

**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:** 12.00元

当前股价: 8.59元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2174.67
总股本(百万)	2075
流通股本(百万)	1304
流通市值(亿)	112
EPS	0.17
每股净资产(元)	3.30
资产负债率	52.4%

**股价表现**

**相关报告**
**南玻A**
**000012**
**强烈推荐**
**业绩增速将逐季抬升, 关注多晶硅盈利回归**

公司9日公布13年三季度业绩预告, 预计前三季度归属上市公司净利润约6.2亿元, 同比增长约54%, EPS0.3元。三季度单季净利润约2.7亿元, 同比增长约72%, EPS0.13元, 基本符合我们预期。

**投资要点:**

- **盈利回升使业绩增长提升至54%, 全年有望增长超300%。** 浮法玻璃与光伏行业去年触底, 目前两业务仍处在向正常盈利回归的向上趋势中; 再加上新增的电子玻璃业务利润不断增强, 13年公司盈利增长逐季抬升确定性高。Q3净利润达到2.7亿, 高于Q1与Q2的1.08亿与2.46亿元, 增速也提升至54%。预计Q4表现仍然较好, 且出售显示器件19%股权带来的3.7亿投资收益将确认, 全年净利润有望将超过11亿, 同比增长超300%。
- **三季度净利润2.7亿, 浮法与工程仍是主要贡献者。** 我们估计三季度的2.7亿净利中, 浮法(含电子超薄)、工程、精细玻璃各业务利润约为1.3亿、1亿、0.5亿元, 而光伏基本持平。从长期看, 公司成长亮点源于爆发性增长的电子超薄玻璃, 不过今明两年来看, 周期性明显的浮法与光伏提供了业绩强大的弹性。
- **13年业绩大幅回升源于浮法玻璃, 明年重点关注多晶硅。** 不仅仅是三季度, 今年以来公司利润迅速回升, 最大的贡献者即浮法玻璃。去年同期基本不盈利的浮法目前已回到约150元/吨以上的净利, 预计明年浮法玻璃仍将继续利润率回归之路。不过目前拖累业绩的多晶硅更值得我们关注。我们认为目前多晶硅整体行业亏损的状态不可持续, 明后年价格有望回到25美元/kg以上, 而公司逆势扩张后成本有望降至21美金/kg之内, 届时将具备强竞争力, 实现光伏事业部利润的回归。
- **投资建议:** 近期公司各业务变动较大, 其中转让显示器件19%股权带来的3.7亿投资收益有望于13年底确认, 而出售深圳浮法带来的2.9亿投资收益将于14年确认。同时明年精细玻璃业务将不再并表, 仅确认投资收益。综合考虑, 我们调整13-15年EPS为0.56、0.73与0.8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	8356	10323	12025
收入同比(%)	-15%	19%	24%	16%
归属母公司净利润	275	1152	1521	1665
净利润同比(%)	-77%	319%	32%	9%
毛利率(%)	23.4%	29.8%	28.0%	29.5%
ROE(%)	4.0%	15.0%	16.6%	15.4%
每股收益(元)	0.13	0.56	0.73	0.80
P/E	65.49	15.62	11.83	10.80
P/B	2.64	2.35	1.96	1.66
EV/EBITDA	18	9	8	7

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	230.00	230.00
销量 (万吨)	210.00	230.0	230.0	230.00
单价 (元/吨)	1200.0	1,453	1,660	1,750.00
主营业务收入 (万元)	252,000	334,188	381,800	402,500
环比增长	-19.85%	32.61%	14.25%	5.42%
单位成本 (元/吨)	1055.00	1050.00	1128.80	1163.75
主营业务成本 (万元)	221,550	241,500	259,624	267,663
环比增长	-14.51%	9.00%	7.50%	3.10%
内部抵消 (万元)	3,244	10,000	3,200	3,200
内部抵消成本 (万元)	4,200	10,000	4,200	4,200
毛利率	12.1%	27.7%	32.0%	33.5%
<b>超薄玻璃</b>				
产能 (万 m <sup>2</sup> )		700.00	1700.00	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	18.00	18.00
主营业务成本 (万元)		12,000	25,200	30,600
环比增长			110.00%	21.43%
毛利率		42.9%	45.5%	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	152.0	150.00	150.00
主营业务收入 (万元)	272,000	288,800	315,000	345,000
环比增长	9.82%	6.18%	9.07%	9.52%
单位成本 (元/m <sup>2</sup> )	100.00	103.00	105.00	105.00
主营业务成本 (万元)	170,000	195,700	220,500	241,500
环比增长	4.48%	15.12%	12.67%	9.52%
毛利率	37.50%	32.24%	30.00%	30.00%
<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	106,100		
环比增长	-2.11%	15.96%		
主营业务成本(万元)	57,279	66,843		
环比增长	6.88%	16.70%		
毛利率	37.40%	37.00%		
<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	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	835,588	1,032,300	1,202,500
收入增速	-15.58%	19.48%	23.54%	16.49%
成本(万元)	532,559	586,543	743,334	847,563
毛利率	23.85%	29.80%	27.99%	29.52%

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0.56, 0.73, 0.80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	1902	4219	5235
应收账款	474	500	2511	3289
其它应收款	277	328	405	471
预付账款	63	32	40	46
存货	70	76	97	110
其他	367	436	553	631
<b>非流动资产</b>				
长期投资	467	529	614	687
固定资产	12617	12611	13519	14650
无形资产	0	0	0	0
其他	9418	10329	11751	13301
<b>资产总计</b>	2269	1341	828	408
<b>流动负债</b>	14336	14512	17739	19885
短期借款	4050	4822	4363	4663
应付账款	1688	2399	1573	1570
其他	1120	1173	1487	1695
<b>非流动负债</b>	1242	1250	1303	1398
长期借款	3017	1211	3211	3211
其他	711	911	2911	2911
<b>负债合计</b>	2306	300	300	300
<b>少数股东权益</b>	7068	6033	7574	7874
股本	452	824	988	1168
资本公积	2075	2075	2075	2075
留存收益	1381	1381	1381	1381
归属母公司股东权益	3344	4185	5706	7371
<b>负债和股东权益</b>	6816	7656	9177	10842
	14336	14512	17739	19885

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	1726	1548	2257	2841
折旧摊销	370	1523	1686	1845
财务费用	631	630	732	871
投资损失	249	118	171	189
营运资金变动	-72	-370	-400	-130
其它	-1173	19	-1250	-1870
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	1391	350	1650	2000
长期投资	-27	-0	0	0
其他	191	369	400	130
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	-740	-1542	1004	-193
长期借款	142	711	-825	-3
普通股增加	-377	200	2000	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-504	-2452	-171	-189
<b>现金净增加额</b>	-187	26	2011	778

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	6994	8356	10323	12025
营业成本	5356	5865	7433	8476
营业税金及附加	47	40	40	40
营业费用	235	259	310	361
管理费用	527	610	754	878
财务费用	249	118	171	189
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	370	400	130
<b>营业利润</b>	346	1798	1996	2191
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	1858	2056	2250
所得税	89	334	370	405
<b>净利润</b>	370	1523	1686	1845
少数股东损益	95	372	164	180
<b>归属母公司净利润</b>	275	1152	1521	1665
EBITDA	1227	2545	2898	3252
EPS (元)	0.13	0.56	0.73	0.80

**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%	19.5%	23.5%	16.5%
营业利润	-76.9%	418.9%	11.0%	9.8%
归属母公司净利润	-76.7%	319.2%	32.1%	9.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.4%	29.8%	28.0%	29.5%
净利率	3.9%	13.8%	14.7%	13.8%
ROE	4.0%	15.0%	16.6%	15.4%
ROIC	4.3%	13.1%	13.9%	14.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.3%	41.6%	42.7%	39.6%
净负债比率	40.76	62.82%	65.55	63.00%
流动比率	0.42	0.39	0.97	1.12
速动比率	0.33	0.30	0.83	0.98
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.58	0.64	0.64
应收账款周转率	23	27	28	27
应付账款周转率	4.34	5.12	5.59	5.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.56	0.73	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.75	1.09	1.37
每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.69	4.42	5.22
<b>估值比率</b>				
P/E	65.49	15.62	11.83	10.80
P/B	2.64	2.35	1.96	1.66
EV/EBITDA	18	9	8	7

## 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,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