

2014 年 4 月 11 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 9.30 元

公司基本资讯

产业别	房地产
A 股价(2014/4/10)	8.09
深证成指(2014/4/10)	7563.20
股价 12 个月高/低	11.96/7.15
总发行股数(百万)	2075.34
A 股数(百万)	1302.47
A 市值(亿元)	167.89
主要股东	中国北方工业公司(03.62%)
每股净值(元)	3.88
股价/账面净值	2.09
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.7 13.1 12.8

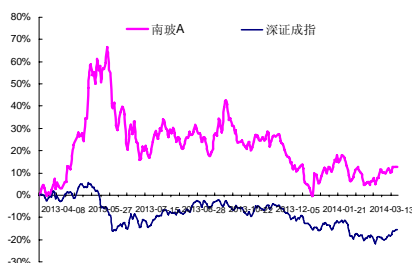
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-4-5	4.83	中性

产品组合

平板玻璃	51.7%
工程玻璃	37.3%
太阳能	12.3%

股价相对大盘走势



南玻 A/B(000012/200012.SZ)

Buy 买入

主业回升，太阳能业务反转盈利

结论与建议：

公司作为行业龙头企业，受益于行业下游整体需求的回升带动价格的上涨，2013 年公司主营业务平板玻璃及工程玻璃业绩大幅增长，同时受益于光伏行业的回暖向好，公司太阳能业务扭亏实现盈利。公司超薄玻璃项目的扩产，太阳能产品线的技术改造，股权激励计划的公布都将推动公司未来业绩的持续增长，对 A、B 股均给予买入建议。

- 公司 2013 年实现营收 77.3 亿元，YOY 增长 10.6%；实现净利润 15.4 亿元，YOY 增长 459%，EPS 为 0.74 元；扣非后实现净利润 6.06 亿元（2012 年扣非后净利润为 1.16 亿元），YOY 增长 422%。2013 年公司全年综合毛利率为 28.9%，较 2012 年提升 5.4 个百分点。
- 公司业绩大幅提升除去年同期基期较低外的因素外主要源于：1. 2013 年随着下游汽车行业及房地产开发的持续增强，带动玻璃需求的增长以及价格的回升，同时原料价格低位运行也降低了生产成本，营收同比增长 21.2%，平板玻璃业务毛利率同比增加 1.7 个百分点；2. 光伏行业在下半年逐渐向好，公司已在 2013 年上半年完成多晶硅业务冷氢化改造，并扩产至 6000 吨，成本下降至 18 美元/kg，已达到国内领先水平，加之光伏组件业务的持续盈利使得公司整个太阳能业务扭亏为盈，毛利率同比增长 2 个百分点，营收同比增长 15.1%。3. 公司出售深圳南玻显示器件科技有限公司 19%的股权以及剩余股权部分核算方法的改变导致公允价值的增加，累计共获得 9.27 亿元的投资收益，使得 2013 年共获得非经常性损益 9.3 亿元，相较 2012 年的非经常损益 1.59 亿元增加了 7.7 亿元。
- 我们认为公司 2014 年主要的增长点在于超薄玻璃业务规模的扩大以及太阳能业务的持续增长。公司宜昌超薄玻璃生产线已于 2 月点火，近期即可投产，预计将年产超薄玻璃 3.4 万吨，产能将扩大 133%；清远超薄高性能玻璃项目预计将于 2014 年末完成，产品为 0.55mm~1.1mm 高性能超薄电子玻璃，月产能将达到 100 万平米，预计投产后将以价格优势取代部分进口高性能超薄玻璃产品。2013 年公司的超薄玻璃业务实现营收 1.82 亿，占总营收约 2.3%，但在主营业务净利润中占比却可达 7.9%，随着此部分业务产能的扩大，将会推动公司综合毛利率及净利润的提升，预计主营业务净利润占比将有望超过 15%。另外，随着光伏行业景气回升，需求的增长将会使多晶硅价格维持在高位，同时公司技术改造已经完成，成本已降至国内领先水平，盈利能力将高于同行业。
- 公司同时公布了股权激励计划，将对 592 人以每股 3.88 元实行股权激励，共计 9000 万股。考核目标为 2014 年、2015 年、2016 年公司扣除非经常性损益后净利润与 2013 年相比增长率分别不低于 30%、40%、50%。我们认为，公司大范围的股权激励将有助于公司人员的稳定以及团队能力的加强，进而增强公司的管理能力和研发积极性，有助于公司业绩按预定的考核目标稳定增长。
- 展望未来，考虑到公司太阳能业务的增长，超薄玻璃产能的扩大以及公司 2.9 亿元的投资收益（出售深圳南玻浮法玻璃 100%的股权）将会在 2014 年计入，我们预计公司 2014、2015 年将实现净利润 13.4 亿元和 14.9 亿元，YOY 分别下降 12.5%和增长 10.9%（扣非后分别同比增长 62.5%和 33%），EPS 分别为 0.59 元、0.65 元，对应目前 A 股股价 P/E 分别为 13.8 倍和 12.4 倍，PB2.08 倍，B 股 P/E 分别为 8.4 倍和 7.5 倍，PB 为 1.26 倍，估值较低，对 A、B 股均给予买入的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1178	275	1536	1344	1490
同比增减	%	-19.03%	-76.68%	459.03%	-12.51%	10.90%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.512	0.120	0.668	0.585	0.648
同比增减	%	-26.90%	-76.65%	459.03%	-12.51%	10.90%
A 股市盈率(P/E)	X	9.6	40.9	7.3	8.4	7.5
B 股市盈率(P/E)		15.8	67.5	12.1	13.8	12.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.30	0.32	0.32
股息率 (Yield)	%	2.48%	2.48%	3.72%	3.97%	3.97%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

公司 2013 年业绩大幅增长

公司 2013 年实现营收 77.3 亿元, YOY 增长 10.6%; 实现净利润 15.4 亿元, YOY 增长 459%, EPS 为 0.74 元; 扣非后实现净利润 6.06 亿元, YOY 增长 422%。由于玻璃市场景气有所恢复, 公司 2013 年全年毛利率较 2012 年提升 5.4 个百分点回升至 28.9% (图 1)。从季度来看, 公司四季度实现营收 20.8 亿元, YOY 增长 22.4%, 实现净利润 9.08 亿元, 同比扭亏。

公司业绩大幅提升的原因除去年同期基期较低外主要源于:

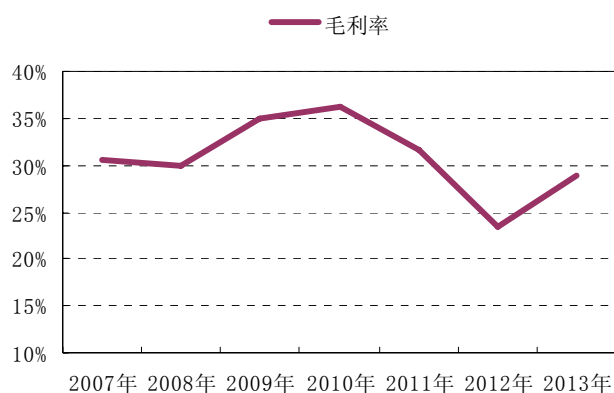
1. 2013 年随着下游汽车行业及房地产开发的持续增强, 带动了公司主营业务平板玻璃和工程玻璃需求的增长以及价格的回升 (图 2), 同时, 原料价格持续低位运行也降低了生产成本 (图 3), 平板玻璃业务毛利率同比增加 1.7 个百分点回升至 21.57%, 营收同比增长 21.2%; 工程玻璃营收同比增长 9.53%。

2. 光伏行业得力于国家政策支持, 在下半年逐渐向好。公司已在上半年多晶硅业务完成冷氢化改造, 成本下降 10 美元/kg 至 18 美元/kg 左右, 已达到国内领先水平, 同时产能由 2500 吨/年扩充至 6000 吨/年, 增长 2.4 倍。另外, 光伏组件业务持续盈利使得公司整个太阳能业务扭亏为盈, 毛利率同比增长 2 个百分点, 营收同比增长 15.1% 至 9.5 亿元。

3. 公司出售深圳南波显示器件科技有限公司 19% 的股权以及剩余股权部分核算方法的改变导致公允价值的增加, 累计共获得 9.27 亿元的投资收益, 使得 2014 年共获得非经常性损益 9.3 亿元, 相较 2012 年的非经常损益 1.59 亿元增加 7.7 亿元。

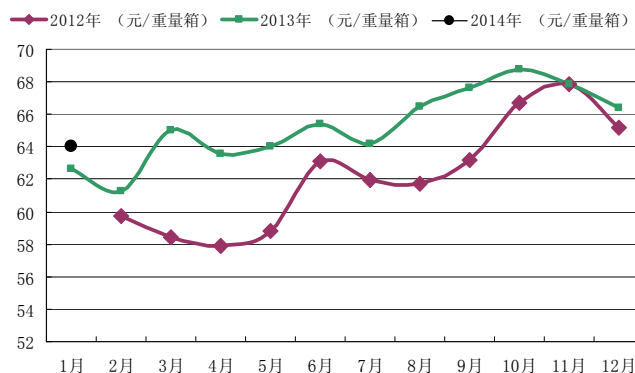
目前浮法玻璃价格仍然维持在相对高位, 我们预计公司浮法玻璃业务部分 2014 年全年将会保持稳定。

图 1:公司历年毛利率变化 (单位: %)



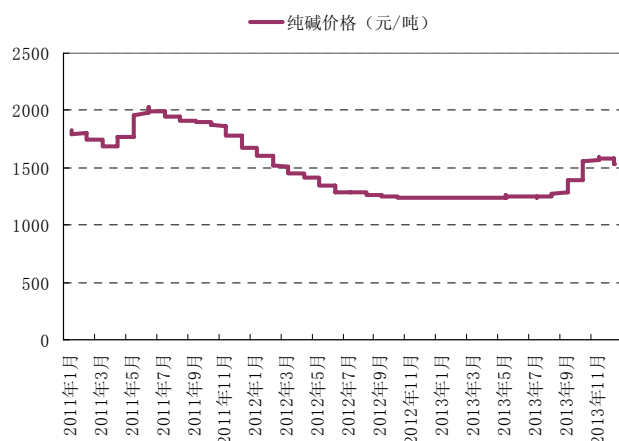
资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

图 2:浮法玻璃售价走势 (元/重量箱)



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 3: 主要原材料纯碱价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

2014 年弹性将来自于超薄玻璃及太阳能业务

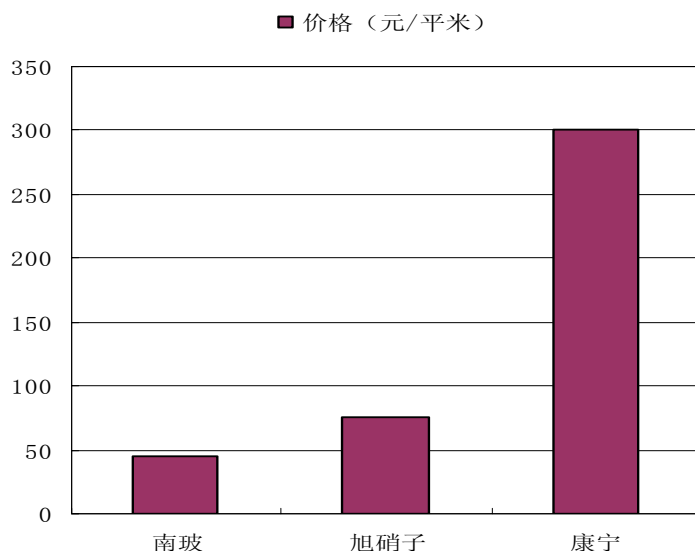
我们认为公司 2014 年主要的增长点在于超薄玻璃业务规模的扩大以及太阳能业务的持续增长。

目前国内每年超薄玻璃需求量超过 5000 万平米, 其中 80% 以上依靠进口, 主要被美国康宁 (Corning)、日本旭硝子 (Asahi)、电气硝子 (NEG) 垄断。公司所生产的有碱超薄玻璃主要用于 STN/TN 显示屏玻璃基板、ITO 玻璃基板和部分触屏的盖板玻璃, 在定位上偏向于中低端, 随着中国中低端移动设备需求的增多, 预计下游行业出于成本考虑, 将会增加有碱超薄玻璃的采购占比, 进而取代部分高价超薄玻璃。并且, 我们认为公司目前在建的 0.55mm~1.1mm 高性能超薄玻璃也将会依靠价格优势进而取代部分进口产品打入中高端市场。

公司宜昌超薄玻璃生产线已于 2014 年 2 月点火, 近期即可投产, 预计将年产超薄玻璃 3.4 万吨, 超薄玻璃总产能将增加至原来的 2.3 倍, 达到 6.4 万吨; 清远高性能超薄玻璃项目预计将于 2014 年年末完成, 产品为 0.55mm~1.1mm 高性能超薄电子玻璃, 月产能将达到 100 万平米, 预计投产后将以价格优势在国内市场进行“进

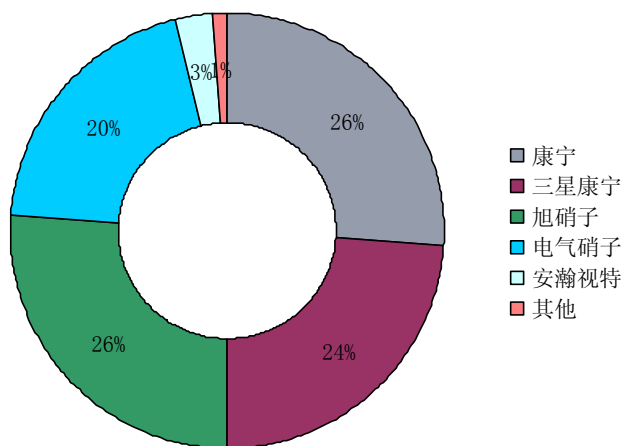
口替代”。2013 年，公司的超薄玻璃业务实现营收 1.82 亿，占总营收约为 2.3%，净利润占比却可达 7.7%（全年净利润以扣非后计算），随着目前国内对超薄玻璃需求的提升以及公司超薄玻璃业务产能的扩大，良品率的不断提升，将会推动公司综合毛利率及净利润的继续提升，预计公司未来两年超薄玻璃业务有望贡献总利润的 15% 以上。

图 4: 与一线厂商超薄玻璃价格对比（单位：元/平米）



资料来源：群益证券上海研究部

图 5: 各个公司超薄玻璃在中国市场市占率



资料来源：群益证券上海研究部

位于光伏行业中上游的光伏组件和多晶硅产业已经历了两年的萧条期，从 2013 年下半年开始，随着光伏电站的建设迎来热潮，光伏行业明显回暖，上游产业链也正在走出“冰封期”，开始出现量价回升的复苏景象。

近日，国家能源局确定了 2014 年国内光伏新增装机为 14GW，相较 2013 年的实际装机容量 11.2GW 增长 25%。我们预计政府将继续保持在光伏产业方面的支持

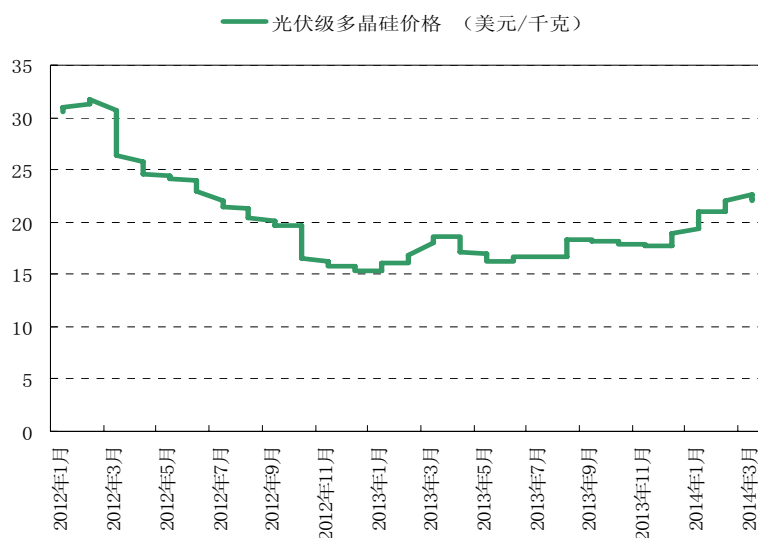
力度，配套政策或相继出台实施，产业发展环境将持续向好。

公司的光伏组件业务在 2013 年最先受惠于行业回暖，得益于光伏组件价格的上涨，公司营收同比增加 15% 至 9.5 亿元，库存量大幅减少 87%，太阳能业务的毛利率同比上升 2 个百分点至 13.8%。并且公司 250W 及以上的高效组件已经顺利量产，品质达到国内领先水平，公司正在宜昌建设硅片扩产项目，其中 300MW 项目已开工建设，预计在 2014 年末完成，届时公司将形成合计为 500MW 的硅片生产能力，为公司太阳能业务的后续发展奠定了基础。

多晶硅价格受益于光伏组件需求的增加，价格也已于 2013 年出现回升迹象，并在 2014 年年初开始大幅回升，目前价格维持在 22 美元/kg，较去年均价增长约 33%。并且公司已在 2013 年上半年完成多晶硅制备设备的冷氢化改造，并将产能扩大 2.4 倍至 6000 吨，成本随之下降 10 美元/kg 至 18 美元/kg 左右（目前国内多数企业成本在 24~27 美元/kg），已达到国内领先水平。

随着光伏行业的景气回升，需求的增长将会有助于多晶硅及光伏组件的价格继续维持在高位，公司扩充后的产能及低成本的优势将会带动太阳能业务营收及毛利率的稳定增长，我们预计公司太阳能业务的营收将会有近 2 倍的增长，营收占比也将提升至 2 成。

图 6：光伏级多晶硅价格走势



资料来源：WIND, 群益证券上海研究部

股权激励范围广，稳增长

公司公布了股权激励计划，将对 592 名董事、中高层管理人员及核型技术人员以每股 3.88 元（低于公告发布前一日收盘价 7.96 元/股）实行股权激励，共计 9000 万股，占公司总股本的 4.34%，股票来源为公司向激励对象定向发行新股。

本次激励有效期为 48 个月，授予后 12 月为锁定期，解锁考核条件为：1. 激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度，南玻加权平均净资产收益率与扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率孰低者不低于 9%；2. 在本股票期权激励计划有效期内，激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度，南玻扣除非经常性损益后的

净利润与 2013 年度相比增长率分别不低于 30%、40%、50%。

我们认为，公司大范围的股权激励将有助于公司人员的稳定以及团队能力的加强，进而增强公司的管理能力和研发积极性，有助于公司业绩按预定的考核目标稳定增长。

投资建议

展望未来，考虑到公司太阳能业务的增长，超薄玻璃产能的扩大以及公司 2.9 亿元的投资收益（出售深圳南玻浮法玻璃 100%的股权）将会在 2014 年计入，我们预计公司 2014、2015 年将实现净利润 13.4 亿元和 14.9 亿元，YOY 分别下降 12.5% 和增长 10.9%（扣非后分别同比增长 62.5%和 33%），EPS 分别为 0.59 元、0.65 元，对应目前 A 股股价 P/E 分别为 13.8 倍和 12.4 倍，PB2.08 倍，B 股 P/E 分别为 8.4 倍和 7.5 倍，PB 为 1.26 倍，估值较低，对 A、B 股均给予买入的投资建议。

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	8271	6994	7734	8669	11124
经营成本	5665	5356	5501	5982	6786
营业税金及附加	57	47	48	61	70
销售费用	255	235	267	295	332
管理费用	612	527	671	738	850
财务费用	144	249	238	260	286
资产减值损失	42	306	64	0	0
投资收益	6	72	927	350	200
营业利润	1502	346	1871	1684	1900
营业外收入	141	116	217	150	150
营业外支出	4	3	152	40	40
利润总额	1638	459	1935	1794	2010
所得税	300	89	260	300	370
少数股东损益	159	95	139	150	150
归属于母公司所有者的净利润	1178	275	1536	1344	1490

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	656	474	280	355	393
应收账款	781	577	460	552	642
存货	480	367	379	386	399
流动资产合计	2936	1719	2323	2154	1983
长期股权投资	0	0	770	770	770
固定资产	9432	9418	7980	9034	11197
在建工程	1713	1935	2762	2753	2365
非流动资产合计	12346	12617	12756	13625	15408
资产总计	15281	14336	15079	15779	17391
流动负债合计	4521	4050	3917	3985	4333
非流动负债合计	3454	3017	2761	3066	3504
负债合计	7975	7068	6678	7051	7837
少数股东权益	395	452	353	389	413
股东权益合计	6911	6816	8048	8728	9554
负债及股东权益合计	15281	14336	15079	15779	17391

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	1689	1726	1699	1669	1796
投资活动产生的现金流量净额	-2431	-1173	-1052	-1077	-971
筹资活动产生的现金流量净额	721	-740	-818	-514	-787
现金及现金等价物净增加额	-26	-187	-171	79	38

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。