

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: 21.00元

当前股价: 16.91元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2708.98
总股本(百万)	2077
流通股本(百万)	2037
流通市值(亿)	344
EPS (TTM)	0.62
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	-24.71	9.03	58.63
上证综合指数	-6.38	-8.33	11.74



相关报告

《南玻 A-公司正值盈利高峰期》2011-1-11

《南玻 A-规划产能大幅扩张，未来增长前景值得期待》2010-12-26

《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型》2010-10-24

南玻 A

000012

推荐

2011年第一次股东大会会议纪要

公司近日召开股东大会和董事会，并发布公告计划定向增发不超过 2.5 亿股，募集资金不超过 40 亿元，按照董事会前 20 个交易日均价为 17.88 元。

- **多晶硅太阳能领域是未来3年公司扩张最快的领域**。公司目前多晶硅电池片领域主要产能为：多晶硅产能达到 2100-2200 吨，切片产能 160GW，电池片及组件 2010 年产能 100MW。公司目标在 3 年内做到 1GW 的电池片和组件的规模。并同时有扩展上游多晶硅和切片产能的考虑，最终目标做到 1GW 的整体产业链布局；
- **触摸屏领域也是未来扩张的方向之一**。精细玻璃领域销售收入占到全集团销售收入的 7%，2011 年预计可以达到 10% 以上。公司 2.5 代触摸屏从 2010 年年中开始逐渐量产，目前产量为 6 万片/月。2011 年 1 季度末触摸屏生产能力将达到 12 万片/月。目前的良品率为 86%，明年计划达到 90% 以上。3.5 代线的扩产在考虑之中。
- **薄膜电池片领域，公司目前是唯一实现量产的 TCO 玻璃供应商**。目前薄膜电池在太阳能领域占比较小，主流产品仍是晶硅电池。公司在薄膜电池片领域致力于 TCO 玻璃的生产加工。公司是目前国内唯一一家实现 TCO 玻璃量产的厂家，使用 PECVD 法生产。国内目前采用磁控溅射法生产 TCO 玻璃的厂家因为技术的不成熟均没有实现大规模生产。
- **募集资金用于公布的大规模扩产**。公司公布定向增发不超过 2.5 亿股，募集资金不超过 40 亿元资金，用于公司公布的 70 亿元的投资进行产能扩张。目前公司每年经营性现金流每年达到 20 亿元以上。募集资金以后，每年在保证投资项目的同时仍可保持每年的高分红比率。
- **维持“推荐”的投资评级**。根据我们的盈利预测，公司 10-12 年的 EPS 为 0.7、0.8、1.0 元。若按照增发 2.5 亿股计算，则 10-12 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.63、0.71、0.90 元。对于未来市场空间较大的中间加工业，维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5279	7350	9698	11999
同比(%)	24%	39%	32%	24%
归属母公司净利润(百万元)	832	1457	1659	2085
同比(%)	98%	75%	14%	26%
毛利率(%)	34.9%	34.6%	32.0%	30.3%
ROE(%)	15.7%	23.0%	20.7%	20.7%
每股收益(元)	0.40	0.70	0.80	1.00
P/E	39.71	22.67	19.91	15.84
P/B	6.22	5.21	4.13	3.27
EV/EBITDA	22	16	14	11

资料来源: 中投证券研究所

一、公司股东大会会议纪要

1.1 多晶硅电池领域:

公司 2010 年多晶硅销售 1400 吨左右,到 2011 年 2 月产能达到 2100-2200 吨。明年冷氢化项目完成后将达到 2800-3000 吨的产能。切片产能 2010 年年底 160GW, 明年年中将达到 300GW 的产能。电池片及组件 2010 年产能 100MW, 明年年底将达到 300MW。

公司目标在 3 年内做到 1GW 的电池片和组件的规模。虽然未披露多晶硅的扩产事宜, 但是南玻在太阳能领域的长期战略规划就是做产业链一体化, 因此多晶硅产能在未来的扩张是必然, 只是时间和机会的问题。3 年内公司在太阳能领域的收入规模将达到 100 亿元以上;

关于欧洲经济对太阳能领域的影响: 虽然欧洲经济遇到一定的困难, 但是仅限于金融领域, 预计不会波及到实体。所以太阳能电池的需求量在 2011 年还将保持一定的增长。从长期来看, 太阳能领域的增长也是确定的。行业受到的影响可能体现为欧债危机可能扩大从而影响到欧元的汇率, 从而对国内太阳能企业的盈利能力产生一定的影响。

1.2 薄膜电池领域:

TCO 玻璃两种工艺的比较。目前有 PECVD (气相沉积法) 和磁控溅射两种生产方式, 这两种方式实际上就是浮法玻璃镀膜的两种不同方式。南玻目前的 LOW-E 玻璃采用的就是磁控溅射的方法。而且目前南玻是国内对磁控溅射方法了解和掌握最深入的公司。但是由于目前用磁控溅射方法生产 TCO 玻璃在全球都还处于试产阶段, 没有进入量产。鉴于技术没有最后稳定。南玻在技术选型时选择了 PECVD 的方法。

从目前国内各厂家生产 TCO 的方式来看, 国内真正实现 TCO 玻璃量产的只有南玻一家。而运用磁控溅射方法生产的有信义和秀强玻璃的厂家, 但是目前均没有生产出合格的产品。

在关于薄膜太阳能电池的拓展方面, 公司认为薄膜电池和晶硅电池各自有各自的生存空间, 但主流的市场还是在多晶硅电池上, 市场份额在 90% 以上。公司目前在薄膜电池方面主要致力于生产 TCO 导电玻璃, 往下游的延伸目前暂时没有考虑。

1.3 触摸屏领域:

公司 2.5 代触摸屏从年中开始逐渐量产, 目前产量为 6 万片/月。2011 年 1 季度末, 触摸屏生产能力将达到 12 万片/月。目前的良品率为 86%, 明年计划达到 90% 以上。

目前双面触摸屏的 sensor 专利已经被苹果买断, 公司在替苹果制作双面触摸屏 sensor 的同时, 也在制作单面触摸屏的 sensor, 这样可以将客户群扩大到苹果以外的客户。

3.5 代线的扩产在考虑之中，本人预计可能在吴江的基地考虑扩产。
精细玻璃领域销售收入占到全集团销售收入的 7%，2011 年预计可以达到 10% 以上。

1.4 浮法及工程玻璃领域：

广州浮法生产基地有可能从 2012 年起搬迁，采取新基地建设好以后再搬迁的方式。

工程玻璃领域，虽然有部分项目推迟，实际上是为了调整布局，在原来东西南北的布局下新增了中部布局。

有公司推出了贴膜的产品来对老建筑进行节能改造，但是这种贴膜产品稳定性不高（LOWE 玻璃使用寿命为 10 年，这种产品寿命在 2-3 年），不会成为主流对 LOWE 市场造成冲击。

1.5 公司财务相关指标

公司 2010 年实现销售接近 80 亿元，实现净利润 14.5 亿元。按照目前公司的规划，公司在两年之内，将做到 200 亿元的收入。

具体到 2011 年，不确定因素较多，但公司还是有信心 2011 年的业绩在 2010 年已经很好的基础上实现进一步的增长。

公司公布定向增发不超过 2.5 亿股，募集不超过 40 亿元资金，用于公司公布的 70 亿元的投资进行产能扩张。目前公司每年经营性现金流每年达到 20 亿元以上。募集资金以后，每年在保证投资项目的同时仍可保持每年的高分红比率。

图 1 公司主要经营数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q3
营运能力						
存货周转率(次)	5.1	6.4	9.0	9.2	9.9	8.8
应收账款周转率(次)	9.3	10.1	13.7	15.5	20.1	15.5
资金状况						
资产负债率(%)	50.8	56.5	49.3	53.6	48.6	45.5
经营活动现金流(亿元)	9.2	8.0	11.0	10.3	16.7	15.5
增长率(%)		-13.3	37.7	(6.5)	62.1	47.0
资本性支出						
资本性支出(亿元)	10.0	11.4	14.3	26.8	11.7	10.7
增长率(%)		14.0	25.4	88.3	(56.5)	9.6

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、盈利预测

表 2 南玻 A 盈利预测假设

分部收入成本分析

浮法玻璃	2010E	2011E	2012E	2013E

产能 (万吨)	210.00	222.00	262.00	262.00
销量 (万吨)	210.00	222.00	250.00	262.0
单价 (元/吨)	1520.0	1450.0	1430.0	1,450
主营业务收入 (万元)	319,200	321,900	374,660	379,900
环比增长	2.81%	0.85%	16.39%	1.40%
主营业务成本 (万元)	210,000	223,000	260,000	265,000
环比增长	2.21%	6.19%	16.59%	1.92%
内部抵消 (万元)	45,000	48,000	50,000	50,000
内部抵消成本 (万元)	45,000	48,000	38,000	38,000
毛利率	34.2%	30.7%	30.6%	30.2%
工程玻璃				
产能 (万 m ²)	1,225	1,825	2,450	2,450
销量 (万 m ²)	1,000	1,200	1,500	1,800
单价 (元/m ²)	220.0	205.0	190.0	180.0
主营业务收入 (万元)	220,000	246,000	285,000	324,000
环比增长	15.19%	11.82%	15.85%	13.68%
主营业务成本 (万元)	147,900	160,000	190,000	220,000
环比增长	16.49%	8.18%	18.75%	15.79%
毛利率	32.77%	34.96%	33.33%	32.10%
精细玻璃				
触摸屏销量 (万片)	28.00	150.00	180.00	220.00
单价 (元/片)	512.82	470.09	427.35	427.35
收入 (万元)	14358.97	70512.82	76923.08	94017.09
彩色滤光片销量 (万片)		56.00	30.00	
单价 (元/片)	286.00	285.00		
收入 (万元)	16016.00	8550.00		
ITO 导电膜玻璃销量 (万片)		1200.00	1200.00	1200.00
单价 (元/片)	22.00	21.50	21.50	21.50
收入 (万元)	26400.00	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入 (万元)	56,775	104,863	102,723	119,817
环比增长	26.36%	84.70%	-2.04%	16.64%
主营业务成本 (万元)	35,600	57,675	59,066	68,895
环比增长	11.48%	62.01%	2.41%	16.64%
毛利率	37.30%	45.00%	42.50%	42.50%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	1,500	2,000	2,400	2,800
太阳能电池片 (MW)	100	200	300	800
主营业务收入 (万元)	178,000	340,000	482,000	960,000
环比增长	1197.58%	91.01%	41.76%	99.17%
主营业务成本 (万元)	127,000	262,000	360,000	740,000
环比增长	932.73%	106.30%	37.40%	105.56%
毛利率	28.65%	22.94%	25.31%	22.92%
其它				
其他业务收入 (万元)	6,000	5,000	5,500	5,500

环比增长	53. 66%	-16. 67%	10. 00%	0. 00%
其它业务成本 (万元)	5, 200	4, 500	4, 900	4, 900
毛利率	13. 33%	10. 00%	10. 91%	10. 91%
合计	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
收入 (万元)	734, 975	969, 763	1, 199, 883	1, 739, 217
收入增速	39. 22%	31. 95%	23. 73%	44. 95%
成本 (万元)	480, 700	659, 175	835, 966	1, 260, 795
毛利率	34. 60%	32. 03%	30. 33%	27. 51%

资料来源：中投证券研究所

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	3017	5820	8144
应收账款	654	1754	4065	5976
其它应收款	288	429	549	682
预付账款	15	28	37	46
存货	101	123	177	220
其他	371	482	742	914
非流动资产				
长期投资	265	201	250	305
固定资产	9220	9826	11527	12114
无形资产	27	30	40	50
其他	8055	9032	10948	11590
资产总计	392	392	392	392
流动负债	746	372	147	82
短期借款	4314	4920	5650	6370
应付账款	2481	2509	2548	2524
其他	989	1250	1648	2090
非流动负债	844	1161	1455	1757
长期借款	988	1183	3193	3193
其他	908	1108	3108	3108
负债合计	80	75	85	85
少数股东权益	5302	6103	8843	9564
股本	296	396	501	606
资本公积	1224	2080	2080	2080
留存收益	2128	1271	1271	1271
归属母公司股东权益	1964	2993	4652	6737
负债和股东权益	5316	6344	8003	10088
现金流量表	10913	12843	17347	20258

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	7350	9698	11999
营业成本	3436	4807	6592	8360
营业税金及附加	5	6	7	8
营业费用	242	265	369	420
管理费用	420	492	698	756
财务费用	106	126	158	175
资产减值损失	17	38	36	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	19	19	35
营业利润	1073	1634	1857	2295
营业外收入	32	48	49	70
营业外支出	116	8	9	10
利润总额	989	1674	1897	2355
所得税	74	117	133	165
净利润	915	1557	1764	2190
少数股东损益	83	100	105	105
归属母公司净利润	832	1457	1659	2085
EBITDA	1627	2267	2632	3196
EPS (元)	0.68	0.70	0.80	1.00

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.5%	39.2%	31.9%	23.7%
营业利润	130.5	52.3%	13.6%	23.6%
归属于母公司净利润	98.0%	75.1%	13.9%	25.7%
获利能力				
毛利率	34.9%	34.6%	32.0%	30.3%
净利率	15.8%	19.8%	17.1%	17.4%
ROE	15.7%	23.0%	20.7%	20.7%
ROIC	13.2%	19.2%	18.3%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	47.5%	51.0%	47.2%
净负债比率	65.13	60.58%	65.31	60.56%
流动比率	0.39	0.61	1.03	1.28
速动比率	0.30	0.51	0.89	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.62	0.64	0.64
应收账款周转率	20	20	19	19
应付账款周转率	3.97	4.29	4.55	4.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.70	0.80	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.16	1.31	1.61
每股净资产(最新摊薄)	2.56	3.05	3.85	4.85
估值比率				
P/E	39.71	22.67	19.91	15.84
P/B	6.22	5.21	4.13	3.27
EV/EBITDA	22	16	14	11

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