

业绩显著改善预期正明朗化

南玻 A (000012) 调研简报

投资要点：

- ◆ **巩固玻璃业龙头地位，多元化经营。**公司2009年之前以传统的平板玻璃为主营业务，是中国玻璃行业无可争议的龙头企业，也是国内最早的低辐射节能玻璃制造商，曾参与多项节能建筑、节能产品的国家标准和行业标准的制定和修订，目前仍是国内最大的节能玻璃供应商。09年后公司早已跨出玻璃制造企业的范畴，进行多元化经营，开始步入太阳能光伏产业、触摸屏等高度成长性行业，公司目前囊括平板玻璃、工程玻璃、太阳能产品和精细玻璃四大业务。
- ◆ 玻璃业务仍然是公司目前主要的收入和利润来源，但占比已经快速下降，特别是平板玻璃业务，目前平板玻璃收入占比约为38%。而且平板玻璃中的一部分用来做工程玻璃、光伏电池、触摸屏的原材料。公司的工程玻璃主要包括中空玻璃和LOW-E玻璃（收入大约各占一半）。2009年以来，公司的太阳能业务快速发展，收入占比已经到达25%左右。精细玻璃业务发展也较快，业务收入占比已经上升至13%。
- ◆ **一季度末技改后太阳能业务有望快速提升。**公司控股子公司宜昌南玻硅材料有限公司主要生产多晶硅，并进行了三期技改，整个投资20多亿元。自2008年底开始启动产能1500吨/年的多晶硅生产线，2009年10月份进入商业化运营。2010年底完成对1500吨生产线部分生产设备进行改造扩容，产能提升至2000吨/年。2011年又提升至2500吨/年，并开始盈利。另外，为降低成本，公司2010年开始计划对多晶硅生产线进行冷氢化、精馏系统、大型节能还原炉等技术改造，技改将在2013年一季度末至4月初完成，届时多晶硅产能将提高一倍多至6000吨，多晶硅成本将下降至20\$/kg以下。目前多晶硅现货价格17-18\$/kg，现在的价格还不能使企业盈利，反弹至20\$/kg以上才有可能。
- ◆ 从供求方面看，得益于2012年多晶硅龙头企业的限制产量、近期国内一系列光伏扶持政策启动内需，光伏产品价格如多晶硅均有小幅反弹，由于具体电价、补贴方案还未出台及政策的滞后性，短期需求改善还不明显。不过，当前关注的焦点在于2月中旬左右的商务部对欧美韩国际太阳能级多晶硅“双反”的立案调查结果上，若税率定为40-50%，则能有效遏制国际多晶硅的倾销冲击，为国内多晶硅市场带来福音，由此预计多晶硅现货价格有望反弹至20-22\$/kg。公司若在4月初复产，经过2个月的试运行，最快上半年可以投入商业化生产。随着多晶硅生产线的技改完成，预计下半年带动太阳能业务收入有望快速提升。

新能源

谨慎推荐 (首次)

风险评级：一般风险

2013年1月23日

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

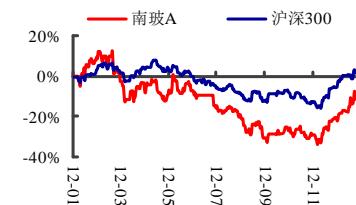
研究助理：饶志

电话：0769-22119416
邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2012年1月23日

收盘价(元)	8.80
总市值(亿元)	182.63
总股本(百万股)	2,075.34
流通股本(百万股)	1,301.79
ROE (TTM)	6.78%
12月最高价(元)	11.53
12月最低价(元)	6.51

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

光伏电池和组件业务：转换效率 18.5%左右的单晶电池业务占比较少，宜昌南玻单晶电池业务仅有 20-30%；公司主要生产转换效率 17%左右多晶硅电池及组件。多晶硅电池片和组件产能达 300MW，目前在推大功率多晶硅组件，现在公司能做到 250W 一个组件。由于光伏电池组件价格的大幅下降，产能利用率比较低（65%-70%）。2012 年仅有 200MW 的生产，组件成本在 0.8\$/w，2012 年肯定是亏损，现在产能足够用，无计划再扩产。生产组件需要消耗部分自产多晶硅，按 1W 电池组件消耗 6g 多晶硅计算，2012 年公司自用多晶硅 1200 吨左右，其余外销。硅片产能仅 140MW，影响较小。

公司太阳能业务在多晶硅复产带来的收入提升上，短期来看，主要关注光伏产品价格的反弹力度上，催化因素是商务部“双反”立案调查结果的出台。

平板玻璃业务暂稳定，工程玻璃产能、利润持续增长

2012 年公司因工艺方法相似原因将平板玻璃和工程玻璃业务合并，以下仍分开阐述

浮法玻璃原片维持近 220 万吨的产能，浮法玻璃原片 25%自用，其他外销。目前平板玻璃成本 1000 多元/吨，由于占营业成本 30%-40%的燃气价格在上涨，因此营业成本还是有往上走的趋势。玻璃现货价格在 1300 多元/吨，价格较为平稳。玻璃期货价格 1500 多，税后也就 1200 多。浮法玻璃两条 500 吨产能的生产线已经停产，新投产的 650 吨生产线正常运营。2013 年上半年同比景气度将有所上升，需求将稳定，不过若成本上扬，将挤压利润空间。

工程玻璃方面，公司中空镀膜玻璃产品集中在离线 LOW-E 玻璃产品上，当前产能已经达到 1200 万平，维持满产状态。产品市场价格在 230 元/平-250 元/平，2012 年销量超过 1000 万平，能继续维持 33%左右的毛利率。2013 年产能将提升至近 1440 万平左右，产能提升 20%。

大板镀膜玻璃 2012 年销量 1000 万平左右，2013 年产能将扩大至 1500 万平，目前市场价格 65 元/平-70 元/平，预计大板玻璃产品 2012 年毛利率仍将在 30%以上。

整个工程玻璃产能利用率较高，预计在 85%左右，2013 年产能将提升 20%以上，毛利率维持 30%以上，持续增长态势将延续。

超薄玻璃趁热打铁，进一步提升公司盈利能力

超薄玻璃技术上有所突破，公司可以生产厚度 0.7mm-1.1mm 的玻璃，很赚钱，40-50%毛利率。为发挥此项业务优势，公司准备扩大产能，新建生产线在计划当中。目前超薄玻璃产能 3 万吨左右，若扩产，超薄玻璃业务有可能将成为新的盈利增长点，进一步提升公司的盈利能力。

精细玻璃实现技术和规模双轮驱动

触摸屏 2012 年触摸屏产品市场需求保持了持续增长的态势，但竞争压力特别是来自台资、韩资企业的竞争压力日趋加剧，提高技术研发、增加产品附加值是发展方向，公司 OGS 产品研发成功，正试着量产。2012 年预计触摸屏产能在 180 万片，毛利率 40%左右。另外，为苹果公司供货量占电容式触摸屏产能 30-40%。ITO 导电玻璃当前 1500 万片产能，销量 1200 万片左右，市场价格 20 多元/片，预计 2013 年产能 10-20%的提升，价格稳定。

公司计划在 2014 年投入建设双面镀膜消影玻璃及小尺寸的 GF 模组生产线等，中尺寸 OGS 模组、ITO 柔性膜等生产线将在 2015 年布局，实现规模经济和产品更新双轮驱动。

表 1：公司主要产品产能、收入情况

	子公司名称	产品	附注	持股比例	2012E	2013E	2014E	2011年收入(亿元)	2011年净利润(亿元)	2012H1收入(亿元)	2012H1净利润(亿元)
平板玻璃	深圳南玻浮法玻璃	优质浮法玻璃		100.00%	37	37	37	7.64	0.32	2.76	-0.1023
	成都南玻		平板+中空	75.00%	80	80	80	10.92	1.52	5.66	0.57
	广州南玻		停产	100.00%	0	0	0	5.72	-0.0036	0	0
	河北南玻玻璃			100.00%	50	50	50	7.09	0.7	2.59	0.0427
	吴江南玻玻璃			100.00%	50	50	50	0	0	2.9	0.0527
	产能合计(万吨)				217	217	217				
工程玻璃(大板)	东莞南玻工程玻璃(含深圳)	LOW-E及其复合加工的系列产品	中空+大板	100.00%	300	300	300	7.41	1.11	3.53	0.56
	成都南玻玻璃		平板+中空	75.00%	0	300	300				
	天津南玻工程玻璃			100.00%	0	0	0	4.1	0.2	2.02	0.34
	天津南玻节能玻璃			100.00%	0	0	0	5.86	1.4	1.81	0.23
	吴江南玻华东工程玻璃			100.00%	600	600	600	3.74	0.96	2.97	0.54
	咸宁南玻玻璃		节能特种玻璃	中空+大板	100.00%	0	300	300			
工程玻璃	产能合计(万平)				900	1500	1500				
	东莞南玻工程玻璃(含深圳)	环保节能型的低辐	中空+大板	100.00%	240	240	240				
	成都南玻		平板	75.00%	240	240	240	3.74	0.47		

(中空)	玻璃	射镀膜玻璃及其复合加工的产品	+中空								
	天津南玻工程玻璃			100.00%	240	480	480				
	天津南玻节能玻璃		中空+大板	100.00%	240	240	240				
	吴江南玻华东工程玻璃			100.00%	240	360	360				
	咸宁南玻玻璃		中空+大板	100.00%	0	120	120				
	产能合计(万平)				1200	1800	1800				
工程玻璃其他子公司	清远南玻节能新材料	非金属矿物制品及材	计划中	100%				0	0	0	
	江油南玻矿业发展	石英砂		100%				0	0	0	
	河源南玻矿业			75%				0	0	0	
	英德鸿盛石英砂加工			75%				0	0	0	
超薄玻璃	产能(万吨)			100.00%	3	5	7	0	0	0	
精细玻璃	深圳伟光	触摸屏		67.47%	180	200	200				
	产能(万片)				180	200	200				
	吴江南玻	ITO导电膜玻璃		67.47%	1,500	1,500	1,500		2.26	0.58	
	产能(万片)				1,500	1,500	1,500				
	南玻(香港)	贸易、投资		100.00%				2.58		0.95	
	南玻(澳洲)	玻璃贸易		100.00%				1		0.39	

太 阳 能 业 务	宜昌南玻 硅材料	高纯 度多 晶硅 材料、 硅片 等	3. 97%	2, 500	2, 500	6, 000	6, 000			
	东莞南玻 光伏科技	太阳 能电 池片 及组 件	100%	300	300	300	400			
	东莞太阳 能玻璃	太阳 能玻 璃	100%	30	30	30	7. 18	1. 48	2. 29	-0. 0943
	河源南玻 光伏封装 材料	光伏 封装 材料 及制 品	计划 中	100%						

公司诉讼对业绩无甚影响

根据公司公告, 2012 年 12 月 7 日, 公司收到广东省高级人民法院送达的 (2012) 粤高法民四初字第 5 号案诉讼材料。诉讼材料显示, 广州博迪企业管理有限公司、帝耀发展有限公司于 2012 年 11 月 12 日向广东省高级人民法院提起诉讼, 要求本公司与合泰企业有限公司支付违约金共计人民币 3.77712 亿元。诉讼的最新背景: 2012 年 6 月 28 日和 7 月 20 日, 南玻集团两次向受让方发函, 要求移交广州南玻土地使用权和经拆除后的现场。但受让方却以种种理由拒绝接收, 并拒不支付各项余款共计 2,800 余万元。公司在起诉后迅速申请了财产保全, 查封了广州博迪共计价值 2984.0998 万元人民币的财产。

目前公司拟继续通过法律手段维护自身利益, 广州博迪公司等违约在先, 因此本次诉讼成功概率较大, 而且广州博迪公司很可能意在逼迫公司放弃 2984 万元的支付, 实际涉及金额对公司业绩无太大影响。

资产计提减值准备将使 2012 年业绩成为历史低点

由于 2012 年玻璃和太阳能产品价格的大幅走低, 公司在三季度报告称, 基于审慎原则预计对相关资产计提减值准备。预计 2012 年公司 2012 年将对光伏原材料、生产产品、设备等资产计提减值准备约 3 亿元, 影响利润 2.5 亿元左右, 占 2011 年净利润的 21%, 影响 EPS0.12 元, 这将使得 2012 年全年业绩成为历史低点。预计 2012-2014 年每股收益为 0.18 元、0.36 元和 0.54 元, 考虑 2013 年无论是玻璃业务还是太阳能业务, 景气度较 2012 年提升是大概率事件, 从而使公司业绩显著改善的预期逐步明朗, 给予公司“谨慎推荐”评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn