

新能源产业显示超强竞争力

事件:

南玻 2011 年上半年实现营业收入 44.39 亿元, 同比增长 30.35%; 实现归属于母公司股东净利润 8.38 亿元, 同比增长 31.71%, 实现每股收益 0.40 元, 扣除非经常性损益后的每股收益为 0.385 元。

我们的看法:

- 南玻上半年业绩基本符合我们的预期。公司主营业务总收入同比提高 30.27%, 业绩增长主要来源于太阳能玻璃业务的快速发展, 营业收入同比增长 67.84%, 毛利率同比提高 14.22%。
- 公司在太阳能光伏市场由强变弱的环境下, 依靠多晶硅的生产成本的有效控制, 电池光电转换效率的不断提升, 依然实现了收入和利润的快速增长, 充分显示了公司在多晶硅太阳能产业链上的超强竞争力。
- 公司平板玻璃产业在 2011 年上半年表现不佳, 毛利率同比下降了 16.17%, 其主要原因是受限于国家地产宏观调控的影响, 以及原材料、燃料成本的提高所致, 就目前国家新一轮地产限购政策来看, 平板玻璃短期内难言好转。
- 公司工程玻璃业务继续保持稳定的发展, 营业收入同比增长 23.44%, 毛利率同比提高 4.42%, 主要得益于公司产业布局优势规模效益以及浮法原片价格的下降。公司的精细玻璃产业在上半年中得益于触摸屏产品市场需求的拉动, 营业收入同比增长 81.09%, 毛利率同比提高 14.66%, 公司该业务将继续受益于触摸屏行业的高附加值。
- 南玻 2011 年计划以不低于 17.88 元/股的价格非公开发行不超过 2.5 亿股, 募集资金不超过 40 亿元, 募集资金投向包括 TCO 玻璃、硅片、太阳能电池及组件在内的新能源产业链和节能玻璃项目的产能扩建。多晶硅太阳能产业链将从目前不到 300MW 扩充到 1GW 的综合配套产能, TCO 玻璃从 46 万平方米扩充至 450 万平方米, 节能 LOW-E 玻璃将从 1200 万平方米镀膜能力扩充至 2400 万平方米以上。这些项目投产基本都在 2012-2013 年, 对 2012 年以后的业绩会形成较大影响
- 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, 公司已经从传统玻璃公司成功转型为新能源和新材料公司, 未来发展潜力巨大
- 我们维持南玻 A2011 年和 2012 年 EPS 预测分别为 0.84 元和 1.26 元, 预计 2013 年可达 1.73 元 (均未考虑增发摊薄), 看好公司长期发展, 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

联系人

沈少捷

8621-63325888 × 5023

shenshaojie@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 8 月 8 日)	15.55 元
目标价格	25.00 元
总股本/A 股 (万股)	207614/205570
国家/地区	中国
行业	非金属建材
报告发布日期	2011 年 8 月 9 日

股价表现



财务预测

(百万元)

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7744	9233	13286	18199
同比 (%)	47%	19%	44%	37%
归属母公司净利润	1455	1754	2612	3583
同比 (%)	75%	21%	49%	37%
毛利率 (%)	36.2%	36.2%	36.4%	36.0%
ROE (%)	22.8%	21.6%	24.3%	25.0%
每股收益 (元)	0.70	0.84	1.26	1.73
P/E (倍)	30.93	25.66	17.23	12.56
P/B (倍)	7.05	5.53	4.19	3.14
EV/EBITDA	7744	9233	13286	18199

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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, 不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：南玻 2011 年上半年分业务收入及成本构成（单位：元）

单位：人民币元

行 业	2011 年 1~6 月		2010 年 1~6 月	
	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
平板玻璃产业	1,684,199,242	1,323,969,469	1,589,102,680	992,207,121
工程玻璃产业	1,174,408,097	775,585,186	951,380,317	670,338,490
精细玻璃产业	403,514,349	237,336,210	222,829,089	163,736,561
太阳能产业	1,460,130,104	840,843,031	869,963,695	624,653,277
其他	12,909,604	8,080,321	24,428,149	15,207,891
其中：各分部间相互抵消	-321,880,275	-321,880,275	-269,955,084	-269,955,084
合 计	4,413,281,121	2,863,933,942	3,387,748,846	2,196,188,256

资料来源：公司公告

表 2：南玻 2011 年上半年分业务毛利率（单位：元）

产 品	2011 年 1~6 月			比上年同期增减数		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
平板玻璃	1,684,199,242	1,323,969,469	21.39%	5.98%	33.44%	减少 16.17 个百分点
工程玻璃	1,174,408,097	775,585,186	33.96%	23.44%	15.70%	增加 4.42 个百分点
太阳能产品	1,460,130,104	840,843,031	42.41%	67.84%	34.61%	增加 14.22 个百分点

资料来源：公司公告

表 3：南玻增发募集资金项目投向

序号	项目名称	项目内容	总投资额（亿元）	拟募集资金额（亿元）
一、TCO 膜玻璃扩建项目				
1	深圳 TCO 膜玻璃扩建项目	年产 400 万平米太阳能薄膜电池用 TCO 膜玻璃产能建设	5.12	3.50
二、硅片扩建项目				
2	宜昌硅片扩建项目	宜昌南玻三期 700MW 硅片产能建设	19.80	13.50
三、太阳能电池及组件扩产项目				

3	宜昌电池片新建项目	700MW晶体硅电池片生产线建设	16.93	11.50
4	东莞电池组件扩建项目	500MW电池组件产能扩建	6.36	4.50
四、节能玻璃项目				
5	吴江节能玻璃扩建项目	年产120万平米镀膜中空玻璃及300万平米镀膜大板玻璃生产线	4.79	3.00
6	成都节能玻璃扩建项目	年产300万平米镀膜大板玻璃生产线	1.98	1.00
7	湖北地区节能玻璃新建项目	年产120万平米镀膜中空玻璃及300万平米镀膜大板玻璃生产线	5.67	3.00
合 计			60.65	40.00

资料来源：公司公告

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2070	2495	4735	10008	营业收入	7744	9233	13286	18199
现金	787	800	2309	6754	营业成本	4944	5893	8445	11646
应收账款	242	371	533	730	营业税金及附加	7	8	12	16
其它应收款	67	96	122	154	营业费用	266	314	444	608
预付账款	108	147	194	277	管理费用	556	660	893	1183
存货	479	648	1013	1285	财务费用	106	125	136	133
其他	388	432	563	809	资产减值损失	86	40	40	40
非流动资产	10399	11156	12035	11674	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	66	47	50	52	投资净收益	54	35	35	35
固定资产	8831	10291	11330	11055	营业利润	1833	2228	3352	4607
无形资产	381	399	421	426	营业外收入	59	40	45	50
其他	1122	418	234	141	营业外支出	27	16	22	28
资产总计	12470	13651	16770	21683	利润总额	1865	2252	3375	4629
流动负债	2800	4134	4358	5312	所得税	268	326	506	694
短期借款	877	1810	1200	1200	净利润	1597	1925	2868	3935
应付账款	950	1376	1932	2611	少数股东损益	142	171	256	352
其他	973	948	1226	1500	归属母公司净利润	1455	1754	2612	3583
非流动负债	2910	834	861	885	EBITDA	2434	3372	4745	6169
长期借款	728	738	748	758	EPS (元)	0.70	0.84	1.26	1.73
其他	2182	96	112	127					
负债合计	5710	4968	5218	6197	主要财务比率				
少数股东权益	374	545	802	1154	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	46.7%	19.2%	43.9%	37.0%
留存收益	2991	4745	7357	10940	营业利润	70.9%	21.5%	50.5%	37.5%
归属母公司股东权益	6385	8132	10744	14326	归属于母公司净利润	74.9%	20.5%	48.9%	37.2%
负债和股东权益	12470	13645	16764	21677	获利能力				
					毛利率	36.2%	36.2%	36.4%	36.0%
					净利率	18.8%	19.0%	19.7%	19.7%
					ROE	22.8%	21.6%	24.3%	25.0%
						20.5%	22.3%	30.8%	43.7%
					偿债能力				
					资产负债率	45.8%	36.4%	31.1%	28.6%
					净负债比率	29.44%	52.80%	38.70%	32.79%
					流动比率	0.74	0.60	1.09	1.88
					速动比率	0.57	0.45	0.85	1.64

现金流量表

 单位:百万
元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2366	3251	4350	5599
净利润	1597	1925	2868	3935
折旧摊销	495	1019	1257	1428
财务费用	106	125	136	133
投资损失	-54	-35	-35	-35
营运资金变动	-34	20	107	123

其它	256	196	17	15	营运能力				
投资活动现金流	-1858	-2052	-2102	-1033	总资产周转率	0.66	0.71	0.87	0.95
资本支出	2016	2098	2098	1048	应收账款周转率	29	30	29	29
长期投资	33	-20	3	2	应付账款周转率	5.10	5.07	5.11	5.13
其他	192	26	-0	16	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-483	-1187	-740	-121	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.84	1.26	1.73
短期借款	-1604	933	-610	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.57	2.09	2.70
长期借款	-180	10	10	10	每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.92	5.17	6.90
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	30.93	25.66	17.23	12.56
其他	1266	-2130	-139	-131	P/B	7.05	5.53	4.19	3.14
现金净增加额	25	13	1509	4445	EV/EBITDA	2	2	1	1

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

分析师声明

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