

公司研究

调研简报

跟踪评级\_维持：短期\_推荐，长期\_A

## 工程玻璃盈利好转，太阳能玻璃供不应求

——南玻A(000012)调研简报

### 核心观点

**1、工程玻璃盈利好转，节能产品坚持走差异化之路。**公司下半年加强了市场的销售和策划工作，对四个地区的管理人员进行了轮换，目前工程玻璃盈利情况开始好转，产能满负荷生产，预计下半年毛利率将恢复到34%左右的水平。节能产品方面，在民用市场提出把节能玻璃当作

“日用品”来卖，下半年将加大对民用市场的宣传和推广力度。在公建市场上，公司以销售第二代镀膜产品为主，并且计划在明年开始停止销售第一代镀膜产品，坚决走产品差异化道路。我们认为差异化之路能够使公司保持在行业内的领先地位。

**2、太阳能玻璃供不应求，盈利能力高于同行。**公司的超白压延玻璃处在供不应求的状态，产能利用率达到120%。受下游多晶硅市场需求的拉动，太阳能玻璃在上半年已经提了三次价。产品的成品率达到70%以上，领先于一般国内企业60%左右的水平。目前公司已经成为夏普、三洋、京瓷等知名晶硅太阳能企业的供应商。由于产品成品率高以及成本控制能力强，公司的超白玻璃的盈利情况是国内最好的。

**3、公司规划收入规模三年200亿，太阳能、精细玻璃、工程玻璃是未来增长点。**公司规划在未来三年内收入规模超过200亿元，是09年收入规模的4倍。分产品来看，太阳能产业要做到100亿的收入规模(09年1.4亿，10年中期8.7亿)；精细玻璃超过35亿元的规模(09年4.5亿，10年中期2.5亿)；工程玻璃30亿(09年19亿，10年中期9.5亿)；平板玻璃40亿左右(09年31亿，10年中期16亿)。从增速上来看，太阳能、精细玻璃和工程玻璃将成为未来三年主要的增长点。

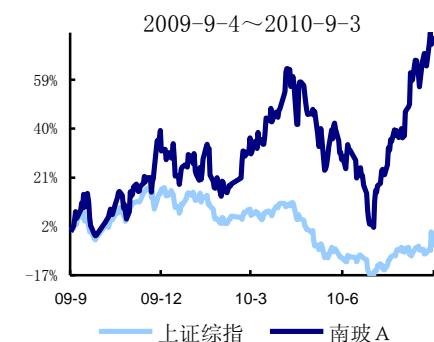
**4、看好南玻的长期投资价值。**我们看好南玻的长期投资价值主要基于两点：1)公司在工程玻璃市场具备品牌优势和良好的口碑，目前占据高端市场50%以上份额，对新进入者构成一定壁垒。2)南玻是国内走技术自主研发之路的倡导者和实践者，在太阳能玻璃和精细玻璃领域拥有自主知识产权，并且公司将继续加大研发投入，明年可达收入比重的2%。技术研发上的优势将保证公司的长期竞争力。

**5、盈利预测与投资评级。**根据调研信息，我们微调了对公司的盈利预测，预计2010-2012年的EPS为0.59元、0.82元、1.10元，对应目前股价的PE分别为26倍、19倍、14倍。我们认为公司长期估值水平仍然具备吸引力，维持“推荐\_A”评级。

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	5279	8141	10241	14206
同比增速(%)	24%	54%	26%	39%
净利润(百万)	832	1235	1715	2287
同比增速(%)	98%	48%	39%	33%
EPS(元)	0.40	0.59	0.82	1.10
P/E	38.39	26.03	18.73	13.96

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	207672.11
流通A股(万股)	98123.56
52周内股价区间(元)	8.55-15.69
总市值(亿元)	318.98
总资产(亿元)	109.13
每股净资产(元)	4.34
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-南玻A(000012):太阳能超预期，业务已成三足鼎立之势》 2010-07-23
- 《国都证券-公司研究-调研简报-南玻A(000012):平板玻璃盈利水平处在高位，节能玻璃民用市场或将启动》 2010-03-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-南玻A(000012):南玻A(000012)：09年业绩增长符合预期，节能玻璃是未来看点》

### 研究员:傅浩

电话: 010-84183227  
Email: fuhao@guodu.com  
执业证书编号: S0940210070004

### 联系人:周红军

电话: 010-84183380  
Email: zhouchongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1、工程玻璃目前盈利状况已经恢复，预计下半年毛利率将恢复到 34%左右

公司上半年工程玻璃的毛利率为 29.5%，比去年同期下降了 4 个百分点。主要的原因有：1) 玻璃原片价格比去年高；2) 市场上新建产能投放较多，市场竞争加剧了；3)公司在市场组织和策划上做的还不够好，导致设备开工率不高，天津工厂 20%的设备没有开工。针对以上的情况，公司对加强了市场的销售和策划工作，并且对四个地区的管理人员进行了轮换。目前工程玻璃情况盈利情况开始好转，产能满负荷生产，预计下半年毛利率将恢复到 34%左右的水平。

## 2、节能玻璃在民用市场当作“日用品”来卖，在公建市场坚持走差异化道路

公司提出要把节能玻璃当作“日用品”来卖，下半年将加大对民用市场的宣传和推广力度。目前下游开发商对节能玻璃的态度正在发生改变，一些大的开发商如保利、万科、华润等都已经能够接受在商品房中使用节能玻璃。我们认为随着公司推广力度的加强及下游态度的变化，节能玻璃的民用市场将逐步打开。在公建市场上，公司以销售第二代镀膜产品为主，并且计划在明年开始停止销售第一代镀膜产品，坚决走差异化道路。产品差异化道路能够使公司保持在行业内的领先地位。

## 3、太阳能玻璃供不应求，盈利能力高于同行

公司在东莞拥有超白压延玻璃产能 1250 万平米，在建产能 1250 万平，预计在明年年底前达产。公司的超白压延玻璃处在供不应求的状态，产能利用率达到 120%。受下游多晶硅市场需求的拉动，太阳能玻璃上半年已经提了三次价。在销售方面以内销为主，外销的比例在 20%-30%。公司在超白压延玻璃领域产品技术和质量上处于领先的地位，产品的成品率达到 70%以上，领先于一般国内企业 60%的水平。目前公司已经成为夏普、三洋、京瓷等知名晶硅太阳能企业的供应商。由于产品成品率高以及成本控制能力强，公司超白压延玻璃的盈利情况是国内最好的。

## 4、规划收入规模三年 200 亿，太阳能、精细玻璃、工程玻璃是未来增长点

公司规划在未来三年内收入规模超过 200 亿元，是 09 年收入规模的 4 倍。分产品来看，太阳能产业要做到 100 亿的收入规模(09 年 1.4 亿，10 年中期 8.7 亿)；精细玻璃超过 35 亿元的规模 (09 年 4.5 亿，10 年中期 2.5 亿)；工程玻璃 30 亿 (09 年 19 亿，10 年中期 9.5 亿)；平板玻璃 40 亿左右 (09 年 31 亿，10 年中期 16 亿)。从增速上来看，太阳能、精细玻璃和工程玻璃将成为未来三年主要的增长点。

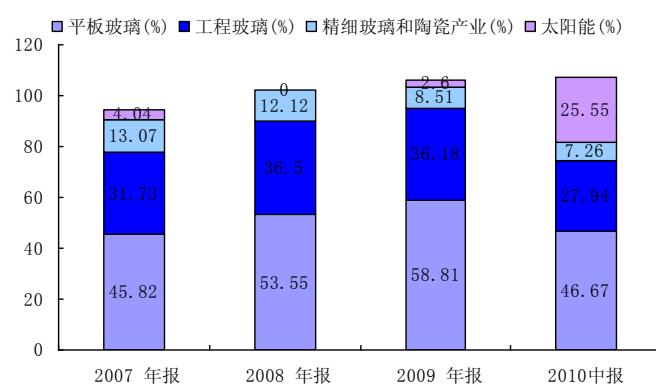
## 5、看好南玻长期投资价值

从长期来看，我们看好南玻的投资价值主要基于以下两点：1)在工程玻璃领域的品牌效应。公司经过在工程玻璃领域常年的品牌积累，目前国内高端市场占据50%以上的市场份额，这种品牌优势一方面可在公建市场对新进入者构成壁垒，另一方面也有利于产品在民用市场的推广。2)公司拥有自主研发技术的能力。南玻在超白压延玻璃、离线TCO导电膜玻璃以及ITO玻璃方面拥有自主研发的技术，这使得公司的长远发展不会受制于人。公司在自主研发方面一直走在同行的前列，并且研发投入比例不断加大，明年有望达到收入的2%。从国内玻璃行业的发展环境来看，核心技术掌握在PPG、皮尔金顿、圣戈班、AGC、NSG等国外巨头手中。国外厂商对技术的封锁很严格，即便是采用技术转让的方式和国内企业合作，国内企业也必须付出昂贵的技术转让费用。我们认为国内玻璃企业在产业升级的过程中，走技术自主研发是必由之路。

## 6、盈利预测与投资评级

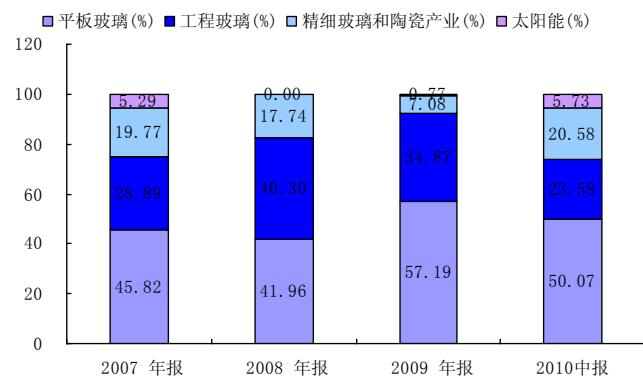
根据调研信息，我们微调了对公司的盈利预测，预计2010-2012年的EPS为0.59元、0.82元、1.10元，对应目前股价的PE分别为26倍、19倍、14倍。我们认为公司长期估值水平仍然具备吸引力，维持“推荐\_A”评级。

图 1：南玻 A 收入构成



资料来源：公司公告，国都证券

图 2：南玻 A 毛利构成



资料来源：公司公告，国都证券

表 1：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	80	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	49	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	3	24	超白压延		一线 625 万平、二线 625 万平米、三线年产 1200 万平米预计 11 年底投产
吴江	1*600t/d; 1*900t/d 超薄三线 150t/d,	54	浮法玻璃	天然气,	项目建设期 12 个月，目前正在筹建中
河北廊坊	3 万吨/年	3	超薄玻璃		预计 2011 年投产

资料来源：公司公告，国都证券

表 2：南玻 A 工程玻璃生产线

	地区	产能：万平米	备注
已投产生产线	成都	240	
	东莞	240	
	天津	480	
	吴江	240	
	合计	1200	120 万平 2011 年 7 月投产，300 万平 2012 年 3 月投产，尚在筹建中
拟建生产线	东莞	420	120 万平 2011 年 6 月投产、300 万平 2011 年 12 月投产，尚在筹建中
	吴江	420	
	成都	300	2011 年 8 月投产，尚在筹建中
	合计	1140	

资料来源：公司公告，国都证券

表3：南玻A 太阳能项目

项目名称	地区	产品	备注
一期年产 1500 吨多晶硅项目	宜昌	多晶硅	2008 年 11 月投产
计划对一期设备进行改造和扩容，将多晶硅产能提升至 2000 吨/年	宜昌	多晶硅	2010 年中完成，预计 11 年二季度达产
160MW 硅片加工项目	宜昌	硅片加工	一期 60MW 已经建成投产，二期 100MW 生产线将于年底安装调试
25MW 单晶硅太阳能电池	深圳	单晶硅电池	2008 年投产
25MW 多晶硅太阳能电池	东莞	多晶硅电池	2009 年 8 月建成，并于 2010 年 1 月进入商业化运营。
50MW 光伏电池生产线	东莞	光伏电池	正在进行设备安装调试、预计将于三季度投入量产。
年产 46 万平（3450 吨/年）太阳能薄膜电池用 TCO 玻璃基板生产线	深圳	TCO 玻璃	2010 年 3 月底全面量产，还未进入商业化生产
新建 4 条合计年产能为 252 万平米的 TCO 膜玻璃生产线，分两期，每期两条线，产能 126 万平。	深圳	TCO 玻璃	项目一期预计 2011 年初可以量产，二期 2 条生产线预计于 12 年初建成。10 年中期项目尚在筹建中

资料来源：公司公告，国都证券

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>				
现金	1694	3299	4219	7549
应收账款	654	1544	2348	4356
其它应收款	288	446	560	778
预付账款	15	57	61	99
存货	101	168	255	376
其他	371	814	623	1389
<b>非流动资产</b>				
长期投资	9220	9842	10503	10881
固定资产	27	27	27	27
无形资产	8055	8958	9765	10501
其他	392	432	468	515
<b>资产总计</b>	10913	13141	14722	18430
<b>流动负债</b>				
短期借款	4314	5602	5787	7552
应付账款	2481	2431	2570	2494
其他	989	2011	1837	3295
<b>非流动负债</b>				
长期借款	844	1160	1380	1763
其他	988	970	973	977
<b>负债合计</b>	5302	6572	6760	8529
少数股东权益	296	445	628	903
股本	1224	2080	2080	2080
资本公积金	2128	1271	1271	1271
留存收益	1964	2771	3982	5645
<b>负债和股东权益</b>	5316	6124	7334	8998
	10913	13141	14722	18430

### 现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	1670	2716	2652	3860
折旧摊销	915	1385	1897	2562
财务费用	449	530	617	701
投资损失	106	169	157	135
营运资金变动	-19	-20	-20	-20
其它	2481	2431	2570	2494
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	1167	1155	1290	989
长期投资	3	2	-1	0
其他	164	-33	-30	-42
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	164	-33	-30	-42
长期借款	-316	-50	139	-76
普通股增加	-234	0	0	0
资本公积增加	-13	857	0	0
其他	60	-857	0	0
<b>现金净增加额</b>	77	-586	-667	-744
	241	890	804	2008

资料来源：公司报表、国都证券

### 利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	5279	8141	10241	14206
营业成本	3436	5399	6733	9466
营业税金及附加	5	14	13	19
营业费用	242	389	483	673
管理费用	420	616	796	1103
财务费用	106	169	157	135
资产减值损失	17	50	45	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	20	20	20
<b>营业利润</b>	1073	1524	2034	2771
营业外收入	32	33	35	34
营业外支出	116	60	40	50
<b>利润总额</b>	989	1497	2029	2755
所得税	74	112	132	193
<b>净利润</b>	915	1385	1897	2562
少数股东损益	83	150	183	275
<b>归属母公司净利润</b>	832	1235	1715	2287
EBITDA	1627	2224	2808	3607
EPS (元)	0.40	0.59	0.82	1.10

### 主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.5%	54.2%	25.8%	38.7%
营业利润	130.5%	42.1%	33.5%	36.2%
归属母公司净利润	98.0%	48.5%	38.8%	33.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.9%	33.7%	34.3%	33.4%
净利率	15.8%	15.2%	16.7%	16.1%
ROE	15.7%	20.2%	23.4%	25.4%
ROIC	13.2%	19.1%	23.1%	30.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.6%	50.0%	45.9%	46.3%
净负债比率	65.13%	51.88%	52.41%	40.83%
流动比率	0.39	0.59	0.73	1.00
速动比率	0.30	0.43	0.61	0.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.68	0.74	0.86
应收账款周转率	20	22	20	21
应付账款周转率	3.97	3.60	3.50	3.69
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.40	0.59	0.82	1.10
每股经营现金	0.80	1.31	1.27	1.86
每股净资产	2.56	2.94	3.53	4.32
<b>估值比率</b>				
P/E	14.36	16.44	11.84	8.88
P/B	2.25	3.32	2.77	2.26
EV/EBITDA	14.35	10.50	8.31	6.47

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiadong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com