

**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

**6-12 个月目标价:** 13.00 元

当前股价: 7.69 元

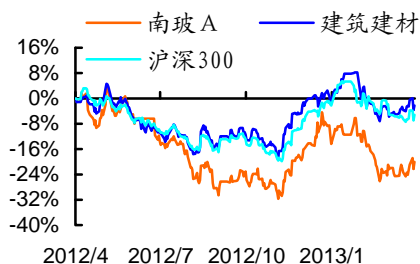
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2218.32
总股本(百万)	2075
流通股本(百万)	1304
流通市值(亿)	100
EPS	0.05
每股净资产(元)	3.33
资产负债率	49.6%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	4.63%	-9.53%	5.49%
建筑建材	0.19%	-1.11%	9.46%
沪深 300	-4.69%	-3.38%	8.14%


**相关报告**
**南玻 A**
**000012**
**强烈推荐**
**上行趋势显现，一季度主业利润增 7.5 倍**

公司 24 日晚公布了 13 年一季度，实现收入 14.56 亿元，同比降 4.35%；净利润 1.07 亿元，同比降 11.19%；扣非后净利润 9047 万元，同比增长 749%。EPS 为 0.05 元。

**投资要点:**

- **底部过后上升趋势显现，主营净利润增 7.5 倍。**公司业务中浮法与光伏去年 1 季度均出现亏损，在全行业去年持续亏损导致供给减少情况下，目前上行趋势明显。12 年一季度主营利润仅 1000 万元，其它为卖广州子公司股权收益与补贴；今年浮法玻璃逐步盈利，光伏多晶硅技改减亏，主业利润增至 9047 万元。总体毛利率由去年同期的 19.2% 升至 27.9%，也高于去年全年的 23.4%。我们一直强调 12 年是本轮周期底部的概率大，目前来看触底回升的趋势已更为明显。
- **浮法一季度超预期，光伏组件开始盈利，多晶硅将明显减亏。**去年一季度浮法全行业出现亏损，公司通过节能降耗提升竞争力，今年以来价格上涨带动盈利上升，估计吨净利达到 50 元/吨以上，超过预期。而去年明显拖累的太阳能业务中，250MW 的高效组件与硅片目前已盈利，多晶硅 6000 吨技改计划于 5 月投产，目标成本在 20 美元/kg。若商务部对国外多晶硅双反于年中出台，多晶硅价格有望在目前 18 美元/kg 基础上有所上涨，则今年光伏业务将扭亏。
- **精细玻璃 OGS 将扩产，超薄玻璃利润靓丽。**触摸屏在苹果技术转换后，目前逐步由双玻向 OGS 转向，公司目前月产量约 10 万片；深圳基地搬迁与扩张已启动，预计下半年新产能有所体现，全年利润预计高于去年。而去年投产的超薄玻璃目前主产 0.7mm，毛利率高达 60-70%，月净利润达 500-700 万元，高盈利下公司将于宜昌新增一线，未来还有向无碱超薄的进军计划。这些成长性业务将成为今年利润增长的重要支撑。
- **负债率不高，财务风险小。**一季度经营性现金流为 2.9 亿元，同期资本支出 4.5 亿元，存在 1.6 亿元的现金缺口。目前负债率 49.6%明显低于同行水平，财务风险不大。
- **投资建议：**目前周期性的业务浮法与光伏见底回升趋势显现，而工程与精细成长性持续，超薄玻璃利润增长迅速。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。

**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

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司经营情况

图 1 南玻 A 经营情况

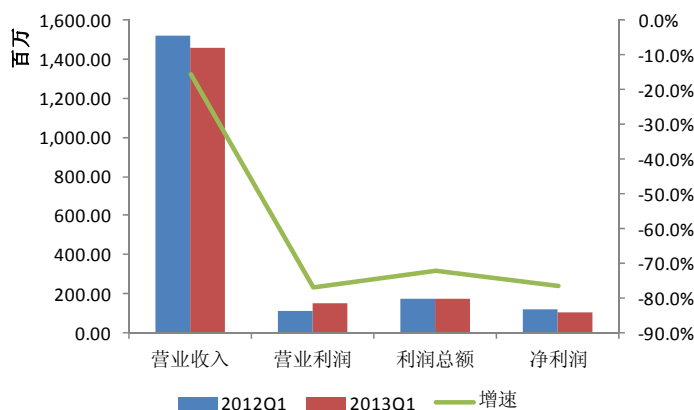
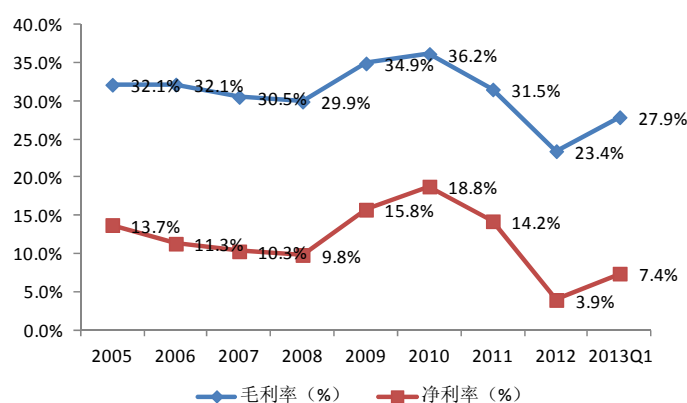


图 2 南玻 A 毛利率



数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
收入 (亿元)	23.43	20.68	17.64	15.23	18.22	19.48	17.01	14.57
环比增速	11.8%	-11.8%	-14.7%	-13.7%	19.6%	6.9%	-12.7%	-14.4%
毛利率	34.3%	30.1%	23.9%	19.2%	22.8%	25.0%	26.1%	27.9%
费用率	10.3%	11.8%	16.9%	15.1%	13.6%	13.7%	15.6%	16.8%
归属股东净利润 (亿元)	4.22	2.72	0.68	1.21	1.25	1.57	-1.28	1.08
环比增速	1.7%	-35.5%	-75.0%	77.9%	3.0%	25.5%	-181.7%	-184.1%
净利率	18.0%	13.2%	3.9%	8.0%	6.9%	8.0%	-7.5%	7.4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司运营情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
<b>营运能力</b>								
存货周转率(次)	6.4	9.0	9.2	9.9	11.6	11.8	12.6	2.5
应收账款周转率(次)	10.1	13.7	15.5	20.1	29.2	29.7	23.6	5.4
<b>资金状况</b>								
资产负债率(%)	56.5	49.3	53.6	48.6	45.8	52.2	49.3	49.6
经营活动现金流(亿元)	8.0	11.0	10.3	16.7	23.7	16.9	17.3	2.9
增长率(%)	-13.3	37.7	(6.5)	62.1	41.7	-28.6	2.2	12.6
<b>资本性支出</b>								

资本性支出(亿元)	11.4	14.3	26.8	11.7	20.2	28.0	13.9	4.5
增长率(%)	14.0	25.4	88.3	(56.5)	72.9	39.0	(50.4)	13.1

资料来源：中投证券研究总部、南玻 A 公告

## 二、公司产能情况

表 3 南玻 A 浮法玻璃产能情况

地域(产品)	控股比例	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
深圳	100%	34	34	34	42	42	42	42
成都	75%	42	42	76	76	76	76	76
广州(搬迁至武汉)	100%	42	42	42	42	42	0	0
武汉	100%							42
河北廊坊	100%		20	50	50	50	50	50
江苏吴江	100%					50	50	50
累计(万吨)		118	138	202	210	260	218	260

资料来源：中投证券研究总部、南玻 A 公告

表 4 南玻 A 工程玻璃产能情况

基地(权益比例)	生产线	年产量(万		类型	(预计)投产时间	备注
		m <sup>2</sup>				
东莞(100%)	一线	240		镀膜中空复合	2007.02	
	三线	300		大板镀膜	2011 四季度	
天津(100%)	一线	120		镀膜中空复合	2004.11	
	二线	120		镀膜中空复合	2004.11	
	三线	120		镀膜中空复合	2007.02	
	四线	120		镀膜中空复合	2007.02	
成都(75%)	一线	120		镀膜中空复合	2006.12	
	二线	120		镀膜中空复合	2010 年下半年	
	三线	300		大板镀膜	2013 年上半年	推迟
江苏吴江(100%)	一线	120		镀膜中空复合	2008.12	
	二线	120		镀膜中空复合	2009.03	
	三线	120		镀膜中空复合	2014 年	
	四线	300		大板镀膜	2011 年三季度	
湖北武汉(咸宁)	一线	120		镀膜中空复合	2013 年一季度	
	二线	300		大板镀膜	2013 年一季度	

资料来源：南玻 A 公告、中投证券研究总部

表 5 南玻 A 超薄玻璃产能情况

基地(权益比例)	生产线	日熔量(t/d)	年产量(万吨)	(预计)点火时间	项目金额(万元)
河北廊坊(100%)	超薄玻璃	150	3.0	2011 年底	34,776

湖北宜昌	超薄玻璃	240	3.4	2014 年	22800
------	------	-----	-----	--------	-------

资料来源：中投证券研究总部、南玻 A 公告

**表 6 南玻 A 太阳能产能情况**

产品（权益比例）	地点	生产线	年产量	（预计）投产时间	项目金额（万元）	备注
多晶硅提纯（93.97%）	宜昌	二线	6000 吨	2013 年 5 月		由原 2500 吨技改
多晶硅切片（93.97%）	宜昌	一线	60MW	2010.06	69,500	
		二线	100MW	2011.02		
		三线	140MW	2011 年下半年	49,650	
		四线	700MW	2013 年上半年	198,000	无限期延迟
多晶硅电池片及组件（100%）	宜昌	一线	700MW	2013 年上半年	169,330	电池片, 无限期延迟
	东莞	一线	25MW	2006.12	共 15600	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, 无限期延迟

资料来源：中投证券研究总部、南玻 A 公告

### 三、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 <sup>2</sup> ）		700.00	1400.00	1700.00
销量（万 m <sup>2</sup> ）		600.0	1200.0	1,600.00
单价（元/m <sup>2</sup> ）		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%	
<b>工程玻璃</b>				
产能 (万 m <sup>2</sup> )	1,800	2,250	2,670.00	2,670.00
销量 (万 m <sup>2</sup> )	1,700	2,100	2,400.00	2,550.00
单价 (元/m <sup>2</sup> )	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 <sup>2</sup> )	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%
<b>精细玻璃</b>				
	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%
<b>太阳能事业部</b>				
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 m <sup>2</sup> )	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%
<b>其它</b>				
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%
<b>合计</b>	<b>2012 年</b>	<b>2013 年</b>	<b>2014 年</b>	<b>2015 年</b>

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%

## 四、投资评级：强烈推荐

我们预计公司 13-15 年 EPS 至 0.42, 0.64, 0.81 元，未来业绩改善幅度大且可持续，维持“强烈推荐”的投资评级。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1719	2092	2978	2994
现金	474	500	946	700
应收账款	277	366	484	562
其它应收款	63	36	48	55
预付账款	70	92	119	132
存货	367	525	680	758
其他	467	572	701	787
<b>非流动资产</b>	12617	14108	14763	33249
长期投资	0	0	0	0
固定资产	9418	12002	13284	32016
无形资产	929	941	941	941
其他	2269	1166	538	292
<b>资产总计</b>	14336	16200	17741	36243
<b>流动负债</b>	4050	6744	4795	21419
短期借款	1688	4025	1573	17887
应付账款	1120	1413	1827	2037
其他	1242	1306	1395	1496
<b>非流动负债</b>	3017	1211	3211	3211
长期借款	711	911	2911	2911
其他	2306	300	300	300
<b>负债合计</b>	7068	7955	8006	24630
少数股东权益	452	561	722	926
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1381	1381	1381	1381
留存收益	3344	4213	5542	7216
归属母公司股东权益	6816	7684	9013	10687
<b>负债和股东权益</b>	14336	16200	17741	36243

## 现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1726	1490	2549	3856
净利润	370	978	1490	1878
折旧摊销	631	682	836	1516
财务费用	249	138	211	476
投资损失	-72	-60	-60	-60
营运资金变动	336	35	49	41
其它	212	-282	24	6
<b>投资活动现金流</b>	-1173	-1841	-1440	-19940
资本支出	1391	1900	1500	20000
长期投资	-27	-0	0	0
其他	191	59	60	60
<b>筹资活动现金流</b>	-740	376	-663	15838
短期借款	142	2337	-2452	16314
长期借款	-377	200	2000	0
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-504	-2161	-211	-476
<b>现金净增加额</b>	-187	26	446	-246

## 利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	6994	9348	12356	14339
营业成本	5356	7063	9137	10183
营业税金及附加	47	40	40	40
营业费用	235	290	371	430
管理费用	527	682	902	1047
财务费用	249	138	211	476
资产减值损失	306	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	72	60	60	60
<b>营业利润</b>	346	1159	1735	2203
营业外收入	116	50	70	70
营业外支出	3	2	10	11
<b>利润总额</b>	459	1207	1795	2262
所得税	89	229	305	385
<b>净利润</b>	370	978	1490	1878
少数股东损益	95	109	162	204
<b>归属母公司净利润</b>	275	869	1329	1674
<b>EBITDA</b>	1227	1979	2782	4195
<b>EPS (元)</b>	0.13	0.42	0.64	0.81

## 主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-15.4%	33.7%	32.2%	16.0%
营业利润	-76.9%	234.5%	49.7%	27.0%
归属于母公司净利润	-76.7%	216.3%	52.9%	26.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.4%	24.4%	26.1%	29.0%
净利率	3.9%	9.3%	10.8%	11.7%
ROE	4.0%	11.3%	14.7%	15.7%
ROIC	4.3%	7.9%	11.6%	6.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.3%	49.1%	45.1%	68.0%
净负债比率	40.76	68.09%	62.01	86.39%
流动比率	0.42	0.31	0.62	0.14
速动比率	0.33	0.23	0.47	0.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.61	0.73	0.53
应收账款周转率	23	28	28	27
应付账款周转率	4.34	5.58	5.64	5.27
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.42	0.64	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.72	1.23	1.86
每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.70	4.34	5.15
<b>估值比率</b>				
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

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
------	------



## 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  $\pm 10\%$  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。

## 免责声明

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