

南玻 A (000012)

推荐

行业：玻璃制造

盈利回升，股权激励行权条件苛刻

公司今日公布 2013 年年报，实现营业收入 77.34 亿元，同比增长 10.57%。实现营业利润 18.71 亿元，同比增长 439.9%，实现归属净利润 15.36 亿，同比增长 459.09%。对应 EPS0.74 元。分红预案为每 10 股 3 元（含税）。同时公司公布了第二期股权激励计划。

投资要点：

✧ **浮法和太阳能业务好转是公司业绩明显回升的主要原因。**2013 年，公司浮法业务毛利率提升 8 个百分点，太阳能业务毛利由去年亏损 2800 万转为盈利 1.3 亿，都是得益于两个行业回暖所致。按照目前的情况判断，2014 年公司浮法玻璃业务可能略弱于去年，盈利在 3 亿左右。太阳能盈利仍在复苏的过程中，预计今年可能实现 1.5 亿利润。

✧ **超薄玻璃已经成为公司新的增长点。**河北视窗公司的超薄玻璃正式运行第一年实现盈利 4800 万，我们预计随着宜昌二线的正式运行和清远超薄玻璃的建成，这一领域可能成为公司未来 2-3 年的明显增长点。由于对达产时间不确定性的担忧，我们的盈利预测里并没有包含清远生产线的盈利，这也是公司 2015 年以后最有可能超出预期的领域。

✧ **浮法玻璃和触摸屏领域的不确定性对今年盈利影响较大。**从目前的情况看，浮法玻璃行业的情况可能弱于去年，但幅度不能确定。而触摸屏行业利润率下行的态势在去年下半年已经很明显。这两个因素可能成为我们对公司盈利预测的最大下行风险。

✧ **股权激励行权条件较为苛刻。**公司第二期股权激励仍然沿袭了第一期限限制性股票的做法，行权价仅为 3.88 元。但行权条件为 2014-2016 年相对于 2013 年利润增长 30、40、50%的行权条件。考虑到公司要提取行权管理费以及今年缩短了设备折旧年限的因素，这一行权条件实际较为苛刻。

✧ **风险提示：**浮法玻璃超预期下行，触摸屏业务盈利能力下降

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7734	8356	10323	12025
收入同比(%)	11%	8%	24%	16%
归属母公司净利润	1536	1183	1573	1715
净利润同比(%)	459%	-23%	33%	9%
毛利率(%)	28.9%	29.8%	28.0%	29.5%
ROE(%)	19.1%	12.8%	14.6%	13.7%
每股收益(元)	0.74	0.57	0.76	0.83
P/E	12.63	16.40	12.33	11.32
P/B	2.41	2.10	1.80	1.55
EV/EBITDA	8	9	8	7

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： 10.00

当前股价： 7.72

评级调整： 维持

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)	160
流通市值(亿元)	101
成交量(百万股)	0.00
成交额(百万元)	0.00

股价表现



相关报告

《南玻 A-13 年主业经营基本符合预期，14 年弹性减弱》2014-01-13

《南玻 A-周期性、成长性业务将相继发力》2013-10-21

《南玻 A-业绩增速将逐季抬升，关注多晶硅盈利回归》2013-10-08

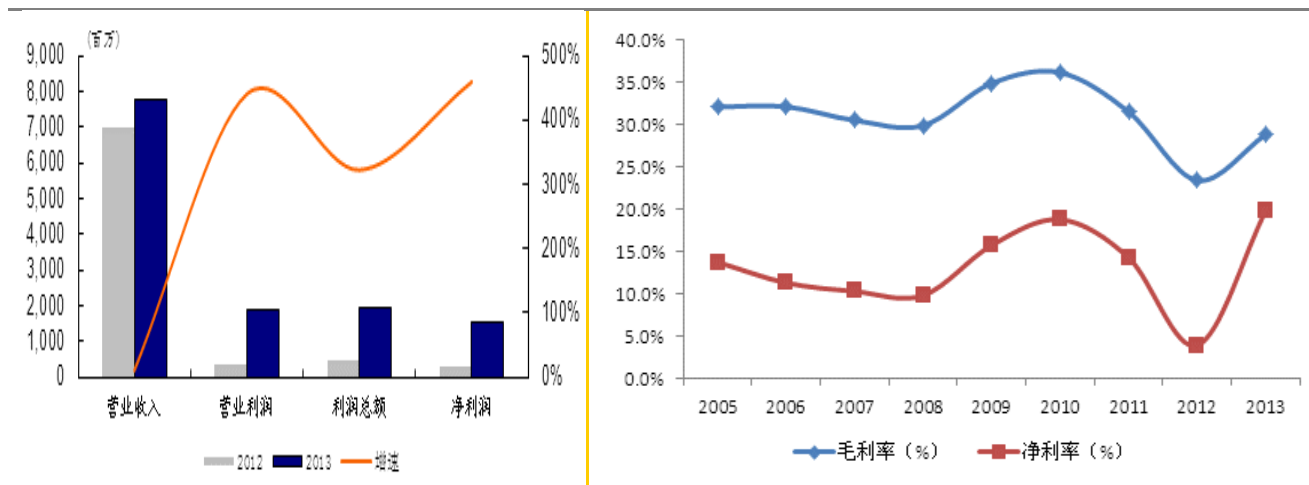
一、2013 年业绩大幅度回升

1. 业绩明显回升得益于盈利能力的回升

从公司整体的经营情况来看，利润的增长明显快于收入的增长，即公司盈利能力在 2013 年得到明显回升。公司的毛利率从 2012 年的 23.4% 回升到 2013 年得 28.9%，净利率由 3.9% 回升到 19.9%。

2013 年公司通过处置子公司股权或者资产共获得利润亿，如果剔除此项收益，公司去年经营的净利润实际数为，与我们年初预计的基本一致。

图 1 公司 2013 年经营情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

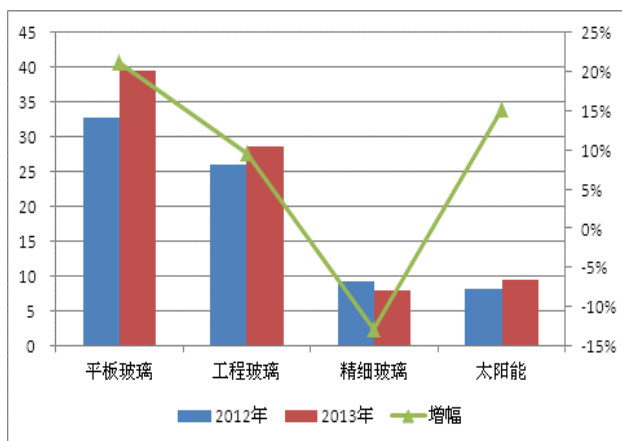
而从分产品结构来看，利润率的主要回升得益于浮法玻璃和太阳能两个周期性较强的业务利润率回升。首先，浮法业务的毛利率水平从 13.2% 的水平回升到 21.57%，保证了公司浮法业务从整体基本持平恢复到将近 4 个亿的盈利。其次，太阳能业务也从去年毛利率为负到今年实现 1 个亿以上的毛利水平。从年报披露的情况看，公司 2013 年太阳能业务整体亏损额度在 1500 万左右，相对去年 1.6 亿的亏损，明显下降。

公司各项业务中，真正低于预期的是去年上半年市场较为看好的触摸屏相关的精细玻璃业务。其中公司披露的显示器件子公司的盈利下滑了 20% 左右。我们预计今年显示器件的盈利将有可能出于继续下滑的通道中。

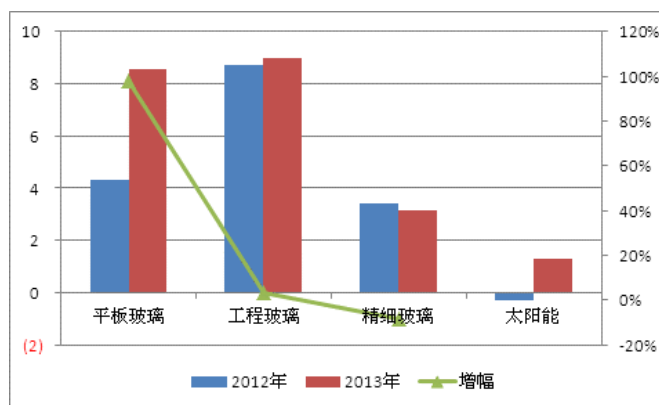
另外工程玻璃的毛利率也由于浮法玻璃价格的上涨下滑了将近两个百分点，导致公司工程玻璃在销量增长将近 10% 的情况下，毛利仅增长 4%。

图 2 公司各项业务收入与增幅

图 3 公司各项业务毛利语增幅



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

年报中还有一处明显的亮点是，公司新产品业务开始提供收益。公司专攻超薄玻璃的河北视窗玻璃有限公司今年贡献了4800万的净利润，与我们年初预计的5000万左右的净利润基本一致。随着今年宜昌二线的扩产和明年清远高铝玻璃生产线的投产，该方向可能成为公司业务未来新的增长点。

2. 2014年太阳能产业链和新产品提供增量

纵观2014年，公司可能超预期的领域在太阳能领域。首先，行业回暖趋势将会保证公司在该产业链上的盈利能力逐步恢复。

公司6000吨多晶硅项目已经与1季度全部投产，预计今年将有望提供10亿以上的收入1亿及上的利润贡献。

另外，公司吴江650T/D的超白压延生产线于2月底点火，2013年东莞同样规模的超白压延生产线提供了8000万以上的净利润，我们预计超白压延领域2014年的贡献在1.2亿以上。

表1 公司产能

领域	地域(产品)	控股比例	2010	2011	2012	2013	2014E
浮法玻璃（万吨）	深圳	100%	42	42	42	42	
	成都	75%	76	76	76	76	76
	广州	100%	42	42	42		
	河北廊坊	100%	50	50	50	50	50
	江苏吴江	100%		50	50	50	50
	湖北咸宁	100%				50	50
累计			210	260	260	268	226
超白压延玻璃（万m ² ）	东莞	100%	1250	2750	2750	1500	3000
TCO（万m ² ）	深圳	100%	46	206	246	446	446

工程玻璃（万m²）	深圳	中空大板	100%				
	东莞	中空大板	100%	240	240	240	240
		中空大板			300	300	300
	成都	中空大板	75%	240	240	240	240
	天津	中空大板					
		中空大板	100%	480	480	480	480
	吴江	中空大板	100%	240	240	240	240
		中空大板			300	300	300
	武汉	中空大板	100%			120	120
	累计	中空大板		1200	1200	1320	1320
太阳能	多晶硅(吨)		93.37%	1500	2500	2800	2800
	多晶硅切片（MW）		93.37%	160	200	200	200
	太阳能电池片宜昌（MW）					0	0
	太阳能电池片东莞(MW)		100%	100	300	300	300
	太阳能电池组件（MW）		100%	100	300	300	300
精细玻璃（万片）	超薄原片（万吨）		100%		3	3	3
	ITO 玻璃（万片）		75%	1500	1500	1500	1500
	触摸屏（万片）		70%	108	180	180	180

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3. 股权激励条件较为苛刻

另外，公司吴江 650T/D 的超白压延生产线于 2 月底点火，2013 年东莞同样规模的超白压延生产线提供了 8000 万以上的净利润，我们预计超白压延领域 2014 年的贡献在 1.2 亿以上。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2323	2874	6012	7034
现金	280	1473	4304	5088
应收账款	136	328	405	471
其它应收款	109	32	40	46
预付账款	73	76	97	110
存货	379	436	553	631
其他	1345	529	614	687
非流动资产	12756	11853	12815	13983
长期投资	770	0	0	0
固定资产	7980	9125	10864	12558
无形资产	933	947	947	947
其他	3073	1781	1004	479
资产总计	15079	14727	18826	21017
流动负债	3917	3956	4312	4603
短期借款	1425	1533	1523	1510
应付账款	982	1173	1487	1695
其他	1511	1250	1303	1398
非流动负债	2761	803	2803	2803
长期借款	303	503	2503	2503
其他	2458	300	300	300
负债合计	6678	4759	7115	7406
少数股东权益	353	735	905	1090
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1391	1391	1391	1391
留存收益	4569	5752	7325	9040
归属母公司股东权益	8048	9233	10806	12521
负债和股东权益	15079	14727	18826	21017

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1699	2116	2191	2790
净利润	1675	1565	1743	1900
折旧摊销	700	552	679	833
财务费用	238	67	100	123
投资损失	-927	-370	-400	-130
营运资金变动	-112	521	49	59
其它	124	-219	20	6
投资活动现金流	-1052	808	-1250	-1870
资本支出	2142	350	1650	2000
长期投资	0	-783	0	0
其他	1090	375	400	130
筹资活动现金流	-818	-1730	1890	-136
短期借款	-263	108	-10	-13
长期借款	-408	200	2000	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他	-156	-2038	-100	-123
现金净增加额	-171	1193	2831	785

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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7734	8356	10323	12025
营业成本	5501	5865	7433	8476
营业税金及附加	48	40	40	40
营业费用	267	259	310	361
管理费用	671	610	754	878
财务费用	238	67	100	123
资产减值损失	64	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	927	370	400	130
营业利润	1871	1849	2066	2258
营业外收入	217	70	70	70
营业外支出	152	10	10	11
利润总额	1935	1909	2126	2317
所得税	260	344	383	417
净利润	1675	1565	1743	1900
少数股东损益	139	382	170	185
归属母公司净利润	1536	1183	1573	1715
EBITDA	2809	2467	2845	3213
EPS (元)	0.74	0.57	0.76	0.83

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	10.6%	8.0%	23.5%	16.5%
营业利润	439.9	-1.2%	11.8%	9.3%
归属于母公司净利润	459.0	-23.0%	33.0%	9.0%
获利能力				
毛利率	28.9%	29.8%	28.0%	29.5%
净利率	19.9%	14.2%	15.2%	14.3%
ROE	19.1%	12.8%	14.6%	13.7%
ROIC	15.9%	14.0%	14.7%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	44.3%	32.3%	37.8%	35.2%
净负债比率	31.86	52.86	63.33	60.66
流动比率	0.59	0.73	1.39	1.53
速动比率	0.50	0.61	1.26	1.38
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.62	0.60
应收账款周转率	36	35	28	27
应付账款周转率	5.24	5.44	5.59	5.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.57	0.76	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.02	1.06	1.34
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.45	5.21	6.03
估值比率				
P/E	12.63	16.40	12.33	11.32
P/B	2.41	2.10	1.80	1.55
EV/EBITDA	8	9	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
2014-01-13	《南玻 A-13 年主业经营基本符合预期，14 年弹性减弱》
2013-10-21	《南玻 A-周期性、成长性业务将相继发力》
2013-10-08	《南玻 A-业绩增速将逐季抬升，关注多晶硅盈利回归》
2013-10-06	《南玻 A—出售低盈利资产轻装前进，多晶硅底部已现》
2013-08-21	《南玻 A-出售显示器件 19%股权对未来成长性影响不大》
2013-08-06	《南玻 A -浮法与光伏靓丽，高端超薄再添增长点》
2013-04-25	《南玻 A-上行趋势显现，一季度主业利润增 7.5 倍》
2013-03-26	《南玻 A-周期开始向上，超薄玻璃添亮点》
2013-03-26	《12 年为本轮周期底部》
2012-10-29	《南玻 A - 最佳长期买入时机到来》

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,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