

玻璃制造

李凡 S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

南玻 A

000012

强烈推荐

# 正逐步完成制造型公司向创新性公司的转型

我们 20 日组织了南玻公司的联合调研，参与联合调研的客户达 30 人以上。公司具体经营和基本情况与我们之前的判断基本一致，详细分析请见我们 3 月 30 日《南玻 A-稳定持续的规模扩张是公司最为重要的特征》一文，本文我们描述一下此次调研对公司的新感受。

6-12 个月目标价： 24.50 元

当前股价： 21.37 元

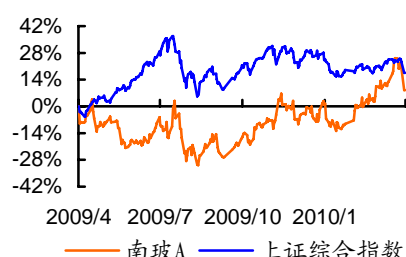
评级调整： 上调

## 基本资料

上证综合指数	2979.53
总股本(百万)	1223
流通股本(百万)	1015
流通市值(亿)	217
EPS (TTM)	0.87
每股净资产(元)	4.59
资产负债率	48.6%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	-1.79	7.60	29.91
上证综合指数	-2.88	-5.47	-3.40



## 相关报告

《南玻 A-浮法玻璃景气高峰助推公司业绩》  
2010-4-16

《南玻 A-稳定持续的规模扩张是公司最为重要的特征》2010-3-30

《公司业绩预增点评》2010-3-18

■ **向创新型公司的转型是本次调研最为突出的感受。**我们在公司的一季报点评中曾经指出，公司目前的利润结构中周期性较强的浮法玻璃贡献高达 60% 以上。这一领域无疑使公司到目前为止从财务层面上还没有摆脱传统制造业的范畴。但是这次会议上曾总表示，公司从去年起大幅度加强了在研究开发方面的投入，去年公司在研究开发方面的投入高达 5000 万，今年将达到 1.2 个亿。虽然这个数字对于以研究创新为主的公司并不算多，但这已经表明公司已经开始跨出了由传统制造业公司的转型向开发创新型公司转型的第一步；

■ **创新的突破口集中在工程玻璃、多晶硅太阳能电池产业链和薄膜太阳能电池基板三个方面。**至于研发经费的分配主要集中在目前优势已经非常明显的工程玻璃、TCO 薄膜太阳能电池玻璃基板以及初具规模的多晶硅和太阳能电池这个产业链上。

■ **研发投入带来的效益在工程玻璃和 TCO 产品上。**我们之前一直担心 LOWE 产能大幅度的扩张可能会给公司未来工程玻璃的盈利能力带来负面的影响，而公司正努力通过向正在兴起的市场推广研发出的二代三代产品，这样避开和其他企业投产后的恶性竞争，从而保证自己的盈利能力。而 TCO 则是另一个有明显突破的领域，到目前为止，公司是国内唯一能做到批量化生产的公司，而下游厂家对这种产品的准入期很长，品牌忠诚度较高，如果做到提前半年量产，将为公司今后在薄膜太阳能电池基板市场的开拓打下良好的拓展基础，使南玻的产能具有明显的品牌效应；

■ **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.81、1.03、1.33 元。对于未来市场空间较大的中间加工业，公司估值基本合理，维持“推荐”的投资评级。

## 主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5279	6063	7104	8550
同比(%)	24%	15%	17%	20%
归属母公司净利润(百万元)	832	987	1256	1623
同比(%)	98%	19%	27%	29%
毛利率(%)	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%
ROE(%)	15.7%	16.8%	17.6%	18.5%
每股收益(元)	0.68	0.81	1.03	1.33
P/E	32.51	27.41	21.53	16.67
P/B	5.09	4.61	3.79	3.09
EV/EBITDA	18	17	14	11

资料来源：中投证券研究所

表 1 公司产能

领域	地域(产品)	控股比例	07	08	09	10E	11E	12E
浮法玻璃 (万吨)	深圳	100%	34	34	34	34	34	34
	成都	75%	42	42	76	76	76	76
	广州	100%	42	42	42	42	42	42
	河北廊坊	100%		20	50	50	50	50
	江苏吴江	100%					50	50
累计			118.0	138.0	201.5	201.5	251.5	251.5
超白压延玻璃 (万m <sup>2</sup> )	东莞	100%	625	1250	1250	1250	1250	1250
工程玻璃 (万m <sup>2</sup> )	深圳	100%	180.0					
	东莞	100%		400	400	400	400	820
	成都	75%	100	100	225	225	525	525
	天津	100%	100	225	350	350	350	350
	吴江	100%		125	250	250	670	670
累计			380.0	850.0	1,225.0	1,225.0	1,945.0	2,365.0
太阳能	多晶硅(吨)	93.37%		1500	1500	1500	2000	2000
	太阳能电池片 (MW)	100%	25	25	25	50	100	100
	薄膜太阳能用 TCO 基板(万m <sup>2</sup> )	100%			46	172	298	298
精细玻璃 (万片)	ITO 玻璃	75%	1200	1200	1200	1200	1200	1200
	CF 玻璃 (万片)	70%	84	96	108	108	108	108

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 盈利预测假设

分部收入成本分析				
<b>浮法玻璃</b>	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入(万元)	310,471	355,000	400,000	425,000
环比增长	35.68%	14.34%	12.68%	6.25%
主营业务成本(万元)	205,459	238,000	269,500	288,000
内部抵消(万元)	36,109	39,500	44,000	65,000
内部抵消成本(万元)	35,433	38,300	43,400	63,500
毛利率	33.8%	33.0%	32.6%	32.2%
<b>工程玻璃</b>				
主营业务收入(万元)	190,993	215,000	265,000	390,000
环比增长	22.46%	12.57%	23.26%	47.17%
主营业务成本(万元)	126,963	143,500	179,000	265,000
毛利率	33.5%	33.3%	32.5%	32.1%
<b>精细玻璃</b>				
主营业务收入(万元)	44,932	48,900	52,500	55,000
环比增长	-13.23%	8.83%	7.36%	4.76%
主营业务成本(万元)	31,933	32,001	33,500	34,500
毛利率	28.9%	34.6%	36.2%	37.3%
<b>太阳能</b>				
主营业务收入(万元)	13,718	23,000	33,000	46,000
主营业务成本(万元)	12,298	18,600	25,000	32,000
毛利率	10.4%	19.1%	24.2%	30.4%
其他业务收入(万元)	3,905	3,905	3,905	4,000
环比增长	-47.92%	0.00%	0.00%	2.44%
其它业务成本(万元)	2,338	2,338	2,338	2,400
毛利率	40.1%	40.1%	40.1%	40.0%
<b>合计</b>	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
收入(万元)	527,910	606,305	710,405	855,000
收入增速	23.5%	14.8%	17.2%	20.4%
成本(万元)	343,557	396,139	465,938	558,400
毛利率	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1694	1834	2285	3107	<b>营业收入</b>	5279	6063	7104	8550
现金	654	800	1000	1564	营业成本	3436	3961	4659	5584
应收账款	288	333	390	469	营业税金及附加	5	0	0	0
其它应收款	15	23	27	33	营业费用	242	309	369	445
预付账款	101	99	116	140	管理费用	420	473	533	624
存货	371	397	467	560	财务费用	106	113	116	96
其他	265	182	284	342	资产减值损失	17	100	30	20
<b>非流动资产</b>	9220	10747	11602	12376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	30	40	50	投资净收益	19	20	20	30
固定资产	8055	9993	11006	11848	<b>营业利润</b>	1073	1127	1417	1811
无形资产	392	392	392	392	营业外收入	32	35	40	40
其他	746	331	163	86	营业外支出	116	15	20	20
<b>资产总计</b>	10913	12581	13886	15483	<b>利润总额</b>	989	1147	1437	1831
<b>流动负债</b>	4314	5356	5306	5200	所得税	74	80	101	128
短期借款	2481	3405	3000	2480	<b>净利润</b>	915	1067	1336	1703
应付账款	989	990	1165	1396	少数股东损益	83	80	80	80
其他	844	960	1141	1324	<b>归属母公司净利润</b>	832	987	1256	1623
<b>非流动负债</b>	988	978	998	998	EBITDA	1627	1772	2178	2645
长期借款	908	908	908	908	EPS (元)	0.68	0.81	1.03	1.33
其他	80	70	90	90					
<b>负债合计</b>	5302	6334	6304	6198	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	296	376	456	536	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1224	1224	1224	1224	<b>成长能力</b>				
资本公积	2128	2128	2128	2128	营业收入	23.5%	14.8%	17.2%	20.4%
留存收益	1964	2519	3776	5399	营业利润	130.5	5.1%	25.7%	27.8%
归属母公司股东权益	5316	5871	7127	8750	归属于母公司净利润	98.0%	18.6%	27.3%	29.2%
<b>负债和股东权益</b>	10913	12581	13886	15483	<b>获利能力</b>				
					毛利率	34.9%	34.7%	34.4%	34.7%
					净利率	15.8%	16.3%	17.7%	19.0%
					ROE	15.7%	16.8%	17.6%	18.5%
					ROIC	13.2%	11.7%	13.4%	15.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	48.6%	50.3%	45.4%	40.0%
					净负债比率	65.13	69.36%	63.90	57.25%
					流动比率	0.39	0.34	0.43	0.60
					速动比率	0.30	0.26	0.33	0.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.52	0.54	0.58
					应收账款周转率	20	19	19	20
					应付账款周转率	3.97	4.00	4.32	4.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.81	1.03	1.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.40	1.77	2.14
					每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.80	5.82	7.15
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.51	27.41	21.53	16.67
					P/B	5.09	4.61	3.79	3.09
					EV/EBITDA	18	17	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

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, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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