

**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:** 10.00元

当前股价: 9.00元

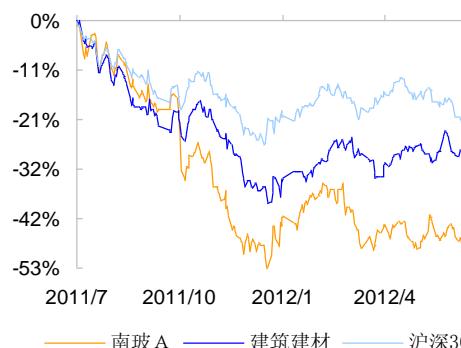
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2169.10
总股本(百万)	2075
流通股本(百万)	1307
流通市值(亿)	117
EPS	0.57
每股净资产(元)	3.39
资产负债率	48.64%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
南玻A	-6.05	-3.52	6.83
建筑建材	-7.97	-7.26	6.17
沪深300指数	-5.99	-6.21	2.92


**相关报告**

南玻A - 困难的时刻即将过去 2012-04-24

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**
**000012**
**推荐**
**大比例回购 B 股彰显管理层对公司投资价值信心**

公司今日发布拟回购 B 股公告。拟在股东大会通过预案后的 12 个月内, 以不超过港币 6 元/股 (折合人民币 4.22 元/股) 的价格回购不超过 2 亿股 B 股。我们认为此次回购体现了公司对自身股票长期价值被低估的充分信心。

**投资要点:**

- **回购股份的上限相当于公司总股本的 10%。**公司目前总股本 20.75 亿股, 其中 B 股 7.63 亿股。B 股占到公司总股本的 35%以上。而 B 股股价长期低于 A 股价格 50%以上, 本次公司回购 B 股将部分消除 B 股股价长期偏低导致的公司整体价值的低估。
- **回购价格上限高于目前 B 股价格 15%。**截至 7 月 2 日停牌时, 公司 B 股收盘价为港币 5.21 元/股, 公司公告的回购价格的上限比 B 股价格高出 15.16%, 同时是以公司自有资金进行回购操作。短期内可能有效刺激公司股价的同时, 也说明公司认为目前的 B 股价格已经明显低于其长期的投资价值。
- **回购资金或通过负债解决。**按照公司公告预案的回购股份和回购价格的上限计算, 本次回购总共需要不超过 9.77 亿元人民币, 而去年公司经营性现金净额为 16.9 亿元。今年虽然公司盈利可能出现一定程度的下滑, 但我们预计经营性现金流仍能够保持在 10 亿元附近, 同时由于太阳能相关投资在今年大幅度缩减。今年的资本性支出将由去年的 24 亿下降到 13 亿元左右。我们测算, 假设明年完成回购, 只需要负债率由目前的 48%提高到 52%就可以解决回购资金的问题。

- **盈利底部已现, 等待长期买点。**从今年年初以来, 我们就一直强调玻璃行业盈利的底部出现在今年一季度, 而太阳能行业亏损的幅度在一季度之后也不会继续增加。一季度很有可能是公司未来 3-5 年盈利的最底部。我们预计公司的股价短期将会因为 B 股回购事件驱动上涨, 中期因为盈利回升速度较慢而回落, 长期由于公司未来各项业务利润的回升而恢复上涨态势。

- **维持“推荐”的投资评级。**我们预计公司 2012-2014 年 EPS0.34、0.57、0.68 元, 维持“推荐”的投资评级。

➤ **风险提示:** 触摸屏产能大幅度释放导致下半年行业利润率走低

**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	698	1174	1406
净利润同比(%)	-19%	-41%	68%	20%
毛利率(%)	31.5%	20.9%	24.8%	26.8%
ROE(%)	17.0%	9.6%	14.0%	14.3%
每股收益(元)	0.57	0.34	0.57	0.68
P/E	15.86	26.77	15.91	13.28
P/B	2.70	2.58	2.22	1.90
EV/EBITDA	10	14	10	8

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	产能(万吨)					
			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
浮法玻璃(万吨)	深圳	100%	34	34	34	42	42	42
	成都	75%	42	42	76	76	76	76
	广州	100%	42	42	42	42	42	42
	河北廊坊	100%		20	50	50	50	50
	江苏吴江	100%				50	50	50
	累计		118	138	202	210	260	260
超白压延玻璃(万m <sup>2</sup> )	东莞	100%	625	1250	1250	1250	2750	2750
TCO(万m <sup>2</sup> )	深圳	100%			46	46	206	246
工程玻璃(万m <sup>2</sup> )	深圳	100%	180					
	东莞	中空大板	100%	240	240	240	240	240
	成都	中空大板	75%	120	120	120	240	240
	天津	中空	100%	120	240	480	480	480
	吴江	中空大板	100%	120	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
			0	0	0	0	600	900
							900	1200
	多晶硅(吨)	93.37%		1500	1500	1500	2500	2500
精细玻璃(万片)	多晶硅切片(MW)	93.37%				160	400	500
	太阳能电池片	宜昌(MW)						100
	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
	超薄原片生产线(万吨)	100%					3	3
	ITO玻璃(万片)	75%	1200	1200	1200	1200	1200	1680
	CF玻璃(万片)	70%	84	96	108	108	108	192

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**

分部	收入	2011年		2012E		2013E		2014E	
		产能(万吨)	销量(万吨)	产能(万吨)	销量(万吨)	产能(万吨)	销量(万吨)	产能(万吨)	销量(万吨)
浮法玻璃		222.00	222.00	222.00	222.00	262.00	262.00	262.00	262.00
	产能(万吨)								
	销量(万吨)								

单价 (元/吨)	1416.3	1250.0	1, 350	1, 370.00
主营业务收入 (万元)	314, 413	277, 500	330, 750	363, 050
环比增长	-1. 22%	-11. 74%	19. 19%	9. 77%
单位成本 (元/吨)	1167. 36	1087. 36	1087. 36	1087. 36
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%	24. 3%
<b>工程玻璃</b>				
产能 (万 m <sup>2</sup> )	1, 825	2, 450	3, 150	3, 150.00
销量 (万 m <sup>2</sup> )	1, 500	2, 000	2, 600	3, 000.00
单价 (元/m <sup>2</sup> )	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%
单位成本 (元/m <sup>2</sup> )	108. 47	100. 00	92. 31	86. 67
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%
<b>精细玻璃</b>				
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%
<b>太阳能事业部</b>				
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 <sup>2</sup> )	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%
<b>其它</b>				

	2011年	2012年	2013年	2014年
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				
收入(万元)	828,396	844,400	1,010,650	1,077,171
收入增速	0.16%	1.93%	19.69%	6.58%
成本(万元)	566,456	667,740	759,865	788,075
毛利率	31.62%	20.92%	24.81%	26.84%

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
<b>流动资产</b>	2936	2182	2698	2694
现金	656	700	1057	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
<b>非流动资产</b>	12346	14094	14597	18823
长期投资	0	40	50	50
固定资产	9432	12237	13253	17684
无形资产	913	913	913	913
其他非流动资产	2001	904	380	176
<b>资产总计</b>	15281	16276	17295	21517
<b>流动负债</b>	4521	7185	4920	7592
短期借款	1546	4064	1401	3924
应付账款	1346	1669	1900	1970
其他流动负债	1629	1452	1620	1698
<b>非流动负债</b>	3454	1373	3373	3378
长期借款	1088	1288	3288	3288
其他非流动负债	2366	85	85	90
<b>负债合计</b>	7975	8558	8294	10970
少数股东权益	395	483	593	732
股本	2076	2076	2076	2076
资本公积	1381	1381	1381	1381
留存收益	3443	3767	4941	6348
归属母公司股东权益	6911	7234	8409	9815
<b>负债和股东权益</b>	15281	16276	17295	21517

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1689	2106	2479	2791
净利润	1338	786	1284	1545
折旧摊销	612	653	798	1008
财务费用	144	165	224	278
投资损失	-6	-80	-35	-40
营运资金变动	-455	997	191	60
其他经营现金流	56	-415	18	-60
<b>投资活动现金流</b>	-2431	-2163	-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	214	111	35	40
<b>筹资活动现金流</b>	721	101	-846	2245
短期借款	669	2518	-2663	2523
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	-2617	-184	-278
<b>现金净增加额</b>	-26	44	357	-157

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
<b>营业收入</b>	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	165	224	278
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
<b>营业利润</b>	1502	862	1383	1677
营业外收入	141	30	70	70
营业外支出	4	9	10	11
<b>利润总额</b>	1638	883	1443	1736
所得税	300	97	159	191
<b>净利润</b>	1338	786	1284	1545
少数股东损益	159	88	110	139
<b>归属母公司净利润</b>	1178	698	1174	1406
EBITDA	2258	1681	2404	2963
EPS (元)	0.57	0.34	0.57	0.68

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.8%	2.1%	19.7%	6.6%
营业利润	-18.1	-42.6%	60.3%	21.3%
归属于母公司净利润	-19.0	-40.8%	68.3%	19.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.5	20.9%	24.8%	26.8%
净利率	14.2	8.3%	11.6%	13.1%
ROE	17.0	9.6%	14.0%	14.3%
ROIC	11.8	7.3%	11.2%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.2	52.6%	48.0%	51.0%
净负债比率	35.29	63.94%	58.47	67.20%
流动比率	0.65	0.30	0.55	0.35
速动比率	0.54	0.23	0.42	0.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.54	0.60	0.56
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
<b>每股指标(元)</b>				
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	1.01	1.19	1.34
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.49	4.05	4.73
<b>估值比率</b>				
P/E	15.86	26.77	15.91	13.28
P/B	2.70	2.58	2.22	1.90
EV/EBITDA	10	14	10	8

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-24	南玻A - 困难的时刻即将过去
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

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