

玻璃制造**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 9.80元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	1313
流通股本(百万)	1293
流通市值(亿)	126
EPS	0.57
每股净资产(元)	3.33
资产负债率	52.19%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻A	-1.91	5.33	-28.34
建筑建材	0.62	10.06	-5.97
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69

**相关报告**

南玻A - 预减不足惧, 等待抄底时

2012-04-09

南玻A - 盈利谷底来临, 曙光就在前方

2012-03-27

南玻A - 悲观预期反应之日是买入股票之时

2011-10-26

南玻A**000012****推荐****困难的时刻即将过去**

今日公司发布一季度季报, 公司一季度实现销售收入 15.23 亿, 同比下降 27.31%, , 实现归属股东净利润 1.21 亿, 同比下降 70.81%, 对应 1 季度 EPS0.06 元。同时预告上半年公司将实现归属股东净利润 2-4 亿元, 同比下降 52.5%-75%。

投资要点:

- **1季度公司主营业务的实际盈利在 6000 万以下。**如果扣除公司转让广州浮法股权确认的 6225 万投资收益, 公司实现的归属净利润为 5900 万。根据我们的判断, 各业务分拆为工程玻璃实现利润 8000 万左右, 精细玻璃实现 6000 万以上的净利润, 扣除少数股东损益以后, 实现归属净利润 4000 万, 而浮法玻璃和太阳能亏损合计在 4500 万, 总部费用 1500 万以上。
- **从公司对上半年的预测来看, 1 季度是单季度业绩底部的判断进一步确认。**根据公司对上半年业绩的预测, 2 季度公司将实现 8000 万到 1.2 个亿的净利润。而去年四季度和今年 1 季度公司主营业务实现的净利润分别为 6800 和 5900 万。考虑到季节性回暖和今年下半年之后浮法玻璃和太阳能领域落后产能淘汰效果逐渐显现的因素, 我们年初以来对今年 1 季度将是公司业绩未来 2-3 年单季度业绩底部的判断进一步得到确认。
- **关键是底部徘徊的时间长度和复苏的力度难以确定。**我们之前一直向市场强调的是这一次行业整体复苏的动力与 2009 年那一次将完全不同, 不是依靠需求的强劲回升, 而更多的是依靠需求弱复苏背景下部分落后产能退出行业后达到的供求平衡, 浮法玻璃行业和太阳能行业可能都是这样。这种复苏的路径就决定了本轮底部徘徊的时间可能相对较长, 因为只有行业在盈亏边缘足够长的时间才能使一部分过剩的产能有退出的动力。我们暂时无法预计底部的时间长度, 初步认为至少今年一年将会在行业整体低盈利的状态中度过。
- **长期买点显现后逐步买入可能是最佳的投资策略。**我们认为 8 元以下将是公司的长期买点, 而且这一状况有可能在今年上半年出现。由于这两个行业复苏的力度将逐步渐进的过程, 相应南玻的股价在买点显现后出现 09 年那样短期快速拉升的可能性也不大, 因此分批逐渐建仓是最佳的投资策略。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.57、0.34、0.57 元。持“推荐”的投资评级。

> **风险提示:** 触摸屏产能大幅度释放导致行业利润率走低**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8271	8444	10107	10772
收入同比(%)	7%	2%	20%	7%
归属母公司净利润	1178	705	1186	1414
净利润同比(%)	-19%	-40%	68%	19%
毛利率(%)	168.5%	20.9%	24.8%	26.8%
ROE(%)	17.0%	9.3%	13.5%	13.8%
每股收益(元)	0.57	0.34	0.57	0.68
P/E	16.98	28.37	16.88	14.15
P/B	2.90	2.63	2.27	1.96
EV/EBITDA	18	15	11	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1 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 大板	100%	240	240	240	240	240	240
	成都	中空 大板	75%	120	120	120	240	240	240
	天津	中空	100%	120	240	480	480	480	480
	吴江	中空 大板	100%	120	240	240	240	240	360
	武汉	中空 大板	100%				120	120	
	累计	中空 大板	420	720	1080	1200	1200	1320	1440
	0	0	0	0	600	900	900	1200	
多晶硅(吨)		93.37%		1500	1500	1500	2500	2500	2500
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	400	400
太阳能电池组件(MW)		100%			50	100	400	500	1000
精细玻璃(万片)	超薄原片生产线						3	3	3
	(万吨)	100%					3	3	3
	ITO 玻璃(万片)	75%	1200	1200	1200	1200	1500	1500	2180
	触摸屏(万片)	70%			108	180	180	262	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 盈利预测假设**分部收入成本分析**

	2011.00	2012E	2013E	2014E
浮法玻璃				
产能 (万吨)	222.00	222.00	262.00	262.00
销量 (万吨)	222.00	222.00	245.0	265.00
单价 (元/吨)	1416.3	1250.0	1,350	1,350.00
主营业务收入 (万元)	314,413	277,500	330,750	357,750
环比增长	-1.22%	-11.74%	19.19%	8.16%
主营业务成本 (万元)	259,154	240,000	265,000	275,000
环比增长	23.71%	-7.39%	10.42%	3.77%
内部抵消 (万元)	61,057	50,000	50,000	50,000
内部抵消成本 (万元)	61,409	38,000	38,000	38,000
毛利率	17.6%	13.5%	19.9%	23.1%
工程玻璃				
产能 (万 m ²)	1,825	2,450	3,150	3,150.00
销量 (万 m ²)	1,500	2,000	2,600	3,000.00
单价 (元/m ²)	165.1	145.0	137.0	130.00
主营业务收入 (万元)	247,689	290,000	356,200	390,000
环比增长	9.45%	17.08%	22.83%	9.49%
主营业务成本 (万元)	162,708	200,000	240,000	260,001
环比增长	2.78%	22.92%	20.00%	8.33%
毛利率	34.31%	31.03%	32.62%	33.33%
精细玻璃				
触摸屏销量 (万片)	150.00	180.00	220.00	221.00
单价 (元/片)	470.09	420.00	420.00	420.00
收入 (万元)	70512.82	75600.00	92400.00	92820.00
彩色滤光片销量 (万片)	30.00			
单价 (元/片)	285.00			
收入 (万元)	8550.00			
ITO导电膜玻璃销量(万片)	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
单价 (元/片)	21.50	21.50	21.50	21.50
收入 (万元)	25800.00	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入 (万元)	93,471	101,400	118,200	118,620
环比增长	45.26%	8.48%	16.57%	0.36%
主营业务成本 (万元)	53,592	60,840	67,965	71,172
环比增长	24.54%	13.52%	11.71%	4.72%
毛利率	42.66%	40.00%	42.50%	40.00%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	2,500	2,500	2,500	2,500
太阳能电池片 (MW)	200	300	800	800
超白压延产能 (万 m ²)	2,500	2,500	2,500	2,500
主营业务收入 (万元)	228,300	220,000	250,000	250,000
环比增长	1.00%	-3.64%	13.64%	0.00%
主营业务成本 (万元)	149,720	200,000	220,000	215,001

环比增长	3. 78%	46. 00%	10. 00%	-2. 27%
毛利率	34. 42%	9. 09%	12. 00%	14. 00%
其它				
其他业务收入(万元)	5, 580	5, 500	5, 500	5, 501
环比增长	-7. 00%	-1. 44%	0. 00%	0. 02%
其它业务成本(万元)	2, 691	4, 900	4, 900	4, 901
毛利率	51. 77%	10. 91%	10. 91%	10. 91%
合计	2011年	2012年	2013年	2014年
收入(万元)	828, 396	844, 400	1, 010, 650	1, 071, 871
收入增速	0. 16%	1. 93%	19. 69%	6. 06%
成本(万元)	566, 456	667, 740	759, 865	788, 075
毛利率	31. 62%	20. 92%	24. 81%	26. 48%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2936	2182	3132	2694
现金	656	700	1491	900
应收账款	315	331	396	431
其他应收款	52	32	39	43
预付账款	54	179	200	209
存货	480	487	554	630
其他流动资产	1379	453	452	481
非流动资产	12346	13933	14557	18933
长期投资	0	40	50	50
固定资产	9432	12077	13214	17794
无形资产	913	913	913	913
其他非流动资产	2001	903	380	176
资产总计	15281	16115	17690	21627
流动负债	4521	6642	4920	7299
短期借款	1546	3521	1401	3631
应付账款	1346	1669	1900	1970
其他流动负债	1629	1452	1620	1698
非流动负债	3454	1373	3373	3378
长期借款	1088	1288	3288	3288
其他非流动负债	2366	85	85	90
负债合计	7975	8015	8294	10678
少数股东权益	395	484	595	734
股本	2076	2076	2076	2076
资本公积	1381	1381	1381	1381
留存收益	3443	4148	5334	6748
归属母公司股东权益	6911	7616	8801	10215
负债和股东权益	15281	16115	17690	21627

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1689	2266	2356	2640
净利润	1338	795	1296	1554
折旧摊销	0	552	677	858
财务费用	-144	156	210	269
投资损失	-6	-80	-35	-40
营运资金变动	0	983	191	60
其他经营现金流	502	-139	18	-60
投资活动现金流	-2431	-2164	-1275	-5192
资本支出	-2802	2340	1300	5232
长期投资	157	-66	10	0
其他投资现金流	-5076	111	35	40
筹资活动现金流	721	-58	-290	1961
短期借款	669	1975	-2120	2230
长期借款	360	200	2000	0
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	71	0	0	0
其他筹资现金流	-379	-2233	-170	-269
现金净增加额	-26	44	791	-591

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8271	8444	10107	10772
营业成本	-5665	6677	7599	7881
营业税金及附加	-57	6	7	8
营业费用	-255	245	273	280
管理费用	-612	532	637	668
财务费用	-144	156	210	269
资产减值损失	-42	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	80	35	40
营业利润	1502	872	1396	1687
营业外收入	141	30	70	70
营业外支出	-4	9	10	11
利润总额	1638	893	1456	1746
所得税	-300	98	160	192
净利润	1338	795	1296	1554
少数股东损益	159	89	111	140
归属母公司净利润	1178	705	1186	1414
EBITDA	1357	1579	2283	2814
EPS (元)	0.57	0.34	0.57	0.68

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	6.8%	2.1%	19.7%	6.6%
营业利润	-18.1%	-41.9%	60.2%	20.8%
归属于母公司净利润	-19.0%	-40.1%	68.1%	19.3%
盈利能力				
毛利率	168.5	20.9%	24.8%	26.8%
净利率	14.2%	8.4%	11.7%	13.1%
ROE	17.0%	9.3%	13.5%	13.8%
ROIC	13.8%	7.4%	11.2%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	52.2%	49.7%	46.9%	49.4%
净负债比率	35.29	61.50%	58.47	66.30%
流动比率	0.65	0.33	0.64	0.37
速动比率	0.54	0.25	0.51	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.54	0.60	0.55
应收账款周转率	29	26	27	26
应付账款周转率	-4.93	4.43	4.26	4.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.34	0.57	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.09	1.14	1.27
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.67	4.24	4.92
估值比率				
P/E	16.98	28.37	16.88	14.15
P/B	2.90	2.63	2.27	1.96
EV/EBITDA	18	15	11	9

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-09	南玻A - 预减不足惧，等待抄底时
2012-03-27	南玻A - 盈利谷底来临,曙光就在前方
2011-10-26	南玻A-悲观预期反应之日是买入股票之时
2011-08-08	南玻A-穿越周期的成长性品种
2011-05-15	南玻A-4.03亿元转让广州浮法股权

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，7年证券行业从业经验。

王海青，王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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