

**玻璃制造**
**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

**参与人:** 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 13.00元

当前股价: 9.16元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2072.60
总股本(百万)	2075
流通股本(百万)	1304
流通市值(亿)	119
EPS	0.17
每股净资产(元)	3.30
资产负债率	52.4%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
南玻A	10.23%	0.92%	2.93%
建筑建材	5.55%	-13.14%	-17.49%
沪深300	5.57%	-11.39%	-14.44%


**相关报告**
**南玻A**
**000012**
**强烈推荐**
**出售显示器件 19%股权对未来成长性影响不大**

公司8月20日晚公布将以4.25亿元将深圳南玻显示器件19%的股权转让给信实投资，后者为战略投资者。转让后南玻不再是显示器件的控股股东，本次转让产生投资收益36998万元。

**投资要点:**

- 本次转让后，南玻对显示器件持股比例由67.47%降至50%以下，信实投资成为显示器件第一大股东。显示器件原有股东结构为南玻(67.47%)，新晖科技(13.89%)，联浩发展(13.33%)，深圳市众富盛投资公司(5.31%)。本次南玻转让19%的股权，新晖与联浩也将其所有股权转让给信实投资，转让后变为南玻(48.47%)、信实投资(46.22%)、众富盛(5.31%)。但之后信实投资与另一投资者将各增资1亿元，则信实投资将成为第一大股东，南玻为第二股东，显示器件不再纳入南玻合并报表范围。
- 显示器件作价22.37亿元，相当于13年中净资产的5.95倍，交易总额4.25亿元，产生3.7亿元投资收益。显示器件公司持有南玻精细玻璃业务中另两个公司伟光导电膜与深圳新视界光电技术100%股权，本次相当于转让整个精细玻璃业务的19%股权。显示器件最新净资产3.76亿元，估值相当于净资产的5.95倍。整个交易将一次性贡献投资收益3.7亿元，但13年下半年以后精细玻璃贡献业绩将减少。以目前约2亿元的净利润来看，19%的股权相当于对南玻公司减少收益近4000万元，折合EPS0.02元。
- 南玻未来成长点在于超薄玻璃业务，精细玻璃转让对长期成长影响不大。南玻近两年新增加的超薄玻璃原片是电子显示产业链盈利最高的环节，除目前河北生产线之外，明年在宜昌再增有碱玻璃生产线，同时计划以4.72亿元于清远投资高端无碱超薄线。目前超薄仍主要为美国与日本厂商垄断，公司逐步切入并进军高端领域，有望享受高需求与高盈利的爆发性增长，因而精细玻璃的转让对未来成长性影响不大。
- **投资建议:** 鉴于本次转让将产生投资收益，且之后显示器件将不并表，我们调整13年盈利预测。预计13-15年EPS为0.63元、0.64元与0.81元，作为刚从周期底部回升的公司，近几年业绩仍将快速增长，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 固定资产投资出现意外下滑，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	7067	10655	13140
收入同比(%)	-15%	1%	51%	23%
归属母公司净利润	275	1300	1330	1674
净利润同比(%)	-77%	373%	2%	26%
毛利率(%)	23.4%	31.5%	28.3%	30.5%
ROE(%)	4.0%	16.7%	14.6%	15.5%
每股收益(元)	0.13	0.63	0.64	0.81
P/E	69.80	14.75	14.42	11.45
P/B	2.81	2.46	2.10	1.77
EV/EBITDA	19	9	9	6

资料来源: 中投证券研究所

## 一、盈利预测假设

表 1 盈利预测假设

分部收入成本分析				
	2012 年	2013E	2014E	2015E
<b>浮法玻璃</b>				
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	1,530	1,660	1,800.00
主营业务收入 (万元)	252,000	351,900	415,000	468,000
环比增长	-19.85%	39.64%	17.93%	12.77%
单位成本 (元/吨)	1055.00	1070.00	1107.22	1134.00
主营业务成本 (万元)	221,550	246,100	276,805	294,840
环比增长	-14.51%	11.08%	12.48%	6.52%
内部抵消 (万元)	3,244	70,000	3,200	3,200
内部抵消成本 (万元)	4,200	70,000	4,200	4,200
毛利率	12.1%	30.1%	33.3%	37.0%
<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	1400.0	1,700.00
单价 (元/m <sup>2</sup> )		35	33	31.00
主营业务收入 (万元)		21,000	46,200	52,700
环比增长			120.00%	14.07%
单位成本 (元/吨)		20.00	19.00	18.00
主营业务成本 (万元)		12,000	26,600	30,600
环比增长			121.67%	15.04%
毛利率		42.9%	42.4%	41.9%
<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	1,900	2,100.00	2,300.00
单价 (元/m <sup>2</sup> )	160.0	140.0	150.00	170.00
主营业务收入 (万元)	272,000	266,000	315,000	391,000
环比增长	9.82%	-2.21%	18.42%	24.13%
单位成本 (元/m <sup>2</sup> )	100.00	100.00	106.00	122.00
主营业务成本 (万元)	170,000	190,000	222,600	280,600
环比增长	4.48%	11.76%	17.16%	26.06%
毛利率	37.50%	28.57%	29.33%	28.24%
<b>精细玻璃</b>				
触摸屏销量 (万片)	180.00			
单价 (元/片)	365.00			
收入 (万元)	65700.00			
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			
单价(元/片)	21.50			
收入(万元)	25800.00			
主营业务收入(万元)	91,500	42,260		
环比增长	-2.11%	-2.96%		
主营业务成本(万元)	57,279	25,470		
环比增长	6.88%	-2.56%		
毛利率	37.40%	39.73%		
<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	90,000	287,000	400,000
环比增长	-64.03%	9.60%	218.89%	39.37%
主营业务成本(万元)	84,930	76,500	238,210	308,000
环比增长	46.00%	-9.93%	211.39%	29.30%
毛利率	-3.43%	15.00%	17.00%	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)	699,370	706,660	1,065,500	1,314,000
收入增速	-15.58%	1.04%	50.78%	23.32%
成本(万元)	532,559	484,070	764,015	913,840
毛利率	23.85%	31.50%	28.30%	30.45%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、投资评级：强烈推荐

我们预计公司13-15年EPS至0.63, 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	1701	2735	2800
应收账款	474	500	980	700
其它应收款	277	277	418	515
预付账款	63	27	41	51
存货	70	63	99	119
其他	367	360	568	680
<b>非流动资产</b>				
长期投资	467	474	628	735
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>				
流动负债	929	941	941	941
短期借款	2269	1166	538	292
应付账款	1242	1194	1316	1441
其他	1688	4040	1573	17844
<b>非流动负债</b>				
长期借款	3017	1211	3211	3211
其他	711	911	2911	2911
<b>负债合计</b>				
少数股东权益	2306	300	300	300
股本	7068	7413	7628	24323
资本公积	452	593	736	917
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>				
净利润	3344	4333	5662	7337
归属母公司股东权益	6816	7804	9134	10808
<b>现金流量表</b>				
经营活动现金流	14336	15809	17498	36049

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	6994	7067	10655	13140
营业成本	5356	4841	7640	9138
营业税金及附加	47	40	40	40
营业费用	235	219	320	394
管理费用	527	516	778	959
财务费用	249	138	211	475
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	420	90	90
<b>营业利润</b>	346	1697	1737	2204
营业外收入	116	70	70	70
营业外支出	3	10	10	11
<b>利润总额</b>	459	1757	1797	2263
所得税	89	316	323	407
<b>净利润</b>	370	1441	1473	1855
少数股东损益	95	141	144	181
<b>归属母公司净利润</b>	275	1300	1330	1674
EBITDA	1227	2517	2783	4194
<b>EPS (元)</b>	0.13	0.63	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%	1.0%	50.8%	23.3%
营业利润	-76.9%	389.8%	2.4%	26.9%
归属于母公司净利润	-76.7%	373.2%	2.3%	25.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.4%	31.5%	28.3%	30.5%
净利率	3.9%	18.4%	12.5%	12.7%
ROE	4.0%	16.7%	14.6%	15.5%
ROIC	4.3%	11.1%	11.4%	6.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.3%	46.9%	43.6%	67.5%
净负债比率	40.76	73.26%	65.08	87.30%
流动比率	0.42	0.27	0.62	0.13
速动比率	0.33	0.21	0.48	0.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.47	0.64	0.49
应收账款周转率	23	25	30	28
应付账款周转率	4.34	4.64	6.12	5.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.63	0.64	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.69	1.24	1.85
每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.76	4.40	5.21
<b>估值比率</b>				
P/E	69.80	14.75	14.42	11.45
P/B	2.81	2.46	2.10	1.77
EV/EBITDA	19	9	9	6

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
2013-08-06	南玻A-浮法与光伏靓丽，高端超薄再添增长点
2013-3-26	南玻A—周期开始向上，超薄玻璃添亮点
2013-1-29	南玻A—底部已过，持续成长
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

## 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