

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 15.55元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2526.82
总股本(百万)	2076
流通股本(百万)	2057
流通市值(亿)	320
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	45.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻A	-10.22	-16.24	0.00
上证综合指数	-9.68	-11.77	0.00



相关报告

《南玻 A-4.03 亿元转让广州浮法股权》

2011-5-15

《南玻 A-1 季度盈利增长主要依靠太阳能领域》 2011-4-22

《南玻 A-浮法、太阳能双超预期》 2011-3-21

南玻 A

000012

推荐

穿越周期的成长性品种

今日公司发布 2011 年中报。2011 年上半年实现营业收入 44.38 亿元，同比增长 30.4%；实现归属于母公司的净利润为 8.38 亿元，同比增长 31.7%，对应每股收益 0.4 元。

- **上半年除浮法外各业务均实现明显增长。**纵观上半年公司四大业务领域，除浮法玻璃由于产品价格同比明显下滑而导致利润由去年同期的 4.1 亿下滑到 1.9 亿以外，太阳能领域实现了 286% 的利润增长，增加利润 3.21 亿元，精细玻璃业务实现了 290% 的利润增长，增加利润 0.76 亿元，工程玻璃业务实现了 34% 的增长，增加利润 0.48 亿元。
- **预计下半年利润增速排序为精细玻璃、工程玻璃、太阳能和浮法玻璃。**由于公司在触摸屏领域产能完全释放在今年 2 季度，我们预计下半年公司精细玻璃领域的利润将至少跟上半年持平，同比实现 50% 以上的增长；工程玻璃上半年增长主要来源于成本下降导致的毛利率由去年同期的 29.5% 提升至 34% 和民用市场 LOWE 销量成倍的增长，我们预计下半年 LOWE 市场将保持稳定，该领域有望在今年实现 4 亿以上的净利润；在浮法玻璃领域，由于目前已经有浮法线开始停产，我们预计下半年在宏观调控不继续紧缩的情况下，目前行业的盈利能力已经离底部不远，预计公司全年实现 3.6 亿以上的净利润；下半年和明年盈利预测中最大的变数来自于太阳能行业，我们目前倾向于 3 季度太阳能行业的回暖为小反弹，多晶硅价格有望在今年年底到明年年初见底。
- **再次强调公司是穿越周期的成长型品种。**翻开公司的历史，在 1992 年到 2010 年里，公司在总分红(27.5 亿元)明显高于总融资(21.25 亿)的情况下，实现了净利润年均复合 19% 以上的增长。这是基于公司在长期的管理实践中摸索出来的一整套行之有效的新产品开发和成本控制体系，这才是公司的真正价值所在。基于这套体系，我们相信即使 LOWE、TCO、多晶硅在经过成长期进入成熟期以后，公司也还能开发出更多的高成长产品。因此每当由于周期影响导致公司利润波动而被市场误认为是周期股低估时，正是买入公司的最佳时机。
- **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 11-13 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.18 元。公司估值基本合理，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**货币政策紧缩对需求的影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7744	10298	12499	17392
同比(%)	47%	33%	21%	39%
归属母公司净利润(百万元)	1455	1717	2008	2437
同比(%)	75%	18%	17%	21%
毛利率(%)	36.2%	31.3%	30.2%	27.5%
ROE(%)	22.8%	23.3%	21.4%	20.6%
每股收益(元)	0.70	0.83	0.97	1.17
P/E	22.19	18.81	16.09	13.25
P/B	5.06	4.38	3.44	2.73
EV/EBITDA	14	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

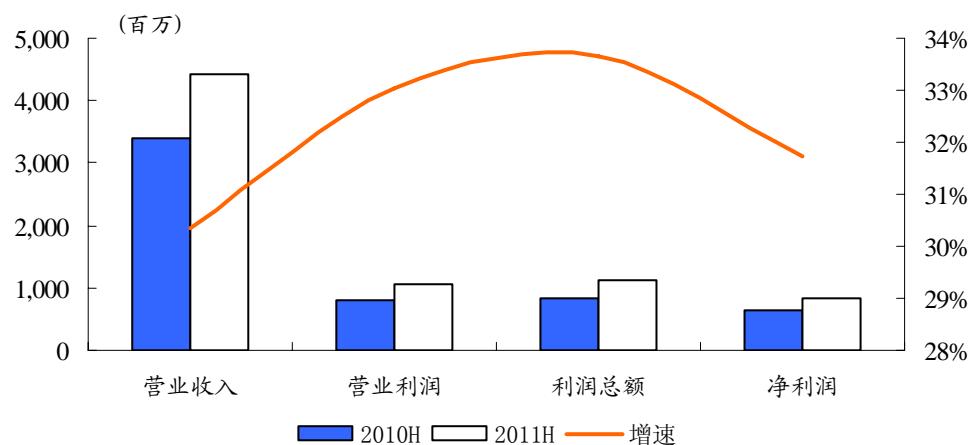
一、盈利能力保持高位

1.1 上半年盈利能力处于高位

上半年公司收入达到 44.39 亿元，同比增长 30.4%；同期利润总额及营业利润及净利润分别为 11.08 亿与 8.38 亿元，增长幅度为 33.6%与 31.7%。利润增速大幅超越收入增速的状况不再呈现；上半年毛利率 35.2%，比去年全年下降 1 个百分点；净利率 18.9%与去年持平。

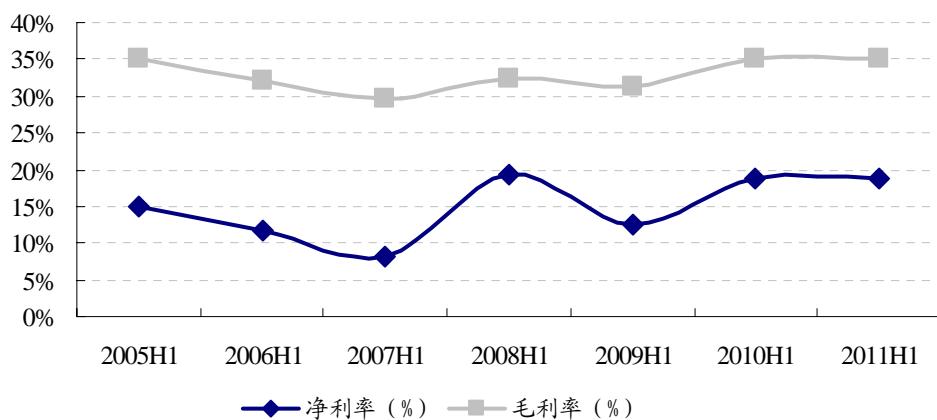
公司利润增速放缓的原因主要在于平板玻璃行业处于周期景气下行阶段；但上半年太阳能行业需求旺盛与电子行业复苏为公司盈利能力作了支撑，毛利率下滑不算明显。

图 1 年度主要经营数据



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司近年来毛利、净利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 1季度有可能是今年盈利能力的高点

从单季度情况看，公司毛利率在经历了去年下半年至一季度的高水平后，在2季度回落到35%以下，说明行业开始从高景气阶段回归正常。

从目前的情况看，国内浮法玻璃企业已经处于亏损边缘，预计下半年在宏观调控不继续紧缩的情况下，目前行业的盈利能力已经离底部不远。另外，太阳能行业盈利能力在二季度末也开始出现回落，包括去年毛利率高企的超白压延玻璃与多晶硅，这主要原因来自于去年高盈利引发的今年产能的大幅增加。我们目前倾向于3季度太阳能行业的回暖为小反弹，多晶硅价格有望在今年年底到明年年初见底，因此下半年太阳能盈利能力仍有可能下滑。

表1 公司季度经营数据比较

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
收入(亿元)	8.69	11.96	14.82	17.32	15.57	18.48	20.74	33.05	20.95	23.43
环比增速	-13.0%	37.6%	23.9%	16.9%	-10.1%	18.7%	12.2%	59.4%	-36.6%	11.8%
毛利率	26.5%	34.7%	37.5%	37.0%	36.2%	34.4%	35.2%	37.5%	36.2%	34.3%
费用率	19.1%	15.5%	13.4%	12.5%	12.2%	11.5%	10.3%	13.9%	10.9%	10.3%
归属股东净利润(亿元)	0.62	1.99	3.16	2.54	2.99	3.37	4.06	6.18	4.15	4.22
环比增速	-149.4%	222.6%	58.7%	-19.6%	17.7%	12.5%	20.5%	52.3%	-32.8%	1.7%
净利率	7.1%	16.7%	21.4%	14.7%	19.2%	18.2%	19.6%	18.7%	19.8%	18.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、太阳能利润占比升至55%

分产品看，太阳能与精细玻璃为公司上半年业绩亮点，毛利率分别达到42.4%与41.2%。

今年上半年太阳能领域延续了去年2季度以来的高利润水平，该事业部净利润达4.59亿元，同比增长286%；占公司8.37亿净利润的比重达到55%，符合我们之前的预测。其中，多晶硅公司通过技改年产能达到2500吨，目前月产量约为220吨，成本已降至30美元左右；而价格是二季度末才开始出现较大幅度下滑，对上半年业绩影响不大；超白压延玻璃上半年盈利能力也处于高位，但随着新增产能的大量投放，目前价格已经明显下滑。下半年太阳能业务的盈利能力或会有所下降。

值得关注的还有精细玻璃，受益于公司触摸屏的放量，上半年该业务净利润达到1.02亿，同比增长290%，占比达到10%。盈利能力已经恢复至金融危机之前的水平。

公司原有传统业务浮法玻璃上半年表现不佳，受行业产能持续扩大与需求不振影响，目前行业已经处于亏损边缘。但公司毛利率仍达到23.3%，这体现了公司在成本控制方面的杰出能力。如果下半年货币政策不继续紧缩，则目前行业离底部已经不远。

图 3 南玻 A 收入比例

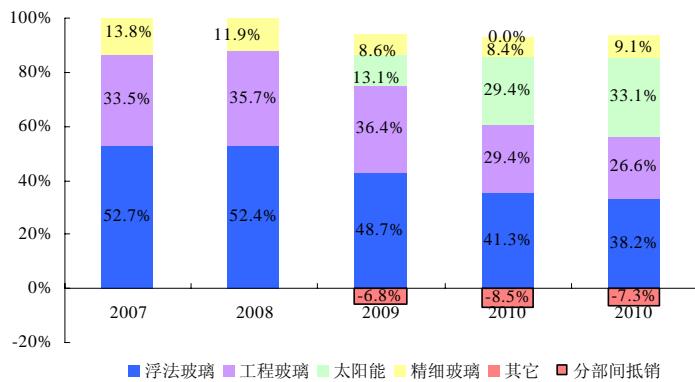
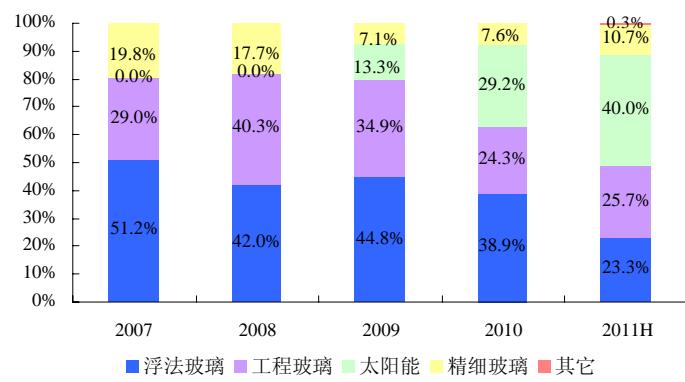


图 4 南玻 A 营业利润比例



数据来源：公司公告、中投证券研究所

三、在建工程项目显示转型决心

公司目前在建和规模的项目共 19 个，其中 9 个投资项目拟通过募集资金进行投资，投资额为 60.7 亿元；而通过自筹资金建设的项目共计 10 个，合计投资额为 48.05 亿元。今年上半年，公司吴江 600T/D 的浮法线、东莞光伏 100MW 太阳能电池及组件正式投产。其它项目大部分将于 2012-2013 年投产。

从投资方向来看，大部分的投资集中于节能玻璃、太阳能领域与精细玻璃领域，这与公司由以浮法玻璃为主向平板与工程玻璃、太阳能领域、精细玻璃三大产业转型的规划一致。在投资完成后，公司各业务板块规模将实现大幅增长。

太阳能产业链中的多晶硅切片、电池片和组件产能将达到 1GW，是目前规模的 5 倍以上；用于薄膜太阳能电池的 TCO 玻璃的生产能力将比目前扩大 8 倍以上。用于晶硅电池的超白压延玻璃产能翻番。未来公司还将择机新建二期多晶硅项目，产能规模将达到 5000-6000 吨。

电子玻璃领域 ITO 玻璃的产能将扩大 40%，而可用于触摸屏 sensor 制造的光刻产能将扩大将近 80%。而超薄玻璃将从无到有，年产能达到 3 万吨。

节能玻璃领域，主攻工建市场的 LOWE 中空玻璃的产能增加 20% 左右，而主攻民用住宅市场的大板 LOWE 也将从无到有，在未来的 2-3 年内形成 1200 万平米的产能。

相对来说，浮法玻璃产能变化较小，吴江两线将增加年产能 50 万吨。

表 2 公司自筹及募投项目

序号	自筹资金在建项目	地点	投资额(亿元)	预计达产时间
1	600T/D 浮法玻璃生产线	吴江	8.46	2011.06
2	900T/D 浮法玻璃生产线	吴江		2011.09
3	3 万吨超薄玻璃生产线	廊坊	3.48	2011 年底
4	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	东莞	1.3	2011 年 4 季度
5	600T/D 超白压延玻璃生产线	东莞	4.99	2011 年底
6	200MW 多晶硅电池片及组件	东莞	6.97	2011.06
7	140MW 多晶硅切片	宜昌	4.97	2011 年下半年
8	2000 吨多晶硅项目冷氢化改造	宜昌	5.0	2011 年 12 月份

9	吴江平板显示器件基地一期	吴江	5.4	2012年初
10	广州浮法搬迁项目		7.5	2012年中期
	合计		48.05	
序号	募投资金项目	地点	投资额(亿元)	预计达产时间
1	建设 400 万平米 TCO 玻璃生产线	深圳	5.1	一期 160 万平米 2011 年上半年,二期 240 万平米 2012 年年底
2	新建 7000MW 多晶硅硅片项目	宜昌	19.8	2013年上半年
3	新建 700MW 晶体硅电池片项目	宜昌	16.9	2013年上半年
4	500MW 晶体硅组件	东莞	6.4	2013年
5	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线			2011 年 3 季度
6	120 万平米 LOWE 中空	吴江	4.8	2013年上半年
7	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	成都	2.0	2013年上半年
8	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	武汉		2012 年 7 月
9	120 万平米 LOWE 中空	武汉	5.7	2012 年 12 月
	合计		60.7	

数据来源：公司公告

表 3 公司产能表

领域	地域(产品)	控股比例	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
浮法玻璃 (万 吨)	深圳	100%	34	34	34	42	42	42	42
	成都	75%	42	42	76	76	76	76	76
	广州	100%	42	42	42	42	42	42	42
	河北廊坊	100%		20	50	50	50	50	50
	江苏吴江	100%				50	50	50	50
累计			118	138	202	210	260	260	260
超白压延玻璃 (万 m ²)	东莞	100%	625	1250	1250	1250	2750	2750	2750
TCO (万 m ²)	深圳	100%			46	46	206	246	446
工程玻璃 (万 m ²)	深圳	100%	180						
	东莞	中空		240	240	240	240	240	240
		大板	100%				300	300	300
	成都	中空	120	120	120	240	240	240	240
		大板	75%						300
	天津	中空	120	240	480	480	480	480	480
	吴江	中空		120	240	240	240	240	360
		大板	100%				300	300	300
	武汉	中空					120	120	
		大板	100%				300	300	
累计			420	720	1080	1200	1200	1320	1440
多晶硅(吨)			0	0	0	0	600	900	1200

	多晶硅切片 (MW)	93.37%		160	400	500	1000
	太阳能电池片宜昌 (MW)					100	600
	太阳能电池片东莞 (MW)	100%	25	25	50	100	400
	太阳能电池组件 (MW)	100%		50	100	400	500
	超薄原片生产线(万吨)	100%				3	3
精细玻璃 (万片)	ITO 玻璃 (万片)	75%	1200	1200	1200	1200	1200
	CF 玻璃 (万片)	70%	84	96	108	108	108
							192

数据来源：公司公告

四、增发后公司负债率有望下降

公司上半年经营性现金流为 9.4 亿元，但资本性支出达到 15.9 亿元，存在约 6.5 亿元的缺口；从资产负债率看，目前已经超过 50% 界限。这主要源于公司大量项目的开始建设，随着下半年增发资金的到位，公司负债水平有望下降。

表 4 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
营运能力							
存货周转率(次)	5.1	6.4	9.0	9.2	9.9	11.6	5.6
应收账款周转率(次)	9.3	10.1	13.7	15.5	20.1	29.2	12.0
资金状况							
资产负债率(%)	50.8	56.5	49.3	53.6	48.6	45.8	50.7
经营活动现金流(亿元)	9.2	8.0	11.0	10.3	16.7	23.7	9.4
增长率(%)		-13.3	37.7	(6.5)	62.1	41.7	0.7
资本性支出							
资本性支出(亿元)	10.0	11.4	14.3	26.8	11.7	20.2	15.9
增长率(%)		14.0	25.4	88.3	(56.5)	72.9	115.6

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 5 盈利预测假设

分部收入成本分析				
	2010.00	2011E	2012E	2013E
产能(万吨)	210.00	222.00	262.00	262.00
销量(万吨)	210.00	222.00	250.00	262.0
单价(元/吨)	1515.7	1450.0	1430.0	1,450
主营业务收入(万元)	318,287	321,900	374,660	379,900
环比增长	2.52%	1.14%	16.39%	1.40%
主营业务成本(万元)	209,493	223,000	260,000	265,000
环比增长	1.96%	6.45%	16.59%	1.92%

	2010年	2011年	2012年	2013年
内部抵消 (万元)	65,175	48,000	50,000	50,000
内部抵消成本 (万元)	63,880	48,000	38,000	38,000
毛利率	34.2%	30.7%	30.6%	30.2%
工程玻璃				
产能 (万 m ²)	1,225	1,825	2,450	2,450
销量 (万 m ²)	1,000	1,200	1,500	1,800
单价 (元/m ²)	226.3	205.0	190.0	180.0
主营业务收入 (万元)	226,299	246,000	285,000	324,000
环比增长	18.49%	8.71%	15.85%	13.68%
主营业务成本 (万元)	158,302	160,000	190,000	220,000
环比增长	24.68%	1.07%	18.75%	15.79%
毛利率	30.05%	34.96%	33.33%	32.10%
精细玻璃				
触摸屏销量 (万片)	28.00	150.00	180.00	220.00
单价 (元/片)	512.82	470.09	427.35	427.35
收入 (万元)	14358.97	70512.82	76923.08	94017.09
彩色滤光片销量 (万片)	56.00	30.00		
单价 (元/片)	288.00	285.00		
收入 (万元)	16128.00	8550.00		
ITO导电膜玻璃销量(万片)	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
单价 (元/片)	22.00	21.50	21.50	21.50
收入 (万元)	26400.00	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入 (万元)	64,346	104,863	102,723	119,817
环比增长	43.21%	62.97%	-2.04%	16.64%
主营业务成本 (万元)	43,032	57,675	59,066	68,895
环比增长	34.76%	34.03%	2.41%	16.64%
毛利率	33.12%	45.00%	42.50%	42.50%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	1,500	2,000	2,400	2,800
太阳能电池片 (MW)	100	200	300	800
超白压延产能 (万m ²)	1,250	2,500	2,500	2,500
主营业务收入 (万元)	226,040	400,000	532,000	960,000
环比增长	1547.78%	76.96%	33.00%	80.45%
主营业务成本 (万元)	144,265	310,000	396,800	740,000
环比增长	1073.12%	114.88%	28.00%	86.49%
毛利率	36.18%	22.50%	25.41%	22.92%
其它				
其他业务收入(万元)	6,000	5,000	5,500	5,500
环比增长	53.66%	-16.67%	10.00%	0.00%
其它业务成本 (万元)	5,200	4,500	4,900	4,900
毛利率	13.33%	10.00%	10.91%	10.91%
合计	2010年	2011年	2012年	2013年
收入 (万元)	774,394	1,029,763	1,249,883	1,739,217
收入增速	46.69%	32.98%	21.38%	39.15%

成本 (万元)	494,364	707,175	872,766	1,260,795
毛利率	36.16%	31.33%	30.17%	27.51%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

根据我们的盈利预测，公司 11-13 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.18 元。假设公司增发不超过 2.5 亿股，则全面摊薄的 EPS 为 0.74、0.87、1.05 元。公司估值基本合理，维持“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	2070	2896	7037	6886
应收账款	787	1282	5078	4012
其它应收款	242	404	490	696
预付账款	67	40	48	70
存货	108	190	230	334
其他	479	515	636	1009
非流动资产				
长期投资	388	466	555	765
固定资产	1122	12061	12647	16972
无形资产	8831	11200	12022	16439
其他	381	381	381	381
资产总计	12470	14957	19684	23857
流动负债				
短期借款	2800	5046	5558	7031
应付账款	877	1732	1572	1509
其他	950	1768	2182	3152
非流动负债				
长期借款	973	1547	1804	2369
其他	2910	1013	3013	3018
负债合计	728	928	2928	2928
少数股东权益	2182	85	85	90
负债和股东权益	5710	6060	8571	10049
股本	374	538	727	969
资本公积	2077	2327	2327	2327
留存收益	1310	1310	1310	1310
归属母公司股东权益	2991	4717	6744	9197
负债和股东权益	6385	8360	10386	12839
现金流量表	12470	14957	19684	23857

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7744	10298	12499	17392
营业成本	-4944	7072	8728	12608
营业税金及附加	-7	6	7	8
营业费用	-266	350	425	591
管理费用	-556	690	812	1096
财务费用	-106	81	118	145
资产减值损失	-86	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	19	35	40
营业利润	1833	2082	2424	2964
营业外收入	59	49	70	70
营业外支出	-27	9	10	11
利润总额	1865	2122	2484	3023
所得税	-268	233	273	333
净利润	1597	1889	2211	2691
少数股东损益	142	163	189	242
归属母公司净利润	1455	1725	2022	2449
EBITDA	2290	2756	3256	4019
EPS (元)	0.70	0.83	0.97	1.18

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	46.7%	33.0%	21.4%	39.2%
营业利润	70.9%	13.6%	16.4%	22.3%
归属于母公司净利润	74.9%	18.6%	17.2%	21.1%
获利能力				
毛利率	163.8%	31.3%	30.2%	27.5%
净利率	18.8%	16.8%	16.2%	14.1%
ROE	22.8%	21.3%	20.0%	19.5%
ROIC	21.4%	18.5%	21.1%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	45.8%	41.2%	44.1%	42.6%
净负债比率	29.44%	45.88%	54.37%	45.75%
流动比率	0.74	0.52	1.22	0.94
速动比率	0.57	0.41	1.09	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.76	0.73	0.81
应收账款周转率	29	31	27	29
应付账款周转率	-5.10	5.20	4.42	4.73
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.83	0.97	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.70	1.59	2.09
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.90	4.88	6.06
估值比率				
P/E	30.93	26.09	22.25	18.38
P/B	7.05	5.55	4.44	3.58
EV/EBITDA	21	17	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4年行业从业经验，6年证券行业从业经验。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434