

南玻 A (000012)
推荐
行业：玻璃制造

光伏与工程是亮点，浮法与精细下行

公司 4 月 21 日晚公布 14 年一季报，收入 14.8 亿元，同比增 1.79%；净利润 1.23 亿元，同比增 14.3%。EPS 为 0.059 元。

投资要点：

✧ **一季度收入增长不多，主要源于精细玻璃不再并表。**一季度在多晶硅逐步投产背景下，光伏业务收入增加明显。但去年出售的精细玻璃不再并表，导致收入基本持平。利润增长明显高于收入的原因是光伏业务回暖。由于精细玻璃原毛利率接近 40%，不并表后总体毛利率下滑明显，目前为 25.7%，而去年同期为 27.9%。利润率下降在今年全年均会持续。

✧ **光伏与工程是亮点，浮法与触摸屏盈利向下。**光伏回暖与工程玻璃是一季度亮点。光伏因需求复苏而实现扭亏，工程玻璃估计得益于原片价格下降带来利润率回升，两者是业绩上升的主因。平板与精细是拖累因素，平板玻璃今年以来价格持续下降，利润基本持平去年同期；精细玻璃延续去年下半年以来的利润率下行，且持股比例减少。今年全年看，浮法与触摸屏对今年盈利有重要影响，而光伏是决定业绩向上空间的关键。

✧ **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，宜昌二线今年 2 月投产，预计二季度开始生产并逐步盈利。而清远高铝玻璃目前正在建设，预计年底投产。随着产能增加以及产品切入高端领域，超薄玻璃成为未来几年公司明显的增长点。若建设与调试较为顺利，预计 2016 年起高铝玻璃可能带动公司业绩超预期。

✧ **应收账款增加较多，负债率稳定。**一季度应收账款 2.7 亿，明显高于年初的 1.36 亿，是去年底回款力度较大所致。经营性现金流 0.9 亿元，少于去年的 2.9 亿元。资本开支 4.1 亿元，说明扩张仍继续。负债率 44.3%，属正常水平。

✧ **投资建议：**今年投资收益中除精细玻璃利润外，还有去年出售福永浮法生产基地与蛇口工业大厦约 4.5 亿元的收益。而 15 年投资收益将明显减少，业绩更多取决于主业。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.71 元、0.66 元与 0.83 元，其中 16 年受清远高铝玻璃影响较多。给予推荐评级。

✧ **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	9474	10949	12806
收入同比(%)	11%	23%	16%	17%
归属母公司净利润	1536	1465	1366	1721
净利润同比(%)	459%	-5%	-7%	26%
毛利率(%)	28.9%	26.2%	27.2%	28.5%
ROE(%)	19.1%	15.4%	12.6%	13.7%
每股收益(元)	0.74	0.71	0.66	0.83
P/E	10.35	10.85	11.64	9.24
P/B	1.98	1.67	1.46	1.26
EV/EBITDA	7	8	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： 10.00

当前股价： 7.80

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)	162
流通市值(亿元)	102
成交量(百万股)	12.75
成交额(百万元)	98.51

股价表现



相关报告

《南玻 A-盈利回升，股权激励行权条件苛刻》2014-03-25

《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

一、产能情况

表 1 公司产能表

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m²）	东莞	100%	1250	2750	2750	1500	3000
TCO（万m²）	深圳	100%	46	206	246	446	446
工程玻璃（万m²）	深圳		100%				
	东莞	中空大板	100%	240	240	240	240
					300	300	300
	成都	中空大板	75%	240	240	240	240
	天津	中空大板					
	吴江	中空大板	100%	480	480	480	480
		中空大板	100%	240	240	240	240
	武汉	中空大板			300	300	300
		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
超薄原片 (万吨)	100%		3	3	3
ITO 玻璃 (万片)	75%	1500	1500	1500	1500
精细玻璃 (万片)					
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

二、盈利预测

分部收入成本分析

浮法玻璃	2013 年	2014E	2015E	2016E
产能 (万吨)	230.00	230.00	244.00	244.00
销量 (万吨)	230.0	230.0	230.00	240.00
单价 (元/吨)	1721.0	1,660	1,700.00	1,750.00
主营业务收入 (万元)	395,822	381,800	391,000	420,000
环比增长	57.07%	-3.54%	2.41%	7.42%
单位成本 (元/吨)	1349.69	1355.00	1360.00	1390.00
主营业务成本 (万元)	310,428	311,650	312,800	333,600
环比增长	40.12%	0.39%	0.37%	6.65%
内部抵消 (万元)	88,948	86,000	92,000	95,000
内部抵消成本 (万元)	88,654	86,000	92,000	95,000
毛利率	21.6%	18.4%	20.0%	20.6%
超薄玻璃				
产能 (万 m²)	700.00	1700.00	1700.00	1700.00
销量 (万 m²)	600.0	1400.0	1,700.00	2,300.00
单价 (元/m²)	35	27	24	35
主营业务收入 (万元)	21,000	37,800	40,800	80,500
环比增长		80.00%	7.94%	97.30%
单位成本 (元/吨)	20.00	15.00	15.00	20.00
主营业务成本 (万元)	12,000	21,000	25,500	46,000
环比增长		75.00%	21.43%	80.39%
毛利率	42.9%	44.4%	37.5%	42.9%
工程玻璃				
产能 (万 m2)	2,250	2,670.00	2,670.00	2,670.00
销量 (万 m2)	1,900	2,100.00	2,300.00	2,300.00
单价 (元/m2)	150.2	153.00	152.00	152.00
主营业务收入 (万元)	285,475	321,300	349,600	349,600
环比增长	4.95%	12.55%	8.81%	0.00%
单位成本 (元/m2)	103.00	100.00	104.00	103.00
主营业务成本 (万元)	195,696	210,000	239,200	236,900

环比增长	15.12%	7.31%	13.90%	-0.96%
毛利率	31.45%	34.64%	31.58%	32.24%

精细玻璃

触摸屏销量 (万片)
单价 (元/片)
收入 (万元)
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)
单价 (元/片)
收入 (万元)
主营业务收入 (万元)
环比增长
主营业务成本 (万元)
环比增长
毛利率

79,464
-13.15%
48,143
-15.95%
39.42%

太阳能事业部

多晶硅(吨)	6,000	6,000	6,000.00	6,000.00
太阳能电池片(MW)	300	500	700	1,000
超白压延产能 (万m²)	2,800	3,000	3,000	3,000
主营业务收入 (万元)	94,505	287,000	400,000	520,000
环比增长	15.09%	203.69%	39.37%	30.00%
主营业务成本 (万元)	81,467	238,210	308,000	390,000
环比增长	-4.08%	192.40%	29.30%	26.62%
毛利率	15.00%	17.00%	23.00%	25.00%

其它

其他业务收入(万元)	7,000	5,500	5,500	5,500
环比增长	40.00%	-21.43%	0.00%	0.00%
其它业务成本 (万元)	3,000	4,000	4,000	4,000
毛利率	57.14%	27.27%	27.27%	27.27%

合计

收入 (万元)	773,318	947,400	1,094,900	1,280,600
收入增速	10.57%	22.51%	15.57%	16.96%
成本 (万元)	550,080	698,860	797,500	915,500
毛利率	28.87%	26.23%	27.16%	28.51%

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2323	3072	4958	7623
现金	280	500	2148	4527
应收账款	136	371	429	502
其它应收款	109	140	162	190
预付账款	73	91	104	119
存货	379	542	622	713
其他	1345	1428	1492	1572
非流动资产	12756	13477	14925	16418
长期投资	770	0	0	0
固定资产	7980	9924	11984	13636
无形资产	933	947	947	947
其他	3073	2606	1994	1835
资产总计	15079	16549	19883	24040
流动负债	3917	4779	4608	4869
短期借款	1425	1914	1523	1510
应付账款	982	1188	1356	1556
其他	1511	1677	1730	1803
非流动负债	2761	1753	3753	5753
长期借款	303	1303	3303	5303
其他	2458	450	450	450
负债合计	6678	6532	8361	10622
少数股东权益	353	502	642	817
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1391	1391	1391	1391
留存收益	4569	6034	7399	9120
归属母公司股东权益	8048	9515	10881	12601
负债和股东权益	15079	16549	19883	24040

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1699	1529	2325	2918
净利润	1675	1614	1505	1896
折旧摊销	700	578	742	909
财务费用	238	105	185	256
投资损失	-927	-490	-100	-130
营运资金变动	-112	-195	-15	-18
其它	124	-82	9	4
投资活动现金流	-1052	-722	-2100	-2270
资本支出	2142	2000	2200	2400
长期投资	0	-783	0	0
其他	1090	495	100	130
筹资活动现金流	-818	-587	1424	1731
短期借款	-263	490	-392	-13
长期借款	-408	1000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0
其他	-156	-2077	-185	-256
现金净增加额	-171	220	1648	2379

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	9474	10949	12806
营业成本	5501	6989	7975	9155
营业税金及附加	48	40	40	40
营业费用	267	313	350	397
管理费用	671	692	799	935
财务费用	238	105	185	256
资产减值损失	64	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	927	490	100	130
营业利润	1871	1806	1680	2133
营业外收入	217	70	70	70
营业外支出	152	10	10	11
利润总额	1935	1866	1740	2192
所得税	260	252	235	296
净利润	1675	1614	1505	1896
少数股东损益	139	149	139	175
归属母公司净利润	1536	1465	1366	1721
EBITDA	2809	2489	2606	3298
EPS (元)	0.74	0.71	0.66	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%	22.5%	15.6%	17.0%
营业利润	439.9	-3.4%	-7.0%	27.0%
归属于母公司净利润	459.0	-4.6%	-6.8%	26.0%
获利能力				
毛利率	28.9%	26.2%	27.2%	28.5%
净利率	19.9%	15.5%	12.5%	13.4%
ROE	19.1%	15.4%	12.6%	13.7%
ROIC	15.9%	12.2%	10.7%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	44.3%	39.5%	42.1%	44.2%
净负债比率	31.86	56.60	63.45	68.65
流动比率	0.59	0.64	1.08	1.57
速动比率	0.50	0.53	0.94	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.60	0.60	0.58
应收账款周转率	36	36	27	27
应付账款周转率	5.24	6.44	6.27	6.29
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.71	0.66	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.74	1.12	1.41
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.58	5.24	6.07
估值比率				
P/E	10.35	10.85	11.64	9.24
P/B	1.98	1.67	1.46	1.26
EV/EBITDA	7	8	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-25	《南玻 A-盈利回升，股权激励行权条件苛刻》
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》
2012-08-20	《南玻 A - 盈利能力见底》
2012-07-19	《南玻 A - 大比例回购 B 股彰显管理层对公司投资价值信心》
2012-04-23	《南玻 A - 困难的时刻即将过去》
2012-04-07	《南玻 A - 预减不足惧，等待抄底时》
2012-03-27	《南玻 A - 盈利谷底来临，曙光就在前方》
2011-10-26	《南玻 A-悲观预期反应之日是买入股票之时》
2011-08-08	《南玻 A-穿越周期的成长性品种》
2011-01-18	《南玻 A-2011 年第一次股东大会会议纪要》
2010-10-24	《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明年企业转型》
2010-07-22	《公司点评_20100722_李凡》
2010-05-26	《南玻 A-多晶硅一期项目达产达标情况通报会议纪要》
2010-04-21	《南玻 A-正逐步完成制造型公司向创新性公司的转型》
2010-04-16	《南玻 A-浮法玻璃景气高峰助推公司业绩》
2010-03-18	《公司点评_20100318_李凡》
2009-12-09	《南玻 A-住宅节能玻璃市场争夺战拉开序幕》
2009-10-20	《南玻 A-短期景气提升季度业绩，新设浮法线完善全国布局》
2009-10-14	《南玻 A-浮法价格上涨带动盈利回升，仍需关注行业复产进度》
2009-07-13	《南玻 A-2 季度公司浮法玻璃业务改善明显》
2009-04-22	《南玻 A-盈利底部已现，业绩环比回升》
2009-03-31	《南玻 A-长期太阳能前景广阔，短期业绩不尽人意》
2009-03-27	《南玻 A-可能成为财政部补贴太阳能领域政策受益程度最大的公司》

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