

**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

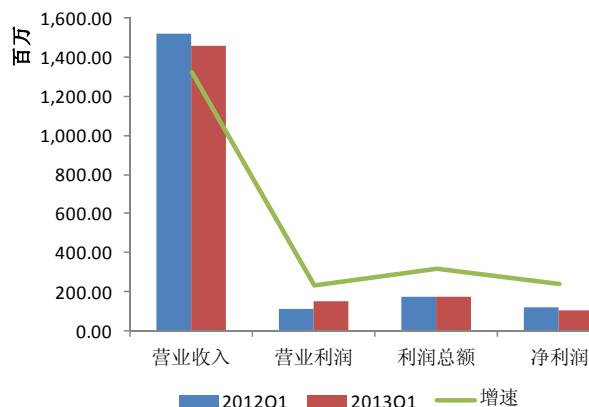
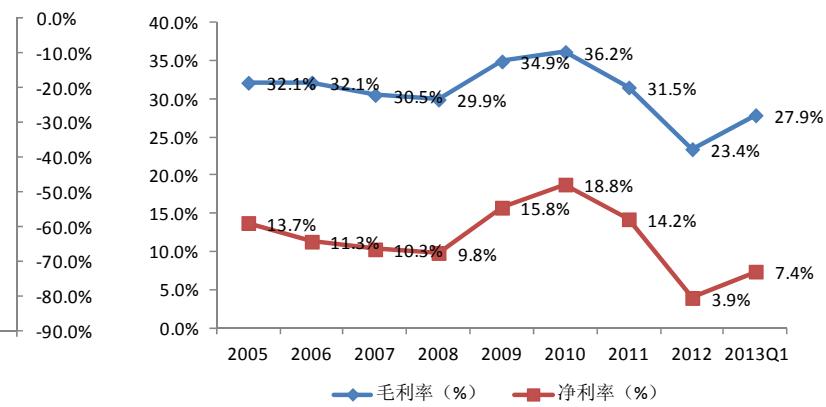


图 2 南玻 A 毛利率



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	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		(预计) 投产时间	备注
		m <sup>2</sup> )	类型		
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
		一线	25MW	2006.12		电池片及组件
	东莞	二线	25MW	2010.1	共 15600	电池片及组件
		三线	50MW	2010.8		电池片及组件
		四线	200MW	2011.06/09	69,700	电池片及组件
		五线	500MW	2013 年上半年	63,600	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				
<b>浮法玻璃</b>		<b>2012 年</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
产能(万吨)		230.00	230.00	262.00
销量(万吨)		210.00	230.0	250.0
单价(元/吨)		1200.0	1,280	1,350
主营业务收入(万元)		252,000	294,400	337,500
环比增长		-19.85%	16.83%	14.64%
单位成本(元/吨)		1055.00	1055.00	1100.00
主营业务成本(万元)		221,550	242,650	263,750
环比增长		-14.51%	9.52%	8.70%
内部抵消(万元)		3,200	3,200	3,200
内部抵消成本(万元)		4,200	4,200	4,200
毛利率		12.1%	17.6%	21.9%
<b>超薄玻璃</b>				
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
销量(万m <sup>2</sup> )	1,700	2,100	2,550.00
单价(元/m <sup>2</sup> )	160.0	160.0	180.00
主营业务收入(万元)	272,000	336,000	408,000
环比增长	9.82%	23.53%	21.43%
单位成本(元/m <sup>2</sup> )	100.00	105.00	113.00
主营业务成本(万元)	170,000	220,500	271,200
环比增长	4.48%	29.71%	22.99%
毛利率	37.50%	34.38%	33.53%
<b>精细玻璃</b>			
	391550.00		
触摸屏销量(万片)	180.00	220.00	280.00
单价(元/片)	365.00	365.00	330.00
收入(万元)	65700.00	80300.00	92400.00
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
单价(元/片)	21.50	21.50	21.50
收入(万元)	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入(万元)	91,500	106,100	118,200
环比增长	-2.11%	15.96%	11.40%
主营业务成本(万元)	57,279	66,843	74,466
环比增长	6.88%	16.70%	11.40%
毛利率	37.40%	37.00%	37.00%
<b>太阳能事业部</b>			
多晶硅(吨)	2,800	6,000	6,000
太阳能电池片(MW)	300	300	500
超白压延产能(万m <sup>2</sup> )	2,500	2,800	2,800
主营业务收入(万元)	82,114	175,000	330,000
环比增长	-64.03%	113.12%	88.57%
主营业务成本(万元)	84,930	164,500	280,500
环比增长	46.00%	93.69%	70.52%
毛利率	-3.43%	6.00%	15.00%
<b>其它</b>			
其他业务收入(万元)	5,000	5,500	5,500
环比增长	-10.40%	10.00%	0.00%
其它业务成本(万元)	3,000	4,000	4,000
毛利率	40.00%	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>				
现金	1719	2092	2978	2994
应收账款	474	500	946	700
其它应收款	277	366	484	562
预付账款	63	36	48	55
存货	70	92	119	132
其他	367	525	680	758
<b>非流动资产</b>				
长期投资	467	572	701	787
固定资产	12617	14108	14763	33249
无形资产	0	0	0	0
其他	9418	12002	13284	32016
<b>资产总计</b>	14336	16200	17741	36243
<b>流动负债</b>				
短期借款	4050	6744	4795	21419
应付账款	1688	4025	1573	17887
其他	1120	1413	1827	2037
<b>非流动负债</b>				
长期借款	2269	1166	538	292
其他	3017	1211	3211	3211
<b>负债合计</b>	711	911	2911	2911
少数股东权益	2306	300	300	300
股本	7068	7955	8006	24630
资本公积	452	561	722	926
留存收益	2075	2075	2075	2075
归属母公司股东权益	1381	1381	1381	1381
<b>负债和股东权益</b>	3344	4213	5542	7216
<b>负债和股东权益</b>	6816	7684	9013	10687
<b>现金流量表</b>	14336	16200	17741	36243

**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
EBITDA	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±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、传递、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，但我们将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的相关服务。

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

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