



节能玻璃龙头在光伏太阳能产业链上形成突破

2010年8月29日

推荐/维持

建筑材料

调研快报

——南玻A(000012) 调研快报

银国宏 执业证书编号: S1480109050668

俞鹏程 建筑材料行业, 010-66507325, MSN: penny2517457@hotmail.com

事件:

近日, 我们对南玻A进行了实地调研, 与公司董事长曾南先生, 董秘吴国斌等公司高管就公司经营情况和近期发展计划进行了充分的交流, 要点如下:

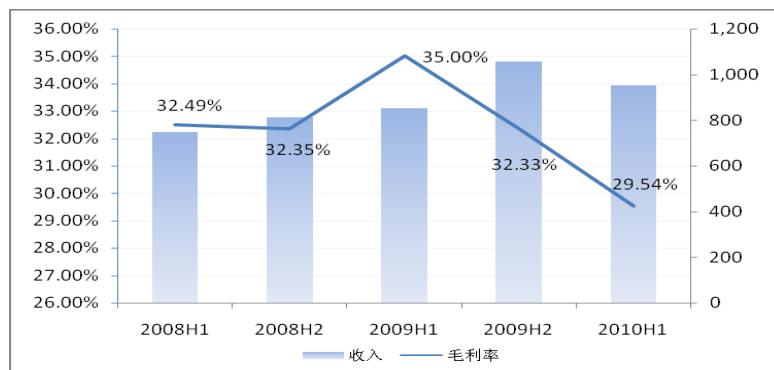
问题1: 公司上半年工程玻璃表现差强人意的原因及公司的应对办法?

公司作为国内工程玻璃尤其是LOW-E玻璃的龙头企业, 10年上半年表现不够理想主要有四个原因: 1、平板玻璃价格同比大幅上涨, 导致工程事业部原料成本上升, 毛利率下降; 2、在low-e玻璃这块, 上半年行业竞争加剧, 导致公司产品价格下滑, 同样也导致毛利率下降; 3、公司工程事业部各区域负责人对市场判断失误, 部分区域生产线上半年开工率仅80%, 导致单位产品成本上升, 未能发挥规模优势; 4、公司对low-e玻璃的宣传力度不足(公司在节能玻璃上的宣传经费只用了不到计划的一半)。

应对措施: 1、平板玻璃价格已处高位, 未来应呈随着新增产能的不断投放, 下半年将继续高位震荡甚至下降趋势, 继续攀升的可能性较小; 2、公司未来节能玻璃这块将走差异化竞争路线, 即民用建筑这块主要销售第一代产品, 公用建筑这块使用第二甚至第三代产品, 充分发挥公司规模和技术的优势, 有效改善公司在行业竞争加剧下的盈利能力; 3、鉴于工程事业部对市场判断失误及相关分公司领导进取心明显不足, 公司对四个区域分公司的总经理均进行了撤换, 分别任命了新的领导; 4、公司董事长已敦促分管工程事业部的公司董秘吴国斌先生在下半年加强节能玻璃的宣传力度, 充分利用各种途径的媒介对公司节能玻璃产品及其效果进行大力宣传。5、公司在中原地区新设了3个工程玻璃营销中心, 加大该区域的营销力度, 力争在三年内区域营业额从目前的七八千万增至5亿元左右。

工程事业部目前的情况: 2010年下半年以来, 公司更换了工程事业部区域负责人后, low-e玻璃生产线目前满负荷运行, 工程玻璃的价格出现了一定程度的回升, 销量也出现了较快的增长, 尤其是民用需求较多的镀膜大板销量增长较快。公司对节能玻璃的目标和定位是, 未来要讲节能玻璃当做日用品来卖, 市场空间会非常大。

图1、南玻A最近两年半工程事业部收入及毛利率变化 收入单位: 百万元



资料来源：wind，东兴证券研究所

问题2：公司是否考虑生产在线LOW-E玻璃产品？

在线镀膜玻璃相比离线镀膜玻璃而言，生产成本底，方便运输和再加工，尤其是方便做成夹层玻璃，这种玻璃更适于已有建筑窗户的节能改造，相比而言，应用中空镀膜玻璃进行节能改造的成本要大的多，不易于low-e玻璃的快速推广。

公司现有low-e玻璃产品已离线镀膜为主，但公司也在积极将产品范围拓展到在线镀膜产品。目前技术和设备供应商均已谈妥，预计11年8月，南玻第一批在线镀膜玻璃产品将面世，质量将达到国际先进水平。

问题3：公司太阳能事业部近期的运营情况如何？

公司已形成了从硅料到硅片到组件及光伏电池的完整产业链，并且公司在光伏产品质量和成本控制上均位列国内第一阵营。

公司目前生产的多晶硅与市场上其他公司生产的同类产品相比售价较高（并且无应收账款），并且伴随着10年以来全球光伏业需求的快速增长，公司的多晶硅产品售价已从年初的约50美元/公斤上涨到目前的80美元/公斤，从目前的市场来看，未来6个月的晶料（尤其是质量有保障的产品）供应依然紧张，预计多晶硅售价10年内仍有上涨空间。上半年网上多晶硅生产线建成投产的消息较多，但真正质量有保障，产品做的好能赚钱的，除南玻之外，仅洛阳中硅和LDK等少数几家企业。公司正在对一期设备进行改造（原先是俄罗斯供应的产品包，技术较落后，成本高）和扩容，预计工程在11年2月份完成，技改和扩容之后，公司多晶硅产能将达到2000吨，生产成本也将明显降低。11年下半年公司多晶硅产能将扩至2600吨至2800吨，可满足400MW的光伏发电使用。公司中期的目标是将多晶硅产能提高到3000吨，吨生产成本由目前的约35美元降至30美元。

公司的太阳能超白压延玻璃产能规模不是最大的，但是质量是顶尖的。公司订单充沛，产品供不应求，目前公司超白压延玻璃生产线的产能利用率达到120%，最近提了三次价，盈利能力很强。公司计划今年10月18日开工在广东开工建设一条日产500吨的新线，建成后，该类产品产能将实现翻番。

问题4、公司上半年出色的业绩表现较大归功于平板玻璃事业部的表现，公司在未来发展中如何定位平板玻璃？

上半年公司受益于平板玻璃价格同比大幅上涨，平板玻璃毛利率同比大幅上升（提高近10个百分点），对公司上半年业绩贡献较大，营业利润占比达56%。但从往年行业的运行情况来看，平板玻璃对售价和成本敏感，抗风性能力弱，波动幅度较大。未来公司发展的重点主要在太阳能事业部，工程事业部和精细玻璃三个业务上面，通过大幅提高这三个事业部的收入规模，逐步弱化平板玻璃事业部收入和利润占比，减少平板玻璃业绩的波动对公司整体业绩的影响。

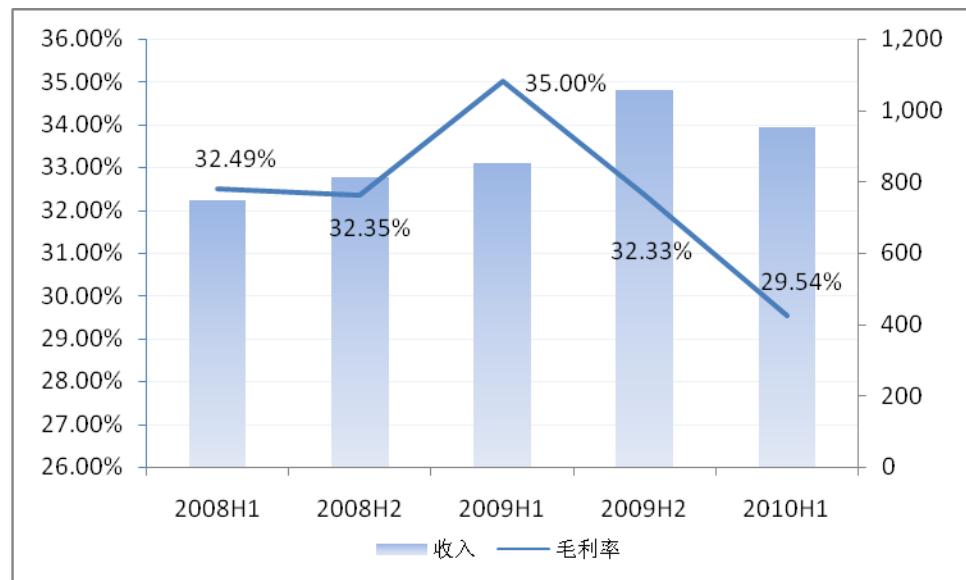
问题5、公司近期TCO玻璃的销量情况？

公司TCO玻璃基板产品已进入商业化生产阶段，目前月产量约3万平米，订单充足，供不应求，且公司已与旭硝子签订了5000吨/月的供货合同。未来两年，公司还将有两期，每期126万平米，合计252万平米的生产线将会建成投产。

结论：

1、南玻A作为国内low-e玻璃的绝对龙头，上半年在工程玻璃方面表现低于市场预期。由于节能玻璃市场竞争加剧和分公司管理层对市场判断出现误差，导致产品线开工率不足，单位产品生产成本上升，使得

毛利率下降幅度较大。我们认为，随着节能玻璃市场的快速增长，以及分公司领导层做出相应的整改措施后，凭借南玻的品牌效应和过硬的产品质量，下半年工程玻璃板块很可能改变上半年差强人意的表现。同时，由于国内 low-e 玻璃市场竞争环境的加剧，该产品毛利率的下滑不可避免，虽然南玻集团具有较高的品牌和规模优势，也不可能在这一趋势中独善其身；而节能玻璃在政策支持和民用节能意识逐渐改善的情况下，其大规模运用是一个必然的趋势，南玻在节能玻璃方面产能扩张幅度较大，未来两年随着产能的大幅释放（尤其是民用建筑使用较多的镀膜大板产能），节能玻璃对南玻的业绩贡献将明显加大。我们预计，公司工程玻璃下半年毛利率有望恢复到 30%以上，但随着工程玻璃市场竞争的加剧，毛利率上升空间有限，公司这块业务的发展将逐步过渡到“以量补价”阶段。

图 1、南玻 A 工程玻璃营业收入及毛利率变化情况
营业收入单位：百万元


资料来源：wind，东兴证券研究所

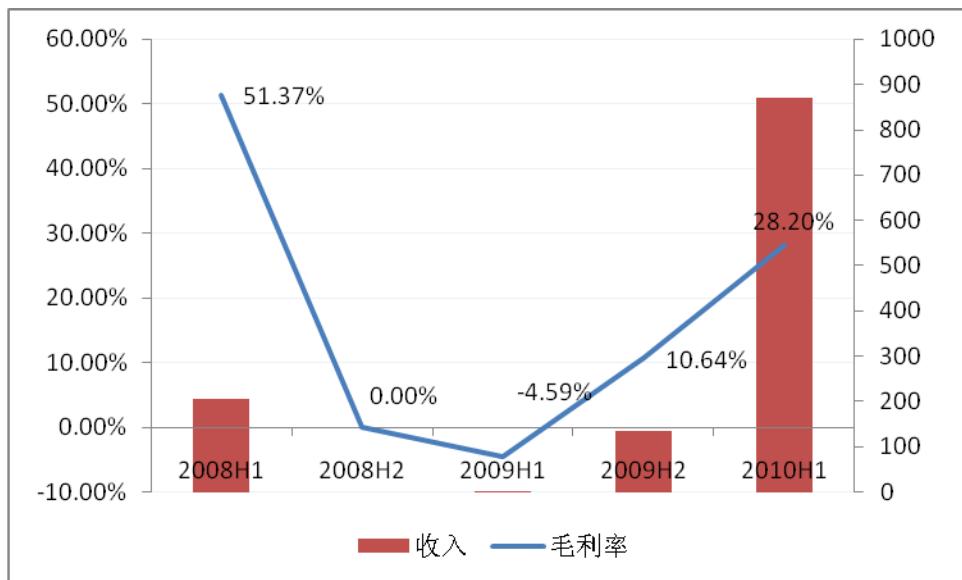
表 1、南玻 A 工程玻璃现有及拟在建生产线情况
单位：万平米

生产线	产能	生产线所在地	投产时间
已有生产线	240	成都	
	240	东莞	
	480	天津	
	240	吴江	
小计	1200		
拟、在建生产线	420	东莞	120 万平米中空镀膜玻璃 11 年 7 月投产， 300 万平米镀膜大板 12 年 3 月投产
	420	吴江	120 万平米 11 年 6 月投产，300 万平米 镀膜大板 11 年 12 月投产
	300	成都	300 万平米镀膜大板 11 年 8 月投产
小计	1140		
合计	2340		

资料来源：东兴证券研究所

2、公司上半年太阳能事业部远超预期，一方面得益于欧美太阳能光伏电池市场的繁荣，另一方面也得益于公司自身的成本控制能力。公司近一年多在太阳能电池产业链上的快速发展显示了公司管理层的魄力和公司突出的研发能力，尤其是多晶硅方面迅速将生产成本降至接近国际水平的约 35 美元/公斤（国内生产企业生产成本多在 40 美元/公斤以上），保证了公司在多晶硅行业较为艰难的时期依然可以盈利，在行业迎来转机的时候迅速贡献利润。目前国际太阳能电池需求量快速增长，南玻集团近期在太阳能事业部投入大量资源的背景下，我们预计未来太阳能事业部的盈利贡献将成为公司最重要的部分。

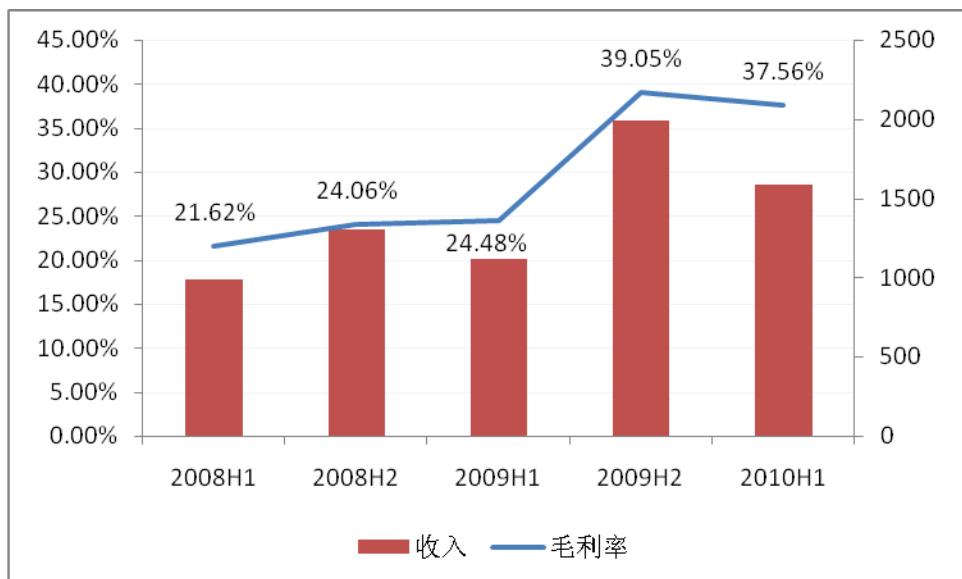
图 2、南玻 A 太阳能事业部近两年营业收入及毛利率变化情况 收入单位：百万元



资料来源：wind，东兴证券研究所

3、公司平板玻璃事业部上半年业绩表现抢眼，但普通浮法玻璃对价格和成本都较为敏感，抗风险能力较差。公司在未来的发展中将通过大力发展工程玻璃，太阳能产业及精细玻璃三大产业，逐步弱化浮法玻璃收入占公司的比重，弱化浮法玻璃产品的盈利波动对公司整体业绩的影响。

图 3、南玻 A 平板玻璃事业部近两年营业收入及毛利率变化情况 收入单位：百万元



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 2、南玻 A 太阳能事业部现有及拟在建生产线情况

项目名称	地区	产能	扩产计划
多晶硅项目	宜昌	1500 吨	11 年 2 月扩产至 2000 吨，11 年下半年扩产至 2600 吨至 2800 吨
硅片加工项目	宜昌	60MW	二期 100MW 生产线年底按照调试；另拟建 140MW 的硅片扩产项目，扩产完成后硅片产能 300 吨，可消耗掉一期硅材料项目技改后 2000 吨的年产量，实现上下游产能平衡。
单晶硅太阳能电池	深圳	25MW	
多晶硅太阳能电池	东莞	25MW	
光伏电池	东莞	50MW	公司计划在东莞南玻光伏大厦车间内新建电池线和组件线，使其产能各增加 200MW，建设周期约 1 年。项目建成后，公司太阳能光伏电池的生产规模将达到年产 300MW。
超白压延玻璃	东莞	1200 万平米	拟在广东新建一条 500T/D 太阳能超白玻璃生产线，建成后超白压延玻璃产能将增加 12.6 万吨。
TCO 玻璃基板	深圳	46 万平米	11 年新增 126 万平米 TCO 膜玻璃产能，12 年初新增 126 万平米 TCO 膜玻璃产能

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4、盈利预测及评级：

根据公司目前的收入结构和公司未来的产能扩张计划来看，公司未来的发展重心偏向工程玻璃和光伏太阳能电池产业链两方面，鉴于未来这两个市场的产品需求增长空间巨大，我们最为看好公司的这两项业务；浮法玻璃业务对公司未来的收入占比和业绩贡献将呈下降趋势，但目前对这块业务对该公司的影响还是非常大（10 年上半年约 50% 的营业利润来自于这项业务）；公司在精细玻璃业务方面这两年一直表现平淡，但根据公司高管接受，目前公司生产的精细玻璃已成 iPhone 的主要供应商，未来的营收目标还是要提高一个数量级，但具体细节披露不多，对于这块业务我们给予谨慎预测。

在此基础上，我们预计 2010 至 2012 年公司 EPS 分别为 0.594 元，0.686 元和 0.893 元，对应的 PE 分别为 25.84 倍，22.39 倍和 17.19 倍，给予推荐评级。

表 3、南玻 A 主要财务指标预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	4,273.38	5,279.10	7,900.00	9,500.00	12,800.00
(+/-) %	2.04%	23.53%	49.65%	20.25%	34.74%
EBITDA（百万元）	896.60	1,627.06	2,292.03	2,491.03	2,999.08
(+/-) %	-13.74%	81.47%	40.87%	8.68%	20.40%
净利润（百万元）	420.08	831.94	1,234.56	1,424.71	1,855.31
(+/-) %	-2.64%	98.04%	48.39%	15.40%	30.22%
ROE	9.24%	15.65%	17.10%	16.90%	18.54%
EPS（元）	0.350	0.680	0.594	0.686	0.893

P/E	43.89	22.59	25.84	22.39	17.19
P/B	4.18	3.54	4.42	3.78	3.19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供之信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。