

研究员: 朱勤
执业证书编号: S0570510120057
电话: 025-83290910(办公室)
E-mail: chuqinghome@163.com
地址: 南京市中山东路 90 号

南玻 A(000012)

平板玻璃行业步入下降周期, 公司业绩增长将放缓

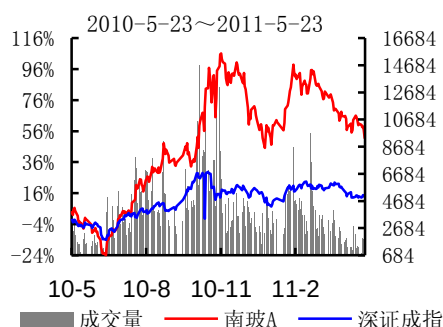
投资评级: 推荐(调低)

建筑材料 II

当前价格(元): 16.10

目标价格(元): 17.38

股价走势图



相关研究

1 《南玻 A(000012):玻璃龙头, 新一轮扩张启动》2011.4

投资要点:

- ◆ 受益于平板玻璃及太阳能行业的较高景气度, 公司 2010 年收益增长主要来自于平板玻璃行业和多晶硅行业, 分别贡献公司 41%和 34%的净利润。2011 年在平板玻璃行业步入下降周期, 太阳能行业增速放缓的情况下, 公司业绩的增幅将下降。
- ◆ 平板玻璃景气度出现下降, 超白压延玻璃下半年将出现价格下调。玻璃行业过度的产能扩张导致平板玻璃价格在 5 月出现明显下降, 目前降价的主要是 4mm 建筑玻璃, 暂时未波及公司的主要玻璃产品, 但预计下半年公司的玻璃产品价格也会出现下调。在平板玻璃方面, 公司目前拥有 9 条高档浮法生产线, 总产能在 216 万吨左右。吴江南玻在建的日熔量为 600T/D、900T/D 的两条配套工程玻璃的生产线建成后, 总产能达到 264 万吨。预计今年平板玻璃事业部净利润不会超过 4.8 亿元, 同比下降约 21%。
- ◆ 公司的工程玻璃在原料价格下降的背景下毛利水平有望提高。公司是国内最大的工程及建筑玻璃供应商, 2011 年公司镀膜大板玻璃和 Low-E/中空玻璃产能将分别达到 2010 万 m²/1560 万 m², 届时工程玻璃收入预计可达 27.43 亿元, 较 2010 年增长 22.2%。毛利水平达到 35%左右, 同比上升 5%。
- ◆ 多晶硅项目是公司重要利润来源。公司在宜昌拥有多晶硅产能 1500 吨, 目前正在进行冷氢化技术改造项目将降低能耗和成本, 其成本预计可从每公斤 38 美元降低到 30 美元左右, 并将产能提升至 2000 吨。太阳能电池及组件扩产同步跟进, 形成从硅片到电池和组件 1GW 的产业配套和营运能力。目前太阳能组件价格下降明显, 价格在 1.45USD/W; 预计还有下降空间, 公司太阳能产品的利润总额将保持增长, 但毛利水平将下降到 41%左右。
- ◆ 精细玻璃成长较快。11 年相关业务收入有望突破 10 亿元, 同增 68.9%。触摸屏产品是亮点, 应用于 Apple iPhone 4 的电容式触摸屏产品经过客户的严格审查认定, 从 2010 年 6 月下旬开始量产, 销售逐步进入正轨, 预计 2011 年产能可达到 12 万片/月, 触摸屏产品销售收入占到精细玻璃业务收入的 46.1%。
- ◆ 预计公司 2011-2013 年的营业收入分别为 96.91、129.1 和 175.6 亿元, 其每股收益分别为 0.79、0.95 和 1.37 元/股。公司业绩增长将到受行业波动的负面影响, 目前股价处于合理水平, 公司投资评级下调为“推荐”。

公司基本资料

总股本(万)	207614.31
流通 A 股(万)	127448.56
52 周内股价区间(元)	8.55-24.56
总市值(亿)	365.19
总资产(亿)	136.40
每股净资产(元)	3.28

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	77.44	96.91	129.06	175.53
+/-%	46.69	25.14	33.18	36.00
净利润(百万)	1455.21	1792	2162	3138
+/-%	74.61	12.0	20.7	44.4
EPS(元)	0.70	0.79	0.95	1.37
P/E	25.10	24.98	20.70	14.34

表 1：公司主要产品收入及成本预测表：

	2010	2011	2012	2013
浮法				
销量（万吨）	192.44	205.00	208.00	215.00
收入（万元）	298287.21	276750.00	283320.00	324375.00
成本（万元）	196983.29	201916.80	225352.73	216358.13
毛利	101303.93	74833.20	57967.27	108016.88
毛利率	0.34	0.27	0.20	0.33
超白				1950.00
销量（万吨）	10.00	14.00	14.00	14.00
收入（万元）	20000.00	28000.00	42300.00	45300.00
成本（万元）	12510.00	17609.20	26881.65	28910.46
毛利	7490.00	10390.80	15418.35	16389.54
毛利率	0.37	0.37	0.36	0.36
合计				
收入	318287.21	304750.00	325620.00	369675.00
成本	209493.29	219526.00	252234.38	245268.59
毛利	108793.93	85224.00	73385.62	124406.42
毛利率	0.34	0.28	0.23	0.34
工程玻 璃				
销量（万平米）	1000.00	1275.00	1800.00	2100.00
收入（万元）	226299.08	274252.50	361350.00	399000.00
成本（万元）	158301.65	177715.62	233974.13	256158.00
毛利	67997.43	96536.88	127375.88	142842.00
毛利率	0.30	0.35	0.35	0.36
触摸屏				
销量（万片）	36.00	100.00	144.00	175.00
收入（万元）	18432.00	48000.00	66240.00	78750.00
成本（万元）	12434.23	30480.00	42393.60	50085.00
毛利	5997.77	17520.00	23846.40	28665.00
毛利率	0.33	0.37	0.36	0.36
ITO				22.00
销量（万片）	1175.00	1175.00	1200.00	1500.00
收入（万元）	26437.50	25850.00	26400.00	33000.00
成本（万元）	17383.09	16479.38	16708.56	21054.00
毛利	9054.41	9370.63	9691.44	11946.00
毛利率	0.34	0.36	0.37	0.36
彩色滤 光片				
销量	68.10	100.00	108.00	110.00
收入	19476.60	27500.00	29700.00	29700.00
成本（万元）	13214.87	17693.50	19230.75	19453.50
毛利	6261.73	9806.50	10469.25	10246.50
毛利率	0.32	0.36	0.35	0.35
合计				
收入	64346.10	101350.00	122340.00	141450.00

	成本（万元）	43032.19	64652.88	78332.91	90592.50
	毛利	21313.91	36697.13	44007.09	50857.50
	毛利率	0.33	0.36	0.36	0.36
多晶硅					
	销量	1250.00	1400.00	1600.00	1750.00
	收入	57519.00	54600.00	55880.00	56962.50
	成本（万元）	33496.65	32305.00	38608.00	39060.00
	毛利	24022.35	22295.00	17272.00	17902.50
	毛利率	0.42	0.41	0.31	0.31
TCO					
	销量	0.00	30.00	100.00	350.00
	收入	0.00	5700.00	18500.00	61250.00
	成本（万元）		3448.50	11053.75	36795.94
	毛利		2251.50	7446.25	24454.06
	毛利率		0.40	0.40	0.40
太阳能 电池及 组件					
	销量(MW)	67.93	162.00	290.00	545.00
	收入	112057.62	234900.00	400780.00	713950.00
	成本（万元）	74716.58	166374.00	276225.00	523200.00
	毛利	37341.04	68526.00	124555.00	190750.00
	毛利率	0.33	0.29	0.31	0.27
超白压 延					
	销量（万吨）	10.27	12.00	13.00	15.00
	收入（万元）	56463.40	58500.00	74150.00	81000.00
	成本（万元）	36051.88	36059.40	45891.44	50908.50
	毛利	20411.52	22440.60	28258.57	30091.50
	毛利率	0.36	0.38	0.38	0.37
合计	收入	226040.02	353700.00	549310.00	913162.50
	成本	144265.11	238186.90	371778.19	649964.44
	毛利	81774.91	115513.10	177531.82	263198.06
	毛利率	0.36	0.33	0.32	0.29
其他	收入	7507.88	7500.00	7500.00	7500.00
	成本	7400.00	6750.00	6800.00	6800.00
收入内 部抵消		(68086.12)	(72500.00)	(75500.00)	(75500.00)
成本内 部抵消		(68128.24)	(70000.00)	(72000.00)	(72000.00)
合计	收入	774394.17	969052.50	1290620.00	1755287.50
	YoY	0.47	0.25	0.33	0.36
	成本	494364.00	636831.40	871119.60	1176783.52
	毛利	280030.17	332221.11	419500.40	578503.98
	毛利率	0.36	0.34	0.33	0.33

资料来源：华泰证券研究所

表 2：主要财务指标预测：

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2070	3155	3947	5729	营业收入	7744	9691	12906	17553
现金	787	1114	1446	2309	营业成本	4944	6368	8711	11768
应收账款	242	684	707	985	营业税金及附加	7	9	17	19
其他应收款	67	63	84	120	营业费用	266	363	536	684
预付账款	108	191	237	320	管理费用	556	731	967	1309
存货	479	649	869	1173	财务费用	106	102	134	71
其他流动资产	388	454	604	822	资产减值损失	86	86	75	80
非流动资产	10399	11797	13091	13800	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	66	65	65	65	投资净收益	54	35	41	39
固定资产	8831	10191	11396	12210	营业利润	1833	2066	2509	3660
无形资产	381	391	399	401	营业外收入	59	50	50	51
其他非流动资									
产	1122	1149	1230	1124	营业外支出	27	7	15	20
资产总计	12470	14951	17038	19530	利润总额	1865	2108	2543	3692
流动负债	2800	5313	5697	5722	所得税	268	316	381	554
短期借款	877	2602	2425	1509	净利润	1597	1792	2162	3138
应付账款	950	1486	1993	2639	少数股东损益	142	162	194	297
其他流动负债	973	1225	1280	1574	归属母公司净利润	1455.21	1630.54	1967.39	2840.66
非流动负债	2910	1814	1925	1942	EBITDA	2503	2752	3336	4528
长期借款	728	753	667	602	EPS（元）	0.70	0.79	0.95	1.37
其他非流动负									
债	2182	1060	1258	1341					
负债合计	5710	7127	7622	7665	主要财务比率				
少数股东权益	374	536	730	1028	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	2077	2077	2077	2077	成长能力				
资本公积	1310	1310	1310	1310	营业收入	46.69%	25.14%	33.18%	36.00%
留存收益	2991	3895	5292	7444	营业利润	70.9%	12.7%	21.4%	45.9%
归属母公司股东权益	6385	7288	8685	10837	归属于母公司净利润	74.9%	12.0%	20.7%	44.4%
负债和股东权益	12470	14951	17038	19530	获利能力				
					毛利率(%)	36.2%	34.3%	32.5%	33.0%
现金流量表					净利率(%)	18.8%	16.8%	15.2%	16.2%
单位：百万元					ROE(%)	22.8%	22.4%	22.7%	26.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	17.9%	16.9%	18.9%	25.3%
经营活动现金流	2366	2213	3253	4042	偿债能力				
净利润	1597	1792	2162	3138	资产负债率(%)	45.8%	47.7%	44.7%	39.2%
折旧摊销	563	584	694	796	净负债比率(%)	29.44%	48.10%	41.51%	28.50%
财务费用	106	102	134	71	流动比率	0.74	0.59	0.69	1.00
投资损失	-54	-35	-41	-39	速动比率	0.57	0.47	0.53	0.79
营运资金变动	-10	-181	217	-7					
其他经营现金					营运能力				
流	164	-49	88	83	总资产周转率	0.66	0.71	0.81	0.96
投资活动现金流	-1858	-1989	-1982	-1529	应收账款周转率	29	21	18	20
资本支出	2016	2000	2000	1550	应付账款周转率	5.10	5.23	5.01	5.08
长期投资	33	0	0	0					

其他投资现金					每股指标 (元)				
流	192	11	18	21					
筹资活动现金流	-483	102	-939	-1650	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.79	0.95	1.37
短期借款	-1604	1725	-177	-916	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.07	1.57	1.95
长期借款	-180	25	-87	-65	每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.51	4.18	5.22
普通股增加	853	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-818	0	0	0	P/E	27.99	24.98	20.70	14.34
其他筹资现金					P/B	6.38	5.59	4.69	3.76
流	1266	-1648	-676	-669	EV/EBITDA	17	16	13	10
现金净增加额	25	327	331	863					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7744	9691	12906	17553
收入同比(%)	47%	25%	33%	36%
归属母公司净利润	1455	1631	1967	2841
净利润同比(%)	75%	12%	21%	44%
毛利率(%)	36.2%	34.3%	32.5%	33.0%
ROE(%)	22.8%	22.4%	22.7%	26.2%
每股收益(元)	0.70	0.79	0.95	1.37
P/E	27.99	24.98	20.70	14.34
P/B	6.38	5.59	4.69	3.76
EV/EBITDA	17	16	13	10

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 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；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。