

行业需求回暖，节能玻璃产能快速扩张

谨慎推荐（维持）

目标价：23.5元

南玻 A (000012) 调研简报

公司研究

2009 年 12 月 31 日

调研情况

- 我们对南玻 A 调研，与公司管理层就区域格局、公司发展情况进行交流。

调研内容

- 公司未来战略重点在工程玻璃、太阳能产业链。
- **平板玻璃：行业景气度回升：**09 年玻璃价格持续攀升，11 月达到前期高点。未来景气度，取决于停生产线的复产和房地产竣工面积的回升情况。预计 2010 年房地产对玻璃的需求将快速增长，严格产能政策将放缓玻璃供给。
- **工程玻璃：**(1) 节能玻璃市场空间巨大，公司目前在高端公建市场的占有率为 50%，未来主要看点是由公建向民建应用的推进。(2) 公司拥有成都、吴江、天津、东莞等四大产业基地，总产能约 1200 万平米。根据规划，公司将扩建产能 1140 万平方米，产能增长将近 1 倍。
- **太阳能产业链：**(1) 需求复苏：预计 2010 年太阳能电池出货量增长 40% 以上。目前电池片出货量放大但价格仍处于底部；多晶硅因供给压力较大，价格复苏尚需时日。政策面上太阳能建筑应用的补贴方案需要进一步落实，成本面上多晶硅生产成本下降是企业盈利的关键。(2) 技术国内领先，成本持续下降中。宜昌多晶硅项目 10 月正式商业化运行，目前每公斤生产成本 50 美元以内，预计全面达产后可以降至 40 美元以内。

盈利预测与评级：预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.66 元、0.94 元、1.15 元，对应动态市盈率分别为 28.4 倍、20.1 倍、16.4 倍；维持“谨慎推荐”评级。

不确定性：节能玻璃向民建市场应用的进程、原燃料价格上涨的成本压力、多晶硅价格的复苏进程。

财务数据摘要：(百万元)

项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4273.38	5134.75	7440.47	9165.53
Growth (%)	2.04%	20.16%	44.90%	23.18%
归属母公司净利润	420.08	812.49	1147.99	1405.36
Growth (%)	-2.64%	93.41%	41.29%	22.42%
每股收益 (元)	0.34	0.66	0.94	1.15
P/E (倍)	55.0	28.4	20.1	16.4

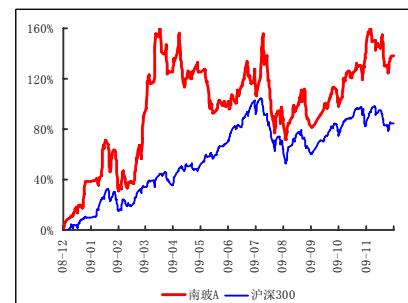
分析师

徐永超

Tel.: 010-59355747

 Email: xuyc@chinans.com.cn
主要数据

总股本:	1223.74 百万股
流通股本:	566.88 百万股
近 12 个月最高价:	21.50 元
近 12 个月最低价:	7.70 元
近 1 个月内涨幅:	0.48%
近 6 个月内涨幅:	21.24%

股价与沪深 300 指数对比


公司下设平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃、太阳能等四个事业部，其中太阳能产业链尚处于商业化运营初期，业绩贡献不大。09年上半年，平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃收入贡献率分别为53.9%、41.3%、9.1%（未剔除内部抵消），毛利贡献率分别为42.4%、46.5%、10.0%。公司未来的发展方向是工程玻璃和太阳能产业链。

一、平板玻璃：行业景气度回升，公司产能扩张迅速

09年平板玻璃行业景气度回升。平板玻璃行业进入壁垒较低、生产连续性强、与下游房地产需求关系紧密，因此表现出较强的周期性。受房地产需求低迷的影响，09年玻璃产量增速缓慢，前11个月产量同比增速仅为2.2%。受益于近20%玻璃窑停产带来的供给减少，玻璃库存持续下滑，供需情况逐步回暖，价格自年初以来持续攀升，11月玻璃价格自年初低点涨幅约55%，到达07年11月的前期高点。未来玻璃价格的变化，取决于停产生产线的复产和房地产竣工面积的回升情况。从目前房地产投资的先行指标（销售面积、土地购置面积、新开工/施工面积）来看，2010年房地产对玻璃的需求将会快速增长。

产能限制政策是重大利好。针对产能过剩担忧，9月份以来发改委、工信部陆续出台一系列政策，着眼点主要在两个方面：（1）限制新建产能：①行业准入条件进一步提高，从硅质材料选矿回收率、能源消耗、环保治理等方面提高新建生产线门槛；②要求对现有在建项目和未开工项目进行清理，拟建玻璃项目各地方一律不得备案。（2）落后产能淘汰：根据规划三年内将彻底淘汰“平拉法”（含格法）落后平板玻璃产能，并责成地方政府制定时间表。预计在严格的限制新建产能和淘汰落后产能的政策下，未来玻璃行业供给将会放缓。

公司平板玻璃产能快速扩张。公司目前拥有深圳、广州、成都、廊坊四个浮法玻璃生产基地，总产能206万吨；其中河北廊坊两条线于08年10月、09年3月投产、成都一条生产线于09年7月投产，09年投产的产能将在2010年释放业绩。根据规划，未来还将在吴江新建两条线，总产能达到270万吨。

二、工程玻璃：高端龙头，未来亮点在民建应用的推进

环保政策下，节能玻璃市场空间巨大。哥本哈根会议上我国承诺，到2020年单位GDP（国内生产总值）二氧化碳排放将比2005年下降40%-45%，并将其作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。未来这一减排目标必然体现在工业、建筑等能耗大户上，节能减排将日益受到人们重视。目前建筑能耗占我国能耗的25%左右，其中主要是公共建筑能耗和采暖能耗；门窗能耗占建筑能耗的50%左右，因此节能玻璃的使用是降低能耗的重要因素。目前，国内Low-E节能中空玻璃的使用率不足10%，与欧美发达国家85%的普及率相比，市场空间巨大。

未来关键点在于节能玻璃由公建向民建应用的推进。08年我国民用建筑竣工面积约5亿平方米，按照建筑面积与玻璃使用面积的经验比例1/5进行测算，则民用建筑需要玻璃1亿平方米。公司目前在高端公建市场的占有率为50%，未来主要看点是节能玻璃由公建向民建应用的推进。我们调研中了解到，目前一些高档楼盘开始采用Low-E、中空等节能玻璃，而民建的普及性应用则需要政策的进一步推动。

节能玻璃是战略重点之一，产能快速扩张。公司是国内最大的工程及建筑玻璃供应商，在镀膜技术的研发和利用方面具有较强的优势。目前公司拥有成都、吴江、天津、东莞等四大产业基地，总产能约 1200 万平米（按照中空、Low-E 玻璃测算）。根据规划，公司将再建成都、吴江、东莞扩建三条工程玻璃生产线，合计产能 1140 万平方米，使得公司产能增长将近 1 倍。这三条生产线最早要 2011 年下半年投产，因此对公司 09-11 年业绩影响不大。

三、精细玻璃：受益于外部经济复苏，但规模较小

公司是中国玻璃制造行业中唯一具有精细玻璃加工能力的企业，目前拥有 ITO 导电膜玻璃产能 1200 万片、彩色滤光片玻璃产能 110 万片。由于精细玻璃技术变化较快，公司在该业务上的战略定位于“紧跟前沿、领先半步”，近年来规模保持稳定。精细玻璃下游电子元器件行业的景气度受国际市场影响明显，09 年上半年公司的精细玻璃销售收入同比下降 30% 左右，毛利率同比下降 10.65 个百分点至 34.25%。随着全球经济的逐步复苏，精细玻璃业绩将会稳步提升。

四、太阳能产业链：看点在于需求复苏和成本下降

09 年受需求下滑冲击，太阳能产业链的产品价格出现大幅下跌，出货量持续萎缩。目前国外电池片的需求缓慢恢复，出货量放大但价格仍处于底部；多晶硅因供给压力较大，价格复苏尚需时日。预计 2010 年太阳能电池出货量有 40% 以上的增长，首先受惠的则是太阳能组件。目前来看，政策面上需要太阳能建筑应用的补贴方案的进一步落实，成本面上多晶硅生产成本下降是企业盈利的关键。

公司 05 年进入太阳能产业，致力于打造“多晶硅-硅片-太阳能电池组件-太阳能电池”的完整产业链，产能总规划为多晶硅 5000 吨、太阳能电池 450-500MW。目前一期项目建设基本完成。

多晶硅技术处于国内领先水平。宜昌多晶硅基地规划产能为 5000 吨，被湖北省列为“十一五”规划的三个重点项目之一。一期 1500 吨多晶硅项目于 2008 年 11 月试生产，2009 年 10 月正式商业化运行，产品为纯度为 8N 的电子级多晶硅。公司采用俄罗斯技术并进行西门子法改造，目前每公斤多晶硅生产成本在 50 美元以内，预计全面达产后成本可以降至 40 美元以内。目前多晶硅业务的重心是一期项目降成本，即把生产的能耗、物耗降低至合理水平，为二期项目做好技术、管理方面的准备。据了解，二期 3500 吨多晶硅项目尚需相关部门批准。

46 万平米 TCO 玻璃将贡献业绩。公司在东莞拥有 2 条超白压延玻璃生产线，产能 1200 万平米（16 万吨/年，对应光伏电池容量 1200MW），08 年销售光伏组件玻璃 880MW。年产 46 万平米太阳能薄膜电池用 TCO 玻璃基板生产线（3450 吨/年）已建设完成，进入试生产阶段。

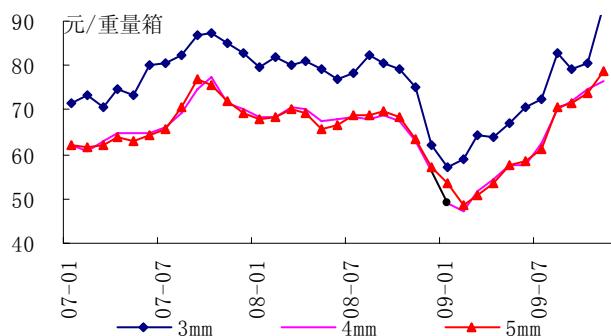
08 年公司投产 25MW 单晶硅电池生产线一条，因部分原因曾一度停产，目前转换率达到 17.5%。75MW 多晶硅电池项目第一条 25MW 生产线已经基本建成，预计 2010 年将投入商业化运行。160MW 太阳能电池硅片加工项目一期 60MW 工程已于 2009 年 6 月投产。

五、盈利预测与评级

盈利预测与评级：预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.66 元、0.94 元、1.15 元，对应动态市盈率分别为 28.4 倍、20.1 倍、16.4 倍；维持“谨慎推荐”评级。

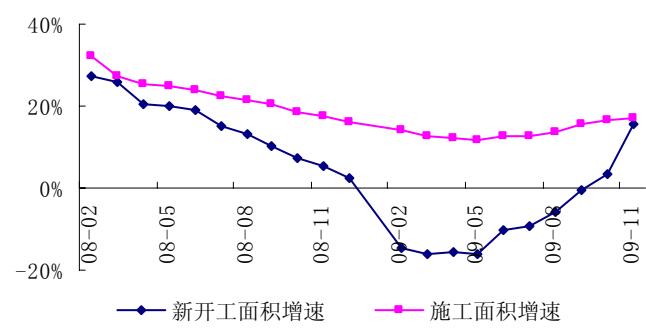
风险提示：节能玻璃向民建市场应用的进程、原燃料价格上涨的成本压力、多晶硅价格的复苏进程。

图表 1 浮法玻璃价格走势



资料来源：中国建材信息总网、民族证券

图表 2 房地产新开工\施工面积增速



资料来源：国家统计局、民族证券

图表 3 南玻 A 平板玻璃生产线

生产线位置	生产线(条)	产能(万吨)	产品	燃料	备注
成都	3	72	浮法玻璃	天然气	1条线30万吨于09年7月投产
广州	2	40	浮法玻璃	重油	
河北廊坊	2	48	浮法玻璃	天然气	分别于08年10月和09年3月投产
深圳	2	30	浮法玻璃	重油	
东莞	2	16	超白压延		
产能合计		206			

资料来源：公司公告、民族证券

图表 4 南玻 A 工程玻璃生产线

地区	产能(万平方米)	预计投产时间
已投产生产线	成都	100
	东莞	300
	天津	500
	吴江	300
	合计	1200
拟建生产线	东莞	420
	吴江	420
	成都	300
	合计	1,140

资料来源：公司公告、民族证券

图表 5 南玻 A 太阳能产业链

生产线位置	项目名称	产品	投产时间
宜昌	一期年产 1500 吨多晶硅项目	多晶硅	2008 年 11 月
宜昌	160MW 硅片加工项目	硅片	2010 年
深圳	25MW 单晶硅太阳能电池	单晶硅电池	2008 年
东莞	25MW 多晶硅太阳能电池	多晶硅电池	2009 年
东莞	年产 1200 万平米超白压延玻璃生产线	超白玻璃	
	年产 46 万平米太阳能薄膜电池用 TCO 玻璃基板生产线	TCO 玻璃基板	2010 年底

资料来源：公司公告、民族证券

图表 6 盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	418,796	427,338	513,475	744,047	916,553
增长率	41.26%	2.04%	20.16%	44.90%	23.18%
减：营业成本	290,957	299,447	348,310	507,572	626,684
毛利	127,839	127,891	165,166	236,475	289,869
增长率（%）	34.14%	0.04%	29.15%	43.17%	22.58%
综合毛利率（%）	30.53%	29.93%	32.17%	31.78%	31.63%
营业税金及附加	1,182	515	770	1,116	1,375
销售费用	25,128	22,018	25,674	37,202	45,828
管理费用	29,202	33,245	36,750	52,720	64,293
财务费用	6,492	7,794	7,959	11,533	14,207
期间费用率（%）	14.52%	14.76%	13.71%	13.64%	13.56%
二、营业利润	64,298	46,551	98,013	138,904	170,167
增长率（%）	44.65%	-27.60%	110.55%	41.72%	22.51%
三、利润总额	63,447	50,204	98,013	138,904	170,167
增长率（%）	41.26%	-20.87%	95.23%	41.72%	22.51%
减：所得税费用	6,721	180	7,521	10,712	13,133
四、净利润	56,725	50,023	90,492	128,192	157,034
归属于母公司所有者的净利润	43,148	42,008	81,249	114,799	140,536
增长率（%）	28.76%	-2.64%	93.41%	41.29%	22.42%
少数股东损益	13,577	8,015	9,243	13,393	16,498
每股收益	0.36	0.34	0.66	0.94	1.15

资料来源：民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007 年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4 年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2 年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021—68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn