



## 庞大扩张规划出台，光伏、电子玻璃和节能玻璃成发展重点

公司公告了五届十八次董事会决议，通过了投资总额约 65 亿元的大规模扩张计划。主要包括：

- 1) TCO 玻璃产能从目前规划的 252 万平米扩大至 400 万平米；
- 2) 宜昌南玻再投资建设第三期 700MW 硅片产能；
- 3) 宜昌南玻建设 600MW 晶体硅电池片生产线；
- 4) 东莞南玻扩建 100MW 电池片和 700MW 电池组件生产线；
- 5) 在湖北新建 120 万平米的镀膜中空玻璃以及 300 万平米大板镀膜玻璃生产线；
- 6) 在吴江建设平板显示产业基地，一期项目建成后将形成年产 ITO 玻璃 480 万片、ITO 柔性膜 72 万平米、电容式触摸屏传感器玻璃 84 万片的产能。

此外，董事会还通过了部分业务的调整：

- 1) 因城市改造需要，广州两条浮法线搬迁至肇庆；
- 2) 投资 5 亿元，对宜昌多晶硅生产线进行冷氢化技术改造，大幅降低生产成本；
- 3) 东莞、吴江各 120 万平米中空镀膜玻璃生产线分别停止和延期，成都 300 万平米大板镀膜玻璃生产线延期。

### 晶硅电池：规模扩张 10 倍，成本大幅下降

从扩张和调整规划可以看出，公司未来将加强光伏、电子玻璃和节能镀膜玻璃业务。尤其是光伏业务，扩产计划完成后，公司晶硅电池及组件的产能将从目前的 100MW 剧增至 1GW，成为行业内优势企业（预计 2010 年国内光伏电池产量约 7.5GW）。需要指出的是，公司进行的是从硅片到电池和组件 1GW 的同步扩张，目前限制上游多晶硅新建产能的政策未来有可能松动，一旦出现松动，根据公司全产业链的战略构想，我们判断其多晶硅产能也将扩张到能满足 1GW 电池和组件的规模（约 7000 - 8000 吨）。

此外，进行冷氢化技术改造后，多晶硅生产成本将出现大幅下降，每公斤成本将从现在的 38 美元下降到 30 美元左右，对提升价格竞争力和盈利能力将起到极其重要的作用。

### TCO 玻璃：保持并扩大先发优势

TCO 玻璃产能的扩张表明公司在大力发展晶硅太阳能电池的同时，也积极备战薄膜电池市场的需求。公司第一条 46 万平米 TCO 玻璃生产线已于今年一季度投产，使其成为国内唯一具备薄膜光伏电池用 TCO 导电玻璃量产能力的企业，目前产品质量已能媲美日本旭硝子的同类产品，受到下游薄膜电池生产厂商的充分认可。此次扩产将保持并扩大公司的先发优势。

### 电子玻璃：积极应对需求的爆发式增长

iPhone 和 iPad 将引领触摸屏手机和平板电脑出现爆发式增长，从而引发对触摸屏的持续强劲需求。

公司应用于苹果 iPhone4 手机所需的电容式触摸屏产品经过客户三阶段的严格审查认定,从今年 6 月下旬开始已经量产,ITO FILM (ITO 导电膜) 及 TP (触摸屏) 产品的生产与销售也取得了较大进展,为精细玻璃产业迎来新的发展。为进一步提升该事业部相关企业的竞争力,使其实现可持续发展,公司积极为该事业部打造从基片生产到电容式触摸屏及模组生产完整产业链的独立发展平台,以期通过独立的运作平台,为其增添新的活力。

10 月 18 日公司超薄电子玻璃项目已经在河北永清开工建设,项目建设周期 12 个月,建成后可年产 0.33mm—0.7mm 超薄玻璃 3 万吨,可替代进口产品为公司供应电子玻璃基板。吴江平板显示产业基地建成后,公司电子玻璃产能规模将出现大幅增长以应对强劲的需求:ITO 玻璃产能将扩充 40%,电容式触摸屏传感器玻璃产能将提升 8 倍。此前一直比较稳定的电子玻璃业务将成为公司新的盈利增长点。

### 节能玻璃:布局更加完善,规模持续增长

此次决定在湖北新建镀膜中空玻璃和大板镀膜玻璃生产线,建成投产后公司将形成“东(吴江)、西(成都)、南(东莞)、北(河北)、中(湖北)”的节能玻璃产业基地布局,节能玻璃总产能将达到:中空镀膜产品 1320 万平米;镀膜大板 1600 万平米,继续巩固行业优势地位。

## 11—12 年持续增长,2013 年将迎来业绩的再次飞跃

今年公司各业务板块盈利普遍良好,虽然计提 8184 万元资产减值准备,但预计全年 EPS 依然可达到 0.66 元。展望明年,虽然浮法玻璃供给压力较大,但保障房的大规模建设将使需求依然维持在较强的水平,玻璃价格不会明显下跌;浮法玻璃价格的小幅下跌有利于公司工程玻璃毛利率的回升;电子玻璃业务继续向好;晶硅电池产业链的产品价格明年虽然可能回落,但整体依然有望保持较高的盈利。预计 2011—2012 年归属于母公司的净利润分别增长 38.5% 和 38.2%,EPS 分别为 0.92 和 1.27 元(不考虑广州浮法线搬迁补偿可能带来的非经常性损益)。

由于此次扩产项目大部分在 2013 年投产,因此我们预计当年公司业绩可能出现再次飞跃。目前股价对应 2010—2012 年的 PE 分别为 32.3、23.1 和 16.8 倍,虽然目前估值水平不低,但考虑到公司未来良好的成长性,维持“买入”评级。

表 1、公司产能统计表

| 业务分类         | 控股比例(%) | 现有产能                        | 在建产能                 | 在建产能投产时间  |
|--------------|---------|-----------------------------|----------------------|-----------|
| <b>浮法玻璃</b>  |         |                             |                      |           |
| <b>项目名称</b>  |         |                             |                      |           |
| 深圳南玻浮法玻璃有限公司 | 100     | 40 万吨(600T/DX2)             |                      |           |
| 广州南玻玻璃有限公司   | 100     | 41 万吨(550T/D、700T/D)        |                      |           |
| 成都南玻玻璃有限公司   | 75      | 71 万吨(550T/D、700T/D、900T/D) |                      |           |
| 河北南玻玻璃有限公司   | 100     | 50 万吨(600T/D、900T/D)        |                      | 2011 年下半年 |
| 吴江南玻玻璃有限公司   | 100     |                             | 50 万吨(600T/D、900T/D) | 2011 年下半年 |
| <b>合计</b>    |         | <b>202 万吨</b>               | <b>50 万吨</b>         |           |

#### 工程玻璃

##### 项目名称

|                |     |                         |                                     |                        |
|----------------|-----|-------------------------|-------------------------------------|------------------------|
| 东莞南玻工程玻璃有限公司   | 100 | 240 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)  | 300 万平米镀膜大板                         | 2011 年 4 季度            |
| 天津南玻工程玻璃有限公司   | 100 | 240 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)  |                                     |                        |
| 天津南玻节能玻璃有限公司   | 100 | 240 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)  |                                     |                        |
| 吴江南玻华东工程玻璃有限公司 | 100 | 240 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)  | 120 万平米镀膜中空+300 万平米镀膜大板             | 2013 年+2011 年 3 季度     |
| 成都南玻玻璃有限公司     | 100 | 120 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)  | 300 万平米镀膜大板                         | 2013 年                 |
| 华中             |     |                         | 120 万平米镀膜中空+300 万平米镀膜大板             | 2012 年 7 月+2012 年 12 月 |
| 合计             |     | 1080 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合) | 240 万平米 (LOW-E 中空镀膜复合)+1200 万平米镀膜大板 |                        |

#### 精细/电子玻璃

##### 项目名称

|              |     |                       |  |           |
|--------------|-----|-----------------------|--|-----------|
| 河北南玻玻璃有限公司   | 100 |                       | 年产 3 万吨超薄电子玻璃                                  | 2011 年下半年 |
| 南玻显示器件科技有限公司 | 75  | 1200 万片/年 (ITO 导电膜玻璃) |  |           |
| 南玻伟光导电膜有限公司  | 70  | 9 万片/月 (彩色滤光片)        |  |           |
| 吴江平板显示基地     |     |                       | ITO 玻璃 480 万片、ITO 柔性膜 72 万平米、电容式触摸屏传感器玻璃 84 万片 | 2013 年初   |

#### 超白压延玻璃

##### 项目名称

|             |     |                    |                  |           |
|-------------|-----|--------------------|------------------|-----------|
| 东莞太阳能玻璃有限公司 | 100 | 12.5 万吨 (250T/DX2) | 12.6 万吨 (500T/D) | 2011 年下半年 |
|-------------|-----|--------------------|------------------|-----------|

#### TCO 导电膜玻璃

##### 项目名称

|              |     |        |                                  |                        |
|--------------|-----|--------|----------------------------------|------------------------|
| 深圳南玻浮法玻璃有限公司 | 100 | 46 万平米 | 400 万平米 (一期 160 万平米, 二期 240 万平米) | 一期 2012 年初, 二期 2012 年底 |
|--------------|-----|--------|----------------------------------|------------------------|

#### 多晶硅

##### 项目名称

|           |       |        |       |           |
|-----------|-------|--------|-------|-----------|
| 宜昌南玻硅材料公司 | 93.97 | 1500 吨 | 500 吨 | 2011 年二季度 |
|-----------|-------|--------|-------|-----------|

#### 硅片

##### 项目名称

|           |       |      |                   |                          |
|-----------|-------|------|-------------------|--------------------------|
| 宜昌南玻硅材料公司 | 93.97 | 60MW | 100MW+140MW+700MW | 2010 年底+2011 年下半年+2013 年 |
|-----------|-------|------|-------------------|--------------------------|

#### 晶硅电池

##### 项目名称

|              |     |       |             |           |
|--------------|-----|-------|-------------|-----------|
| 东莞南玻光伏科技有限公司 | 100 | 100MW | 200MW+100MW | 2011 年下半年 |
|--------------|-----|-------|-------------|-----------|

|              |     |              |              |                                 |
|--------------|-----|--------------|--------------|---------------------------------|
| 宜昌南玻硅材料公司    |     |              | 600MW        | 2013 年                          |
| 合计           |     | <b>100MW</b> | <b>900MW</b> |                                 |
| 晶硅组件         |     |              |              |                                 |
| 项目名称         |     |              |              |                                 |
| 东莞南玻光伏科技有限公司 | 100 | 100MW        | 200MW+700MW  | 300MW2011 年下半<br>年, 600MW2013 年 |
| 合计           |     | <b>100MW</b> | <b>900MW</b> |                                 |

数据来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所整理。

**表 2、公司利润表预测** 单位: 百万元

|          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 5279 | 7894  | 8957  | 11758 |
| 营业成本     | 3436 | 5118  | 5564  | 7194  |
| 营业税金及附加  | 5    | 8     | 9     | 24    |
| 营业费用     | 242  | 276   | 287   | 353   |
| 管理费用     | 420  | 505   | 564   | 705   |
| 财务费用     | 106  | 146   | 166   | 185   |
| 资产减值损失   | 17   | 82    | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益    | 19   | 20    | 20    | 0     |
| 营业利润     | 1073 | 1779  | 2386  | 3298  |
| 营业外收入    | 32   | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出    | 116  | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额     | 989  | 1779  | 2386  | 3298  |
| 所得税      | 74   | 267   | 298   | 412   |
| 净利润      | 915  | 1512  | 2088  | 2886  |
| 少数股东损益   | 83   | 133   | 179   | 247   |
| 归属母公司净利润 | 832  | 1379  | 1909  | 2638  |
| EBITDA   | 1627 | 2455  | 3221  | 4328  |
| EPS (元)  | 0.68 | 0.66  | 0.92  | 1.27  |

数据来源: 华泰联合证券研究所。

## 风险提示

规划项目实施进度低于预期; 投资规模巨大, 可能需要再融资, 可能摊薄 EPS。





#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn