

南玻 A (000012)
推荐
行业：玻璃制造

13 年主业经营基本符合预期，14 年弹性减弱

公司 1 月 13 日晚公布 2013 年业绩预告，预计归属上市公司净利润约 15 亿元，同比增长 446%，EPS0.72 元。同时董事会通过计提 2.05 亿元资产减值准备及报废议案。

投资要点：

✧ **2013 年总体净利润 15 亿元，主营利润近 8 亿元，基本符合预期。** 2013 年浮法玻璃需求超预期带动价格大幅上涨，公司主营业务恢复明显，实际利润接近 8 亿元，基本符合预期。总体利润 15 亿中，其它约 7 亿元来源于以下：出售显示器件股权与南显科技带来的 5.1 亿元投资收益（税前）、显示器件出售后由成本法转权益法带来公允价值增值收益 4.86 亿元、年末对光伏各子公司计提的共 2.05 亿元减值准备。

✧ **2014 年业绩弹性更多取决于太阳能的回升。** 由于宏观经济增速放缓，2014 年浮法玻璃价格将在目前基础上保持相对平稳，光伏业务将成为业绩增长的重要影响因素。我们认为 14 年光伏需求回升有望带动上游多晶硅价格小幅上涨，扭转 13 年行业基本无盈利的格局，近期多晶硅价格略涨或许就是印证。2014 年的光伏将类似于 2013 年的浮法业务，呈现前低后高的回升态势。

✧ **成长性业务中超薄玻璃最值得关注。** 除周期性的浮法与光伏外，公司工程玻璃与超薄电子玻璃仍具备持续的成长性。其中工程玻璃增速在 10-15% 左右，而电子超薄玻璃 14 年宜昌新线和现有廊坊生产线的良品率提升有可能为南玻提供 1 个亿以上的利润增长。

✧ **投资建议：** 2013 年是公司业绩弹性明显体现的一年；2014 年宏观经济趋缓将降低周期性业务的向上空间，且精细玻璃业务股权降低后也减少了收益，总体业绩弹性将减弱。2014 年非主业影响将减少，仅有出售深圳浮法的 2.9 亿元投资收益。我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.72、0.73 与 0.8 元。基于对整体宏观的谨慎判断及公司弹性减弱，给予公司“推荐”的评级。

✧ **风险提示：** 光伏行业需求低于预期，多晶硅价格表现差于预期；浮法玻璃价格出现明显下跌。

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	1503	1523	1670
净利润同比(%)	-77%	447%	1%	10%
毛利率(%)	23.4%	29.8%	28.0%	29.5%
ROE(%)	4.0%	17.7%	15.2%	14.3%
每股收益(元)	0.13	0.72	0.73	0.80
P/E	54.01	9.87	9.74	8.88
P/B	2.18	1.75	1.48	1.27
EV/EBITDA	16	7	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

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： 9

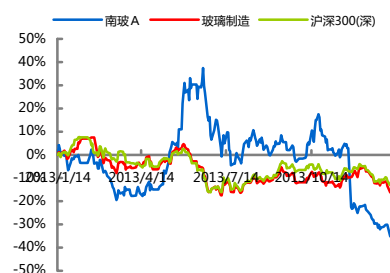
当前股价： 7.15

评级调整： 下调

基本资料

总股本(百万股)	2,075
流通股本(百万股)	1,304
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	93
成交量(百万股)	14.52
成交额(百万元)	104.36

股价表现



相关报告

表 1 南玻 A 盈利预测

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	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%
超薄玻璃				
产能 (万 m ²)		700.00	1700.00	1700.00
销量 (万 m ²)		600.0	1400.0	1,700.00
单价 (元/m ²)		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%
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	1,900	2,100.00	2,300.00
单价 (元/m ²)	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 ²)	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%
精细玻璃				
	391550.00			
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%		
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	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%
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）	699,370	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：中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1719	1937	5150	6170
现金	474	535	3442	4225
应收账款	277	328	405	471
其它应收款	63	32	40	46
预付账款	70	76	97	110
存货	367	436	553	631
其他	467	529	614	687
非流动资产	12617	12611	13519	14650
长期投资	0	0	0	0
固定资产	9418	10329	11751	13301
无形资产	929	941	941	941
其他	2269	1341	828	408
资产总计	14336	14548	18669	20821
流动负债	4050	3929	4363	4663
短期借款	1688	1506	1573	1570
应付账款	1120	1173	1487	1695
其他	1242	1250	1303	1398
非流动负债	3017	1211	3211	3211
长期借款	711	911	2911	2911
其他	2306	300	300	300
负债合计	7068	5140	7574	7874
少数股东权益	452	915	1079	1260
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1381	1381	1381	1381
留存收益	3344	4536	6059	7729
归属母公司股东权益	6816	8493	10016	11686
负债和股东权益	14336	14548	18669	20821

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1726	2322	2236	2827
净利润	370	1966	1688	1851
折旧摊销	631	630	732	871
财务费用	249	106	148	171
投资损失	-72	-513	-400	-130
营运资金变动	336	-62	49	59
其它	212	196	20	6
投资活动现金流	-1173	162	-1250	-1870
资本支出	1391	350	1650	2000
长期投资	-27	-0	0	0
其他	191	512	400	130
筹资活动现金流	-740	-2423	1920	-174
短期借款	142	-182	68	-3
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	-2441	-148	-171
现金净增加额	-187	61	2906	783

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	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	276	330	373
管理费用	527	610	754	878
财务费用	249	106	148	171
资产减值损失	306	205	20	20
公允价值变动收益	0	486	0	0
投资净收益	72	513	400	130
营业利润	346	2253	1998	2198
营业外收入	116	70	70	70
营业外支出	3	10	10	11
利润总额	459	2313	2058	2257
所得税	89	347	370	406
净利润	370	1966	1688	1851
少数股东损益	95	463	165	181
归属母公司净利润	275	1503	1523	1670
EBITDA	1227	2988	2878	3240
EPS (元)	0.13	0.72	0.73	0.80

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-15.4%	19.5%	23.5%	16.5%
营业利润	-76.9%	550.2	-11.3%	10.0%
归属于母公司净利润	-76.7%	447.1	1.3%	9.7%
获利能力				
毛利率	23.4%	29.8%	28.0%	29.5%
净利率	3.9%	18.0%	14.8%	13.9%
ROE	4.0%	17.7%	15.2%	14.3%
ROIC	4.3%	16.8%	13.7%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	49.3%	35.3%	40.6%	37.8%
净负债比率	40.76	56.36	65.55	63.00
流动比率	0.42	0.49	1.18	1.32
速动比率	0.33	0.37	1.04	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.58	0.62	0.61
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.72	0.73	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.12	1.08	1.36
每股净资产(最新摊薄)	3.28	4.09	4.83	5.63
估值比率				
P/E	54.01	9.87	9.74	8.88
P/B	2.18	1.75	1.48	1.27
EV/EBITDA	16	7	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
20131008	南玻 A-业绩增速逐季抬升，关注多晶硅盈利回归
20131001	南玻 A-出售低盈利资产轻装前行，多晶硅底部已现
20130806	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 一周期开始向上，超薄玻璃添亮点
2013-1-29	南玻 A 一底部已过，持续成长
2012-10-30	南玻 A 一最佳长期买入时机到来
2012-08-21	南玻 A 一盈利能力见底
2012-07-20	南玻 A 一大比例回购 B 股彰显管理层对公司投资价值信心
2012-04-24	南玻 A 一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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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