

南玻 A (000012)

推荐

行业：玻璃制造

浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃

公司10月28日晚公布14年三季报，前三季度收入51.4亿元，同比减8.89%；净利润7.37亿元，同比增17.47%；扣非后净利润3.74亿元，同比减33.66%；EPS为0.36元。

投资要点：

✧ **精细玻璃不并表导致收入负增长，浮法大幅下跌是主业盈利下跌主要原因。**前三季度公司收入下降8.89%，是因为精细玻璃事业部去年底出售股权后不再并表。实际的主业净利润3.74亿元，下跌33%，跌幅大于上半年的-24%。最主要的原因是浮法玻璃从年初价格持续下跌，7-8月份基本达到全行业亏损状态。玻璃价格虽然在9月份有所上涨，但10月份再度下跌，预计四季度扣非净利润下滑趋势不变。因上半年有出售深圳浮法的投资收益3.11亿元，总体净利润仍处在增长中。

✧ **三季度浮法差于预期，但光伏多晶硅上行是亮点。**地产投资下滑导致玻璃今年前9个月需求增速滑到3.8%，而玻璃价格也较年初下跌15-20%，7-8月份基本上全行业亏损；短期内估计平板玻璃盈利仍有较大压力。值得高兴的是光伏事业部中多晶硅技改后成本大幅减少，盈利明显提升，从而一定程度上抵消了浮法的下行。从三季度单季毛利率24.9%来看，与二季度持平；单季扣非净利润1.31亿，仅略低于二季度的1.34亿元。随着国内光伏相关政策推动，装机容量上升将保证多晶硅需求，预计光伏周期逐步向上，这将成为公司未来业绩向上的重要关注点。

✧ **超薄玻璃将带领公司逐步转型。**上半年超薄玻璃利润率进一步提升，随着湖北宜昌线与清远高铝线投产后，公司将由有碱玻璃进入更为高端的无碱玻璃领域。公司未来将依靠新业务逐步转型，这一战略已经非常明显，且体现在各项投资计划中。未来建筑浮法将不再扩张，而将通过在线镀膜项目提升产品附加值以开拓市场。从长期看，附加值高的产品的占比将逐步提升。

✧ **周转率略有提升，投资稍放缓。**前三季度存货与应收账款周转率为9.6与18.9，好于去年同期的9.58与18.73；经营性现金流9.6亿元，同比降12.7%；低于资本开支的14.8亿元，存在现金缺口。投资14.8亿元，较去年同期略下降2.8%，应该与整体经济放缓后投资稍有谨慎相关，但影响不大。资产负债率44.2%基本持平于去年。

✧ **投资建议：**因地产投资下滑导致玻璃业务盈利受影响超预期，我们调整14-16年EPS为0.5元、0.45元、0.64元。目前市场对地产周期已有较悲观预期，我们给予公司推荐评级。

✧ **风险提示：**玻璃价格下行超预期，新产品开发进度不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7734	8840	10213	12280
收入同比(%)	11%	14%	16%	20%
归属母公司净利润	1536	1027	939	1336
净利润同比(%)	459%	-33%	-9%	42%
毛利率(%)	28.9%	21.9%	23.9%	26.2%
ROE(%)	19.1%	12.2%	10.0%	12.4%
每股收益(元)	0.74	0.50	0.45	0.64
P/E	10.28	15.37	16.81	11.82
P/B	1.96	1.87	1.68	1.47
EV/EBITDA	7	10	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6-12个月目标价：8.5

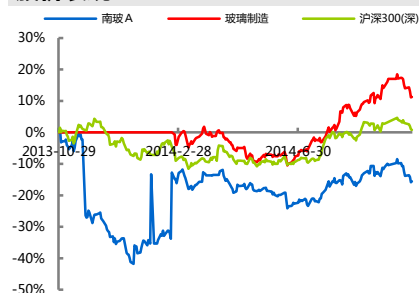
当前股价：7.46

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)	1,303
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	97
成交量(百万股)	9.96
成交额(百万元)	74.09

股价表现



相关报告

《南玻A-浮法已处底部，关注光伏向上与电子玻璃扩张》2014-08-05

《南玻A—浮法拖累业绩，太阳能回升》2014-07-07

《南玻A-光伏与工程是亮点，浮法与精细下行》2014-04-22

一、经营情况

图 1 公司年度经营情况

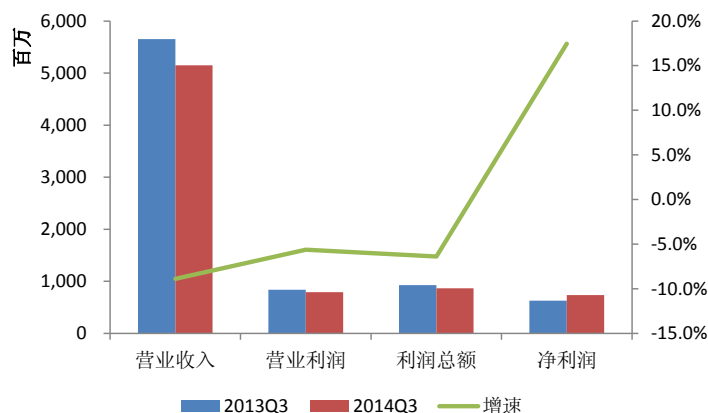
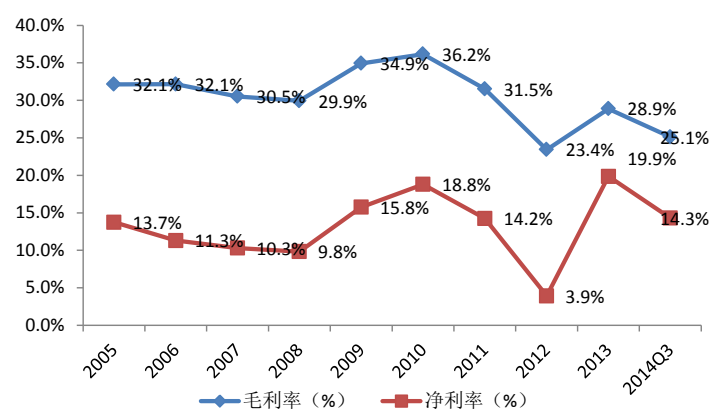


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

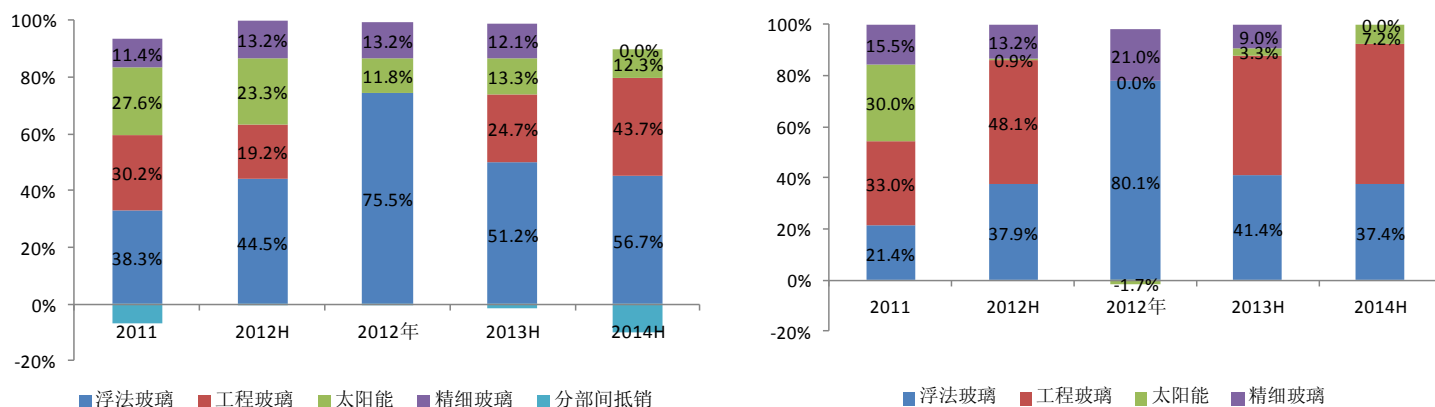
	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
收入 (亿元)	15.23	18.22	19.48	17.01	14.57	20.80	21.15	20.82	14.83	17.80	18.86
同比增速		-22%	-6%	-4%	-4%	14%	9%	NA	2%	-14%	-11%
环比增速	-13.7%	19.6%	6.9%	-12.7%	-14.4%	42.8%	1.7%	-1.5%	-28.8%	20.0%	6.0%
毛利率	19.2%	22.8%	25.0%	26.1%	27.9%	29.6%	30.5%	27.2%	25.7%	24.9%	24.9%
费用率	15.1%	13.6%	13.7%	15.6%	16.8%	12.8%	13.3%	18.5%	15.6%	15.3%	15.5%
归属股东净利润 (亿元)	1.21	1.25	1.57	-1.28	1.08	2.46	2.74	9.08	1.23	4.66	1.48
同比增速		-70%	-42%	-288%	-11%	97%	75%	NA	14%	89%	-46%
环比增速	77.9%	3.0%	25.5%	-181.7%	-184.1%	128.5%	11.3%	231.6%	-86.5%	278.8%	-68.2%
净利率	8.0%	6.9%	8.0%	-7.5%	7.4%	11.8%	13.0%	43.6%	8.3%	26.2%	7.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、产品结构

图 3 公司收入结构

图 4 公司营业利润结构



资料来源：中投证券研究所、公司公告

三、产能表

表 2 公司产能表

领域	地域(产品)	控股比例	2010	2011	2012E	2013	2014E	2015E
浮法玻璃 (万吨)	深圳	100%	42	42	42	0	0	0
	东莞	100%						18
	成都	75%	76	76	76	76	76	76
	广州 (搬迁至武汉)	100%	42	42	0	0	0	0
	武汉	100%				47	47	47
	河北廊坊	100%	50	50	50	50	50	50
	江苏吴江	100%		50	50	50	50	50
累计			210	260	218	223	223	241
超白压延玻璃 (万m²)	东莞	100%	1250	1250	1500	1500	3150	3150
TCO (万m²)	深圳	100%	46	46	46	46	0	0
工程玻璃 (万m²)	深圳	100%						
	东莞	中空	240	240	240	240	240	240
		大板		300	300	300	300	300
	成都	中空	240	240	240	240	240	240
		大板						300
	天津	中空	480	480	480	480	480	480
	吴江	中空	240	240	240	240	360	360
		大板		300	300	300	300	300
	武汉	中空				120	120	120
		大板					300	300
累计			1200	1200	1200	1320	1440	1440
			0	600	600	600	900	1200
太阳能	多晶硅(吨)	93.37%	1500	2500	2500	6000	6000	6000
	多晶硅切片 (MW)	93.37%	160	200	200	200	500	500
	太阳能电池片宜昌 (MW)							
	太阳能电池片东莞 (MW)	100%	100	300	300	300	300	300

太阳能电池组件 (MW)		100%	100	300	300	300	300	300
超薄原片 (万吨)		100%		3	3	3	3	3
		100%					3.4	3.4
精细玻璃 (万片)	ITO 玻璃 (万片)	44%	1500	1500	1500	1800	1800	3600
	触摸屏 (万片)	44%	108	180	180	180	180	180

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、运营情况

表 3 公司运营情况

	2010	2011	2012	2013	2014Q3
营运能力					
存货周转率 (次)	11.6	11.8	12.6	14.7	9.6
应收账款周转率 (次)	29.2	29.7	23.6	37.4	18.9
资金状况					
资产负债率 (%)	45.8	52.2	49.3	44.3	44.2
经营活动现金流 (亿元)	23.7	16.9	17.3	17.0	9.6
增长率 (%)	41.7	-28.6	2.2	-1.6	-12.7
资本性支出					
资本性支出 (亿元)	20.2	28.0	13.9	21.4	14.8
增长率 (%)	72.9	39.0	(50.4)	54.0	(2.8)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 4 公司盈利预测

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	1,430	1,420.00	1,550.00
主营业务收入 (万元)	395,822	328,900	326,600	372,000
环比增长	21.50%	-16.91%	-0.70%	13.90%
单位成本 (元/吨)	1349.69	1300.00	1300.00	1350.00
主营业务成本 (万元)	310,428	299,000	299,000	324,000
环比增长	9.48%	-3.68%	0.00%	8.36%
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%	9.1%	8.5%	12.9%
超薄玻璃				
产能 (万 m ²)	700.00	1700.00	1700.00	1700.00
销量 (万 m ²)	600.0	1400.0	1,700.00	2,300.00
单价 (元/m ²)	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 m ²)	2,250	2,670.00	2,670.00	2,670.00
销量 (万 m ²)	1,900	2,100.00	2,300.00	2,300.00
单价 (元/m ²)	150.2	148.00	148.00	150.00
主营业务收入 (万元)	285,475	310,800	340,400	345,000
环比增长	9.53%	8.87%	9.52%	1.35%
单位成本 (元/m ²)	103.00	102.00	101.00	103.00
主营业务成本 (万元)	195,696	214,200	232,300	236,900
环比增长	12.69%	9.46%	8.45%	1.98%
毛利率	31.45%	31.08%	31.76%	31.33%

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)	79,464
环比增长	-13.15%
主营业务成本 (万元)	48,143
环比增长	-15.95%
毛利率	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 m ²)	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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年

收入（万元）		773,318	884,000	1,021,300	1,228,000
	收入增速	1.51%	14.31%	15.53%	20.24%
成本（万元）		550,080	690,410	776,800	905,900
	毛利率	28.87%	21.90%	23.94%	26.23%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2323	3003	3332	5596
现金	280	500	612	2561
应收账款	136	347	400	481
其它应收款	109	131	152	182
预付账款	73	90	101	118
存货	379	535	606	705
其他	1345	1401	1460	1549
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	16480	18257	22014
流动负债	3917	5815	4556	4841
短期借款	1425	2978	1523	1510
应付账款	982	1174	1321	1540
其他	1511	1663	1713	1792
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	7568	8309	10594
少数股东权益	353	458	553	690
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1391	1391	1391	1391
留存收益	4569	4973	5913	7249
归属母公司股东权益	8048	8455	9394	10730
负债和股东权益	15079	16480	18257	22014

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1699	1102	1943	2603
净利润	1675	1132	1035	1472
折旧摊销	700	578	742	909
财务费用	238	118	216	291
投资损失	-927	-490	-40	-50
营运资金变动	-112	-153	-18	-25
其它	124	-83	8	5
投资活动现金流	-1052	-722	-2160	-2350
资本支出	2142	2000	2200	2400
长期投资	0	-783	0	0
其他	1090	495	40	50
筹资活动现金流	-818	-159	329	1696
短期借款	-263	1553	-1455	-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	-2712	-216	-291
现金净增加额	-171	220	112	1948

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	8840	10213	12280
营业成本	5501	6904	7768	9059
营业税金及附加	48	40	40	40
营业费用	267	292	327	381
管理费用	671	707	746	896
财务费用	238	118	216	291
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	40	50
营业利润	1871	1249	1137	1643
营业外收入	217	70	70	70
营业外支出	152	10	10	11
利润总额	1935	1309	1197	1702
所得税	260	177	162	230
净利润	1675	1132	1035	1472
少数股东损益	139	105	96	136
归属母公司净利润	1536	1027	939	1336
EBITDA	2809	1945	2095	2843
EPS (元)	0.74	0.50	0.45	0.64

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	10.6%	14.3%	15.5%	20.2%
营业利润	439.9%	-33.2%	-9.0%	44.5%
归属于母公司净利润	459.0%	-33.1%	-8.6%	42.2%
获利能力				
毛利率	28.9%	21.9%	23.9%	26.2%
净利率	19.9%	11.6%	9.2%	10.9%
ROE	19.1%	12.2%	10.0%	12.4%
ROIC	15.9%	8.8%	7.8%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	44.3%	45.9%	45.5%	48.1%
净负债比率	31.86%	62.91%	63.85%	68.83%
流动比率	0.59	0.52	0.73	1.16
速动比率	0.50	0.42	0.59	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.59	0.61
应收账款周转率	36	36	27	27
应付账款周转率	5.24	6.41	6.23	6.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.50	0.45	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.53	0.94	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.88	4.07	4.53	5.17
估值比率				
P/E	10.28	15.37	16.81	11.82
P/B	1.96	1.87	1.68	1.47
EV/EBITDA	7	10	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-05	《南玻 A-浮法已处底部，关注光伏向上与电子玻璃扩张》
2014-07-07	《南玻 A—浮法拖累业绩，太阳能回升》
2014-04-22	《南玻 A-光伏与工程是亮点，浮法与精细下行》
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》
2011-05-15	《南玻 A-4.03 亿元转让广州浮法股权》
2011-04-22	《南玻 A-1 季度盈利增长主要依靠太阳能领域》
2011-03-21	《南玻 A-浮法、太阳能双超预期》
2011-01-31	《南玻 A-出售陶瓷科技，发展战略进一步清晰》
2011-01-18	《南玻 A-2011 年第一次股东大会会议纪要》
2011-01-11	《南玻 A-公司正值盈利高峰期》
2010-12-26	《南玻 A-规划产能大幅扩张，未来增长前景值得期待》
2010-10-24	《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型》
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》
2010-04-16	《南玻 A-浮法玻璃景气高峰助推公司业绩》
2010-03-30	《南玻 A-稳定持续的规模扩张是公司最为重要的特征》
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》
2009-08-04	《南玻 A-浮法改善明显，太阳能领域等待需求回暖》
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,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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434