻倍产能在建进度好于预期,下半年玻璃板块景气下滑,太阳能产业链继续扩大产能。增持。
投资要点:

上半年收入 34 亿、同增 65%,净利润 6.4 亿、同增 143%,EPS0.31 元,业绩符合并略好于预期。毛利率 35.2%、同增 3.9 个百分点。三项费用率 11.8%、同比下降 5 个百分点。所得税率 15.4%、同增 8 个百分点。第 2 季度毛利率 34.4%、环比第 1 季度下降 1.9 个百分点、同比上年同期下降 0.4 个百分点,第 2 季度 EPS0.16 元、同增 69%。

上半年浮法玻璃毛利率 37.6%、同增 17.7 个百分点、毛利占比 50%。浮法玻璃毛利率变化符合预期、其中第 2 季度受政策调控影响有所下降。工程玻璃毛利率 29.5%、同比下降 5.5 个百分点、毛利占比 24%,工程玻璃毛利率下降超出我们预期、受政策影响市场竞争比想象激烈。太阳能产业收入同增 313%、毛利占比 21%,是增幅最大贡献板块。

工程玻璃东莞项目 2011 年 7 月、2012 年 3 月投产,吴江项目 2011 年 6 月和 12 月投产,成都项目 2011 年 8 月投产,届时产能翻倍、时间进度好于预期。计划河北建设 3 万吨超薄电子玻璃项目、建设二期 140MW 硅片项目、东莞光伏 200MW 太阳能电池扩产、东莞扩建 500t/d 太阳能超白玻璃项目,未来公司在太阳能产业链继续一体化延伸扩大。

股权激励税额锁定后管理层和二级市场利益一致。从长期看公司管理优秀、产业链完善前景广阔、具有长期增长价值。短期看下半年浮法玻璃毛利率将有所回调,工程玻璃毛利率难以提升,整体而言所处玻璃行业下半年景气弱于上半年、明年中后才继续提升。下半年机会在于建筑节能政策十二五规划落实。维持增持评级和 15 元目标价格。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,273	5,279	7,562	9,183	11,983
(+/-)%	2.0%	23.5%	43.2%	21.4%	30.5%
经营利润 (EBIT)	500	1,159	1,573	1,967	2,758
(+/-)%	-26%	132%	36%	25%	40%
净利润	420	832	1,164	1,471	2,082
(+/-)%	-3%	98%	40%	26%	42%
每股净收益 (元)	0.34	0.68	0.56	0.71	1.00
每股股利 (元)	0.10	0.35	0.29	0.36	0.52

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12%	22%	21%	21%	23%
净资产收益率 (%)	9%	16%	20%	22%	27%
投入资本回报率 (%)	6%	13%	15%	16%	19%
EV/EBITDA	20.0	10.6	10.8	8.5	6.0
市盈率	33.8	16.9	20.5	16.2	11.5
股息率 (%)	0.9%	3.0%	2.5%	3.2%	4.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 15.00

当前价格: 11.49

2010.07.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.55-25.29
总市值 (百万元)	23,883
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,079/983
流通 B 股/H 股 (百万股)	763/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	20
日均成交额 (百万元)	269

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,548
每股净资产	2.67
市净率	4.3
净负债率	64%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.14
Q2	0.16	0.16
Q3	0.26	0.15
Q4	0.21	0.11
全年	0.68	0.56

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	-15%	13%
相对指数	3%	-5%	34%

相关报告

- 《太阳能完成产业链, Lowe 龙头, 浮法潜...》
2010.05.26
- 《南玻 A 公司 2010-05-25 调研提纲》
2010.05.24
- 《工程玻璃和太阳能好于预期, 浮法玻璃...》
2010.04.20
- 《1 季度预增 369%, 2 季度玻璃进入旺季》
2010.04.06
- 《盈利继续提升, 上涨动力仍在》
2010.03.30

模型更新时间: 2010.07.22

股票研究

原材料

建材

南玻 A (000012)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 15.00

当前价格: 11.49

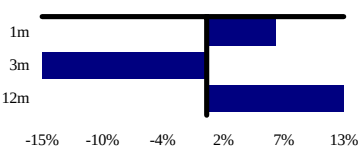
公司网址

www.csgholding.com

公司简介

公司是一家中外合资企业,是中国玻璃行业最具竞争力和影响力的大型企业。公司目前拥有下属企业 25 家,在国内 30 多个大中城市布有销售网点。公司主营高档浮法玻璃原片、工程及建筑玻璃、汽车玻璃、精细玻璃、光伏科技绿色能源产品(高纯硅材料、太阳能超白玻璃、晶体硅太阳能电池、薄膜太阳能电池及其组件)建筑玻璃幕墙及太阳能光伏幕墙工程的设计与安装等业务。据 08 年中报显示,太阳能产业已正式成为公司主营业务中的一部分。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.55-25.29

市值 (百万)

23,883

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,302	2,965	4,188	4,273	5,279	7,562	9,183	11,983
主营业务成本	1,562	2,012	2,910	2,994	3,436	5,112	6,179	7,859
税金及附加	4	6	12	5	5	7	9	12
主营业务利润	736	947	1,267	1,274	1,838	2,442	2,995	4,112
其他业务利润	3	-3	43	221	17	15	18	24
营业费用	163	196	251	220	242	325	386	515
管理费用	120	214	292	332	420	529	624	815
EBIT	456	532	680	500	1,159	1,573	1,967	2,758
财务费用	45	88	65	78	106	110	123	147
营业利润	411	445	615	422	1,054	1,462	1,843	2,611
所得税	27	32	67	2	74	228	288	407
少数股东损益	62	82	136	80	83	127	160	227
净利润	316	335	431	420	832	1,164	1,471	2,082
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	282	539	1,278	1,034	654	835	834	868
其他流动资产	661	748	856	766	1,040	1,490	1,809	2,361
长期投资	4	16	48	40	35	54	83	129
固定资产合计	4,486	5,223	5,971	8,163	8,687	9,895	10,821	11,840
无形及其他资产	87	249	297	311	411	454	509	587
资产合计	5,520	6,776	8,453	10,376	10,913	12,816	14,145	15,874
流动负债	1,891	3,069	3,599	4,369	4,314	5,565	6,037	6,560
长期负债	914	762	561	1,189	978	1,081	1,213	1,398
股东权益	2,476	2,633	4,007	4,545	5,316	5,880	6,594	7,604
投入资本(IC)	4,391	5,209	5,874	7,814	8,456	9,215	10,412	12,068
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	426	494	608	498	1,072	1,337	1,672	2,344
折旧与摊销	240	256	332	353	447	11	45	79
流动资金增量	(284)	(82)	(131)	(267)	18	(492)	216	559
资本支出	1,049	1,156	1,127	2,560	1,070	1,263	1,027	1,176
自由现金流	(100)	(324)	(57)	(1,442)	431	577	474	688
经营现金流	924	801	1,102	1,030	1,670	1,655	1,296	1,626
投资现金流	998	1,189	1,565	2,805	1,204	(1,263)	(1,027)	(1,176)
融资现金流	3,420	2,906	4,729	6,882	5,533	(446)	(547)	(747)
现金流净增加额	5,341	4,895	7,397	10,717	8,407	(54)	(278)	(298)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率			41.3%	2.0%	23.5%	43.2%	21.4%	30.5%
EBIT 增长率			27.7%	-26.5%	131.9%	35.7%	25.0%	40.2%
净利润增长率			28.8%	-2.6%	98.0%	40.0%	26.3%	41.6%
利润率								
毛利率	32.1%	32.1%	30.5%	29.9%	34.9%	32.4%	32.7%	34.4%
EBIT 率	19.8%	18.0%	16.2%	11.7%	22.0%	20.8%	21.4%	23.0%
净利润率	13.7%	11.3%	10.3%	9.8%	15.8%	15.4%	16.0%	17.4%
收益率								
净资产收益率(ROE)	12.8%	12.7%	10.8%	9.2%	15.7%	19.8%	22.3%	27.4%
总资产收益率(ROA)	5.7%	4.9%	5.1%	4.0%	7.6%	9.1%	10.4%	13.1%
投入资本回报率(ROIC)	9.7%	9.5%	10.3%	6.4%	12.7%	14.5%	16.1%	19.4%
运营能力								
存货周转天数	71.5	57.4	40.6	39.7	37.0	32.2	34.8	34.6
应收账款周转天数	49.53	39.70	36.68	23.19	20.97	20.97	20.97	20.97
总资产周转天数	875.2	834.2	736.7	886.2	754.6	618.6	562.3	483.5
净利润现金含量	2.92	2.39	2.55	2.45	2.01	1.42	0.88	0.78
资本支出/收入	46%	39%	27%	60%	20%	17%	11%	10%
偿债能力								
资产负债率	50.8%	56.5%	49.3%	53.6%	48.6%	51.9%	51.3%	50.2%
净负债率	60.5%	77.6%	31.7%	64.2%	51.6%	49.7%	51.3%	52.5%
估值比率								
PE	62.2	58.7	53.4	65.1	16.9	20.5	16.2	11.5
PB	7.9	7.5	5.7	6.0	2.6	4.1	3.6	3.1
P/S	8.5	6.6	5.5	6.4	2.7	3.2	2.6	2.0
EV/EBITDA	38.99	34.41	26.83	35.27	10.63	10.78	8.49	6.02
股息率			0.0%	0.5%	3.0%	2.5%	3.2%	4.5%

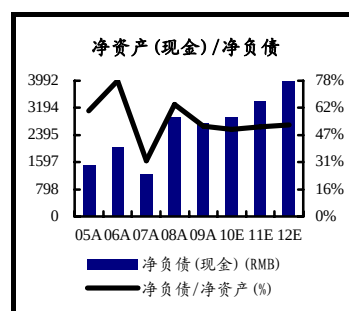
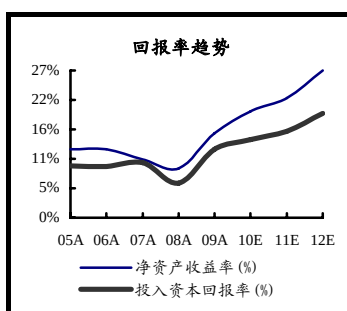
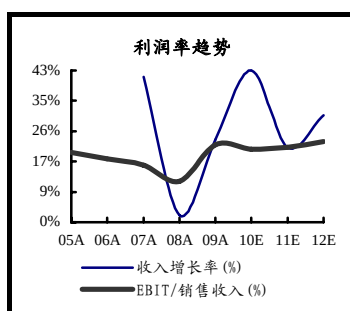


表 1: 单季度财务指标

	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2
主营业务收入	1848	1557	1732	1482	1196	869	977	1155
增速	55%	79%	73%	30%	4%	-11%		
毛利率	34.4%	36.2%	37.0%	37.5%	34.7%	26.5%	32.5%	32.1%
主营业务成本	1213	993	1090	926	781	639	659	784
业务税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	1
主营业务利润	634	563	640	554	414	229	317	370
资产减值损失	(1)	2	15	2	1	(0)	(4)	(4)
营业费用	68	57	65	66	63	48	51	55
费用率	3.7%	3.7%	3.7%	4.5%	5.2%	5.6%	5.2%	4.8%
管理费用	115	106	122	111	104	83	68	77
费用率	6.2%	6.8%	7.0%	7.5%	8.7%	9.6%	6.9%	6.7%
财务费用	30	28	30	21	19	35	0	(5)
费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.4%	1.6%	4.0%	0.0%	-0.4%
三项费用率	11.5%	12.2%	12.5%	13.4%	15.5%	19.1%	12.2%	11.0%
营业利润	423	370	408	354	228	64	202	246
投资收益	0	9	0	12	(0)	7	44	(0)
营业外收入	14	17	(1)	18	11	4	4	6
营业外支出	1	1	113	1	1	0	3	4
收入净额/利润	2.8%	3.8%	-39.0%	4.4%	4.4%	4.5%	0.2%	1.1%
利润总额	435	394	294	383	238	74	247	249
所得税	66	61	9	42	19	4	21	15
所得税率	15.3%	15.5%	3.1%	11.1%	7.8%	5.9%	8.5%	6.1%
少数股东损益	32	33	30	25	20	8	29	21
占利润比	7.4%	8.5%	10.3%	6.4%	8.5%	10.4%	11.6%	8.5%
净利润	337	299	254	316	199	62	197	212
增速	69%	384%		134%	-6%	-69%		
净利润率	18.2%	19.2%	14.7%	21.4%	16.7%	7.1%	20.2%	18.4%
EPS	0.16	0.14	0.21	0.26	0.16	0.05	0.16	0.17

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 上半年分板块盈利

	收入增速	收入占比	毛利占比	毛利率	增减
平板玻璃	76%	47%	50%	37.6%	17.7%
工程玻璃	12%	28%	24%	29.5%	-5.5%
精细玻璃和陶瓷	19%	7%	6%	27.6%	-6.7%
太阳能产业	313%	26%	21%	28.2%	-15.9%
房地产	-71%	0%	0%	13.0%	-42.8%
合计	65%	100%	100%	35.1%	4.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 分板块盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入							

玻璃及玻璃制品	2969	3963	4397	5464	6420	7864	10665
浮法玻璃	1426	2,088	2,288	3,105	3,734	4,585	5,624
工程玻璃	915	1,329	1,560	1,910	2,059	2,537	4,284
精细玻璃	425	547	550	449	628	742	757
其他	382	429	35	26	29	32	35
增速	114%	12%	-92%	-26%	10%	10%	10%
光伏太阳能产业	0	0	53	137	1,617	1,902	2,089
板块合计	3,147	4,393	4,494	5,640	8,079	9,811	12,802
收入合计	2,952	4,163	4,273	5,279	7,562	9,183	11,983
合计增速	28.2%	41.1%	2.6%	23.5%	43.2%	21.4%	30.5%
毛利占比							
玻璃及玻璃制品	94.2%	93.7%	99.3%	98.4%	81.0%	77.6%	79.5%
浮法玻璃	34.0%	48.0%	41.2%	56.8%	48.9%	45.0%	42.1%
工程玻璃	37.0%	27.1%	39.5%	34.6%	24.9%	25.2%	31.0%
精细玻璃	19.2%	18.5%	18.6%	7.0%	7.2%	7.4%	6.4%
光伏太阳能产业	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	18.3%	21.8%	20.1%
毛利率							
玻璃及玻璃制品	30.0%	30.1%	28.9%	33.3%	30.8%	29.6%	30.8%
浮法玻璃	22.5%	29.3%	23.0%	33.8%	31.9%	29.4%	31.0%
工程玻璃	38.2%	26.0%	32.4%	33.5%	29.5%	29.7%	29.9%
精细玻璃	42.8%	43.2%	43.3%	28.9%	28.0%	30.0%	35.0%
其他	24.4%	18.8%	20.6%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
光伏太阳能产业			4.8%	10.4%	27.6%	34.3%	39.7%
板块合计	30.0%	29.0%	28.5%	32.8%	30.2%	30.5%	32.3%
毛利率合计	32.03%	30.55%	29.93%	34.92%	32.39%	32.71%	34.41%
净利润	335	431	420	832	1,164	1,471	2,082
净利润增速	5.9%	28.8%	-2.6%	98.0%	40.0%	26.3%	41.6%
每股收益 (EPS)	0.33	0.36	0.34	0.68	0.56	0.71	1.00

数据来源：国泰君安证券研究

表 4：全球多晶硅市场供需

吨	多晶硅		电子级多晶硅			太阳能级多晶硅		
	产能	产量	产量	需求量	供需差	产量	需求量	供需差
2004	2.75	2.71	1.71	1.7	0.01	1	1.48	-0.48
2005	3.45	3.2	1.8	1.95	-0.15	1.4	1.9	-0.5
2006	3.8	4.1	1.9	2.1	-0.2	2.2	2.48	-0.28
2007	4.95	5	2	2.3	-0.3	3	3.52	-0.52
2008	9.78	6.52	2.17	2.25	-0.08	4.35	5.82	-1.47
2009	14.5	10.6	2.2	2.2	0	8.5	7.5	1
2010	20	15.3	3	2.5	0.5	12.3	10.2	2.1
2011	22	17.5	3.2	2.8	0.4	14.3	13.5	0.8
2012	25	21	3.5	3.2	0.3	17.5	17	0.5
2013	27	23.5	3.5	3.5	0	20	21.4	-1.4
2014	29	26	3.7	3.8	-0.1	22.3	26	-3.7
2015	30	29	4	4.2	-0.2	25	30	-5

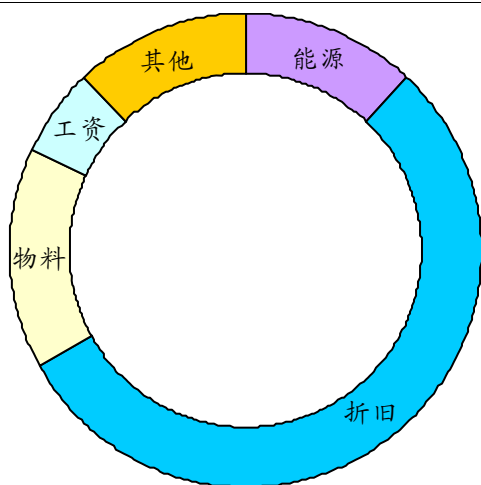
数据来源：硅业分会，南玻，国泰君安证券研究

表 5: 中国多晶硅供需基本情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2012
太阳能电池年产量 (MW)	450	1150	1780	4000	5000	9000
国内多晶硅需求量 (吨)	4700	11500	15130	36000	44800	72000
国内多晶硅产量 (吨)	287	1139	4829	18300	30000	75000
需要进口多晶硅量 (吨)	4413	10110	10301	17700	14200	-3000
国内年装机 (MW)	12	20	40	50	60	240
满足国内装机的多晶硅需求量 (吨)	120	180	340	425	498	1734

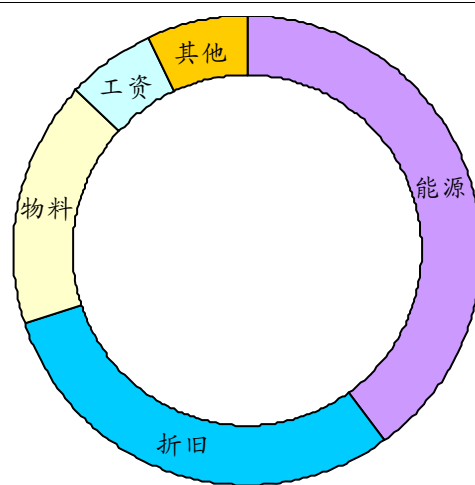
数据来源: 硅业分会, 南玻, 国泰君安证券研究

图 1: 国际多晶硅生产成本构成



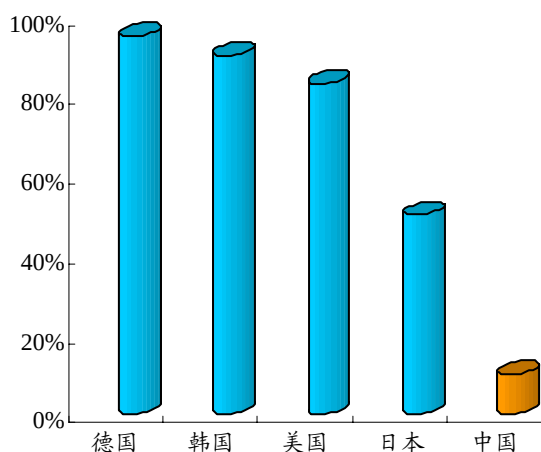
数据来源: 硅业分会, 南玻, 国泰君安证券研究

图 2: 国内多晶硅生产成本构成



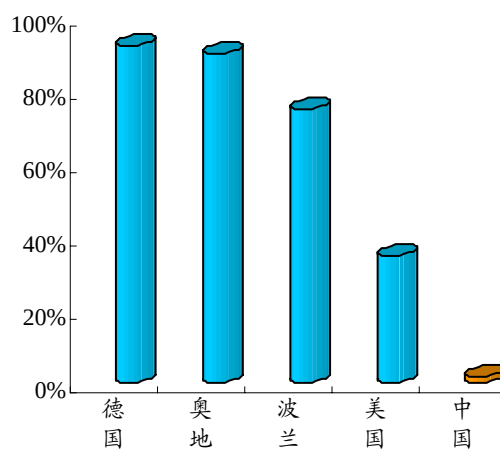
数据来源: 硅业分会, 南玻, 国泰君安证券研究

图 3: 国外节能玻璃普及率



数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 国外 low-e 玻璃普及率



数据来源: 国泰君安证券研究

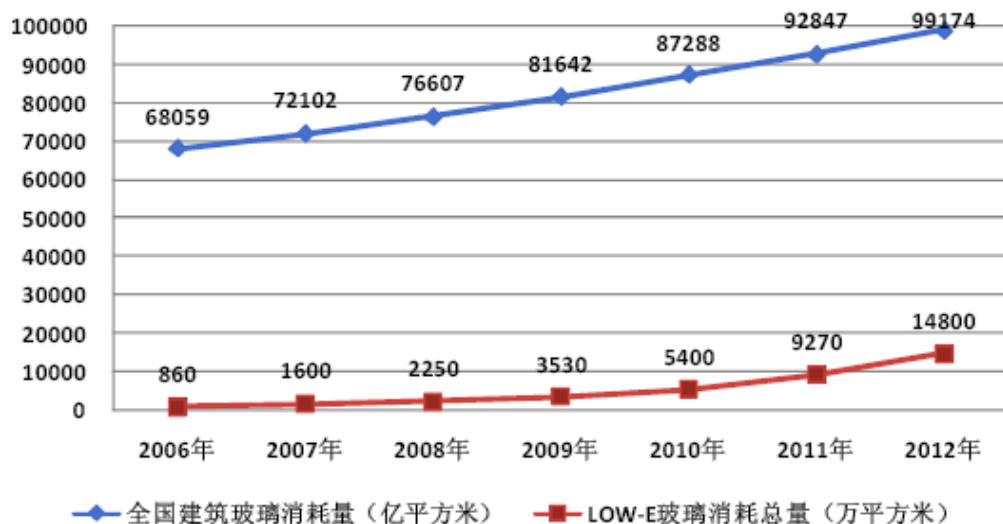
表 6: 玻璃节能效果

玻璃种类	夏季传入室内的热量	冬季传出室外的热量
6mm 普通玻璃	710W/m ²	154W/m ²

6mmLow-e 玻璃	215W/m ²	41W/m ²
Low-e 玻璃节能额	495W/m ²	113W/m ²
使用时间	600 个小时	600 个小时
节能	297kW · h/m ²	67.8kW · h/m ²

数据来源:《低辐射夹层玻璃节能减排的经济效益分析》, 国泰君安证券研究

图 5: 国内 Low-e 玻璃需求量预测



数据来源: 北方玻璃, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		