

南玻A

000012 / 200012

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/05
RMB11.75	

基础数据

总股本（百万股）	1237
流通 A 股（百万股）	540
流通 B 股（百万股）	448.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	7137

财务数据

市净率 (X)	3.43
TRACING P/E (X)*	23.97
EPS (元)	0.44
股息率 (%)	1.13

*最近四季盈利计算。

相关研究

《计提减值准备或许将迎来明年更大的增长》08/12/26

《四季度盈利有望回升》

08/10/23

分 析 师

周 焕

+755-82492072

zhouhuan@lhqz.com

薄膜太阳能电池—南玻长期优势或大于金晶

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4188.0	3274.2	4229.2	6460.8	8977.0
(+/-%)	41.3	7.3	1.0	52.8	38.9
归属母公司净利润(百万元)	431.5	545.1	480.70	781.63	1207.05
(+/-%)	28.8	85.2	11.4	62.6	54.4
EPS(元)	0.35	0.44	0.39	0.63	0.98
P/E(倍)	33.6	26.7	30.1	18.7	12.0

■ 由于超白浮法玻璃新的应用领域出现—薄膜太阳能电池，金晶科技（600586）受到市场的热烈追捧，而同样具备超白浮法生产能力的南玻（000012），相比较而言，并未被市场充分认识。我们认为，长远来看，南玻在超白浮法领域比金晶更具优势。

■ 金晶超白品质略高、市场份额大，但在南玻的竞争压力下，这种优势可能在较短的时间内消失。此外，南玻超白浮法的可扩张产能大于金晶。

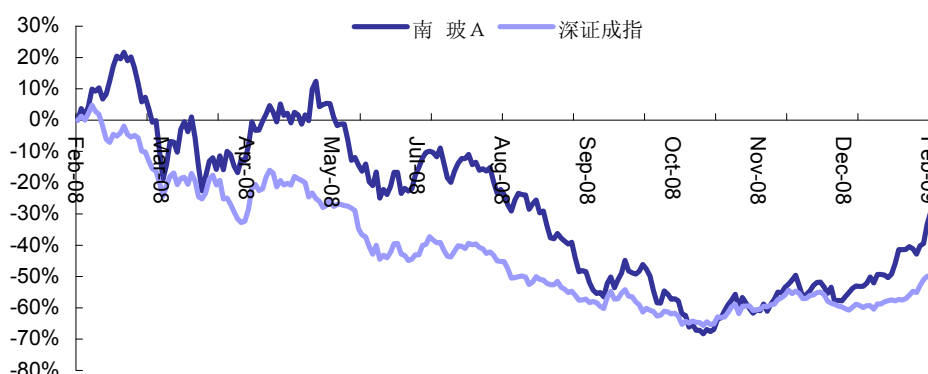
■ 未来在 TCO（Transparent Conductive Oxide，透明导电氧化物镀膜）玻璃—薄膜太阳能电池关键材料领域，金晶可能远不及南玻。

■ 由于技术难度大，薄膜太阳能电池生产商短期内不可能全部自行镀膜，TCO 玻璃需求依然广阔，晶硅电池企业争抢硅料的情况，未来很可能在导电膜玻璃中重现。而由于技术壁垒高，预计 TCO 玻璃未来 2—3 年内处于供应偏紧状态，价格高企，盈利能力较强，推测毛利率超过 40%。

■ 南玻可能进入 TCO 玻璃领域，凭借国内顶尖的镀膜技术基础，成功的概率较大，而金晶目前并不具备生产任何镀膜玻璃的能力，在这一领域无法和南玻竞争。

■ 南玻将比金晶更充分受益于薄膜太阳能电池的发展。目前公司股价对应的 09 年 PE 为 19 倍，而金晶科技估值为 09 年 32 倍 PE，前者相对低估明显。鉴于南玻产品线更完善、抗风险能力更强以及未来在薄膜太阳能电池领域受益更充分，我们认为其估值至少不应低于金晶，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



超白浮法玻璃：南玻长远优势大于金晶

由于超白浮法玻璃新的应用领域出现—薄膜太阳能电池, 金晶科技 (600586) 受到市场的热烈追捧, 而同样具备超白浮法生产能力的南玻 (000012), 相比较而言, 并未被市场充分认识。我们认为, 长远来看, 南玻在超白浮法领域比金晶更具优势。

技术壁垒并非高不可攀

首先要说明的是, 超白浮法在技术上是有一定难度, 但并非难到国内企业无法突破。历史告诉我们, 至少在玻璃领域, 真正的顶尖技术国外是不会向中国转让的 (比如超薄玻璃, 多年来一直依赖进口, 洛玻虽然号称研制出超薄玻璃, 但工业化生产的品质还是不能和进口产品相比)。

担心需求不足是国内企业不愿涉足超白的最主要原因

国内企业多年来一直没在超白浮法上大力投入, 最主要的原因是认为市场狭小, 需求不足 (金晶超白浮法刚产出时, 销售不畅, 主要原因就是原定的目标市场—高档建筑市场实际需求很小, 后来开拓了现在的主要市场—灯饰、家电, 以及海外的农业、园艺大棚, 销量才提升), 而 PPG 愿意向中国企业转让超白浮法的技术, 除了市场需求小 (当时)、海外生产成本高的公开原因之外, 我们认为可能还有一个原因—PPG 认为中国在不久的将来就会掌握这种技术, 而凭借低成本的优势把自己排挤出这一市场, 与其坐等到时候一无所获, 不如抢先进入, 以技术转让的方式分一杯羹 (如果不是这个原因, 我认为很难解释为什么 PPG 不以独资或合资的形式在中国自己生产超白)。

随着金晶超白销量的上升、盈利能力的提高, 国内其他优势玻璃企业对超白浮法的重视程度有所提高。南玻在 07 年底对深圳的浮法玻璃生产线进行技改, 08 年上半年生产出超白浮法, 率先打破金晶的垄断。

金晶优势短期内可能消失

南玻在品质和市场方面有望很快追平金晶

我们承认短期内在超白浮法领域, 金晶相对于南玻有一定优势, 主要体现在下述两方面, 但这种优势可能在较短的时间内消失:

1)、品质较南玻略高, 但差距很小。初期南玻的超白品质和金晶有一定差距 (微气泡数偏多、颜色偏黄), 但随着后续的改进, 差距迅速缩小。金晶超白的可见光透过率接近 92%, 南玻的在 91.6% 以上, 估计差距在 0.2 个百分点左右, 其他指标, 比如微气泡、重金属离子含量等, 几乎都持平。我们认为凭南玻的技术水平和学习能力 (成功生产超白压延玻璃和多晶硅是很好的证明), 短期内追上金晶是完全可能的。

2)、金晶在市场拓展方面有先发优势, 但南玻也会赶上。由于进入得早, 加上 PPG 的市场知名度, 金晶目前在市场占有率方面较南玻的优势更大一些 (尤其是海外, PPG 把部分自己的市场交给金晶)。南玻目前刚刚进入, 客户群较小, 主要为国内的一些灯饰生产商 (和金晶的部分国内市场重叠), 海外市场更是不能和金晶相比。但这种局面不可能持续, 预计在品质相同的情况下, 南玻会以价格战争夺市场份额 (正如南玻争夺超白压延玻璃市场的方式, 结果是市场占有率达到 60%)。

产能方面南玻胜出

金晶有 2 条线可以生产超白浮法, 产能合计 1200 吨/日, 南玻深圳的 2 条浮法线都已完成技改, 可以生产超白, 产能合计为 900 吨/日, 看上去金晶的产能规模更大。但实际上, 由于是自有技术, 南玻可自由地根据需求将其他浮法线改造成超白生产线 (不包括新建的河北线, 广州、成都就有 4 条浮法线, 合计 2500 吨/日的产能), 而金晶其余浮法线技术水平较低, 即使 PPG 授权允许, 短时间内改造成超白浮法生产线的可能性也比较小。因此在产能方面, 实际上金晶是处于劣势的。

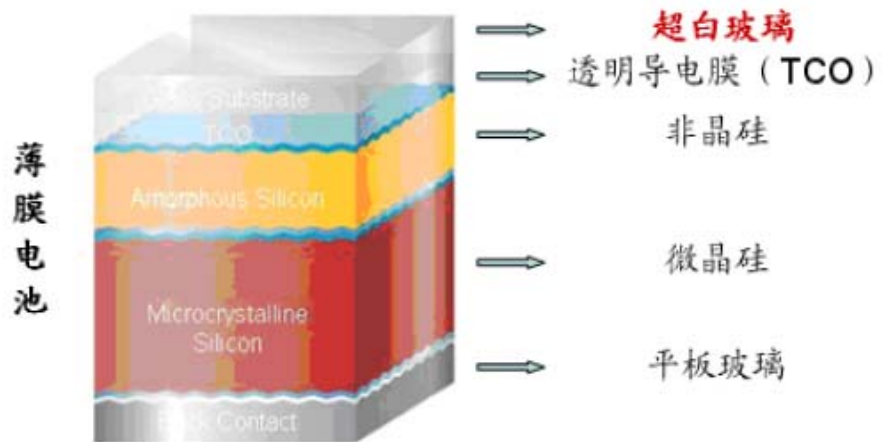
TCO 玻璃—薄膜太阳能电池关键材料, 金晶难望南玻项背

长期来看, 南玻和金晶在超白浮法上至少可以平分秋色, 而未来在 TCO (Transparent Conductive Oxide, 透明导电氧化物镀膜) 玻璃—薄膜太阳能电池关键材料领域, 金晶可能远不及南玻。

超白镀膜形成的 TCO 玻璃是必要构件

TCO 玻璃是在平板玻璃表面通过物理或者化学镀膜的方法均匀镀上一层透明的导电氧化物薄膜, 主要包括 In、Sn、Zn 和 Cd 的氧化物及其复合多元氧化物薄膜材料制成。在薄膜太阳能电池领域, 平板玻璃 (包括但不限于超白浮法玻璃, 但考虑到透光率, 目前更多地倾向于使用超白) 镀膜制成的 TCO 玻璃是电池前电极的必要构件。TCO 玻璃有两个主要指标: 一是对可见光的高透过率 ($T_{avg} > 80\%$), 另一个是高的导电率 ($R < 10^{-3} \Omega \cdot \text{cm}$)。

图 1、TCO 镀膜玻璃的位置 (以叠层硅薄膜电池结构为例)



数据来源: 联合证券研究所整理。

电池生产商难以完全自制, TCO 玻璃需求广阔

由于工艺难度大, 短期内大部分电池制造商依然需要外购 TCO 玻璃

某些研究机构认为, 随着薄膜电池设备供应商推出 TCO 镀膜设备, 多数电池生产商将采购超白玻璃自行镀膜, TCO 玻璃供应商将在竞争中处于劣势, 我们认为这样的看法并不准确。

诚然, 电池生产商采购玻璃自行镀膜成本可能低于外购 TCO 玻璃, 但问题是 TCO 镀膜技术难度极大, 目前世界上只有以日本旭硝子 (AGC)、板硝子 (NSG) 和美国 AFG 为主的少数玻璃企业掌握薄膜电池用 TCO 玻璃 (现主要为 SnO_2 镀膜, 简称 FTO) 的工业化量产技术, 即使未来所有的设备供应商都提供 TCO 镀膜设备, 在几年内电池生产商也不太可能全部掌握自行镀膜的工艺 (何况目前主要的设备供应商中, 只有 Oerlikon 提供镀膜设备, AMAT 和 ULVAC 虽然号称

将在一两年内具备提供 TCO 镀膜设备的能力, 但不存在不确定性)。

另外, 从现有的技术路径来看, 旭硝子和板硝子采用的在线镀膜 (SPD 法) 规模化生产成本较低, 意味着至少短期内由玻璃企业提供 TCO 玻璃是主流。

因此我们认为未来 2—3 年内比较可能的情况是, 少数电池生产商有能力采购超白玻璃自行镀膜, 大部分生产商 (尤其是小企业) 无法掌握镀膜工艺或自行镀膜成本太高, 依然外购 TCO 玻璃。

世界主要 TCO 玻璃生产企业对未来市场需求充满信心。旭硝子正在扩充 TCO 玻璃产能, 在本地爱知和中国大连建设生产线, 计划到 2013 年将 TCO 玻璃在薄膜硅基太阳能电池领域的市场占有率由目前的 10% 提高到 50%。

TCO 玻璃或成“摇钱树”

TCO 玻璃可能成为争抢的重要原料之一

如果未来薄膜太阳能电池产量高速增长, 作为原材料的 TCO 玻璃需求自然水涨船高。由于 TCO 玻璃同样用于液晶显示屏, 而目前 TFT-LCD 面板需求不断增加, 主要的面板厂如 Sharp、Chimei、AUO、Samsung、LG 都有扩产计划, 因此可以预见的是, 晶硅电池企业争抢硅料的情况, 未来很可能在导电膜玻璃中重现。

由于技术壁垒高, 预计 TCO 玻璃未来 2—3 年内处于供应偏紧状态, 价格高企, 盈利能力较强。由于资料所限, 我们无法获知准确的毛利率水平, 可以参考的数据是, 质量较高的 TCO 玻璃价格在 180 元/平方米以上, 而作为最高品质基板的超白浮法玻璃价格在 80—90 元/平方米左右; 此外, 南玻生产的小尺寸 ITO 玻璃 (TCO 玻璃的一种) 毛利率超过 40%。

基础雄厚, 南玻有望在 TCO 玻璃领域显身手

国内生产 TCO 玻璃的企业十分稀少。生产基地位于福建漳州的“中国科技” (CTDC) 引进美国 Terra Solar 的技术, 据称是国内目前唯一一家能规模化生产 FTO 玻璃的企业, 产能为 30—40 万平米 (08 年量产)。

另外, 信义玻璃引进德国 Leybold 的技术和设备, 采用磁控溅射法生产 AZO 玻璃 (有望取代 FTO 的下一代产品), 预计 09 年上半年投产, 现已开始接受预订。

鉴于 TCO 玻璃未来可能有良好的盈利前景, 南玻正在研究进入该领域的可行性, 可能先于今年 5—6 月建立一条试验性质的 TCO 玻璃生产线。我们认为公司如果进入 TCO 玻璃行业, 成功的概率比较大, 原因是其具备国内顶尖的镀膜技术, 不但拥有多年生产 ITO 导电膜玻璃的经验, 在 LOW—E 玻璃领域内的一流水准也将为生产 TCO 玻璃提供技术支持 (LOW—E 玻璃也采用 SnO_2 镀膜, 进行技术升级改造可以生产出目前主流的薄膜太阳能电池用 TCO 玻璃。当然, 技改是有难度的)。而金晶目前并不具备生产任何镀膜玻璃的能力, 在 TCO 玻璃领域无法和南玻展开竞争。

南玻 PK 金晶—只有两种结果: 平局或胜出

南玻胜出是大概率事件

如果未来薄膜太阳能电池行业确实出现快速发展, 按照南玻大举进军光伏产

业的战略规划, 我们认为其极有可能将超白浮法和作为深加工的 TCO 玻璃也列入重点发展方向。如果薄膜电池生产商全部自行镀膜 (这种可能性很小), TCO 玻璃市场严重萎缩, 双方只在超白浮法领域竞争, 那么南玻至少不会输给金晶; 如果部分甚至大部分薄膜电池生产商外购 TCO 玻璃 (这种可能性很大), 则南玻受益将明显超过金晶。

09 年业绩有望增长 50%

09 年南玻的盈利还主要来自传统业务。浮法玻璃形势比较严峻, 虽然原燃料成本大幅下降, 但玻璃价格的大幅下跌使得盈利能力继续恶化, 目前公司毛利率水平约为 10%, 谨慎预计全年维持这一水平, 浮法业务利润接近于零。

工程玻璃业务情况较好: 上半年订单比较饱满, 预计下半年经济有所复苏, 订单量可能不会比上半年少。虽然工程玻璃价格将因作为原材料的浮法玻璃价格下降而走低, 但全年毛利率依然有望维持在 30% 左右。随着 08 年建成的天津、吴江新生产线的充分投产, 预计今年工程玻璃销量将达到 1000 万平方米左右, 增长三分之一。

08 年 9 月第二条超白压延生产线点火, 由于价格下跌, 我们谨慎预期今年利润比去年小幅增长 10% 左右。精细玻璃业务没有新增产能, 由于需求疲软, 预计全年利润小幅下降。

预计 09 年多晶硅产量 600 吨左右, 如果价格维持在 100 美元/公斤, 考虑电池组件价格下跌, 预计硅晶电池业务对 EPS 的贡献在 0.2 元左右。

预计 2008—2010 年 EPS 分别为 0.39、0.63 和 0.98 元。出于谨慎的原则, 我们没有考虑超白浮法以及可能的 TCO 玻璃对公司业绩的影响。

鉴于南玻产品线更完善、抗风险能力更强以及未来在薄膜太阳能电池领域受益更充分, 我们认为其估值至少不应低于金晶, 维持“增持”评级

表 1、公司盈利预测 (百万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	4187.96	4229.20	6460.76	8977.02
营业成本及税金附加	2909.57	2911.08	4429.49	6117.63
销售费用	251.28	274.90	323.04	403.97
管理费用	292.02	538.01	541.64	690.09
财务费用	64.92	63.31	93.99	171.63
投资收益	27.93	45.00	0.00	0.00
营业外收支净额	-8.52	-3.00	-3.00	-3.00
汇兑损益等	0.00	100.00	0.00	0.00
税前利润	634.47	583.90	1069.60	1590.71
所得税	67.21	43.79	101.61	151.12
少数股东损益	135.77	59.41	186.36	232.55
归属于母公司所有者的净利润	431.48	480.70	781.63	1207.05
EPS (元)	0.41	0.39	0.63	0.98

数据来源: 联合证券研究所。

目前南玻 A 股价对应的 09 年 PE 为 19 倍, 而金晶科技估值为 09 年 32 倍 PE, 前者相对低估明显。鉴于南玻产品线更完善、抗风险能力更强以及未来在薄膜太阳能电池领域受益更充分, 我们认为其估值至少不应低于金晶, 维持“增持”评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。