

南玻A

000012 / 200012

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/30
RMB15.70	HKD5.89

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）	8478

财务数据

市净率 (X)	4.28
TRACING P/E (X)*	46.2
EPS (元)	0.34
股息率 (%)	0.85

*最近四季盈利计算。

相关研究

《薄膜太阳能电池-南玻长期优势或大于金晶（增持）》

09/03/06

《计提减值准备或许将迎来明年更大的增长(增持)》 08/12/26

分 析 师
 周 焕
 +755-82492072
 zhouhuan@lhqz.com

进军“光伏建筑一体化”雄心显现

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4188.0	4273.4	5541.5	7919.8
(+/-%)	41.3	2.0	29.7	42.9
归属母公司净利润(百万元)	431.5	420.1	666.0	1174.1
(+/-%)	28.8	-2.6	58.5	76.3
EPS(元)	0.41	0.34	0.54	0.96
P/E(倍)	38.3	46.2	29.1	16.4

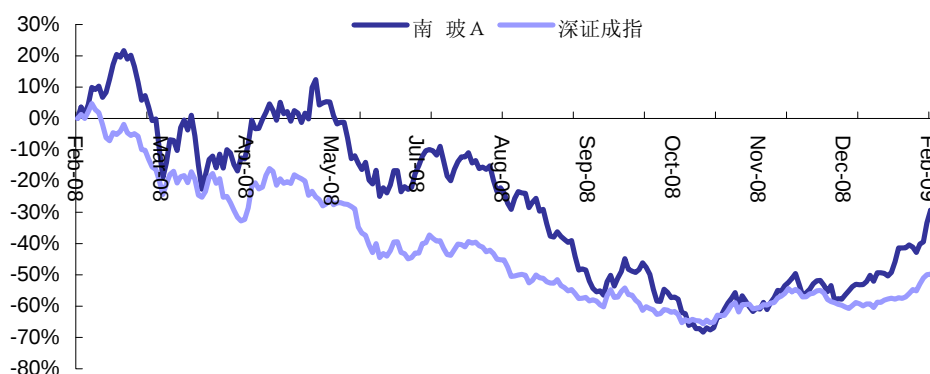
■ 需求疲软、原燃料成本上升导致 08 年公司浮法玻璃业务毛利率比 07 年下滑 6.3 个百分点，降至 23.01%，但仍高于我们的预期；而工程玻璃业务受浮法玻璃价格下降、公共建筑需求旺盛影响，依然保持 32.42% 的高毛利率，产业链完整的抗风险优势得以显现；四季度需求锐减使得全年精细玻璃及陶瓷业务净利润下降了 22%；太阳能超白压延玻璃由于一线产能充分释放和二线点火投产，实现净利润 1.49 亿元，增长 360%。

■ 09 年业绩增长将主要来自河北和成都浮法玻璃、吴江 Low-E 玻璃二期、天津节能 Low-E 玻璃二期以及太阳能超白玻璃二期的新增产能释放，谨慎假设光伏业务（多晶硅、硅片和电池组件）合计贡献利润为零，09 年 EPS 预测为 0.54 元；2010 年增长主要来自光伏业务的贡献，预计 EPS0.96 元。

■ 公司正在建设年产 46 万平米（3450 吨/年）TCO 导电膜玻璃生产线，计划于 09 年 6 月建成投产，标志着南玻正式进军太阳能薄膜电池领域。为掌握国内领先的太阳能光伏建筑一体化（BIPV）材料产业化关键技术，公司又斥资 2300 万元入股广东金刚玻璃（国家玻璃深加工工程技术开发中心试验基地）获 11.11% 股权。

■ 南玻早已将未来发展的重点由玻璃转向光伏领域，此次上马 TCO 玻璃生产线、入股金刚玻璃又使其挺进 BIPV 的雄心展露无疑。凭借卓越的战略眼光、优秀的管理能力和精良的技术工艺水准，南玻未来成为和无锡尚德、天威英利并驾齐驱的世界级光伏企业，并非是不可能的事。我们看好公司的长远发展，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



工程玻璃、超白压延成 08 年亮点

公司 08 年实现收入 42.73 亿元, 同比微增 2.04%, 归属于母公司股东的净利润 4.20 亿元, 微降 2.64%, 摊薄 EPS0.34 元, 基本符合预期。

需求疲软、原燃料成本上升导致公司浮法玻璃业务毛利率比 07 年下滑 6.3 个百分点, 降至 23.01%, 但仍高于我们的预期; 而工程玻璃业务受浮法玻璃价格下降、公共建筑需求旺盛影响, 依然保持 32.42% 的高毛利率, 产业链完整的抗风险优势得以显现; 四季度需求锐减使得全年精细玻璃及陶瓷业务净利润下降了 22%; 太阳能超白压延玻璃由于一线产能充分释放和二线点火投产, 实现净利润 1.49 亿元, 增长 360%。

由于 08 年业绩未达到考核要求, 公司《A 股限制性股票激励计划》中的第一期拟解锁股票由公司按原授予价回购注销 (1206.25 万股, 相当于股票激励计划总股数的 1/4)。由于本次回购注销的股票只占整个激励计划的一小部分, 我们认为管理层和股东利益取向一致的局面并未发生改变, 公司未来发展也不受其负面影响。

09 年传统业务勇挑重担, 光伏贡献在 2010 年

09 年公司业绩增长依然主要来自浮法、工程和太阳能超白玻璃。

08 年 10 月点火的河北南玻 600T/D 浮法线、09 年中期建成投产的成都南玻 900T/D 浮法线将使公司 09 年浮法玻璃产销量达到 140 万吨左右, 增长 27%。吴江 Low-E 玻璃二期、天津节能 Low-E 玻璃二期预计于今年二季度全面投产, 各增加产能 125 万平米, 预计全年 Low-E 总销量接近 1000 万平米, 比 08 年增长约 40%。太阳能超白玻璃二线 (250T/D) 已于 08 年 9 月点火, 预计今年全面释放产能, 全年公司太阳能超白玻璃总销量接近 10 万吨。

谨慎预计浮法、工程和太阳能超白玻璃 09 年毛利率分别为 23%、30% 和 45%, 精细玻璃业务收入下降 20%, 毛利率降至 35%, 假设光伏业务 (多晶硅、硅片和电池组件) 合计贡献利润为零, 09 年 EPS 预测为 0.54 元。

预计 2010 年光伏业务产生贡献, 成为公司业绩增长的主要动力, 多晶硅、硅片和电池组件产销量分别为 1200 吨、60MW 和 50MW, 精细玻璃收入和盈利有所恢复, 浮法和工程玻璃小幅增长, 预计 EPS0.96 元。

进军光伏建筑一体化 (BIPV) 雄心显现

公司正在建设年产 46 万平米 (3450 吨/年) TCO 导电膜玻璃生产线, 计划于 09 年 6 月建成投产, 标志着南玻正式进军太阳能薄膜电池领域。如此一来公司在太阳能电池的两大方向 (多晶硅电池和薄膜电池) 都有布局。预计规模化生产后 TCO 玻璃的毛利率在 40% 以上。

08 年南玻投资 2300 万元, 获得了广东金刚玻璃 11.11% 的股权。金刚玻璃为国家火炬计划重点高新技术企业、国家玻璃深加工工程技术开发中心试验基地、

广东省多功能建筑玻璃及应用工程技术研究开发中心、广东省企业技术中心、广东省高新技术企业、汕头市重点工业企业，掌握的国内领先的太阳能光伏建筑一体化 (BIPV) 材料产业化关键技术于 08 年 8 月通过鉴定验收。该技术结合建筑夹层玻璃工艺，将电池片封装于双层玻璃之间，采用先进高压技术和真空技术制成“双玻璃光伏组件”，形成一套新的建筑玻璃加工技术和光伏组件加工技术结合的新工艺；与建筑设计结合的系统设计技术将双玻璃光伏组件的发电性能与防护性能有机结合，制成新型材料直接作为建筑材料，与传统光伏建筑在外围搭建光伏组件比较，降低建筑工程造价；该系统设计技术的应用将有别于传统光伏发电，是光伏发电应用于幕墙建筑的多元结合新思路，从建筑力学设计方面，考虑风力、承重墙、防水密封性能，从发电方面考虑最佳日照角度、日照量。设计的组件的形状多样，规格尺寸多样，其中的电池片排列组合形式多样，满足不同建筑风格设计不同光伏组件；电池片排列的距离不同满足不同采光需要。

07 年“双玻璃太阳能光伏组件”就已应用于金刚玻璃的 BIPV 光伏屋顶示范工程，并批量销往德国、意大利、香港和国内市场。当年金刚玻璃第一次参加于意大利米兰举行的第 22 届欧洲光伏展，其“双玻璃太阳能光伏组件”就获得罗马—米兰高速公路光伏工程的订单。

此次南玻参股金刚玻璃，就是为了向其学习 BIPV 玻璃组件技术。凭借南玻优秀的学习能力（多晶硅项目的成功就是范例），完全有可能在不久的将来掌握该技术，为其进军 BIPV 奠定坚实的基础。

南玻早已将未来发展的重点由玻璃转向光伏领域，此次上马 TCO 玻璃生产线、入股金刚玻璃又使其挺进 BIPV 的雄心展露无疑。凭借卓越的战略眼光、优秀的管理能力和精良的技术工艺水准，南玻未来成为和无锡尚德、天威英利并驾齐驱的世界级光伏企业，并非是不可能的事。

我们看好公司的长远发展，维持“增持”评级。

表 1、公司盈利预测（百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	4187.96	4273.38	5541.50	7919.81
营业成本及税金附加	2909.57	2999.62	3809.24	5298.01
销售费用	251.28	220.18	277.08	356.39
管理费用	292.02	332.45	445.52	613.76
财务费用	64.92	77.94	64.84	94.37
投资收益	27.93	43.56	0.00	0.00
营业外收支净额	-8.52	36.53	-3.00	-3.00
汇兑损益等	0.00	94.31	0.00	0.00
税前利润	634.47	502.04	941.83	1554.28
所得税	67.21	1.8	89.47	147.66
少数股东损益	135.77	80.15	186.36	232.55
归属于母公司所有者的净利润	431.48	420.08	666.00	1174.07
EPS（元）	0.41	0.34	0.54	0.96

数据来源：联合证券研究所。

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。