

玻璃制造

李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

南玻 A

000012

推荐

工程略低于预期, 投资彰显转型信心

今日公司发布 2010 年中报。上半年, 公司实现营业收入 34.06 亿元, 同比增长 64.85%; 实现利润总额 8.29 亿, 同比增长 165.82%, 实现归属母公司的净利润 6.36 亿元, 同比增长 143.51%, 对应 EPS0.31 元, 基本符合我们之前的预期。

- **盈利能力创上半年表现的新高。**由于上半年广东和成都浮法价格在相当长的时间内维持在高位, 使今年上半年的盈利能力创 5 年来的新高, 35.2% 的毛利率和 18.7% 的净利率估计在未来相当长的时间段里很难再重复;
- **2 季度盈利能力开始出现下滑。**从单季度来看, 2 季度毛利率已经开始下滑到 35% 以下, 净利率相对 1 季度也有 1 个百分点的下滑, 我们之前去年 3 季度到今年 1 季度是这波短周期中最景气的时间段的论断基本得到证实。
- **大幅度投资显示公司管理层快速转型的信心和决心。**在公布中报的同时, 公司公布了 22 个亿的投资项目, 这些项目都集中在新能源和节能领域两个方面。这些项目预计的投产时间都在 2012 年 1 季度之前。加上公司已经公布开始建设的项目, 公司在这两年里需要进行 60 个亿的固定资产投资。而目前公司的固定资产总额仅为 80 亿, 即公司计划在这两年内再造 3/4 个南玻。如果转型顺利, 公司有望在 2013 年之前将传统浮法行业的收入比例从目前的 50% 以上调整到 30% 以下的水平。这些投资最值得关注的是公司的超薄浮法玻璃生产线和离线 TCO 生产线。
- **目前公司的现金流足以保证目前的投资规模。**公司目前的资产负债率下降到 47%, 即使考虑新增的 50 个亿的投资在今年年底前全部投出, 公司也完全有可能将资产负债率控制在 60% 以内。如果考虑投资分阶段实施则风险更小。据此我们推断, 公司在短期内增发可能性不大, 除非公司在短期内启动原有规划的多晶硅二期的建设, 但目前这一迹象还不明显。
- **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测, 公司 09-11 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.40、0.51、0.57 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。

6-12 个月目标价: 12.6 元

当前股价: 11.49 元

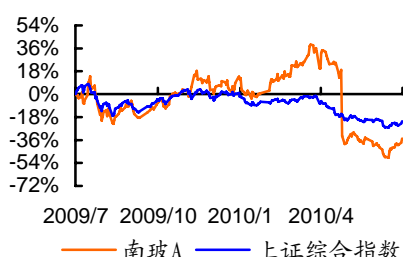
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2535.39
总股本(百万)	2079
流通股本(百万)	1745
流通市值(亿)	201
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	2.70
资产负债率	48.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	6.49	-15.49	-0.51
上证综合指数	-1.96	-16.41	-19.74



相关报告

《南玻 A-多晶硅一期项目达产达标情况通报会议纪要》2010-5-26

《南玻 A-正逐步完成造型公司向创新性公司的转型》2010-4-21

《南玻 A-浮法玻璃景气高峰助推公司业绩》2010-4-16

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	7253	9199	12555
收入同比(%)	24%	37%	27%	36%
归属母公司净利润	832	1071	1192	1724
净利润同比(%)	98%	29%	11%	45%
毛利率(%)	165.1%	32.9%	29.5%	29.8%
ROE(%)	15.7%	15.7%	14.9%	17.7%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.57	0.83
P/E	28.73	22.32	20.06	13.86
P/B	4.50	3.51	2.99	2.46
EV/EBITDA	12	9	8	6

资料来源: 中投证券研究所

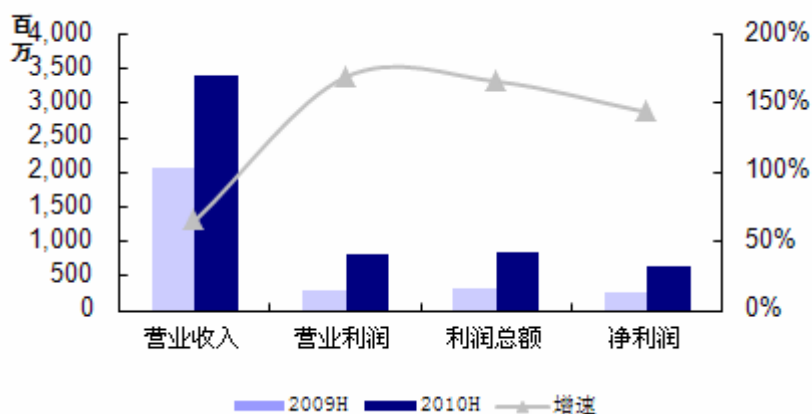
一、上半年延续了去年下半年的良好势头

1.1 盈利能力依然在高位维持

上半年再浮法玻璃价格持续高位波动的情况下，公司的收入和盈利能力同比偶出现了比较明显的提升。

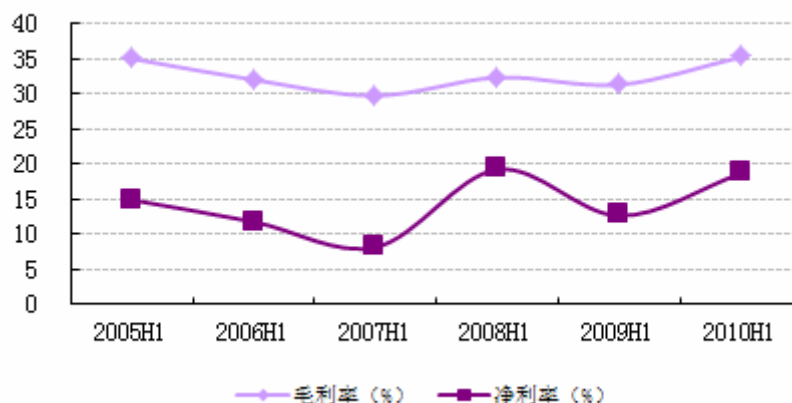
从图 2 可以看出，公司上半年的毛利率和净利率都处于 5 年来的最好水平，18.7%的净利率水平只有在 08 年达到过，而当时还是由于公司确认了转让电子陶瓷公司的投资收益，而达到的超预期的水平，如果去除这一因素，公司在今年上半年的盈利能力，无疑显示了其运营确实处于超景气状态。

图 1 年度主要经营数据



资料来源：公司公告

图 2 公司近年来毛利、净利率



资料来源：公司公告

1.2 盈利能力最好的时段是去年3季度到今年1季度

从季度经营情况来看,公司的整体毛利率水平在经历了去年3季度到今年1季度,三个季度在35%以上运行的时段以后,2季度回到了35%以下的水平,这说明公司的经营正在逐步向正常状态回归。

从目前玻璃行业的运行来看,3季度盈利能力的下行已经是不可避免的事实,关键是会下降的什么程度,是较难判断的。我们认为净利率回到15%以下的可能性正在增大。

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
收入(亿元)	11.55	11.42	9.99	8.69	11.96	14.82	17.32	15.57	18.48
环比增速	18.2%	-1.1%	-12.5%	-13.0%	37.6%	23.9%	16.9%	-10.1%	18.7%
毛利率	32.1%	29.5%	25.3%	26.5%	34.7%	37.5%	37.0%	36.2%	34.4%
费用率	11.0%	16.3%	19.8%	19.1%	15.5%	13.4%	12.5%	12.2%	11.5%
归属股东净利润(亿元)	2.12	1.35	-1.25	0.62	1.99	3.16	2.54	2.99	3.37
环比增速	7.7%	-36.3%	-192.4%	-149.4%	222.6%	58.7%	-19.6%	17.7%	12.5%
净利率	18.4%	11.8%	-12.5%	7.1%	16.7%	21.4%	14.7%	19.2%	18.2%

数据来源:公司公告、中投证券研究所

二、太阳能超预期,工程略低于预期

图 3 南玻 A 收入比例

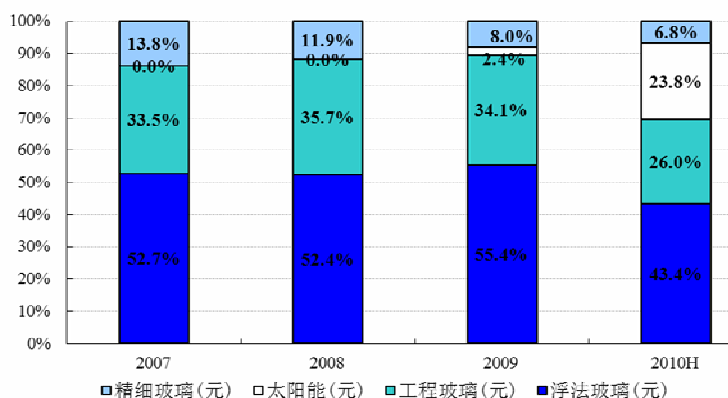
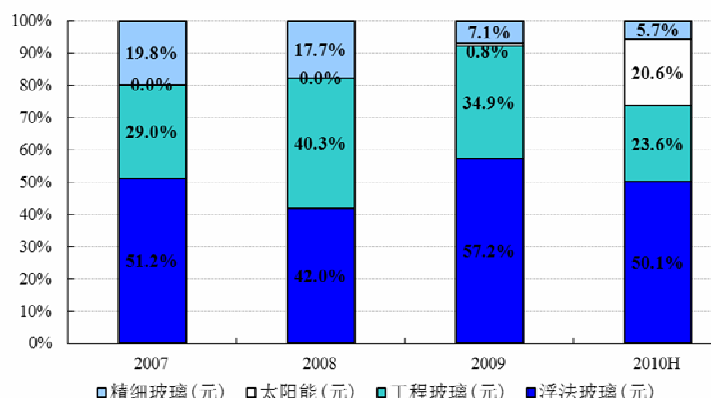


图 4 南玻 A 营业利润比例



数据来源:公司公告

从产品结构看,太阳能领域的大幅度增长远超出年初我们和市场的预期。据我们了解,公司多晶硅上半年实现盈利3000万元,电池片实现盈利2000多万元,超白压延玻璃实现盈利8000多万元。我们认为在上半年多晶硅价格并不令人满意的情况下,实现这样的盈利充分说明了公司的管理团队学习能力较强,能在充分竞争性的行业里做到同行无法比拟的成本优势。这也是我们看好南玻长期成长的关键点。

相反，倒是今年上半年市场普遍关注的工程玻璃同比收入仅增长 11%，毛利率下滑 5.46 个百分点，低于市场的预期。正如我们在年度策略报告中提醒大家的，我们看好 LOWE 市场的长期成长，但同时也要提醒市场在一片看好的时候注意 LOWE 产能的大幅度扩张。其实目前 LOWE 真实的运行情况是上半年各 LOWE 厂家普遍出现产能利用率不高的情况，南玻也是多年来首次出现产能无法满产的现象。我们分析出现这种现象的原因有二：1、短期内行业产能扩张太快；2、住宅市场需要一段时间的培育期，在住宅的销售模式和原来工建市场的销售模式完全不同，各厂家都需要一段时间的酝酿。而今年到明年上半年都就有很大的可能是酝酿期。但这并不妨碍这个产品的长期增长空间和南玻在这个领域的优势领导地位。

三、在建工程项目显示转型决心

与公司中报同时公布的还有公司新增的 22 个亿的投资项目。结合公司从去年下半年起陆续公布的投资计划，公司目前规划和在建投资项目多达 19 个，金额高达将近 60 亿元，这些项目均是在 2012 年上半年之前达产。而公司目前的固定资产总额仅为 80 亿元，也就是说目前的投资相当于再造 3/4 个南玻。而且应当看到的是公司目前投资的项目市场前景要好于目前的资产结构。

即公司要在未来 2 年的时间里快速完成从传统的玻璃制造商向节能、新能源领域的转型。或许到 2013 年传统建筑浮法玻璃在公司收入中的比例将会下降到 30% 左右的水平。

在目前这些投资里值得特别强调的是，市场原来关注不多的是公司离线 TCO 的扩产和这一次新增的河北廊坊超薄三线的投资。离线 TCO 是为薄膜太阳能电池生产的玻璃基板，目前公司是国内唯一一家能够全面量产的厂家。而这种玻璃目前在市场上的售价为 140 元/㎡，远高于在线 TCO 100 元/㎡ 的售价。而目前公司的产品在等待最终客户产品的认证通过，认证通过后，2011 年初公司二线将投产，可能会增加 1.5 个亿左右的收入。

河北廊坊超薄三线的建设是为了给公司 ITO 玻璃提供超薄基板，目前公司 ITO 玻璃和彩色滤光片的基板全部从日本进口。我们预计超薄玻璃将是公司浮法玻璃升级的又一个方向。

表 2 公司目前投资项目

产品	基地（权益比例）	生产线	日熔量 (t/d)	年产量 (万吨)	(预计)投 产时间	项目金额 (万元)	备注
浮法	深圳（100%）	二线	600	20	2002年	19767	目前冷修， 2010年9月 点火
	江苏吴江（100%）	一线	600	20	2011.09	84,563	在建
		二线	900	30	2011.09		在建
	河北廊坊（100%）	超薄三线	150	3	2011年	34,776	在建
TCO	深圳（100%）	一线		46	2009.12	8,577	2010年3月 完全达产
		二线		126	2011年初	35,000	
		三线		126	2012年初		
超白压延	东莞（100%）	三线		500T/D	2011 年底	49,893	

镀膜中空复合 大板镀膜	东莞 (100%)	二线	120	2011.07	共47,579	
镀膜中空复合 大板镀膜	成都 (75%)	二线	120	10年下半年	24,800	
		三线	300	2011.08	19,835	
镀膜中空复合 大板镀膜	江苏吴江 (100%)	三线	120	2011.06	共 47,913	
		四线	300	2011.12		
多晶硅提纯	宜昌 (93.97%)	一线	2000吨	2011年三季度	13,900	在原来 1500吨项 目上改造, 预计2011 年二季度 达产
多晶硅切片	宜昌 (93.97%)	二线	100MW	2011.02	与一线共 69,500	
		三线	140MW	11年下半年	49,650	
多晶硅电池片及 组件	东莞 (100%)	三线	50MW	10年三季度	共15600	
		四线	200MW	2011.06	69,700	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司产能

领域	地域(产品)	控股比例	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
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	138	201.5	201.5	251.5	251.5
超白压延玻璃 (万 m ²)	东莞	100%	625	1250	1250	1250	1250	2500
TCO (万 m ²)	深圳	100%			46	46	172	298
工程玻璃 (万 m ²)	深圳	100%	180					
	东莞	100%		400	300	300	300	720
	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	850	1,225	1,225	1,945	2,365
太阳能	多晶硅(吨)	93.37%		1500	1500	1500	2000	2000

	太阳能电池片(MW)	100%	25	25	50	100	300	300
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

四、公司目前的资金状况可以支撑如此之大的投资

从表 4 公司的资金状况良好，目前需要投资的项目去除已有的 10 亿的在建工程，需要资金额度为 50 亿左右。而目前公司资产负债率仅为 47.3%。经我们测算，即使这些项目资金需要在今年年底前全部到位，公司的资产负债率也可以控制在 60%以内。因此这些项目还不需要通过股权进行融资。

如果考虑目前这些项目里还没有包括的公司长期规划中需要投资的多晶硅二期 5000-6000 吨生产线项目（投资在 25 亿元左右），则公司有可能通过股权融资的方式来解决资金问题。但从目前的情况来看，管理层还在对多晶硅项目进一步扩产的时机进行斟酌。

表 4 公司资金运转情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1
营运能力						
存货周转率(次)	2.1	2.7	3.6	4.3	4.2	5.3
应收账款周转率(次)	4.1	4.2	5.6	6.6	7.5	11.2
资金状况						
资产负债率(%)	52.1	55.2	63.2	52.7	53.3	47.3
经营性现金流净额(亿元)	3.9	3.1	4.9	4.8	6.6	9.4
增长率(%)		-21.5	59.0	-2.2	38.0	41.7
资本性支出						
资本性支出(亿元)	4.4	4.7	5.7	12.5	6.7	7.4
增长率(%)		6.9	21.9	119.7	-46.6	10.1

数据来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

表 5 公司资金运转情况

分部收入成本分析				
浮法玻璃	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入(万元)	310,471	320,500	308,000	377,500
环比增长	35.68%	3.23%	-3.90%	22.56%
主营业务成本(万元)	205,459	210,000	220,000	260,500
内部抵消(万元)	36,109	36,000	38,000	40,000
内部抵消成本(万元)	35,433	35,000	36,000	38,000
毛利率	33.8%	34.5%	28.6%	31.0%

工程玻璃				
主营业务收入(万元)	190,993	220,000	270,000	370,000
环比增长	22.46%	15.19%	22.73%	37.04%
主营业务成本(万元)	126,963	155,000	193,000	268,000
毛利率	33.5%	29.5%	28.5%	27.6%
精细玻璃				
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%
太阳能				
主营业务收入(万元)	13,718	172,000	320,000	480,000
主营业务成本(万元)	12,298	122,700	230,000	345,000
毛利率	10.4%	28.7%	28.1%	28.1%
合计	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

五、投资建议：推荐

根据我们的盈利预测，公司 09-11 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.40、0.51、0.57 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。

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
流动资产	1694	3383	5028	8063	营业收入	5279	7253	9199	12555
现金	654	2129	3308	5719	营业成本	-3436	4870	6483	8819
应收账款	288	398	505	689	营业税金及附加	-5	0	0	0
其他应收款	15	28	35	48	营业费用	-242	370	478	653
预付账款	101	122	162	220	管理费用	-420	566	690	917
存货	371	488	650	884	财务费用	-106	129	190	235
其他流动资产	265	218	368	502	资产减值损失	-17	100	30	20
非流动资产	9220	9772	12625	12370	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	9114	12011	11886	营业利润	1073	1239	1348	1941
无形资产	392	392	392	392	营业外收入	32	35	40	40
其他非流动资产	746	236	182	42	营业外支出	-116	15	20	20
资产总计	10913	13155	17654	20434	利润总额	989	1259	1368	1961
流动负债	4314	4769	5476	6432	所得税	-74	88	96	137
短期借款	2481	2480	2480	2480	净利润	915	1171	1272	1824
应付账款	989	1217	1621	2205	少数股东损益	83	100	80	100
其他流动负债	844	1072	1375	1747	归属母公司净利润	832	1071	1192	1724
非流动负债	988	1178	3698	3698	EBITDA	1416	1875	2185	2943
长期借款	908	1108	3608	3608	EPS (元)	0.68	0.51	0.57	0.83
其他非流动负债	80	70	90	90					
负债合计	5302	5948	9175	10130	主要财务比率				
少数股东权益	296	396	476	576	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1224	2080	2080	2080	成长能力				
资本公积	2128	2128	2128	2128	营业收入	23.5%	37.4%	26.8%	36.5%
留存收益	1964	2604	3796	5520	营业利润	130.5	15.5%	8.7%	44.1%
归属母公司股东权益	5316	6812	8004	9728	归属于母公司净利润	98.0%	28.8%	11.3%	44.7%
负债和股东权益	10913	13155	17654	20434	获利能力				
					毛利率(%)	165.1	32.9%	29.5%	29.8%
					净利率(%)	15.8%	14.8%	13.0%	13.7%
					ROE(%)	15.7%	15.7%	14.9%	17.7%
					ROIC(%)	12.6%	14.5%	12.5%	18.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.6%	45.2%	52.0%	49.6%
					净负债比率(%)	65.13	61.68%	67.67	61.68%
					流动比率	0.39	0.71	0.92	1.25
					速动比率	0.30	0.60	0.79	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.60	0.60	0.66
					应收账款周转率	20	21	20	21
					应付账款周转率	-3.97	4.41	4.57	4.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.57	0.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.93	1.11	1.48
					每股净资产(最新摊薄)	2.56	3.27	3.85	4.68
					估值比率				
					P/E	28.73	22.32	20.06	13.86
					P/B	4.50	3.51	2.99	2.46
					EV/EBITDA	12	9	8	6

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