

太阳能盈利能力大幅提升

事件:

- 南玻公告 2010 年前三季度实现归属母公司的净利润约 10.4 亿元, 同比增长 79.93%, 每股收益约为 0.50 元。第三季度实现的每股收益约为 0.19 元。

我们的看法:

- 南玻三季度业绩超出预期, 主要原因来自两方面: 一是平板玻璃价格依然坚挺, 二是近期多晶硅价格大幅上涨, 太阳能产业链盈利能力大幅提升。
- 今年 7 月底, 多晶硅价格维持近两年的 40 万元/吨的价格僵局被打破, 国内现货价格在短短一个月时间飙升 30% 以上, 最高价格达到了 72 万元/吨, 目前价格依然在高位徘徊。假设今年多晶硅销量 1000 吨, 按照当前价格年化可实现约 3 个亿利润贡献。
- 公司的新能源产业链正在不断完善, 硅片切割一期 60MW 项目上半年投产, 太阳能玻璃减反膜产品已进入市场销售阶段, 太阳能光伏电池和太阳能压延玻璃保持良好销售势头, 年产 1500 吨的多晶硅目前单位生产成本已在 40 美元左右, 公司计划将通过进一步加大产能实现规模效应成本降低至 30 美元以下。上半年公司新能源产业链利润贡献仅占公司总利润的 22%, 下半年新能源产业链盈利能力已明显增强。
- 上半年平板玻璃事业部 (含 TCO 玻璃和超白玻璃) 的利润贡献占到公司总利润的 50%, 工程玻璃事业部利润贡献占到公司总利润的 26%, 公司正计划大量新建 LOW-E 玻璃生产线, 未来两年产能将从目前的 1200 万平米扩充一倍到 2400 万平米, 工程玻璃是公司未来业绩增长的重要亮点。
- 公司在多晶硅太阳能领域已经做到了产业链完善, 成本控制也处于行业领先地位, 发展规模正不断扩大, 公司未来必将成为新能源领域的龙头公司。
- 我们上调南玻 2010 年和 2011 年 EPS 预测分别至 0.65 元和 0.78 元, 目标价位 18 元, 考虑公司近期股价涨幅较大, 维持公司的“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208060127

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 10 月 12 日) 16.75

目标价格 18.00

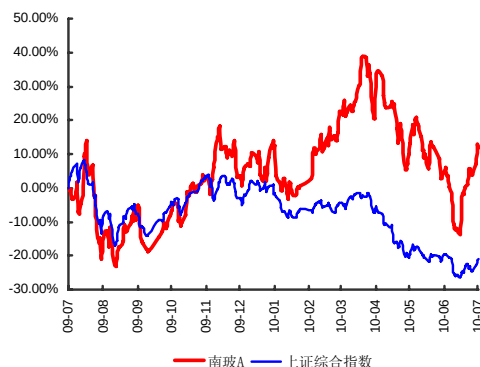
总股本/A 股 (万股) 207858/174532

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告日期 2010 年 10 月 12 日

股价表现



财务预测

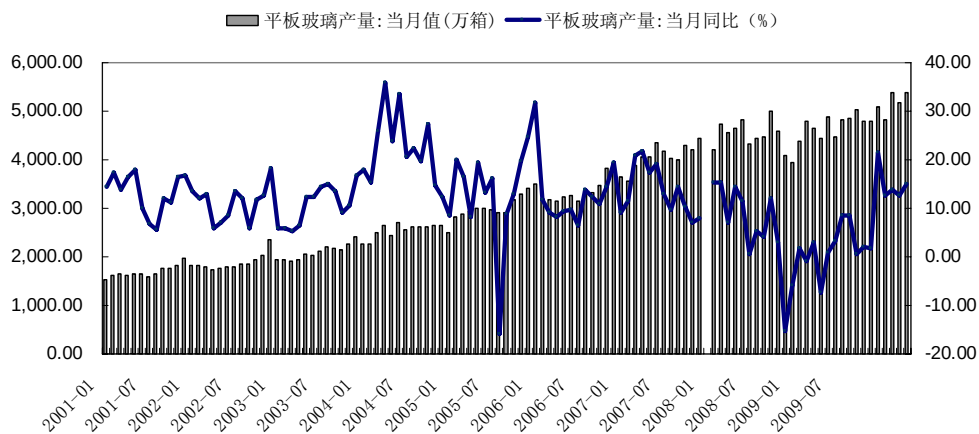
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	7869	9940	12360
同比(%)	24%	49%	26%	24%
归属母公司净利润	832	1355	1616	2017
同比(%)	98%	63%	19%	25%
毛利率(%)	34.9%	34.3%	33.2%	32.9%
ROE(%)	15.7%	21.7%	23.3%	25.6%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.78	0.97
P/E (X)	24.20	25.26	21.18	16.97
P/B (X)	3.79	5.48	4.93	4.34
EV/EBITDA	14	10	8	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

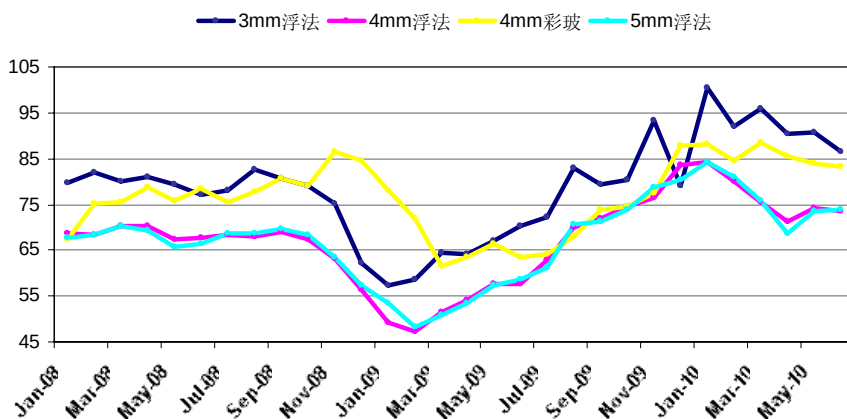
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：平板玻璃月度产量及同比增长幅度（2001-2010 年）



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

图 2：平板玻璃 2008-2010 年价格走势（单位：元/重量箱）



资料来源：中国建材信息总网，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1694	2823	3453	3821	营业收入	5279	7869	9940	12360
现金	654	1100	1250	1130	营业成本	3436	5169	6639	8295
应收账款	288	615	779	968	营业税金及附加	5	8	10	12
其它应收款	15	139	115	141	销售费用	242	350	437	531
预付账款	101	34	100	129	管理费用	420	586	751	921
存货	371	683	878	1030	财务费用	106	142	182	190
其他	265	252	331	423	资产减值损失	17	0	0	0
非流动资产	9220	11217	12860	13876	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	23	25	25	投资净收益	19	0	0	0
固定资产	8055	9954	11509	12506	营业利润	1073	1613	1920	2409
无形资产	392	463	512	575	营业外收入	32	15	18	20
其他	746	777	814	769	营业外支出	116	17	21	37
资产总计	10913	14040	16312	17697	利润总额	989	1612	1917	2392
流动负债	4314	6948	7707	7165	所得税	74	123	144	179
短期借款	2481	4640	4826	3600	净利润	915	1489	1773	2213
应付账款	989	1354	1781	2235	少数股东损益	83	134	157	196
其他	844	953	1100	1330	归属于母公司净利润	832	1355	1616	2017
非流动负债	988	422	1074	1857	EBITDA	1627	2298	2772	3383
长期借款	908	368	1018	1798	EPS（元）	0.40	0.65	0.78	0.97
其他	80	53	55	59	主要财务比率				
负债合计	5302	7369	8780	9022	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	296	429	587	783	成长能力				
股本	1224	2080	2080	2080	营业收入	23.5%	49.1%	26.3%	24.3%
资本公积	2128	1271	1271	1271	营业利润	130.5%	50.4%	19.0%	25.5%
留存收益	1964	2891	3594	4540	净利润	98.0%	62.9%	19.2%	24.8%
归属母公司股东权益	5316	6242	6945	7891	获利能力				
负债和股东权益	10913	14040	16312	17697	毛利率	34.9%	34.3%	33.2%	32.9%
					净利率	15.8%	17.2%	16.3%	16.3%
					ROE	15.7%	21.7%	23.3%	25.6%
						14.3%	16.3%	17.1%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率	48.6%	52.5%	53.8%	51.0%
					净负债比率	65.13%	70.13%	67.73%	61.04%
					流动比率	0.39	0.41	0.45	0.53
					速动比率	0.30	0.30	0.32	0.38

单位：百

万元

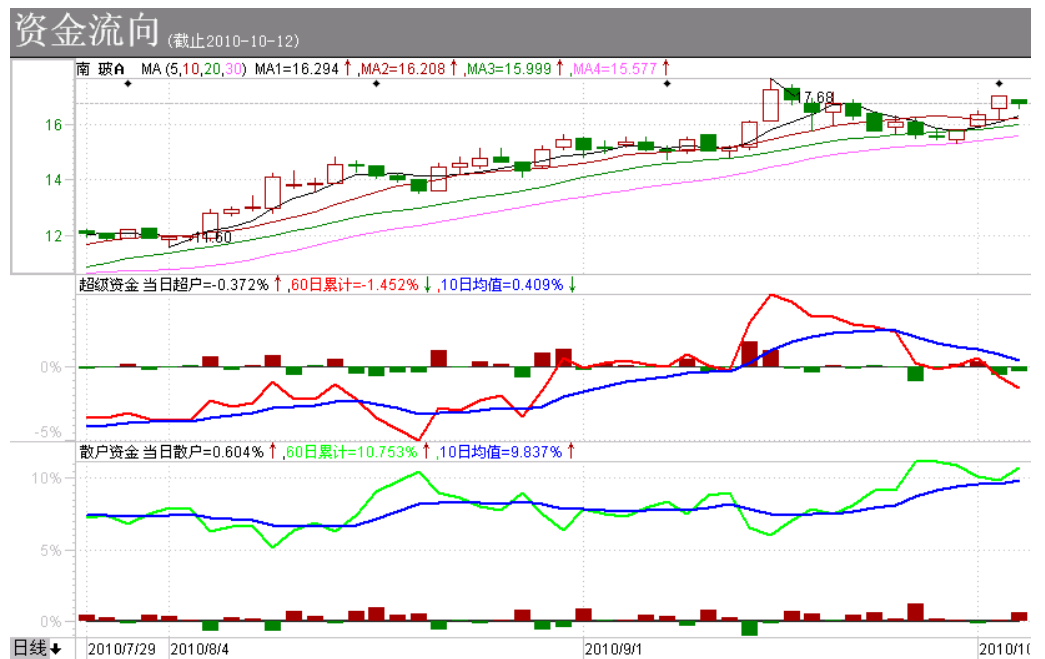
现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1670	1788	2777	3381
净利润	915	1489	1773	2213
折旧摊销	449	542	670	784
财务费用	106	142	182	190
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	48	-358	129	178

其它	172	-27	24	16	营运能力				
投资活动现金流	-1006	-2472	-2312	-1800	总资产周转率	0.50	0.63	0.65	0.73
资本支出	1167	2420	2250	1725	应收账款周转率	20	17	14	14
长期投资	3	-12	2	-0	应付账款周转率	3.97	4.41	4.24	4.13
其他	164	-63	-60	-75	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-426	1130	-316	-1701	每股收益	0.40	0.65	0.78	0.97
短期借款	-316	2159	186	-1226	每股经营现金流	0.80	0.86	1.34	1.63
长期借款	-234	-540	650	780	每股净资产	2.56	3.00	3.34	3.79
普通股增加	-13	857	0	0	估值比率				
资本公积增加	60	-857	0	0	P/E	24.20	25.26	21.18	16.97
其他	77	-489	-1152	-1255	P/B	3.79	5.48	4.93	4.34
现金净增加额	241	446	150	-120	EV/EBITDA	14	10	8	7

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn