

玻璃制造
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 9.00元

当前股价: 8.05元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2106.96
总股本(百万)	1312
流通股本(百万)	1307
流通市值(亿)	107
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	-8.56	-8.11	-18.36
建筑建材	-1.57	-7.83	-8.09
沪深300指数	-3.59	-10.14	-8.78


相关报告

南玻A - 大比例回购B股彰显管理层对公司投资价值信心 2012-07-20

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
000012
推荐
盈利能力见底

今日公司发布2012年中报。上半年公司实现营业收入33.45亿元,同比下滑24.63%;实现归属于母公司的净利润为2.46亿元,同比下滑70.62%,对应每股收益0.12元,符合我们的预期。

投资要点:

- **平板玻璃和太阳能业务成为导致公司盈利下滑的主因。**上半年公司太阳能业务毛利下滑98.2%,按照我们估算浮法玻璃利润下滑90%以上,而这两个领域在去年南玻的主营利润中占到了70%以上的权重。我们认为在这两个行业普遍亏损的情况下,盈利能力进一步恶化的可能性较小,未来在淘汰产能的进程中,盈利能力可能在盈亏平衡点附近徘徊。
 - **节能玻璃和精细玻璃是公司盈利的两大来源。**节能玻璃今年上半年实现净利润约2亿,精细玻璃实现净利润1.1亿。预计下半年节能玻璃仍然将保持盈利能力的相对稳定,该业务全年有望实现4.6亿以上的净利润,占到公司盈利的70%以上。
 - **精细玻璃以量补价趋势明显。**公司现有触摸屏产能15万片/月,同比增长约70%,但收入和毛利都基本与去年持平,我们估计是因为触摸屏价格下降导致了量增利平。下半年公司触摸屏销量的增长速度将逐渐放缓,盈利是否能保持适当增长还有待观察。
 - **盈利见底,制约股价的因素在于估值。**目前关于今年是公司盈利底部的判断已经成为市场的共识。而经历底部之后公司两个主要的领域——平板玻璃和太阳能在短期内实现盈利能力大幅度回升的可能性都偏小。至少到明年上半年公司的盈利以平稳略增的可能性偏大。在这种情况下20倍以上的股指水平可能是制约公司股价的主要因素。我们认为8元以下是公司长期的底部区域,而股价何时上涨则取决于以上两个行业何时出现明显的回升信号。
 - **维持“推荐”的投资评级。**根据中报,我们调整公司12-14年EPS至0.28,0.44,0.57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行业利润走低。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8271	7793	9750	10498
收入同比(%)	7%	-6%	25%	8%
归属母公司净利润	1178	584	903	1191
净利润同比(%)	-19%	-50%	55%	32%
毛利率(%)	31.5%	20.1%	22.1%	24.9%
ROE(%)	17.0%	8.2%	11.3%	12.9%
每股收益(元)	0.57	0.28	0.44	0.57
P/E	14.18	28.63	18.50	14.03
P/B	2.42	2.35	2.08	1.81
EV/EBITDA	9	14	10	8

资料来源: 中投证券研究所

一、节能和精细玻璃成为上半年的亮点

1.1 精细和节能玻璃在公司盈利中的占比明显提高

在今年太阳能行业利润率大幅度下滑的情况下，工程和为精细玻璃盈利占比明显提高。今年公司调整了披露口径，将工程玻璃和平板玻璃合并，使工程玻璃的盈利不能显现。根据我们的推算，工程玻璃的毛利应该占比达到65%以上，这样精细和工程两项毛利占比高大90%以上，这与去年浮法和太阳能占比超过60%形成鲜明的对比。

图 1 南玻 A 收入比例

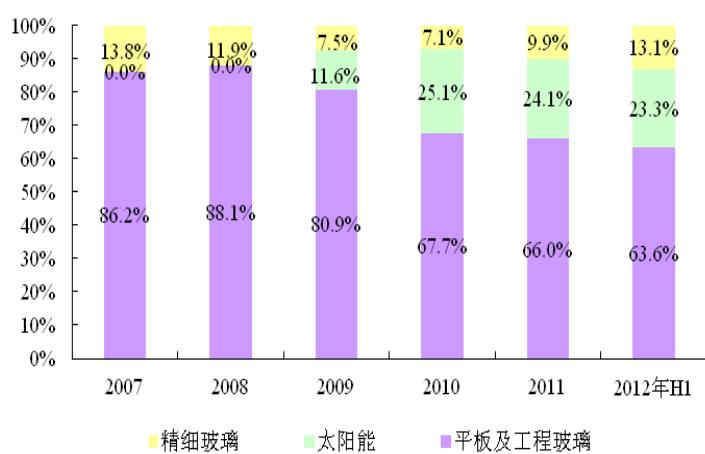
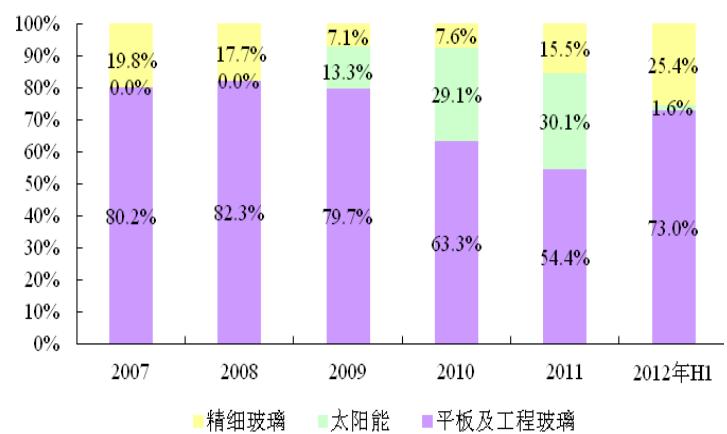


图 2 南玻 A 营业利润比例



数据来源：公司公告、中投证券研究所

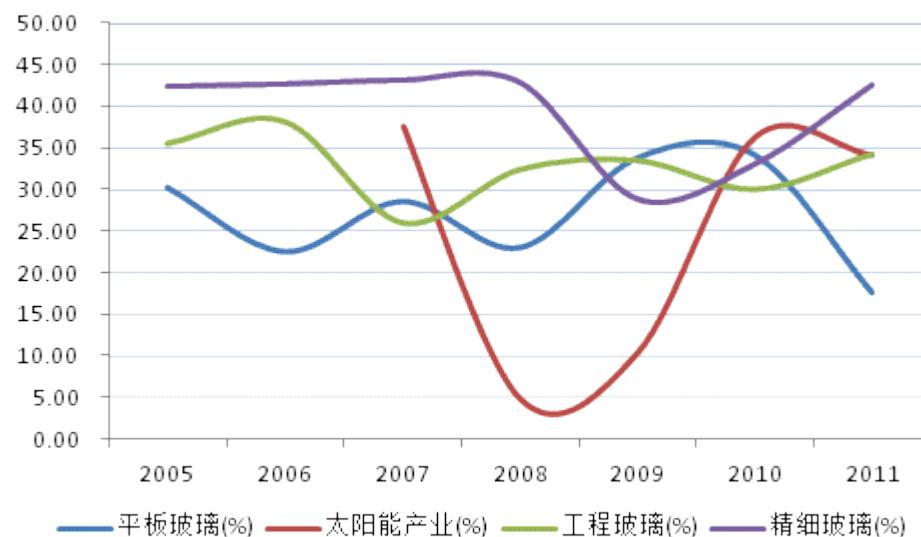
1.2 节能玻璃：今明两年增长最为确定的领域

1.2.1 节能玻璃盈利能力有反周期的特征

节能玻璃隶属于公司工程玻璃事业部，工程玻璃事业部的主要利润都是由节能玻璃贡献的。从历史情况来看，公司工程玻璃事业部的毛利率有两个特点：第一、毛利率相对于平板玻璃和太阳能稳定；第二、工程玻璃事业部毛利率跟平板玻璃毛利率呈现负相关关系。由于浮法玻璃是工程玻璃的原材料，其价格虽然随着浮法玻璃价格调整，但调整有一定滞后性。因此在浮法玻璃快速下降时，工程玻璃毛利率会呈现上升趋势；而浮法玻璃价格下跌的时候，工程玻璃毛利率将会上升。

这种毛利率反周期波动的特征也是公司在浮法玻璃行业大面积亏损的情况下仍能持续保持一定盈利能力的原因。

图 3 公司分业务毛利率对比



资料来源：同花顺 IFIND、中投证券研究所

1.2.2 节能玻璃产量今明两年收入有望保持 15%以上的增速

公司今年节能玻璃产量的增长来自于分别于去年三、四季度投产的大板节能玻璃生产线。2011 年公司大板玻璃的销量接近翻番，由于大板节能玻璃主打住宅市场，说明节能玻璃在住宅市场的应用开始大幅度增加。我们预计这一趋势在未来的 2-3 年内仍将持续。我们预计这两条生产线完全发挥产能将使公司节能玻璃产品的销量增加 40%以上，收入增加 15%以上。

按照公司的产能规划，湖北武汉节能玻璃基地将于今年下半年投产。按照该产能规模，武汉基地完全达产后有望提供 5 个亿以上的收入，为明年公司工程玻璃事业部的持续增长提供了保证。

表 1 公司节能玻璃产能

基地(权益比例)	生产线	年产量 (万 m ²)	类型	(预计) 投产时间	项目金额 (万元)
东莞 (100%)	一线 三线	240 300	镀膜中空复合 大板镀膜	2007.02 2011 四季度	13,074
天津 (100%)	一线 二线 三线 四线	120 120 120 120	镀膜中空复合 镀膜中空复合 镀膜中空复合 镀膜中空复合	2004.11 2004.11 2007.02 2007.02	
成都 (75%)	一线 二线 三线	120 120 300	镀膜中空复合 镀膜中空复合 大板镀膜	2006.12 2010 年下半年 2013 年上半年	24,800 19,835
江苏吴江 (100%)	一线 二线 三线 四线	120 120 120 300	镀膜中空复合 镀膜中空复合 镀膜中空复合 大板镀膜	2008.12 2009.03 2013 年上半年 2011 年三季度	47,913

湖北武汉	一线	120	镀膜中空复合	2012.7	
(100%)	二线	300	大板镀膜	2012.12	56,670

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.3 浮法玻璃：已经经历了最为艰难的阶段

1.3.1 浮法玻璃盈利能力已于今年一季度见底

全国整体浮法玻璃价格在去年4季度到今年1季度见底，后在浮法产能逐步退出的情况下，浮法玻璃价格明显上涨，目前上涨幅度在10%以上。

同时纯碱价格由于产能过剩影响，从去年8月份以后明显下降，目前纯碱价格相对去年下半年下跌幅度也在10%以上。

上述两个因素导致公司浮法由1季度亏损1000万以上到2季度盈利约3000万左右。我们维持平板行业未来偏平的判断，公司盈利能力在未来的半年到一年内大幅度提高的可能性不大。

图 4 南玻A华南地区5mm浮法白玻价格

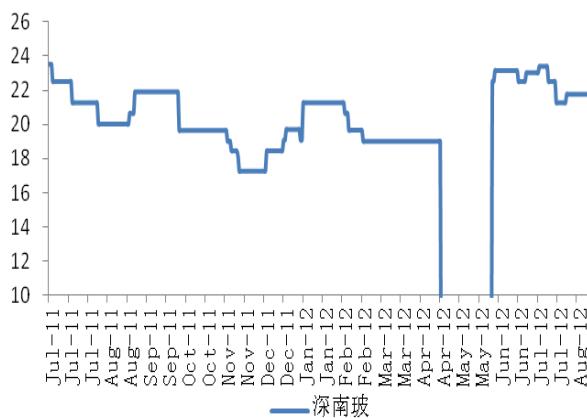


图 5 华东重碱价格



资料来源：卓创资讯、中投证券研究总部

1.3.2 浮法玻璃产量保持平稳

浮法玻璃产能相对于去年主要的变化在于去年三季度后逐渐广州浮法玻璃基地逐渐停产，计划搬迁至武汉或者广东佛冈。但是由于浮法玻璃行业景气度较低，生产线拆除后投产进度推后。

同时去年下半年投产的吴江玻璃基地两条生产线给今年上半年提供了浮法玻璃的增量。由于广东搬迁线新建时间表未定，而吴江浮法生产线规模较广州略大8万吨左右。我们预计公司浮法玻璃产量较去年略增5万吨，达到227万吨，明年与今年持平。

表 2 公司浮法玻璃产能

基地(权益比例)	生产线	日熔量(t/d)	年产量(万吨)	燃料类型	(预计)点火时间	备注
深圳(100%)	一线	600	20	天然气	1999年	

	二线	600	20	天然气	2002 年	
广州 (100%)	一线	550	18	重油	2004. 11	目前已停，2012 年 3 季度前搬至武汉
	二线	700	24	重油	2005. 03	
成都 (75%)	一线	550	18	天然气	2005. 11	
	二线	700	24	天然气	2006. 03	
	三线	1000	34	天然气	2009. 07	
河北廊坊 (100%)	一线	600	20	天然气	2008. 10	
	二线	900	30	天然气	2009. 03	
江苏吴江 (100%)	一线	600	20	天然气	2011. 08	在建
	二线	900	30	天然气	2011. 10	在建
河北廊坊 (100%)		150	3	重油	2011 年底	超薄玻璃

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.3.3 超薄玻璃可能成为未来浮法玻璃的亮点

公司超薄浮法玻璃生产线于去年 10 月份点火，从生产 5mm 浮法玻璃开始，逐步过渡到 2mm、1.1mm，目前已经开始批量生产 0.7mm 浮法玻璃。8 月初该玻璃的成品率已经达到 35%，公司称有望在今年内提高到 50%。

目前我国大部分超薄浮法玻璃原片都是从国外进口，国内仅有洛阳玻璃在两条生产线实现量产，一条线实现盈利。我们预计超薄玻璃有望成为国内玻璃进行进口替代的又一主要子领域。

1.4 精细玻璃：以量补价趋势明显

公司在精细玻璃领域的主打产品触摸屏的生产能力去年上半年约为 9 万片/月，下半年扩大到 15 万片/月。按照满产计算，公司销量应该增加了将近 70%，但是无论是从收入还是从毛利上都没有看到明显的提升，而是基本与上半年保持持平。我们预计由于竞争激烈中小尺寸触摸屏价格下滑将为明显，而公司通过产量的扩大降低了单位成本，所以毛利率虽然没有明显的下降，但利润并没有随着产量的大幅增长而迅速增长。

从今年年初，我们就在报告里提示投资者关注触摸屏下半年是否会出现拐点。目前看公司下半年产能的同比增速会大幅度放缓，届时是否通过以量补价的方式保证盈利的稳定性有待观察。

1.5 太阳能：今年亏损大局已定

1.5.1 太阳能预计今年亏损额度在 1 亿元以上

上半年太阳能整个产业链亏损 6400 万元左右（含少数股东权益），主要亏损发生在多晶硅。目前三个分支中的超白压延玻璃已经开始盈利。我们预计主营部分整体的盈利可能会好于上半年。但由于政府的补贴收入下半年可能会明显少于上半年，我们认为该领域全年亏损额度可能会在 1.3 亿左右。

目前公司原来规划的 700MW 多晶硅切片和电池片生产线的建设都处于延迟

状态，何时追加投资，要是行业回暖情况而定。

表 3 公司太阳能产业链产能

产品(权益比例)					
	地点	生产线	年产量	(预计) 投产时间	备注
多晶硅提纯 (93.97%)	宜昌	一线	2500 吨	2008.11	在原来 1500 吨项目上改造，预计 2011 年二季度达产；改为冷氢化，2011 年 12 月完成。
		二线	6000 吨	——	预计 2012 年底投产，2013 年底正式完成。
多晶硅切片 (93.97%)	宜昌	一线	60MW	2010.06	
		二线	100MW	2011.02	
		三线	140MW	2011 年下半年	
		四线	700MW	2013 年上半年	延迟
多晶硅电池 片及组件 (100%)	宜昌	一线	700MW	2013 年上半年	电池片，延迟
		一线	25MW	2006.12	电池片及组件
		二线	25MW	2010.1	电池片及组件
		三线	50MW	2010.8	电池片及组件
		四线	200MW	2011.06/09	电池片及组件
		五线	500MW	2013 年上半年	组件，延迟

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.5.2 太阳能扭亏或要等多晶硅扩产完成

从公司目前的投资看，多晶硅产业链只进行了多晶硅扩产的项目预计投资 17.7 亿，完成现有生产线的冷氢化的同时将产能再扩大 6000 吨。预计在明年 1 季度完成，扩产完成达产后，公司多晶硅生产成本将下降到 19.5 美金/公斤以下。届时有可能使整个产业链实现扭亏。

二、经营活动现金流控制良好

虽然业绩出现明显下滑，但是公司现金流控制良好。经营活动现金流几乎与去年上半年持平。同时减少了资本性支出，保证在行业低谷时，公司又非常优秀的现金流状况。

这再一次体现了公司优秀的管理能力，而公司也正是凭借这种优秀的管理能力一次又一次的度过了行业的低谷不断发展壮大。

表 4 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012H1
营运能力								
存货周转率(次)	5.1	6.4	9.0	9.2	9.9	11.6	11.8	4.7
应收账款周转率 (次)	9.3	10.1	13.7	15.5	20.1	29.2	29.7	8.0
资金状况								
资产负债率(%)	50.8	56.5	49.3	53.6	48.6	45.8	52.2	51.0
经营活动现金流 (亿元)	9.2	8.0	11.0	10.3	16.7	23.7	16.9	8.5

增长率 (%)	-13.3	37.7	(6.5)	62.1	41.7	-28.6
资本性支出						
资本性支出 (亿元)	10.0	11.4	14.3	26.8	11.7	20.2
增长率 (%)	14.0	25.4	88.3	(56.5)	72.9	39.0

数据来源：公司公告、中投证券研究总部

三、盈利预测假设

表 5 盈利预测假设

分部收入成本分析				
	2011 年	2012E	2013E	2014E
浮法玻璃				
产能 (万吨)	222.00	230.00	230.00	262.00
销量 (万吨)	222.00	227.00	227.0	245.00
单价 (元/吨)	1416.3	1200.0	1,300	1,370.00
主营业务收入 (万元)	314,413	272,400	295,100	335,650
环比增长	-1.22%	-13.36%	8.33%	13.74%
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%	11.9%	10.2%	18.1%
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%
单位成本 (元/m ²)	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%
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	2,800	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	2,800	2,800
主营业务收入 (万元)	228,300	160,000	250,000	250,000
环比增长	1.00%	-29.92%	56.25%	0.00%
主营业务成本 (万元)	149,720	155,000	220,000	215,001
环比增长	3.78%	46.00%	41.94%	-2.27%
毛利率	34.42%	3.13%	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	779,300	975,000	1,049,771
收入增速	0.16%	-5.93%	25.11%	7.67%
成本 (万元)	566,456	622,740	759,865	788,075
毛利率	31.62%	20.09%	22.07%	24.93%

四、投资评级：推荐

根据中报，我们调整公司12-14年EPS至0.28, 0.44, 0.57元，维持“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2936	2075	2411	2670
现金	656	700	800	900
应收账款	315	305	382	420
其他应收款	52	30	37	42
预付账款	54	167	200	209
存货	480	454	554	630
其他流动资产	1379	419	437	469
非流动资产	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
资产总计	15281	16169	17007	21493
流动负债	4521	7207	5058	8231
短期借款	1546	4263	1549	4571
应付账款	1346	1557	1900	1970
其他流动负债	1629	1387	1609	1690
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	8580	8431	11609
少数股东权益	395	469	553	671
股本	2076	2076	2076	2076
资本公积	1381	1381	1381	1381
留存收益	3443	3653	4556	5747
归属母公司股东权益	6911	7120	8023	9214
负债和股东权益	15281	16169	17007	21493

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1689	1910	2282	2566
净利润	1338	658	987	1308
折旧摊销	612	653	798	1008
财务费用	144	169	232	295
投资损失	-6	-80	-35	-40
营运资金变动	-455	930	278	55
其他经营现金流	56	-419	21	-60
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	721	297	-906	2727
短期借款	669	2717	-2714	3021
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	-2620	-192	-295
现金净增加额	-26	44	100	100

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	7793	9750	10498
营业成本	5665	6227	7599	7881
营业税金及附加	57	6	7	8
营业费用	255	226	263	273
管理费用	612	491	614	651
财务费用	144	169	232	295
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	718	1050	1411
营业外收入	141	30	70	70
营业外支出	4	9	10	11
利润总额	1638	739	1110	1470
所得税	300	81	122	162
净利润	1338	658	987	1308
少数股东损益	159	74	84	118
归属母公司净利润	1178	584	903	1191
EBITDA	2258	1540	2080	2713
EPS (元)	0.57	0.28	0.44	0.57

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	6.8%	-5.8%	25.1%	7.7%
营业利润	-18.1%	-52.2%	46.2%	34.4%
归属于母公司净利润	-19.0%	-50.5%	54.7%	31.8%
盈利能力				
毛利率	31.5%	20.1%	22.1%	24.9%
净利率	14.2%	7.5%	9.3%	11.3%
ROE	17.0%	8.2%	11.3%	12.9%
ROIC	11.8%	6.3%	8.9%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	52.2%	53.1%	49.6%	54.0%
净负债比率	35.29	66.10%	59.27	69.07%
流动比率	0.65	0.29	0.48	0.32
速动比率	0.54	0.22	0.36	0.25
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.50	0.59	0.55
应收账款周转率	29	25	28	26
应付账款周转率	4.93	4.29	4.40	4.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.28	0.44	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.92	1.10	1.24
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.43	3.87	4.44
估值比率				
P/E	14.18	28.63	18.50	14.03
P/B	2.42	2.35	2.08	1.81
EV/EBITDA	9	14	10	8

相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-20	南玻A - 大比例回购B股彰显管理层对公司投资价值信心
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

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