

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

南玻 A

000012

强烈推荐

12 年为本轮周期底部

12 年收入 69.94 亿元, 同比降 15.4%; 营业利润 3.46 亿元, 同比降 76.9%; 归属上市公司净利润 2.75 亿元, 同比降 76.7%。EPS0.13 元。拟每 10 股送 1.5 元 (含税)。

投资要点:

- **12 年为本轮周期底部概率较大。**虽然节能与精细 12 年继续增长, 但因供给过剩的浮法与太阳能在 12 年面临全行业亏损状态, 导致公司 12 年收入下滑 15.4%。整体毛利率仅 23.4%, 为上市以来的最低值; 其中光伏毛利率为-3.4%。我们认为 12 年为本轮周期底部, 随着 13 年玻璃价格开始回升, 以及多晶硅技改完成, 公司浮法将实现小幅盈利, 光伏有望扭亏, 公司盈利有望逐步回升。
- **12 年绝大部分盈利源于节能与精细玻璃。**节能与精细因利润率与需求稳定, 具备持续成长性。我们大概估计, 工程玻璃收入近 28 亿元, 精细玻璃收入为 9.13 亿元, 这意味着节能与精细玻璃占比由 11 年的 41.5%升至 53.9%, 首次超过浮法与光伏。随着 13 年咸宁工程玻璃投产, 触摸屏 OGS 逐步量产, 工程与精细仍是保证公司主要盈利的业务。
- **13 年浮法与光伏将触底回升, 超薄新添亮点。**拖累业绩的浮法与光伏在持续亏损后产能出清逐步进入尾声, 今年以来玻璃与多晶硅价格均不断上行。我们之前对于浮法玻璃底部出现在 12 年一季度的判断得到证实, 预计 13 年浮法将实现小幅盈利。多晶硅技改后 6000 吨产能将于 4 月底投产, 成本下降有望保证光伏扭亏。而去年新投产的超薄玻璃 13 年转固, ROE 估计在 50%以上; 随着宜昌再新一线, 预计超薄利润占比将提至 10%左右, 是未来成长新动力。
- **13 年资本开支 19.36 亿元, 重点关注精细玻璃与超薄电子玻璃项目。**13 年资本开支 19.4 亿元, 高于 12 年的 13.9 亿, 说明公司对未来逐步乐观。精细玻璃 13 年开始搬迁至宜昌并实现升级, 从资产规模看, 将较目前扩大 71%左右。而今年初在宜昌开始新建的 240T/D 超薄玻璃预计于 14 年量产。精细玻璃产业链竞争力有望进一步增加。
- **现金流充沛, 财务风险小。**12 年经营性现金流 17.3 亿元, 大于同期资本开支 13.9 亿。负债率由 52.2%降至 49.3%, 应收账款周转率略有上升。经济弱势情况下, 成长业务依然提供了稳定现金流, 风险不大。
- **投资建议:**我目前周期性的业务浮法与光伏已见底回升, 而工程与精细成长性持续, 超薄玻璃成近两年重要看点。13-15 年 EPS 为 0.42 元、0.64 元与 0.81 元, 目前是长期建仓良机, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 光伏供给出清弱于预期, 多晶硅价格上涨低于预期。

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 7.47 元

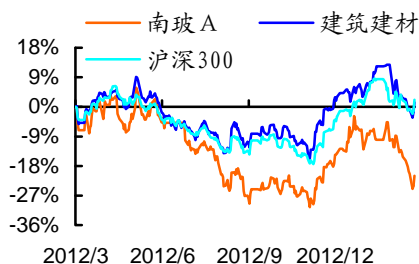
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2328.28
总股本(百万)	2075
流通股本(百万)	1302
流通市值(亿)	97
EPS	0.19
每股净资产 (元)	3.35
资产负债率	50.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	-17.18%	-4.84%	6.11%
建筑建材	-9.80%	2.70%	15.85%
沪深 300	0.84%	10.38%	19.06%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6994	9348	12356	14339
收入同比(%)	-15%	34%	32%	16%
归属母公司净利润	275	869	1329	1674
净利润同比(%)	-77%	216%	53%	26%
毛利率(%)	23.4%	24.4%	26.1%	29.0%
ROE(%)	4.0%	11.3%	14.7%	15.7%
每股收益(元)	0.13	0.42	0.64	0.81
P/E	55.90	17.67	11.56	9.17
P/B	2.25	2.00	1.70	1.44
EV/EBITDA	16	10	7	5

一、盈利预测假设

表 1 盈利预测假设

分部收入成本分析				
浮法玻璃	2012 年	2013E	2014E	2015E
产能 (万吨)	230.00	230.00	262.00	262.00
销量 (万吨)	210.00	230.0	250.0	260.00
单价 (元/吨)	1200.0	1,280	1,350	1,500.00
主营业务收入 (万元)	252,000	294,400	337,500	390,000
环比增长	-19.85%	16.83%	14.64%	15.56%
单位成本 (元/吨)	1055.00	1055.00	1055.00	1100.00
主营业务成本 (万元)	221,550	242,650	263,750	286,000
环比增长	-14.51%	9.52%	8.70%	8.44%
内部抵消 (万元)	3,200	3,200	3,200	3,200
内部抵消成本 (万元)	4,200	4,200	4,200	4,200
毛利率	12.1%	17.6%	21.9%	26.7%
超薄玻璃				
产能 (万 m ²)		700.00	1400.00	1700.00
销量 (万 m ²)		600.0	1200.0	1,600.00
单价 (元/m ²)		35	33	32.00
主营业务收入 (万元)		21,000	39,600	51,200
环比增长			88.57%	29.29%
单位成本 (元/吨)		20.00	20.00	17.50
主营业务成本 (万元)		12,000	24,000	28,000
环比增长			100.00%	16.67%
毛利率		42.9%	39.4%	45.3%
工程玻璃				
产能 (万 m ²)	1,800	2,250	2,670.00	2,670.00
销量 (万 m ²)	1,700	2,100	2,400.00	2,550.00
单价 (元/m ²)	160.0	160.0	170.00	180.00
主营业务收入 (万元)	272,000	336,000	408,000	459,000
环比增长	9.82%	23.53%	21.43%	12.50%
单位成本 (元/m ²)	100.00	105.00	113.00	122.00
主营业务成本 (万元)	170,000	220,500	271,200	311,100
环比增长	4.48%	29.71%	22.99%	14.71%
毛利率	37.50%	34.38%	33.53%	32.22%
精细玻璃				
	391550.00			
触摸屏销量 (万片)	180.00	220.00	280.00	330.00
单价 (元/片)	365.00	365.00	330.00	320.00
收入 (万元)	65700.00	80300.00	92400.00	105600.00
彩色滤光片销量 (万片)				
单价 (元/片)				

收入 (万元)				
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)	91,500	106,100	118,200	131,400
环比增长	-2.11%	15.96%	11.40%	11.17%
主营业务成本 (万元)	57,279	66,843	74,466	85,410
环比增长	6.88%	16.70%	11.40%	14.70%
毛利率	37.40%	37.00%	37.00%	35.00%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	2,800	6,000	6,000	6,000.00
太阳能电池片(MW)	300	300	500	700
超白压延产能 (万m²)	2,500	2,800	2,800	2,800
主营业务收入 (万元)	82,114	175,000	330,000	400,000
环比增长	-64.03%	113.12%	88.57%	21.21%
主营业务成本 (万元)	84,930	164,500	280,500	308,000
环比增长	46.00%	93.69%	70.52%	9.80%
毛利率	-3.43%	6.00%	15.00%	23.00%
其它				
其他业务收入(万元)	5,000	5,500	5,500	5,500
环比增长	-10.40%	10.00%	0.00%	0.00%
其它业务成本 (万元)	3,000	4,000	4,000	4,000
毛利率	40.00%	27.27%	27.27%	27.27%
合计	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
收入 (万元)	699,414	934,800	1,235,600	1,433,900
收入增速	-15.57%	33.65%	32.18%	16.05%
成本 (万元)	532,559	706,293	913,716	1,018,310
毛利率	23.86%	24.44%	26.05%	28.98%

数据来源：中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1719	2092	2978	2994	营业收入	6994	9348	12356	14339
现金	474	500	946	700	营业成本	5356	7063	9137	10183
应收账款	277	366	484	562	营业税金及附加	47	40	40	40
其它应收款	63	36	48	55	营业费用	235	290	371	430
预付账款	70	92	119	132	管理费用	527	682	902	1047
存货	367	525	680	758	财务费用	249	138	211	476
其他	467	572	701	787	资产减值损失	306	36	20	20
非流动资产	12617	14108	14763	33249	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	72	60	60	60
固定资产	9418	12002	13284	32016	营业利润	346	1159	1735	2203
无形资产	929	941	941	941	营业外收入	116	50	70	70
其他	2269	1166	538	292	营业外支出	3	2	10	11
资产总计	14336	16200	17741	36243	利润总额	459	1207	1795	2262
流动负债	4050	6744	4795	21419	所得税	89	229	305	385
短期借款	1688	4025	1573	17887	净利润	370	978	1490	1878
应付账款	1120	1413	1827	2037	少数股东损益	95	109	162	204
其他	1242	1306	1395	1496	归属母公司净利润	275	869	1329	1674
非流动负债	3017	1211	3211	3211	EBITDA	1227	1979	2782	4195
长期借款	711	911	2911	2911	EPS (元)	0.13	0.42	0.64	0.81
其他	2306	300	300	300	主要财务比率				
负债合计	7068	7955	8006	24630	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	452	561	722	926	成长能力				
股本	2075	2075	2075	2075	营业收入	-15.4%	33.7%	32.2%	16.0%
资本公积	1381	1381	1381	1381	营业利润	-76.9%	234.5%	49.7%	27.0%
留存收益	3344	4213	5542	7216	归属于母公司净利润	-76.7%	216.3%	52.9%	26.0%
归属母公司股东权益	6816	7684	9013	10687	获利能力				
负债和股东权益	14336	16200	17741	36243	毛利率	23.4%	24.4%	26.1%	29.0%
现金流量表					净利率	3.9%	9.3%	10.8%	11.7%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	4.0%	11.3%	14.7%	15.7%
经营活动现金流	1726	1490	2549	3856	ROIC	4.3%	7.9%	11.6%	6.9%
净利润	370	978	1490	1878	偿债能力				
折旧摊销	631	682	836	1516	资产负债率	49.3%	49.1%	45.1%	68.0%
财务费用	249	138	211	476	净负债比率	40.76	68.09%	62.01	86.39%
投资损失	-72	-60	-60	-60	流动比率	0.42	0.31	0.62	0.14
营运资金变动	336	35	49	41	速动比率	0.33	0.23	0.47	0.10
其它	212	-282	24	6	营运能力				
投资活动现金流	-1173	-1841	-1440	-19940	总资产周转率	0.47	0.61	0.73	0.53
资本支出	1391	1900	1500	20000	应收账款周转率	23	28	28	27
长期投资	-27	-0	0	0	应付账款周转率	4.34	5.58	5.64	5.27
其他	191	59	60	60	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-740	376	-663	15838	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.42	0.64	0.81
短期借款	142	2337	-2452	16314	每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.72	1.23	1.86
长期借款	-377	200	2000	0	每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.70	4.34	5.15
普通股增加	-1	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	55.90	17.67	11.56	9.17
其他	-504	-2161	-211	-476	P/B	2.25	2.00	1.70	1.44
现金净增加额	-187	26	446	-246	EV/EBITDA	16	10	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-30	南玻 A —最佳长期买入时机到来
2012-08-21	南玻 A —盈利能力见底
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

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,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

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