

南玻 A (000012)

强烈推荐

行业：玻璃制造

未来成长性仍明显，资本运作值得期待

本文我们除分析公司业务成长性外，更着重分析前海人寿的背景及历次资本运作情况。我们认为南玻业绩见底后有望回升，若有进一步的资本运作，前景值得期待。

投资要点：

✧ **南玻是玻璃行业中具备明显成长性的标的，成长性业务利润占比高达 65%。**公司业务覆盖平板玻璃、LOW-E 玻璃、太阳能产业链与超薄玻璃。浮法玻璃与多晶硅属于周期性业务，波动较大。真正具备成长性的 LOW-E 玻璃收入与利润过去八年保持 10.8%与 12.7%复合增长，每年近 5 亿元的利润成为公司盈利最大保证。LOW-E 玻璃业绩占比逐年提升，目前高达 43.4%与 59.6%；再考虑近两年新增的超薄玻璃，公司成长性业务的利润占比已达到 65%。

✧ **超薄电子玻璃全球空间 560 亿元，南玻盈利能力已媲美康宁，或成公司第二利润来源。**受益于智能手机与平板电脑普及，盖板玻璃需求爆发增长。2014 年全球超薄玻璃产值 560 亿元，净利润 150 亿元，是我国平板玻璃行业利润的 10 倍。因技术门槛高企，市场基本被美国康宁、日本旭硝子等企业垄断。南玻 2011 年开始切入后已成为国内龙头，净利润率远远超出旭硝子、基本达到美国康宁的水平。南玻正由钠钙玻璃进入更高端的高铝玻璃领域，估计超薄玻璃利润将由 14 年的 0.52 亿元升至 2017 年的 4.5 亿元，成为第二大盈利来源。

✧ **周期性业务基本可判断已见底，未来将逐步升级。**(1) 浮法玻璃年初以来需求下滑 4.2%，毛利率跌至历史最低点 7.4%，全行业基本亏损。已有 28.68%的产能停产，在产产能第七个月负增长，幅度-4.4%。恶劣环境下，南玻从 2012 年开始主动收缩产能，提高内部深加工比例，以提高竞争力。随着地产投资企稳，预计价格将于年底或明年上半年企稳回升。(2) 光伏多晶硅受供给与技术影响，今年价格下跌至 17 美元/kg，行业再次进入盈亏平衡状态。南玻已瞄准电子级多晶硅，该产品现全部进口，在集成电路国产化背景下需求将快速增长，其价格是光伏多晶硅的 2 倍以上，若南玻成功量产，有望复制超薄玻璃之路。

✧ **前海人寿大幅增持至 20%，后续资本运作值得期待。**2015 年初开始前海人寿在二级市场上迅速增持南玻 A 并参与定增，现持股比例已达 20%，我们估计成本约 12.11 元/股（考虑定增）。前海人寿隶属宝能系，过去三年资产规模由 17.3 亿元猛增至 560 亿元，收入与净利润达 87.4 亿与 1.33 亿元。公司股东背景强大，业务覆盖商业运营、现代物流、文化旅游、金融、健康医疗、教育、养老服务、绿色农业等。前海人寿 14 年持股规模已达 38.8 亿元，净收益高达 10 亿元左右；且从已退出的标的来看，公司持股时间长（最高 53 个月），盈利能力在 26-134%间。在前海人寿的最新持股中，其在南玻 A 的持股数远高于第二大股东，这或许为南玻后续的产业资本合作提供更大可能。

✧ **业绩基本见底，新业务成长与产业资本合作值得期待，上调评级至强烈推荐。**预计 15-17 年 EPS 为 0.28、0.39 与 0.58 元。业绩基本已处周期最底部，明年上半年好转概率大。后续定增、B 转 H、资本运作值得期待，强烈推荐。

✧ **风险提示：业绩低于预期，资本运作不达预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7045	7187	8799	10738
收入同比(%)	-9%	2%	22%	22%
归属母公司净利润	874	579	804	1195
净利润同比(%)	-43%	-34%	39%	49%
毛利率(%)	24.4%	23.6%	26.9%	29.6%
ROE(%)	10.5%	7.3%	9.2%	12.1%
每股收益(元)	0.42	0.28	0.39	0.58
P/E	22.38	33.74	24.32	16.36
P/B	2.34	2.48	2.25	1.98
EV/EBITDA	13	15	11	8

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 13

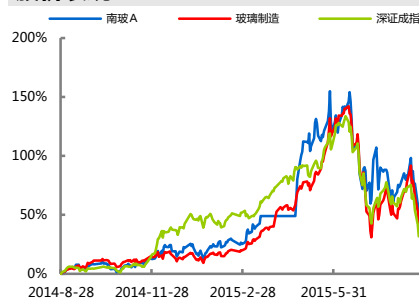
当前股价： 9.23

评级调整： 上调

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)	192
流通市值(亿元)	120
成交量(百万股)	36.03
成交额(百万元)	351.09

股价表现



相关报告

《南玻 A - 业绩触及底部，前海人寿入主提供未来资本运作空间》2015-07-12

《南玻 A - 超薄玻璃与多晶硅为长期亮点，股权变动与 B 转 H 提供短期催化剂》2015-04-30

《南玻 A - 浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃》2014-10-28

目 录

一、	南玻是玻璃行业中具备明显成长性的标的	4
1.	LOW-E 玻璃与超薄玻璃贡献总利润的 65%	4
2.	LOW-E 玻璃稳定成长，撑起半边天	4
二、	南玻超薄玻璃盈利能力媲美康宁，或成公司第二大利润来源	5
1.	超薄玻璃全球空间 560 亿元，进口替代空间广阔	5
2.	南玻盈利能力媲美康宁，高铝玻璃进一步奠定国内龙头地位	6
3.	超薄玻璃有望上升为公司第二大业务	6
三、	周期性业务已见底，未来将逐步升级	7
1.	浮法玻璃行业盈利已见底，逐步企稳可期	7
1.1	浮法玻璃基本全行业亏损，产能收缩促进行业企稳	7
1.2	南玻 A 浮法玻璃规模收缩，深加工比例提升	9
2.	光伏多晶硅进入底部，电子级多晶硅成为新亮点	10
2.1	光伏多晶硅周期波动明显，目前处在低盈利状态	10
2.2	南玻多晶硅产业升级，未来瞄准电子级多晶硅	11
四、	前海人寿入主大举增持，资本运作值得期待	12
1.	前海人寿大举入主南玻，持股比例已达 20%	12
2.	前海人寿资产规模 560 亿，宝能系背景强大	13
2.1	前海人寿为宝能系公司	13
2.2	宝能系业务集中于金融、地产、物流	13
2.3	前海人寿资产规模呈现爆发式增长	14
3.	前海人寿二级市场动作不断，投资收益颇丰	15
3.1	前海人寿股票投资规模明显增长	15
3.2	前海人寿近几年资本运作方式与收益分析	15
五、	盈利预测	17
六、	风险提示	19

图目录

图 1 南玻 A 各业务板块收入占比.....	4
图 2 南玻 A 各业务板块净利润占比.....	4
图 3 南玻工程玻璃营业利润	5
图 4 南玻超薄玻璃净利润	5
图 5 康宁、旭硝子与我国平板玻璃行业毛利率.....	5
图 6 康宁与我国平板玻璃行业利润比较.....	5
图 7 康宁、旭硝子与南玻 A 电子玻璃利润率.....	6
图 8 南玻有碱超薄玻璃盈利情况.....	6
图 9 南玻 A 电子玻璃收入预测.....	7
图 10 南玻 A 电子玻璃利润预测.....	7
图 11 地产投资单月完成额.....	8
图 12 玻璃行业毛利率	8
图 13 我国玻璃行业实际在产产能情况.....	8
图 14 玻璃行业停产产能比例.....	8
图 15 公司浮法玻璃毛利率	9
图 16 公司浮法玻璃单吨净利	9
图 17 公司浮法玻璃产能规模	10
图 18 公司浮法玻璃深加工比例.....	10
图 19 全球光伏装机容量	11
图 20 多晶硅价格走势.....	11
图 21 南玻 A 多晶硅业务经营情况.....	11
图 22 南玻多晶硅业务规模	12
图 23 我国集成电路进口额	12
图 24 前海人寿总资产	15
图 25 前海人寿收入与利润	15
图 26 前海人寿交易性金融资产结构.....	15
图 27 前海人寿交易性金融资产规模与收益.....	15

表目录

表 1 玻璃行业最新环保标准	8
表 2 前海人寿一致行动人增持南玻价格情况	12
表 3 前海人寿及其一致行动人增持南玻价格情况	12
表 4 前海人寿股权结构.....	13
表 5 宝能系资产与股权结构	14
表 6 前海人寿近几年资本运作情况	16
表 7 前海人寿主要持股收益估算	17
表 8 南玻盈利预测	17

一、南玻是玻璃行业中具备明显成长性的标的

1. LOW-E 玻璃与超薄玻璃贡献总利润的 65%

南玻 A 主营业务覆盖平板玻璃、LOW-E 玻璃、光伏多晶硅、超薄玻璃。公司基于原有优势业务进行产业链扩张，前后于 2005 年进入光伏领域，2011 年进入超薄电子玻璃领域。各块业务中，平板玻璃与多晶硅属于周期性较明显的行业，LOW-E 玻璃与超薄电子玻璃为持续成长的业务。

从 2007 年至 2014 年的业务结构变化中，可以看出公司成长性业务重要性逐步增强。南玻已并非一个传统的玻璃企业，其成长性突出且可持续。

从收入看，浮法玻璃虽然仍是第一大业务，但收入占比从 2007 年的 52.7% 降至 2014 年 51.9%，LOW-E 玻璃收入占比从 33.5% 上升至 43.4%。从净利润看，浮法玻璃贡献占比从 50% 降至 19.4%，LOW-E 玻璃占比由 22.7% 升至 59.6%。若考虑近两年新增的超薄玻璃，成长性业务的利润贡献已经高达 64.9%。

图 1 南玻 A 各业务板块收入占比

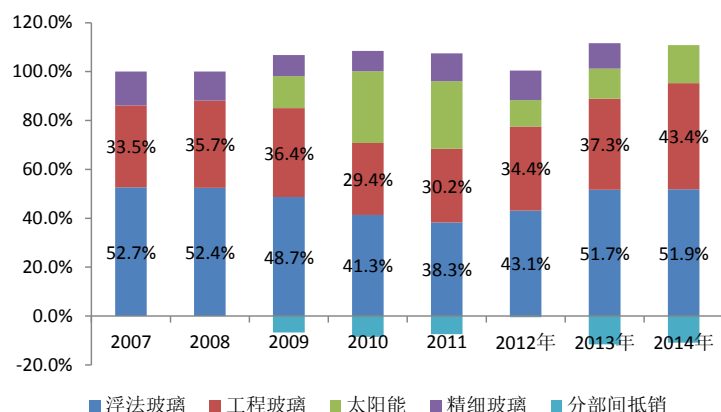
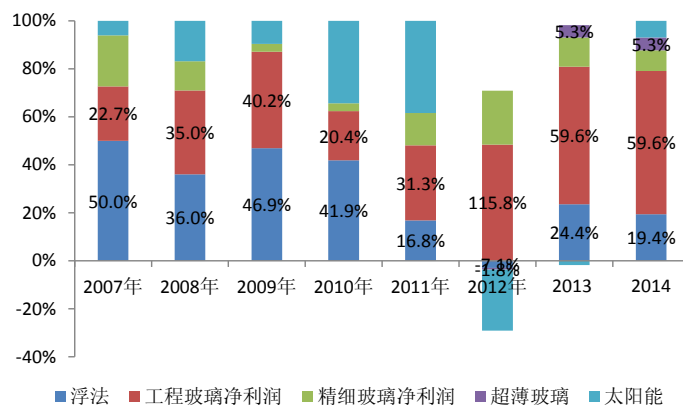


图 2 南玻 A 各业务板块净利润占比



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

2. LOW-E 玻璃稳定成长，撑起半边天

南玻是国内最大的 LOW-E 玻璃企业，凭借强大的品牌占据商业建筑市场。作为公司利润 60% 的来源，LOW-E 玻璃每年收入与利润均稳定增长，过去八年年均增速分别达到 10.8% 与 12.7%。这种稳健成长使得南玻即使在经济环境恶劣时仍能保持正盈利，也成为公司成长的主要推动力。

而超薄玻璃为 2011 年新增的产品，净利润由 2012 的亏损提升至 2014 年的 5200 万元，已占总利润的 5.3%，是南玻业务中最值得关注的。

图 3 南玻工程玻璃营业利润

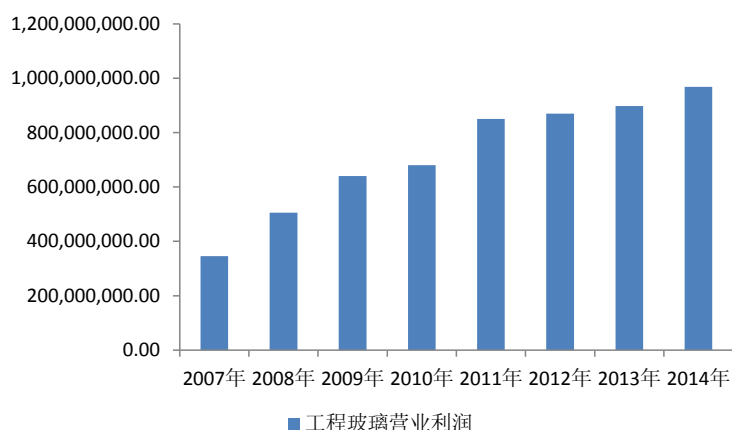
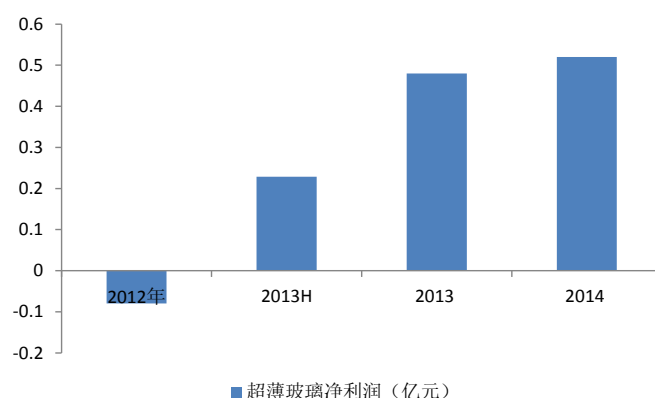


图 4 南玻超薄玻璃净利润



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

二、南玻超薄玻璃盈利能力媲美康宁，或成公司第二大利润来源

1. 超薄玻璃全球空间 560 亿元，进口替代空间广阔

在平板玻璃全行业亏损背景下，超薄电子玻璃是玻璃行业难得一见的空间大利润高的子领域。其 2014 年行业产值约 560 亿，略低于我们平板玻璃行业的 696 亿元，但技术门槛高企导致该领域呈现寡头垄断特点，行业盈利能力非常强。作为全球超薄玻璃的龙头，康宁公司的电子玻璃净利率高达 36%，远高于我们平板玻璃个位数的利润率。

2014 年美国康宁全球电子玻璃的净利润约 84 亿元，以其占据市场约一半的份额估算，全球电子玻璃的利润值在 150 亿元以上，相当于我国平板玻璃去年 14.8 亿的利润的 10 倍。这意味着超薄电子玻璃的行业净利率估计达到 26.8%。

我国企业刚刚进入该领域，洛阳玻璃与南玻 A 是国内两家能够生产有碱超薄玻璃的企业。两家公司在 2014 年的电子玻璃净利润合计不到 1 亿元，市场占比不到 1%，未来发展空间巨大，进口替代之路仍长。

图 5 康宁、旭硝子与我国平板玻璃行业毛利率

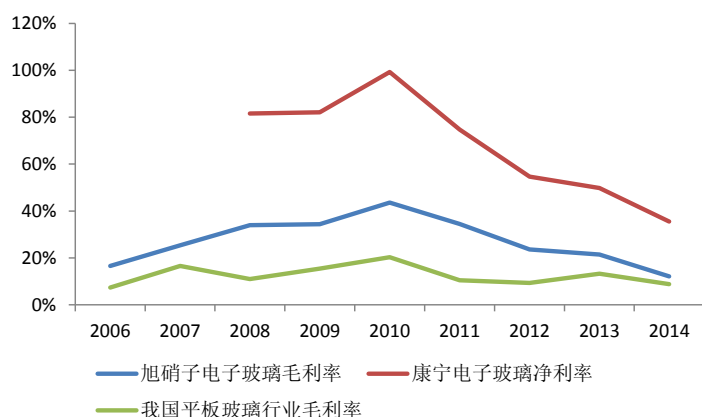
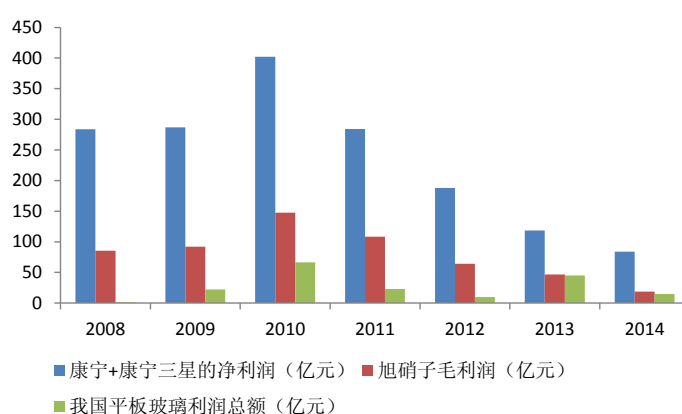


图 6 康宁与我国平板玻璃行业利润比较



资料来源：wind、各公司年报、中国中投证券研究总部

2. 南玻盈利能力媲美康宁，高铝玻璃进一步奠定国内龙头地位

南玻自 2011 年进入有碱超薄玻璃领域后，开始抢占手机盖板玻璃的中低端领域，成长性明显。

虽然从时间点上落后于洛阳玻璃，但近两年洛阳玻璃增长不明显。南玻 2014 年电子超薄的净利润已达到 5200 万元，超过洛阳玻璃的 4624 万元，确定成为国内有碱超薄的龙头。与国外竞争对手相比，南玻近两年超薄玻璃净利润率高达 32%，非常接近于康宁的盈利能力，更是远远超过旭硝子 12% 的毛利率。

图 7 康宁、旭硝子与南玻 A 电子玻璃利润率

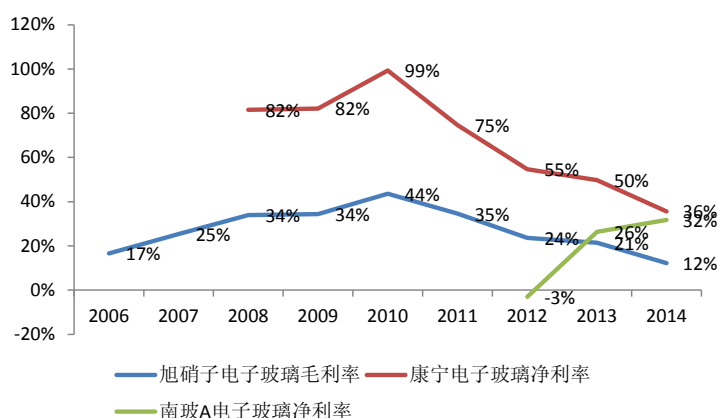
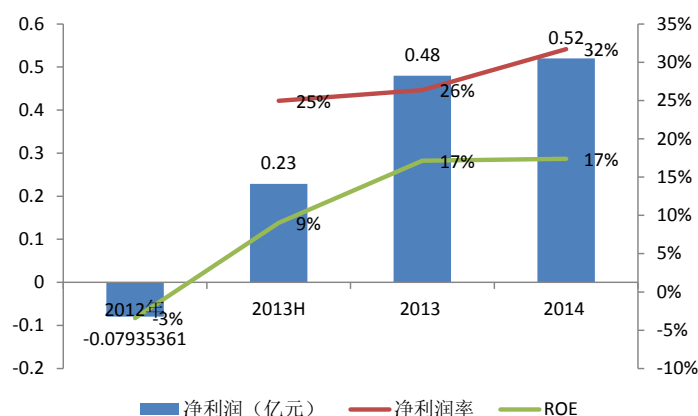


图 8 南玻有碱超薄玻璃盈利情况



资料来源：各公司年报、中国中投证券研究总部

随着手机等电子设备对触控要求的提升，盖板玻璃的性能要求也逐步提高。目前较高端的盖板玻璃为高铝玻璃，均从国外进口，康宁与旭硝子占比了 75% 与 25% 的份额，国内能够稳定量产的企业基本没有。南玻清远线主打高铝玻璃，已进入试产期，预计 2015 年底将量产。因高铝玻璃是较之钠钙玻璃更为高端的产品，若成功量产，将对康宁与旭硝子构成更大冲击。

表 1 南玻超薄电子玻璃产能

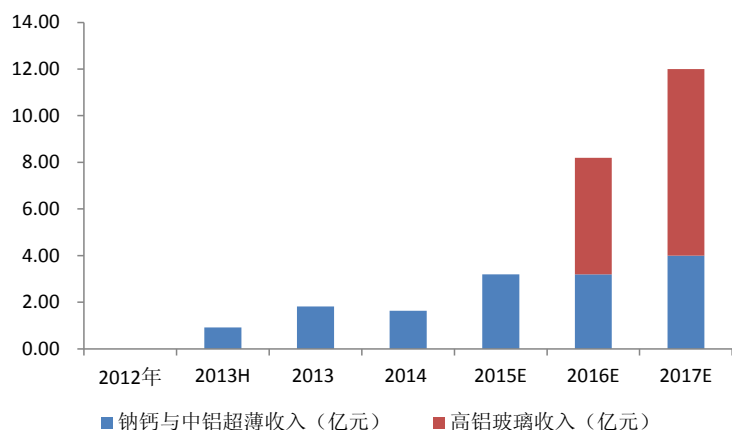
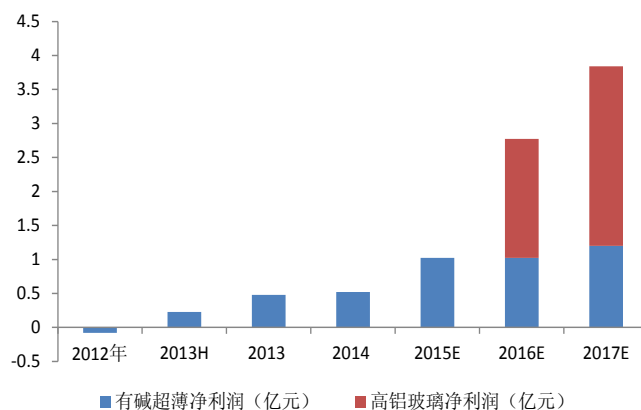
基地 (权益比例)	生产线	日熔量 (t/d)	年产量 (万吨)	(预计) 点火时间	项目金额 (万元)
河北廊坊 (100%)	超薄玻璃	150	3.0	2011 年底	34776
湖北宜昌	超薄玻璃	240	3.4	2014 年 2 月	22800
清远	高铝超薄玻璃		100 万平米/月	2015 年 4 月	42700
河北	中铝超薄玻璃			还在筹划	31287

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 超薄玻璃有望上升为公司第二大业务

智能手机的迅速发展带动了超薄玻璃的需求。南玻目前有碱超薄玻璃产能已达到 6.4 万吨/年，2015 年下半年将新增清远高铝玻璃，年产能达到 1200 万平米；目前还在筹划建设河北中铝玻璃。

高铝玻璃价格与盈利将明显高于普通钠钙玻璃,将进一步提高公司超薄玻璃的利润率。我们预计超薄玻璃利润将从 14 年的 0.52 亿元提升至 2017 年的 4.5 亿元左右,有望成为公司第二大业务。

图 9 南玻 A 电子玻璃收入预测

图 10 南玻 A 电子玻璃利润预测


资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

三、 周期性业务已见底，未来将逐步升级

1. 浮法玻璃行业盈利已见底，逐步企稳可期

1.1 浮法玻璃基本全行业亏损，产能收缩促进行业企稳

因玻璃下游 70%用于房地产，地产投资的下行直接导致了玻璃需求的大降下降。过去 10 年中，玻璃行业仅在 2009 年 1 月份全球金融危机时出现了需求量-5.9%的单月下滑，以及 2012 年出现最多 4.1%的下滑。但 2015 年以来，玻璃产量的下滑幅度明显大于之前，下滑幅度最多达到-6.4%，且短期仍无明显改善。

需求疲软背景下，企业不断降价，导致盈利能力也持续创新低。玻璃行业前五个月收入与利润总额仅为 234 亿与 5.8 亿元，分别下降了 12.8%与 64.77%，毛利率为 7.4%，基本持平于 2006 年的历史最低点，远低于历史 13.4%的均值。考虑到各项费用，行业基本陷入亏损，这是我们判断盈利基本见底的依据。

但一二线城市上半年销售的回暖背景下，5 月份单月的地产投资额增速为 3.4%，较前两月的 0.5%与 2.4%有逐步回升。前 5 月的累计地产投资增速为 4.3%。根据中投地产团队的预测，2015 年下半年地产投资将企稳，全年的地产投资增速约在 5%左右。玻璃需求的下滑预计也会出现企稳。

图 11 地产投资单月完成额

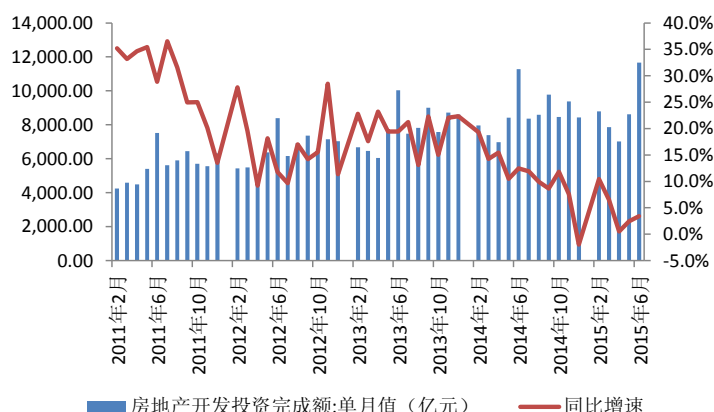
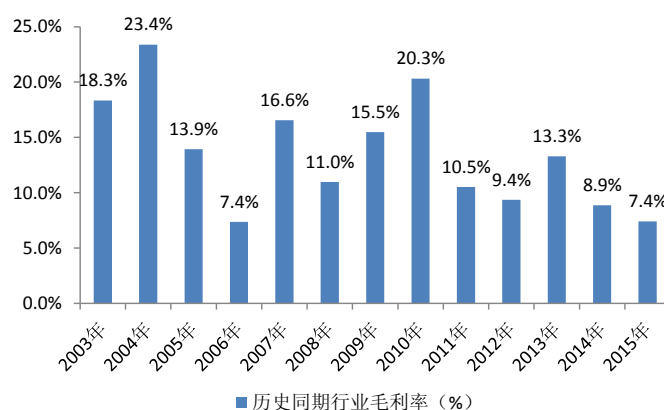


图 12 玻璃行业毛利率



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

因产能刚性的特点（不可减少拉引量），玻璃企业在行业持续低盈利的背景下，玻璃企业无法逐步调节产能，因而被迫先降价，再停窑。

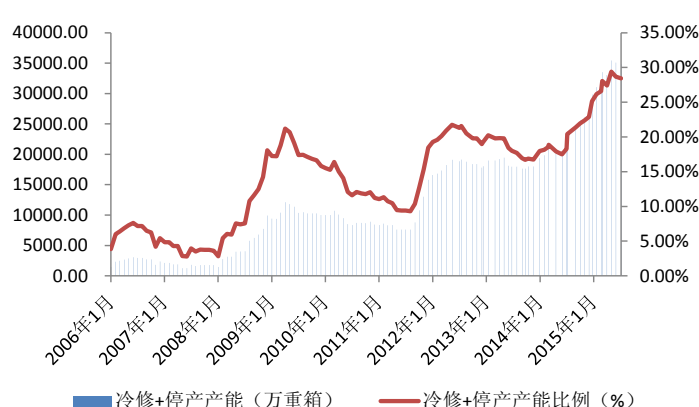
从停产比例看，08-09年与11-12年两轮周期底部时，玻璃行业最高时约有21.21%与21.76%的产能停窑，而本轮周期的停产比例已创出新高达到28.68%。

从实际在产产能的波动看，周期性非常明显。在上两轮周期底部时，2009年上半年最差时在产产能下降近9.6%，2012年上半年下降6.0%，产能收缩的时间分别维持了8个月与7个月。这一次，自2015年1月进入负增长，最大降幅为-8.8%，目前已持续7个月，最新降幅为-4.4%。而环保考核要求趋严，估计会给企业带来约50-60元/吨的成本，使得大面积亏损的行业雪上加霜，或可能逼迫行业于今年年底至春节期间进入更大一轮的停产期。如果下半年的产能收缩加快，则价格或于今年年底或明年上半年回升。

图 13 我国玻璃行业实际在产产能情况



图 14 玻璃行业停产产能比例



资料来源：卓创资讯、中国中投证券研究总部

表 1 玻璃行业最新环保标准

玻璃行业环保政策：《平板玻璃行业准入条件(2014年本)》、《平板玻璃工业大气污染物排放标准》

产能新增规定:	2017 年底前严禁建设新增平板玻璃产能项目, 不得以发展工业玻璃或在线镀膜玻璃的名义变相新增普通浮法玻璃生产能力。
环保要求:	要采用抑制氮氧化物、二氧化硫产生的工艺和清洁燃料, 配套建设高效、可靠的脱硝、脱硫、除尘装置。
玻璃企业主要燃料	包括天然气、重油、煤制气、石油焦、煤焦油, 以后三者为主
污染情况	我国玻璃平均能耗比国际平均水平高 20%, 石油焦和煤焦油的碳排放强度是天然气的两倍左右。
环保所需设备及投资金额 (万元/线)	增加脱硝、脱硫、除尘设备, 每条线总投资在 2000 万元以上, 每年运营费用约几百万元
环保所需单位成本 (元/重箱)	约 2.5-3 元/重箱, 即 50-60 元/吨
目前执行情况	低于 50% 的企业已安装并正常运行环保设备。

资料来源: 中国中投证券研究总部

1.2 南玻 A 浮法玻璃规模收缩, 深加工比例提升

南玻浮法玻璃的盈利与行业走势一致。2014 年的毛利率与单吨净利润分别为 14.5% 与 37 元/吨, 仅看 2014 年下半年的话, 分别为 12.6% 与 15 元/吨, 均为历史最低点。

以正常情况看, 公司浮法玻璃单吨净利在 150 元/吨左右, 220 万吨的产能约提供近 3.3 亿元的净利润, 但 2014 年仅有 0.82 亿元。再考虑 2015 年上半年价格的持续下跌, 我们估计公司浮法玻璃也已经开始亏损。

图 15 公司浮法玻璃毛利率

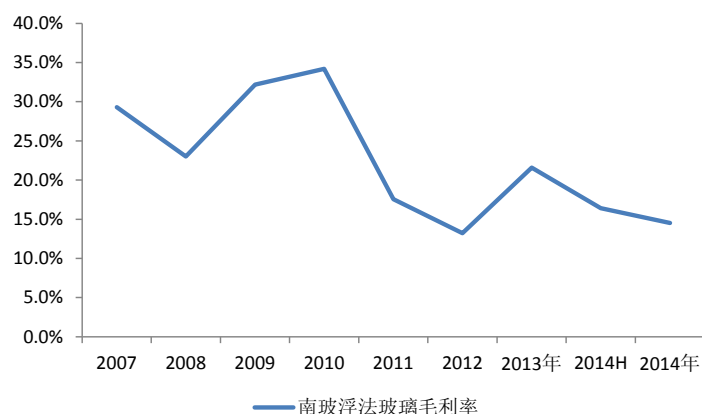
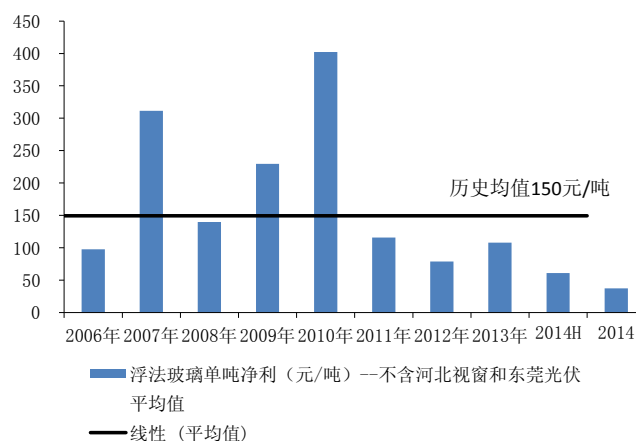


图 16 公司浮法玻璃单吨净利



资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

但作为 2010 年全国第三大浮法玻璃企业, 南玻在 2012 年后公司的浮法产能已不再增加, 反而逐步减小。公司一方面致力于提升深加工比例, 另一方面重点在于开发超薄玻璃等高端产品。

公司 2011 年时浮法玻璃产能为 260 万吨, 今年将缩至 191 万吨。而加工成 LOW-E 玻璃的比例已从早期的 14% 提升至 21%。预计随着节能玻璃规模的增大与浮法产能的缩小, 内部深加工比例将进一步上升。

图 17 公司浮法玻璃产能规模

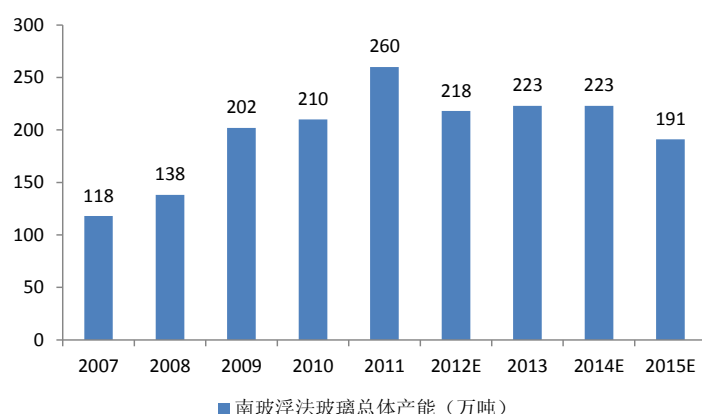
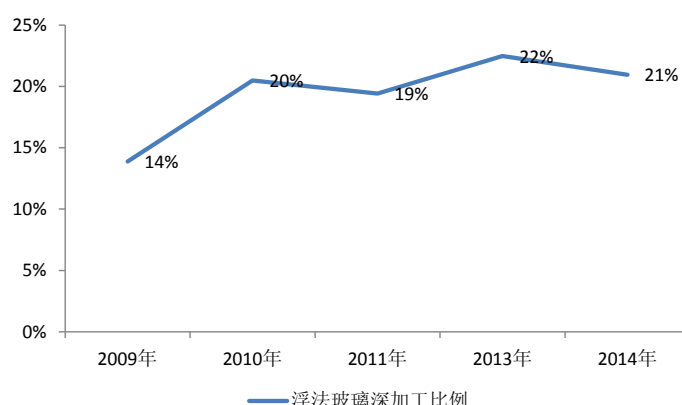


图 18 公司浮法玻璃深加工比例



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 光伏多晶硅进入底部，电子级多晶硅成为新亮点

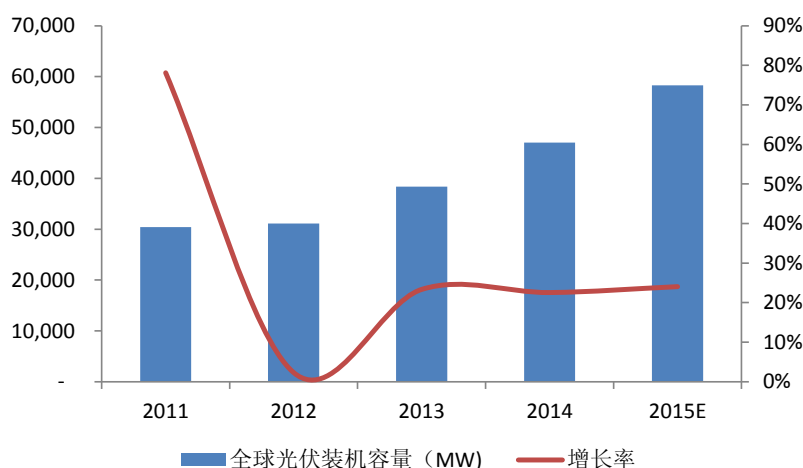
2.1 光伏多晶硅周期波动明显，目前处在低盈利状态

光伏行业虽然受各国政策影响而出现波动，但总体来看，可再生能源在总体能源消耗中的占比提升，在未来趋势仍较为确定。

全球 2014 年装机容量为 47GW，预计 2015 年将达到 58.3GW，同比增长 24%。中国 2014 年装机容量为 10.6GW，规划 2015 年 17.8GW，同比增长 67.9%。中国已成为全球光伏装机大国。因晶硅电池成本持续下降，所以虽然薄膜电池发电效率高，但晶硅电池仍占据近 90%左右的份额。全球装机容量的上升将直接带动多晶硅的需求。但供给的增加以及各大企业引入新技术降低成本，多晶硅在去年底上涨后，2015 年初以来又开始降价。2014 年下半年价格约在 23 美元/kg，目前降至 17 美元/kg，直接导致多晶硅企业再次进入盈亏平衡的状态。

公司近几年对多晶硅生产线进行冷氢化等技术改造，加强成本控制能力，目前单位制造成本已处于业内领先水平。但光伏多晶硅属于寡头垄断状态，周期波动仍较为明显。产业升级仍是未来重点。

图 19 全球光伏装机容量



资料来源：EPIA、中国中投证券研究总部

图 20 多晶硅价格走势

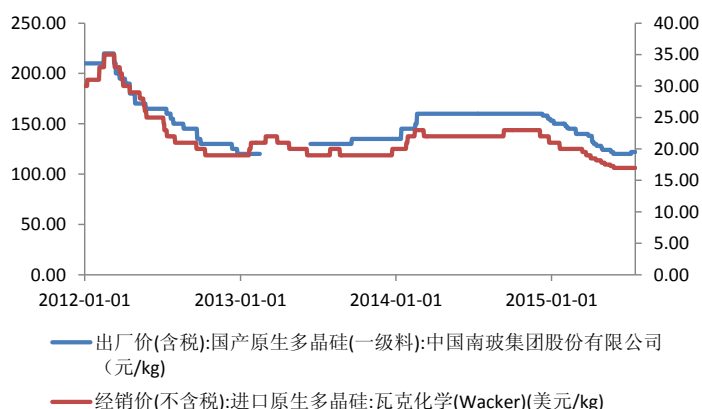
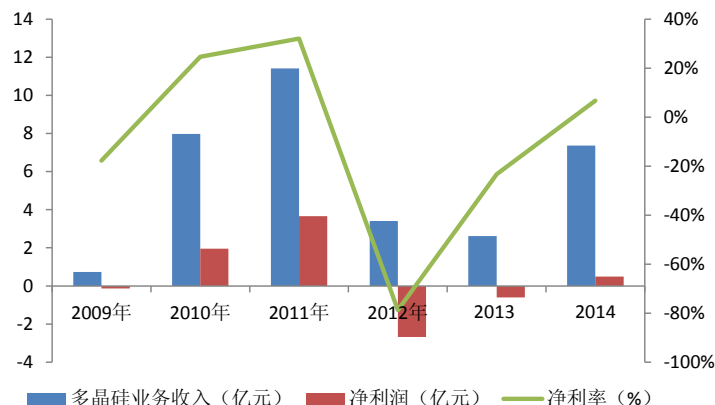


图 21 南玻 A 多晶硅业务经营情况



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

2.2 南玻多晶硅产业升级，未来瞄准电子级多晶硅

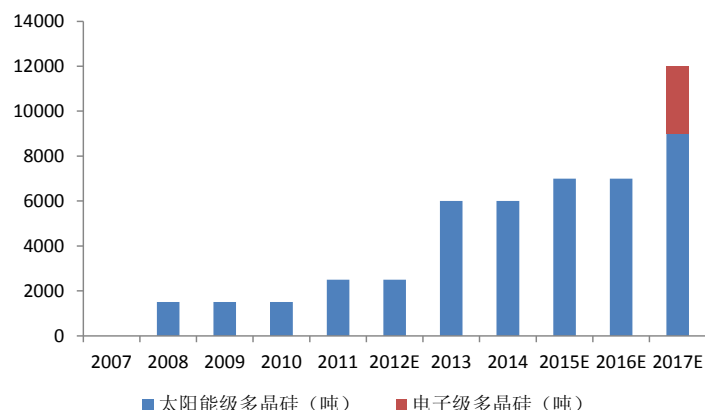
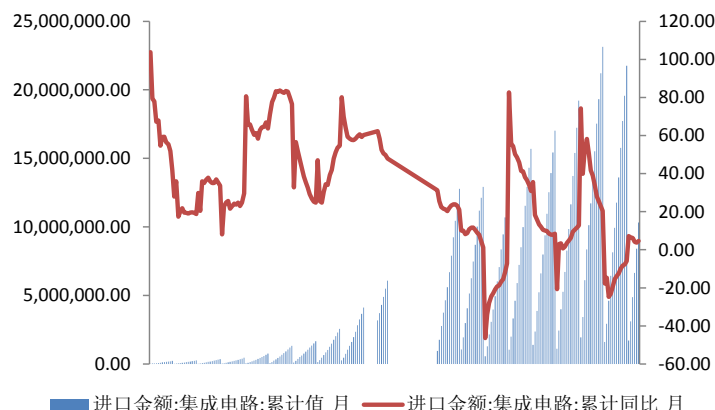
公司在今年的定增方案中，拟投资 6.1 亿元进行 5000 吨多晶硅的扩张，其中 3000 吨是电子级多晶硅。这意味着，未来公司的多晶硅将由目前的 7000 吨太阳能级上升至 9000 吨太阳能级+3000 吨电子级。多晶硅开始由单纯规模扩张转至产品升级战略，有望复制超薄玻璃的发展路径。

我国集成电路依赖于国外进口，每年进口额 2176 亿美元，与石油一起位列最大宗的进口商品。其中芯片设计企业的高端产品也大部分在境外制造，无法与国内集成电路制造企业协同发展。而电子级多晶硅作为芯片的重要原材料也基本全部依赖进口。

2014 年全球电子级多晶硅基本集中于美国、德国和日本等少数几家多晶硅企业中。随着我国成立集成电路产业投资基金，集成电路产业链国产化将成为未来重要方向，电子级多晶硅国产化也是重点，需求有望快速增长。

目前来看，电子级多晶硅售价相当于太阳能级的 2 倍左右，若南玻未来能够成功量

产，盈利能力将明显提升。

图 22 南玻多晶硅业务规模

图 23 我国集成电路进口额


资料来源：wind、中国中投证券研究总部

四、前海人寿入主大举增持，资本运作值得期待

1. 前海人寿大举入主南玻，持股比例已达 20%

南玻原有股权分散，2014 年底时公司前三大股东中国北方工业、新通产实业、深国际控股分别持有公司股份比例为 3.62%、2.99%与 2.6%。

前海人寿于 2015 年一季度开始在二级市场上大举增持南玻，并参与公司的定增，总体比例已增至 20%。据我们统计，前海人寿持有南玻的成本约在 12.11 元/股（考虑定增后）。

表 2 前海人寿一致行动人增持南玻价格情况

	钜盛华			承泰集团* (B 股)		
买入时间	2015 年 5 月	2015 年 6 月	合计	2015 年 5 月	2015 年 6 月	合计
最低价 (元/股)	15.25	14.77	-	9.6	8.74	-
最高价 (元/股)	18.15	16.09	-	9.99	10.57	-
价格区间中值 (元/股)	16.7	15.43	-	9.795	9.655	-
持股比例	2.21%	0.43%	2.64%	0.16%	1.17%	1.33%
各一致行动人成交均价 (元/股)			16.49			9.67

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 前海人寿及其一致行动人增持南玻价格情况

	前海人寿									一致行动人合计
买入时间	2012 年 12 月	2015 年 1 月	2015 年 2 月	2015 年 3 月	2015 年 4 月	2015 年 5 月	2015 年 7 月	定向增发 (前海人寿)	合计	
最低价 (元/股)	8.73	8.35	8.97	9.19	13.16	15.02	11	8.89	-	-
最高价 (元/股)	9.18	9.19	9	9.19	16.3	16.66	12.25	8.89	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

12/22

价格区间中值（元/股）	8.955	8.77	8.985	9.19	14.73	15.84	11.625	8.89	-	-
持股比例	0.20%	2.87%	0.59%	0.20%	1.43%	4.58%	1.18%	4.99%	16.04%	20.00%
各一致行动人成交均价（元/股）									11.59	12.11

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

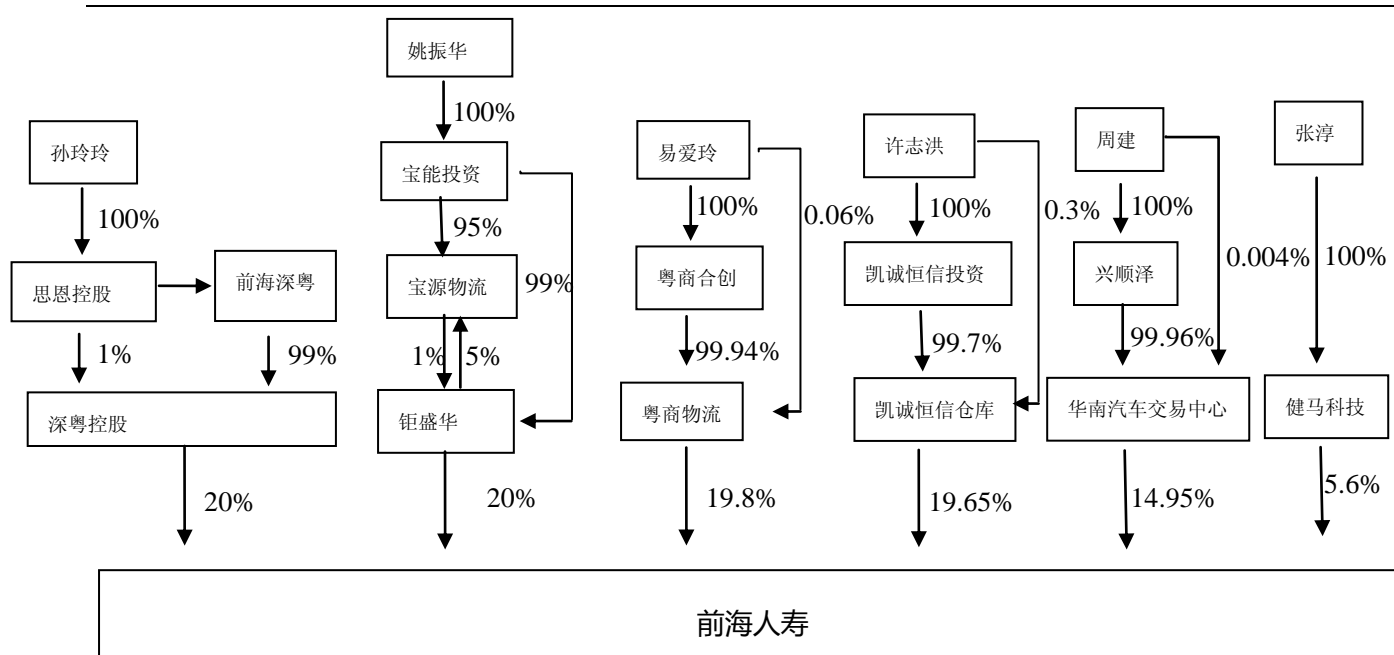
2. 前海人寿资产规模 560 亿，宝能系背景强大

2.1 前海人寿为宝能系公司

前海人寿成立于 2012 年，股东为深圳市钜盛华股份有限公司（20%）、深圳市深粤控股有限公司（20%）、深圳粤商物流有限公司（19.8%）、深圳市凯诚恒信仓库有限公司（19.65%）、深圳市华南汽车交易中心有限公司（14.95%）、深圳市健马科技开发有限公司（5.6%）。

前海人寿股东之一钜盛华的实际控制人为宝能投资集团（姚振华），同时持股 20% 的股东之二为深粤控股，其实际控制人为思恩控股（早期为姚建辉 100% 持股，后者为姚振华弟弟）。从历史情况了解，前海人寿的股东关系紧密。

表 4 前海人寿股权结构



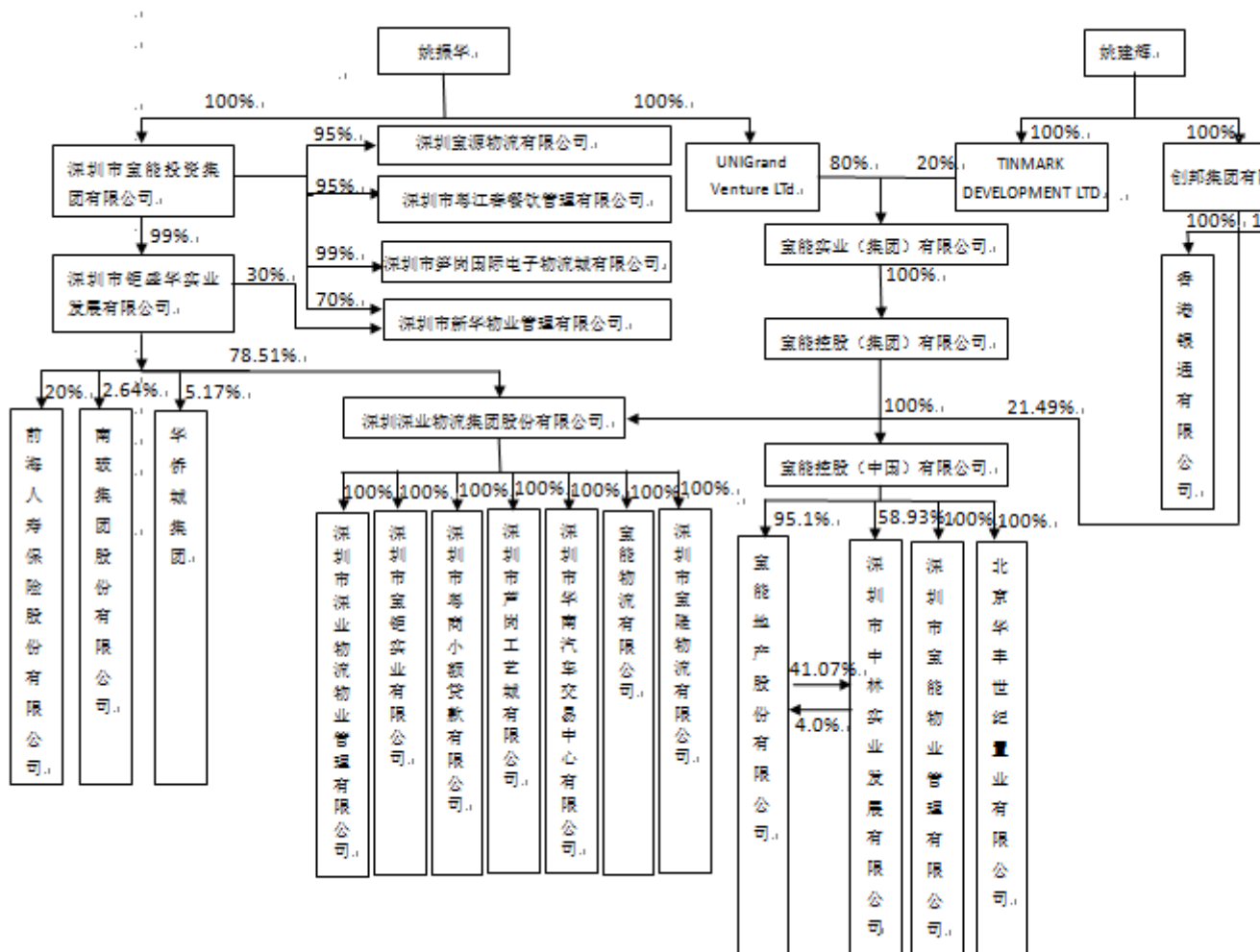
资料来源：中国中投证券研究总部

2.2 宝能系业务集中于金融、地产、物流

宝能系实际控制人为姚振华与其弟弟姚建辉。据公开资料，宝能系业务非常广泛，最要的是金融、地产、物流，还涉及文化旅游、健康医疗。

前海人寿股东与关联企业背景强大,或许为未来前海人寿与南玻的合作提供了支撑。

表 5 宝能系资产与股权结构



资料来源：中国中投证券研究总部

2.3 前海人寿资产规模呈现爆发式增长

从最新的保监会数据看，今年前5月前海人寿的保费收入已达到53.9亿元，比去年同期增长334%。表现非常瞩目。

图 24 前海人寿总资产

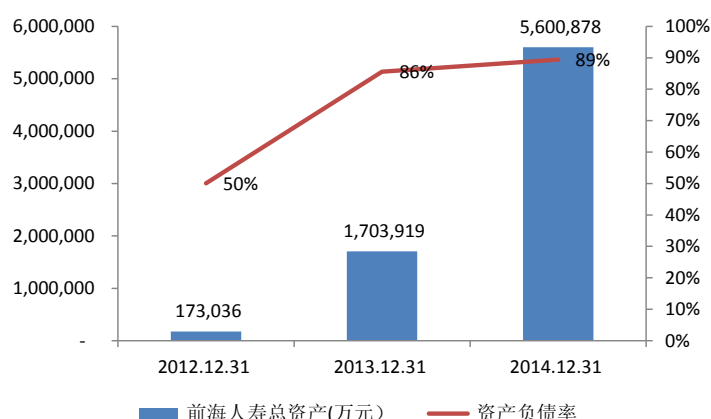
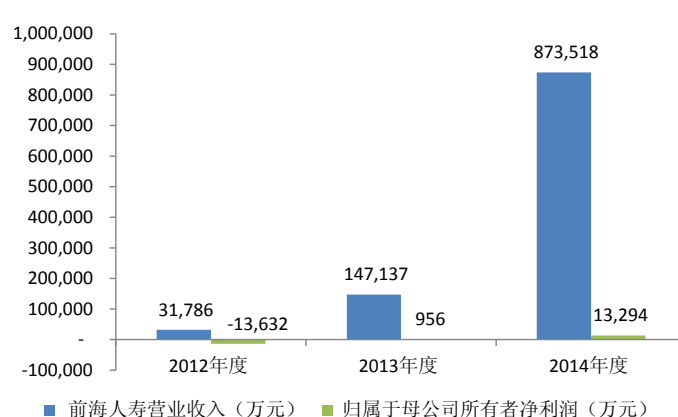


图 25 前海人寿收入与利润



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

3. 前海人寿二级市场动作不断，投资收益颇丰

3.1 前海人寿股票投资规模明显增长

随着保费收入的增加，前海人寿在二级市场上的投资也大幅上升。仅2014年一年，交易类金融资产就从26.6亿元增至87.3亿元。其中基金与股票的投资占从49%上升至86%，仅股票投资从10亿元猛增至38.8亿元。而随着2014年下半年股指的上升，这些投资也为前海人寿带来了高达10亿元的净收益。

图 26 前海人寿交易性金融资产结构

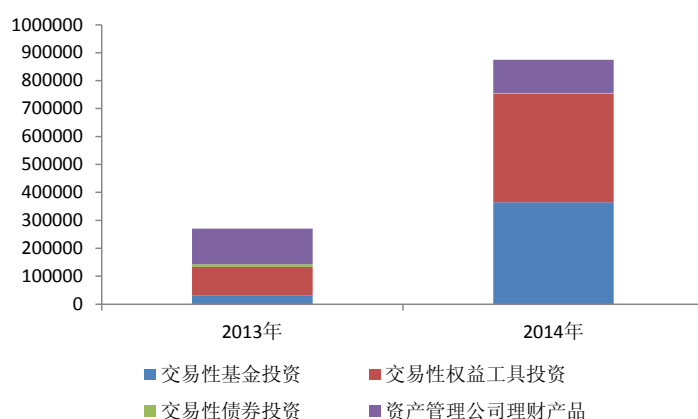
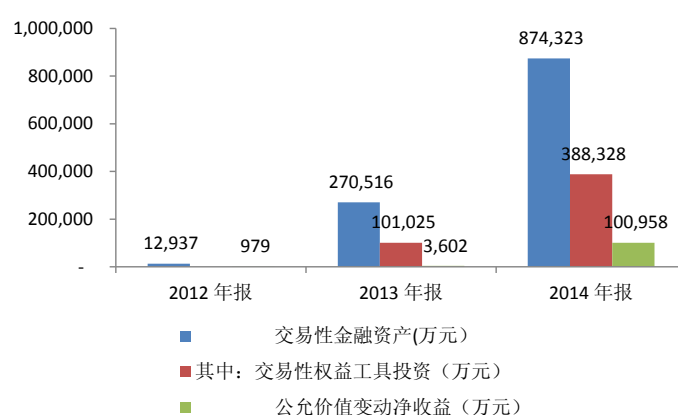


图 27 前海人寿交易性金融资产规模与收益



资料来源：wind、中国中投证券研究总部

3.2 前海人寿近几年资本运作方式与收益分析

以下我们汇总了前海人寿及其股东（或一致行动人）近几年在A股的资本运作，涉及标的主要有宝诚股份、深振业A、天健集团、万科A、南玻A、华侨城A、中炬高新，其中宝诚集团与天健集团已完全退出。主要有以下几种方式：

(1) 二级市场竞价买卖：前海人寿大多通过二级市场竞价买入后迅速增持，大部分最高时持股比例超过 5%，后续逐步减持获现，包括深振业 A、天健集团。中炬高新与万科 A 也是这种方式，只是未退出。

(2) 一二级市场共同进行：前海人寿最初受让原 ST 湖科股东华星氟化学的股权，后进一步增持至总股本的 19.99%。最终通过协议转让方式出售股权。而南玻 A 是在二级市场买入后再参与增持，与此同时继续竞价买入，未退出。

(3) 定增：主要是参与华侨城 A 的定增。

在前海人寿目前的持股中，其南玻 A 的持股比例远高于第二大股东。且前海人寿曾表示看好南玻长期发展，这或许为后市的产业合作提供了更大的可能。

从已退出的投资标看，前海人寿在持股时间均较长，宝诚股份与深振业为 53 个月，天健集团为 10 个月，我们估计其总体收益率约为 26.8%、47.6%与 134.6%。

表 6 前海人寿近几年资本运作情况

标的	开始进入时间	持股时间	持股公司（关联企业）	最高时点持股比例	最新持股比例	资本运作	介入方式
宝诚股份	2010 年 5 月	2010 年 5 月-2014 年 10 月	钜盛华	19.99%	0	股权受让自原 ST 湖科股东华星氟化学，后进一步增持至总股本 19.99%。14 年 10 月，钜盛华通过协议转让的方式将所持股份转让给大晟资产。	受让原控股股东股份，二级市场买入
深振业	2010 年 7 月	2010-2014	钜盛华实业，傲诗伟杰，华利通投资	6.69%+3.32%+5%（共 15%）	4.99%（前海人寿）	钜盛华和傲诗伟杰公司（现创邦集团）以及华利通投资于 10 年开始在二级市场购入股份并不断增持，所持股于 2010 年 7 月 15 日达到总股本的 5%，最高时持有比例达 15%。14 年年末，钜盛华减持其持有的深振业 A 股份至总股本的 4.99%。华利通与创邦集团则不再持有深振业 A 股份。	二级市场竞价买入
天健集团	2014 年 Q2	2014 年二季度-2015 年一季度	前海人寿	4.91%	0	前海人寿于 14 年二季度持有天健集团 4.84%的股权，后于 14 年三季度进一步增持 500,000 万股，持股比例达到 4.91%。后于 15 年一季度退出	二级市场买入
万科 A	2014 年年底	2014 年年底-今	前海人寿	6.66%+8.38%=15.04%	5.00%	自 14 年年底开始通过二级市场逐步买入（同时不时卖出），在 15 年 7 月底持有股数占比达到 15.04%。	二级市场买入

南玻 A	2014 年 12 月	2014 年 12 月-今	前海人寿, 承泰集团, 钜盛华	16.04%+1.33%+2.64%(共 20%)	共 20%	14 年 12 月前海人寿开始在二级市场上买入南玻 A 股。截止 2015 年 4 月 27 号, 前海人寿持有南玻 A 股达到 5%, 于 5 月 7 号达到 10%, 于 15 年 7 月达到 12%, 若南玻集团定向增发完成则前海人寿与其一致行动人将一共持有南玻集团 20% 的股权	二级市场买入及定向增发 (未完成)
华侨城 A (定向增)	15 年 Q1	2015 年一季度-今	前海人寿和钜盛华	6.89%+5.17%(共 12.06%)	共 12.06%	前海人寿在华侨城 A 80 亿元的定增方案中认购金额为 40 亿元, 占总股本的 6.89%, 钜盛华认购占总股本的 5.17%, 认购金额为 30 亿元	定向增发
中炬高新	2015 年 4 月	2015 年 4 月-今	前海人寿	9.10%	9.10%	前海人寿于 15 年 4 月买入中炬高新股票。截止 4 月 23 号前海人寿共计持有中炬高新总股本的 5.02%。后前海人寿进一步增持, 截止 2015 年 4 月 30 号前海人寿共持有中炬高新 72,505,207 股, 占总股本的 9.1%。	二级市场竞价买入

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 7 前海人寿主要持股收益估算

标的	持股时间	最新持股比例	大致成本估算	资本利得估算	总收益率估算	年化收益率估算
宝诚股份	2010 年 5 月-2014 年 10 月 (共 53 个月)	0	19.25	65,161,693	26.83%	5.53%
深振业	2010-2014 (共 53 个月)	4.99% (前海人寿)	4.75	458,520,904	47.66%	9.22%
天健集团	2014 年二季度-2015 年一季度 (约 10 个月)	0	7.85	287,011,609	134.60%	178.22%

资料来源：中国中投证券研究总部

五、盈利预测

表 8 南玻盈利预测

分部收入成本分析				
浮法玻璃	2014 年	2015E	2016E	2017E
产能 (万吨)	230.00	244.00	244.00	244.00

请务必阅读正文之后的免责条款部分

17/22

销量 (万吨)	220.0	203.00	240.00	240.00
单价 (元/吨)	1644.9	1,570.00	1,600.00	1,650.00
主营业务收入 (万元)	361,871	318,710	384,000	396,000
环比增长	-8.58%	-11.93%	20.49%	3.13%
单位成本 (元/吨)	1405.74	1400.00	1380.00	1390.00
主营业务成本 (万元)	309,262	284,200	331,200	333,600
环比增长	-0.38%	-8.10%	16.54%	0.72%
内部抵消 (万元)	75,802	75,000	95,000	95,000
内部抵消成本 (万元)	76,072	75,000	95,000	95,000
毛利率	14.5%	10.8%	13.8%	15.8%
超薄玻璃				
销量 (万 m ²)	600.0	1,500.00	2,300.00	2,700.00
单价 (元/m ²)	27	25	44	52
主营业务收入 (万元)	16,400	37,500	100,800	140,800
环比增长	-9.89%	128.66%	168.80%	39.68%
单位成本 (元/吨)	16.00	15.00	24.10	26.07
主营业务成本 (万元)	9,600	22,500	55,440	70,400
环比增长	-20.00%	134.38%	146.40%	26.98%
毛利率	41.5%	40.0%	45.0%	50.0%
工程玻璃				
产能 (万 m ²)	2,670.00	2,670.00	2,670.00	2,670.00
销量 (万 m ²)	2,100.00	2,300.00	2,500.00	2,800.00
单价 (元/m ²)	144.2	140.00	142.00	145.00
主营业务收入 (万元)	302,804	322,000	355,000	406,000
环比增长	6.07%	6.34%	10.25%	14.37%
单位成本 (元/m ²)	98.08	97.00	97.00	99.00
主营业务成本 (万元)	205,974	223,100	242,500	277,200
环比增长	5.25%	8.31%	8.70%	14.31%
毛利率	31.98%	30.71%	31.69%	31.72%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	6,000	7,000.00	7,000.00	11,000.00
		62,000	49,600	108,500
太阳能电池片(MW)	500	300	500	700
		48,000	80,000	112,000
超白压延产能 (万 m ²)	2,100	2,250	2,250	2,250
		45,000	45,000	45,000
主营业务收入 (万元)	108,705	110,000	129,600	220,500
环比增长	15.03%	1.19%	17.82%	70.14%
主营业务成本 (万元)	89,089	90,200	104,976	165,375
环比增长	9.36%	1.25%	16.38%	57.54%
毛利率	18.05%	18.00%	19.00%	25.00%
其它				
其他业务收入(万元)	5,500	5,500	5,500	5,501

环比增长	-21.43%	0.00%	0.00%	0.02%
其它业务成本（万元）	4,000	4,000	4,000	4,001
毛利率	27.27%	27.27%	27.27%	27.27%
合计	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
收入（万元）	719,478	718,710	879,900	1,073,801
收入增速	-6.96%	-0.11%	22.43%	22.04%
成本（万元）	541,853	549,000	643,116	755,576
毛利率	24.69%	23.61%	26.91%	29.64%

资料来源：中国中投证券研究总部

六、风险提示

我们对公司的业务进行相对中性的判断，但以来几方面若不达预期，可能存在风险。

第一，浮法玻璃价格回升慢于预期。浮法玻璃目前价格仍在底部，我们判断最晚明年年中将有所回升。如果因需求端继续疲软导致价格一直无回暖，则影响我们明年的业绩。

第二，新业务推进慢于预期。我们按目前试产与建设进展估算了高铝玻璃与电子多晶硅的收入与盈利，若这两项业务因技术或市场问题而未能实现盈利，将影响明后年业绩。

第三，前海人寿资本运作情况未有动作。若前海人寿未与南玻没有进一步的产业合作，则南玻未来业务将保持目前现状。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1353	2220	4024	6815
现金	158	200	1802	4354
应收账款	318	282	345	421
其它应收款	26	35	43	53
预付账款	84	71	84	98
存货	391	395	465	546
其他	375	1237	1285	1343
非流动资产	13764	13953	15090	16091
长期投资	752	0	0	0
固定资产	9851	11004	12472	13599
无形资产	947	947	947	947
其他	2215	2002	1672	1545
资产总计	15117	16172	19114	22906
流动负债	5593	6096	5872	6411
短期借款	1957	2290	1757	1783
应付账款	961	988	1158	1360
其他	2675	2818	2957	3267
非流动负债	871	1834	4126	6080
长期借款	384	1384	3384	5384
其他	487	450	742	696
负债合计	6463	7930	9998	12490
少数股东权益	305	352	422	527
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1340	1340	1340	1340
留存收益	4932	4460	5264	6459
归属母公司股东权益	8349	7890	8694	9889
负债和股东权益	15117	16172	19114	22906

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1406	967	2391	2851
净利润	940	626	874	1300
折旧摊销	729	714	853	1000
财务费用	232	227	306	375
投资损失	-328	-100	-50	-50
营运资金变动	-212	-560	104	272
其它	46	59	304	-46
投资活动现金流	-900	-900	-1950	-1950
资本支出	1893	1800	2000	2000
长期投资	49	-787	0	0
其他	1043	113	50	50
筹资活动现金流	-626	-25	1161	1651
短期借款	532	333	-533	26
长期借款	81	1000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他	-1234	-1357	-306	-375
现金净增加额	-120	42	1602	2552

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7045	7187	8799	10738
营业成本	5323	5490	6431	7556
营业税金及附加	33	35	38	40
营业费用	266	280	343	419
管理费用	598	625	766	934
财务费用	232	227	306	375
资产减值损失	25	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	328	100	50	50
营业利润	896	610	945	1444
营业外收入	114	120	100	100
营业外支出	27	10	40	50
利润总额	984	720	1005	1494
所得税	44	94	131	194
净利润	940	626	874	1300
少数股东损益	66	47	70	105
归属母公司净利润	874	579	804	1195
EBITDA	1857	1551	2104	2820
EPS (元)	0.42	0.28	0.39	0.58

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-8.9%	2.0%	22.4%	22.0%
营业利润	-52.1%	-32.0%	54.9%	52.8%
归属于母公司净利润	-43.1%	-33.7%	38.7%	48.7%
获利能力				
毛利率	24.4%	23.6%	26.9%	29.6%
净利率	12.4%	8.1%	9.1%	11.1%
ROE	10.5%	7.3%	9.2%	12.1%
ROIC	8.6%	5.1%	7.2%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	42.8%	49.0%	52.3%	54.5%
净负债比率	69.00%	72.80%	72.42%	74.19%
流动比率	0.24	0.36	0.69	1.06
速动比率	0.17	0.30	0.61	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.46	0.50	0.51
应收账款周转率	30	23	28	27
应付账款周转率	5.48	5.63	5.99	6.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.28	0.39	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.47	1.15	1.37
每股净资产(最新摊薄)	4.02	3.80	4.19	4.77
估值比率				
P/E	22.38	33.74	24.32	16.36
P/B	2.34	2.48	2.25	1.98
EV/EBITDA	13	15	11	8

相关报告

报告日期	报告标题
2015-07-12	《南玻 A-业绩触及底部，前海人寿入主提供未来资本运作空间》
2015-04-30	《南玻 A-超薄玻璃与多晶硅为长期亮点，股权变动与 B 转 H 提供短期催化剂》
2014-10-28	《南玻 A-浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃》
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》
2011-01-31	《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》
2010-10-24	《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型》
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》
2010-03-18	《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》
2009-08-04	《南玻 A-浮法改善明显，太阳能领域等待需求回暖》
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

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士，5 年证券行业从业经验。

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，10 年证券行业从业经验。

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