

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 15.88 元

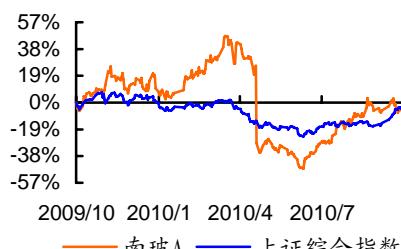
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	2077
流通股本(百万)	2037
流通市值(亿)	323
EPS (TTM)	0.58
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	0.00	34.01	15.13
上证综合指数	0.00	16.10	-0.81



相关报告

《公司点评_20100722_李凡》 2010-7-22

《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-正逐步完成制造型公司向创新性公司的转型》 2010-4-21

南玻 A

000012

推荐

短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型

今日公司发布 2010 年三季报。前三季度，公司实现营业收入 54.79 亿元，同比增长 54%；实现归属母公司的净利润 10.42 亿元，同比增长 80.3%；实现基本每股收益 0.5 元，同比增长 78.6%。单季度看，公司三季度营业收入为 20.74 亿，同比增长 12.2%；实现归属母公司的净利润 4.06 亿元，同比增长 20.5%，对应 EPS0.2 元，略高于我们之前的预期。

- **玻璃短期景气推动三季度业绩回升。**由于下半年行业供求形势好于预期，八月份全国玻璃价格开始回升。虽然原材料纯碱与重油价格也出现反弹，但幅度不如玻璃。另外，三季度也是玻璃传统旺季，公司业务占比最大平板玻璃业务销量与价格齐升。公司三季度毛利率达到 35.2%，超过二季度的 34.4%，但仍低于去年三季度至今年一季度的高景气时期。
- **外围光伏市场促使多晶硅价格大幅上涨。**受国外光伏行业补贴幅度下调预期的影响，国外厂商短时间装机需求大增，带动国内多晶硅价格猛涨。仅三个月，多晶硅价格涨幅就超过 50%。由于公司多晶硅自用量仅为 700 吨，有 800 吨用于外销，因此受益光伏行业高景气。
- **行业供求状况没有根本改变，长期盈利能力或会回调。**今年行业存在大量新增产能，其量远超落后产能淘汰量。该部分产能的消化需要一定时间，因此我们判断在限电结束后，行业基本面情况对盈利能力的影响仍会体现，公司盈利能力或可能再次下降。
- **公司经营状况良好，关注明后两年企业转型。**公司目前负债率 45.5%，较年中有所下降。中报时公告的投资项目也开始建设，本季度资本性支出达 3.3 亿元。三季度深圳二线技改完成，成都大板镀膜线开始投产。今年中报公布的投资项目大多于 2012 年上半年达产。届时，公司将完成从传统的玻璃制造商向节能、新能源领域的转型，公司的超薄光伏玻璃生产线和离线 TCO 生产线最值得关注。
- **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 0.65、0.75、0.95 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。

风险提示：浮法玻璃行业产能释放能公司盈利能力的影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5279	8925	11372	13783
同比(%)	24%	69%	27%	21%
归属母公司净利润(百万元)	832	1900	2205	2800
同比(%)	98%	128%	16%	27%
毛利率(%)	34.9%	35.3%	33.2%	33.9%
ROE(%)	15.7%	24.9%	22.4%	22.1%
每股收益(元)	0.28	0.65	0.75	0.95
P/E	56.06	24.55	21.15	16.66
P/B	8.77	6.10	4.74	3.69
EV/EBITDA	22	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

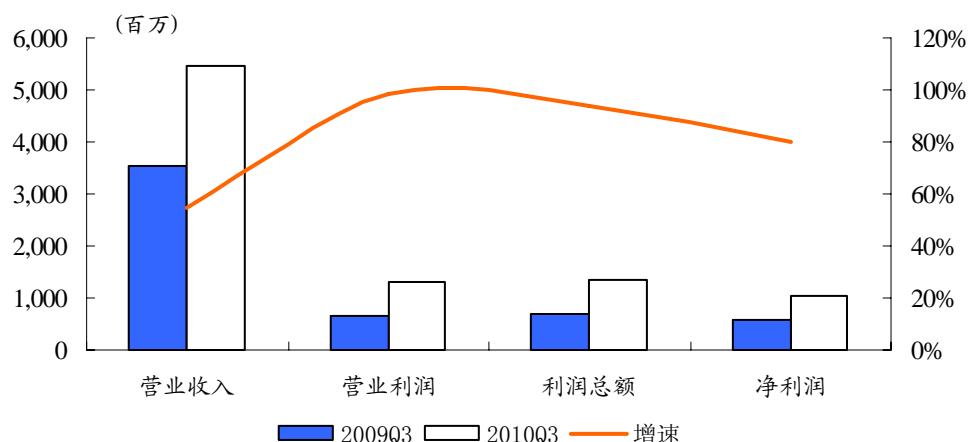
一、行业短期景气推动三季度业绩回升

1.1 玻璃行业限电与多晶硅涨价提升业绩

上半年，受行业产能压力影响，玻璃价格出现下滑。但随着三季度玻璃季节性旺季的到来，平板玻璃销售情况良好，8月份全国玻璃价格开始回升。普通浮法玻璃价格从今年低点69元/重箱反弹到75元/重箱。由于重油与纯碱价格上涨幅度不如玻璃，公司玻璃业务盈利能力保持较高水平。

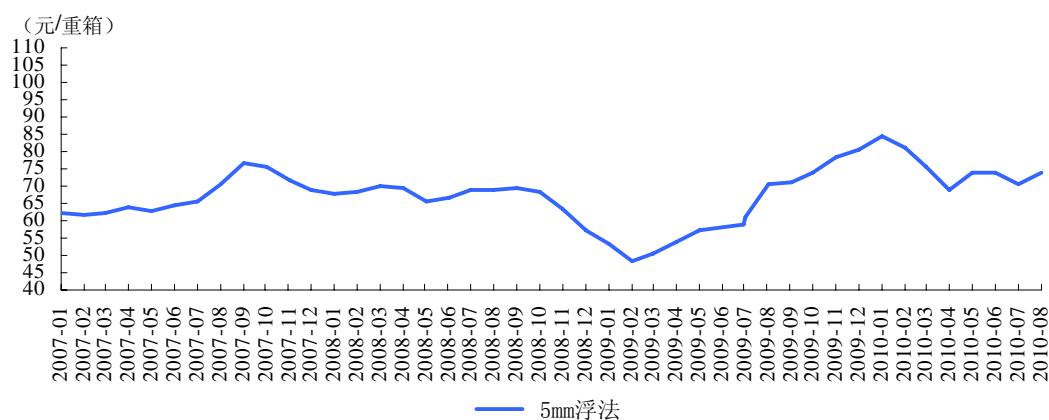
太阳能产业方面，受益于外围市场光伏行业需求的突然爆发，三季度多晶硅价格上涨幅度达50%。公司800多吨外销的多晶硅也贡献了部分业绩。

图 1 年度主要经营数据



资料来源：公司公告

图 2 全国 5mm 浮法玻璃价格趋势图



资料来源：建材信息网

1.2 短期盈利能力维持高位

从季度经营情况来看，受暂时政策的影响，公司该季毛利率回升至 35.2%，略好于二季度。三季度公司费用率有所下降，促使净利率超越前两季度，达到 19.6% 的高水平。

我们仍然认为去年三季度至今年一季度是最景气的时段，由于玻璃行业供过于求的基本面没有根本改善，预期在限电政策结束后，盈利能力仍会有所回调。多晶硅方面，国外光伏行业补贴下调整开始影响需求，加上国内多晶硅产能的扩张，预计后市盈利能力也会有所下调。

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
收入 (亿元)	11.42	9.99	8.69	11.96	14.82	17.32	15.57	18.48	20.74
环比增速	-1.1%	-12.5%	-13.0%	37.6%	23.9%	16.9%	-10.1%	18.7%	12.2%
毛利率	29.5%	25.3%	26.5%	34.7%	37.5%	37.0%	36.2%	34.4%	35.2%
费用率	16.3%	19.8%	19.1%	15.5%	13.4%	12.5%	12.2%	11.5%	10.3%
归属股东净利润 (亿元)	1.35	-1.25	0.62	1.99	3.16	2.54	2.99	3.37	4.06
环比增速	-36.3%	-192.4%	-149.4%	222.6%	58.7%	-19.6%	17.7%	12.5%	20.5%
净利率	11.8%	-12.5%	7.1%	16.7%	21.4%	14.7%	19.2%	18.2%	19.6%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

二、关注明后年公司转型

公司中报公布的投资项目已陆续开始建设，公司前三季度资本性支出达 10.7 亿。公司目前负债率 45.5%，比中报时略有下降。随着公司债券的发行完成，公司负债率将有所上升。公司目前经营性现金流 15.5 亿元，现金流情况良好。

三季度深圳二线技改完成，成都大板镀膜线开始投产。今年中报公布的投资项目大多于 2012 年上半年前达产。届时，公司将完成从传统的玻璃制造商向节能、新能源领域的转型。公司的超薄光伏玻璃生产线和离线 TCO 生产线最值得关注。

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 二线	600 900	20 30	2011.09 2011.09	84,563	在建 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	
		三线	300	2012.03		
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		
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
	深圳	100%	180					
工程玻璃 (万 m ²)	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

五、盈利预测

表 4 公司资金运转情况

分部收入成本分析

浮法玻璃	2009 年	2010E	2011E	2012E
产能(万吨)	208.00	210.00	222.00	262.00
单价(元/吨)	1492.6	1480.0	1390.0	1450.0
主营业务收入(万元)	310,471	310,800	308,580	379,900
环比增长	35.68%	0.11%	-0.71%	23.11%
主营业务成本(万元)	205,459	195,000	206,000	250,000
环比增长	16.62%	-5.09%	5.64%	21.36%
内部抵消(万元)	36,109	45,000	48,000	50,000
内部抵消成本(万元)	35,433	45,000	48,000	38,000
毛利率	33.8%	37.3%	33.2%	34.2%
工程玻璃				
产能(万吨)	1,225	1,225	1,945	2,365
单价(元/吨)	155.9	195.0	188.0	190.0
主营业务收入(万元)	190,993	238,875	365,660	449,350
环比增长	22.46%	25.07%	53.08%	22.89%
主营业务成本(万元)	126,963	160,000	247,000	298,000
环比增长	20.45%	26.02%	54.38%	20.65%
毛利率	33.52%	33.02%	32.45%	33.68%
精细玻璃				
主营业务收入(万元)	44,932	51,800	54,000	62,000
环比增长	-13.23%	15.28%	4.25%	14.81%
主营业务成本(万元)	31,933	37,300	38,800	45,000
环比增长	8.15%	16.81%	4.02%	15.98%
毛利率	28.93%	27.99%	28.15%	27.42%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	1,500	1,500	2,000	2,000

太阳能电池片(MW)	50	100	100	100
主营业务收入(万元)	13,718	330,000	450,000	530,000
环比增长	156.73%	2305.62%	36.36%	17.78%
主营业务成本(万元)	12,298	225,000	310,000	350,000
环比增长	141.62%	1729.64%	37.78%	12.90%
毛利率	10.35%	31.82%	31.11%	33.96%
其它				
其他业务收入(万元)	3,905	6,000	7,000	7,000
环比增长	-47.92%	53.66%	16.67%	0.00%
其它业务成本(万元)	2,338	5,000	5,800	5,800
毛利率	40.12%	16.67%	17.14%	17.14%
合计	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
收入(万元)	527,910	892,475	1,137,240	1,378,250
收入增速	23.53%	69.06%	27.43%	21.19%
成本(万元)	343,557	577,300	759,600	910,800
毛利率	34.92%	35.31%	33.21%	33.92%

数据来源：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 0.65、0.75、0.95 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

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	1694	4671	7389	11200
应收账款	654	3166	5384	8783
其它应收款	288	525	669	810
预付账款	15	34	44	53
存货	101	144	190	228
其他	371	579	761	913
非流动资产				
长期投资	265	223	341	413
固定资产	9220	9772	12625	12370
无形资产	27	30	40	50
其他	8055	9114	12011	11886
资产总计	392	392	392	392
流动负债	746	236	182	42
短期借款	4314	5221	5977	6633
应付账款	2481	2480	2480	2480
其他	989	1443	1899	2277
非流动负债	844	1297	1598	1876
长期借款	988	1183	3693	3693
其他	908	1108	3608	3608
负债合计	80	75	85	85
负债和股东权益	5302	6404	9670	10326
少数股东权益	10913	14443	20014	23570
股本	296	396	496	596
资本公积	1224	2937	2937	2937
留存收益	2128	1271	1271	1271
归属母公司股东权益	1964	3436	5641	8441
负债和股东权益	5316	7644	9849	12649
现金流量表	10913	14443	20014	23570

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	8925	11372	13783
营业成本	3436	5773	7596	9108
营业税金及附加	5	0	0	0
营业费用	242	312	421	510
管理费用	420	598	762	923
财务费用	106	112	144	162
资产减值损失	17	38	30	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	19	19	19
营业利润	1073	2111	2438	3078
营业外收入	32	48	50	50
营业外支出	116	8	10	10
利润总额	989	2151	2478	3118
所得税	74	151	173	218
净利润	915	2000	2305	2900
少数股东损益	83	100	100	100
归属母公司净利润	832	1900	2205	2800
EBITDA	1627	2729	3230	4007
EPS (元)	0.68	0.65	0.75	0.95

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.5%	69.1%	27.4%	21.2%
营业利润	130.5%	96.7%	15.5%	26.2%
归属于母公司净利润	98.0%	128.4%	16.1%	27.0%
获利能力				
毛利率	34.9%	35.3%	33.2%	33.9%
净利率	15.8%	21.3%	19.4%	20.3%
ROE	15.7%	24.9%	22.4%	22.1%
ROIC	13.2%	24.1%	21.4%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	44.3%	48.3%	43.8%
净负债比率	65.13%	57.28%	64.20%	60.51%
流动比率	0.39	0.89	1.24	1.69
速动比率	0.30	0.77	1.10	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.70	0.66	0.63
应收账款周转率	20	22	19	18
应付账款周转率	3.97	4.75	4.55	4.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.65	0.75	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.00	1.13	1.37
每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.60	3.35	4.31
估值比率				
P/E	56.06	24.55	21.15	16.66
P/B	8.77	6.10	4.74	3.69
EV/EBITDA	22	13	11	9

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个月内股价涨幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价涨幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±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

研究团队简介

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。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

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。

免责条款

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，旨为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，但我们将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

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

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

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