

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: 18.98元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11994.68
总股本(百万)	2076
流通股本(百万)	2039
流通市值(亿)	387
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	-3.90	0.58	59.23
深证成份指数	-3.72	-10.27	11.21



相关报告

《南玻 A-2011 年第一次股东大会会议纪要》2011-1-18

《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

000012

推荐

出售陶瓷科技，发展战略进一步清晰

公司今日公告以 6411.8 万元出售全资子公司东莞南玻陶瓷科技有限公司 100% 股权。

- **出售陶瓷科技是公司主业逐步集中化与清晰化的体现。**结构陶瓷是公司早期尝试进行拓展以及储备的业务之一。公司当时的想法类似于世界玻璃巨头圣戈班：在以玻璃为主业的同时进入先进陶瓷的生产。然而，公司现已确定平板玻璃、工程玻璃、太阳能光伏及精细玻璃作为未来发展的四大产业。剥离结构陶瓷业务正是公司发展战略逐步清晰化、主业集中化的体现。
- **与太阳能相关的结构陶瓷业务得以保留，并归入太阳能业务。**公司是国内首家利用自身技术改造多晶硅还原炉压力的厂家。其多晶硅的还原炉压力远高于国内其它商家，公司电子级多晶硅的纯度达到 11 个 9，即 99.999999999%。这也归功于公司利用结构陶瓷对还原炉连接件进行的改造。在本次交易中，与多晶硅相关的结构陶瓷的设备、人员等资产并没有出售，而是得以保留并将归入太阳能业务。可见，公司在剥离业务时仍是围绕目前主业进行考虑。
- **交易价格 6411.8 万元，对应 P/B 为 1.23 倍。**陶瓷科技目前总资产为 1.086 亿元，净资产为 5211.83 万元。本次交易价格为 6411.8 万元，溢价达 1200 万元，相当于 P/B 为 1.23 倍。
- **长期看好公司，其高速增长有望在 2012 年以后到来。**公司去年年底公告了大量投资的项目并将募集不超过 40 亿元的资金。这些项目主要集中在太阳能领域，其实施将为 2012 年以后公司的增长奠定基础。我们预计项目实施完成以后，公司的销售收入将有望达到 200 亿元以上规模。我们之所以长期看好公司，并不是单纯寄希望于公司 2-3 年的高增长，是因为公司已经在一个市场空间足够大的行业中确定了明确的发展战略，并有足够的执行力。
- **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

表 1 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
	265	201	250	305
非流动资产	9220	9826	11527	12114
长期投资	27	30	40	50
固定资产	8055	9032	10948	11590
无形资产	392	392	392	392
其他	746	372	147	82
资产总计	10913	12843	17347	20258
流动负债	4314	4920	5650	6370
短期借款	2481	2509	2548	2524
应付账款	989	1250	1648	2090
其他	844	1161	1455	1757
非流动负债	988	1183	3193	3193
长期借款	908	1108	3108	3108
其他	80	75	85	85
负债合计	5302	6103	8843	9564
少数股东权益	296	396	501	606
股本	1224	2080	2080	2080
资本公积	2128	1271	1271	1271
留存收益	1964	2993	4652	6737
归属母公司股东权益	5316	6344	8003	10088
负债和股东权益	10913	12843	17347	20258

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1670	2414	2718	3345
净利润	915	1557	1764	2190
折旧摊销	449	507	616	725
财务费用	106	126	158	175
投资损失	-19	-19	-19	-35
营运资金变动	48	325	130	271
其它	172	-83	68	18
投资活动现金流	-1006	-991	-2328	-1275
资本支出	1167	1000	2340	1300
长期投资	3	10	7	10
其他	164	19	19	35
筹资活动现金流	-426	-322	1921	-160
短期借款	-316	28	39	-24
长期借款	-234	200	2000	0
普通股增加	-13	857	0	0
资本公积增加	60	-857	0	0
其他	77	-550	-117	-135
现金净增加额	241	1101	2311	1911

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

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