

建筑建材

报告原因：公司年报披露

2009 年 4 月 1 日

市场数据：2009 年 4 月 1 日

收盘价（元）	17.49
一年内最高/最低（元）	28.35/5.9
市净率	4.76
市盈率	52
流通 A 股市值（百万元）	9450

基础数据：2008 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	3.67
资产负债率%	53.61
总股本/流通 A 股（百万）	12400/54000
流通 B 股/H 股（百万）	44857.8/-

相关研究

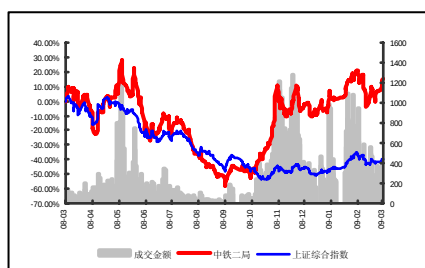
执笔人

赵红

010-82190392

zhaohong@sxzq.com

公司股价与上证综合指数比较



联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

请务必阅读正文之后的特别声明部分

南玻 A (000012)

太阳能业务领域将成为未来业绩的最大看点

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2007A	41.8	41.26	4.3	28.76	0.35	15.35	10.77	50
2008A	42.7	2.04	4.2	-2.6	0.34	10.9	9.24	51
2009E	62.8	46.9	6.68	59.1	0.54	13.9	12.8	32
2010E	72.3	15.1	7.59	13.6	0.61	13.8	12.6	29

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

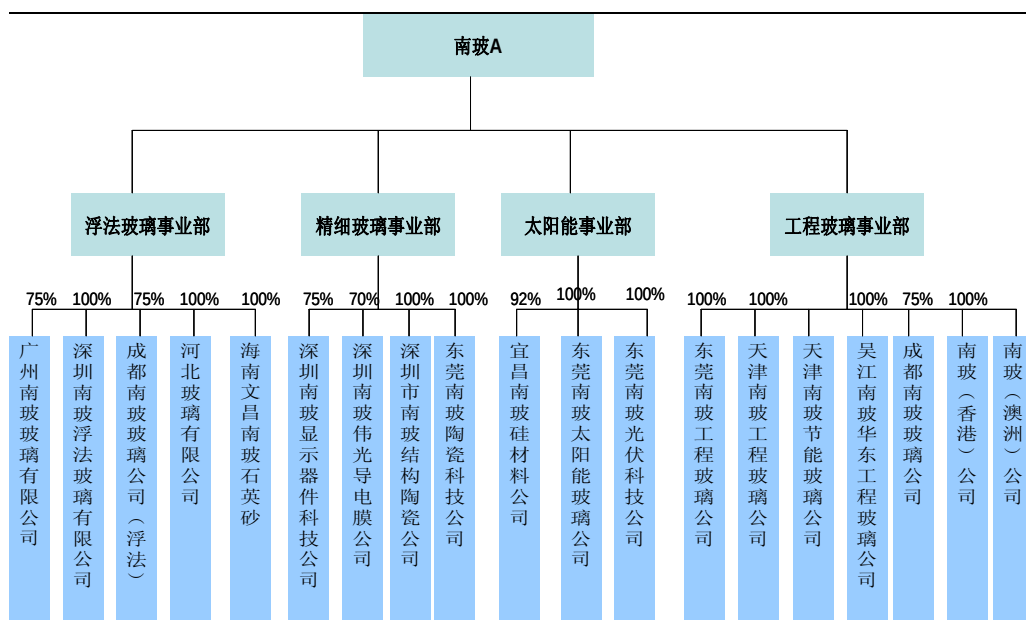
- 公司主营业务包括浮法玻璃、工程玻璃、精细玻璃及从多晶硅到太阳能电池的完整产业链，是国内玻璃行业中产品门类最全、最具品牌影响力的玻璃龙头企业。
- 08 年公司实现营业收入 42.73 亿元，同比增长 2%；实现归属于上市公司股东净利润 4.2 亿元，同比下降 2.64%，每股收益 0.34 元，与上年持平；08 年全年公司销售毛利率 29.93%。公司利润整体下降的主要原因一方面在于下游房地产投资下滑和玻璃成本上升引起的；另一方面在于计提了 2.13 亿元的固定资产减值损失，占公司利润总额的 47.5%，不考虑该部分减值损失，净利润实际增长 34%。
- 平板玻璃业务：08 年毛利率下降但仍远好于行业平均水平。08 年，公司的平板玻璃实现收入 22.88 亿元，同比增长 9.61%，由于上游原料成本上涨，毛利率为 23.01%，比上年降低 6.3 个百分点，虽然毛利下降但仍远好于行业平均水平。
- 工程玻璃：09 年仍然是公司业务的一大亮点。截至 08 年底，年产能达到 1200 万平米，同比增加 700 万平米。08 年在外部环境疲软的大环境下，公司工程玻璃业务收入和盈利能力仍同比大幅提高，实现工程玻璃收入 15.59 亿元，同比增长 17.38%，实现毛利率 32.4%，比上年提高 6.4 个百分点，为 08 年收入和盈利增长最快的业务。
- 太阳能业务：09 年正式进入太阳能领域，长期前景值得看好。公司在宜昌年产 1500 吨的多晶硅项目于 08 年底投产，为打造完整太阳能光伏产业链的计划创造了有利条件，此外，年产 46 万平米的 TCO 导电膜玻璃项目（用于太阳能薄膜电池）将于今年 6 月正式投产。
- 盈利预测和投资建议。我们预计公司 09 年和 10 年实现净利润 6.68 亿元和 7.59 亿元，每股收益为 0.54 元和 0.61 元，对应 17.49 元收盘价，市盈率为 32 倍和 29 倍，已明显高于目前行业平均市盈率，但是公司太阳能产业的长期前景值得看好，我们认为公司股价存在一定的溢价水平是合理的，暂给予“增持”评级。

公司概况

公司成立于 1992 年，是中国玻璃行业最具竞争力和影响力的大型企业，主营业务包括浮法玻璃、工程玻璃、精细玻璃及从多晶硅到太阳能电池的完整产业链：拥有深圳、广州、成都、廊坊四大浮法玻璃产业基地，年产能达到 159 万吨；拥有东莞、天津、成都、吴江四大工程玻璃基地，年产能达到 1200 万平米；公司在湖北宜昌建立了高纯多晶硅生产基地，拥有多晶硅→硅片→电池片→太阳能电池完整的太阳能产业链。

经过多年发展，公司已在国内形成了东、西、南、北完善的产销网络体系，是国内玻璃行业中产品门类最全、技术含量最高、最具品牌影响力的玻璃龙头企业，也是中国最大的工程及建筑玻璃供应商。

公司四大业务示意图

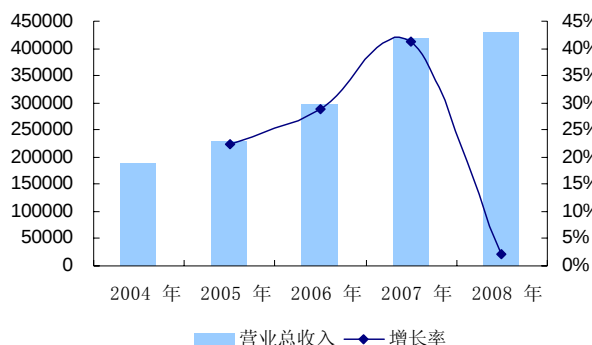


资料来源：公司公告，山西证券研究所

2008 年公司整体经营状况

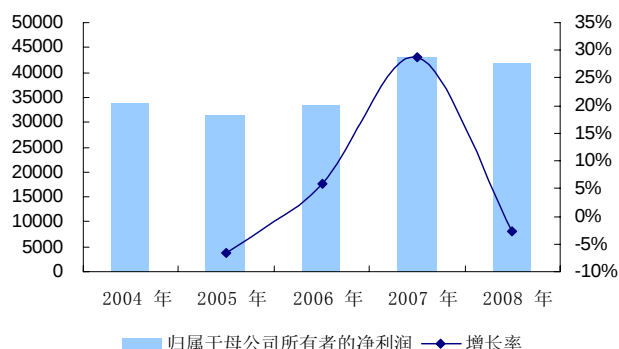
2008 年公司实现营业收入 42.73 亿元，同比增长 2%；实现利润总额 5.02 亿元，同比降低 20.87%，实现归属于上市公司股东净利润 4.2 亿元，同比下降 2.64%，每股收益 0.34 元，与上年持平；08 全年公司销售毛利率 29.93%，比上年降低 0.6 个百分点。公司利润整体下降的主要原因一方面在于下游房地产投资下滑和玻璃成本上升引起的；另一方面在于公司对其控股子公司深圳南玻浮法玻璃公司计提了 2.13 亿元的固定资产减值损失，占公司利润总额的 47.5%，很大程度上侵蚀了公司的利润空间。

公司营业收入及增长率变化



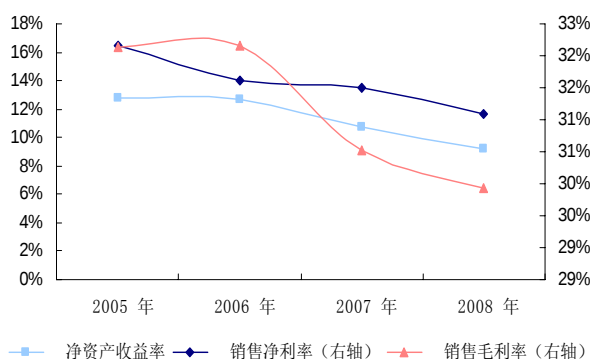
资料来源：公司年报，山西证券研究所

公司净利润及增长率变化



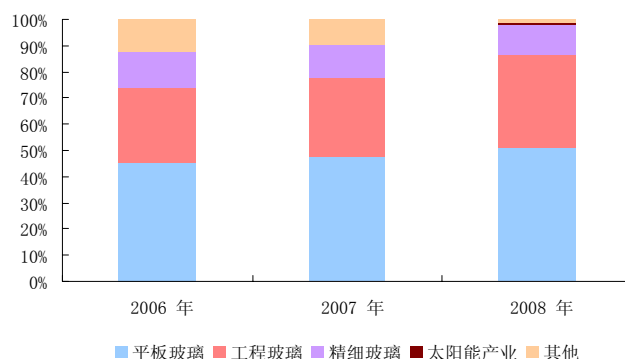
资料来源：公司年报，山西证券研究所

综合毛利率、净利率和净资产收益率变化



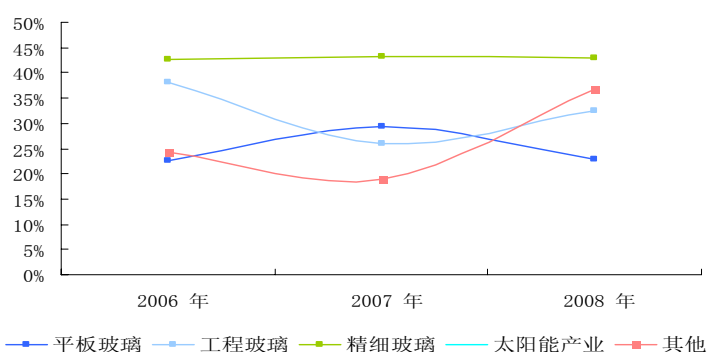
资料来源：公司年报，山西证券研究所

公司营业收入各业务占比变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

公司营业收入各业务占比变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

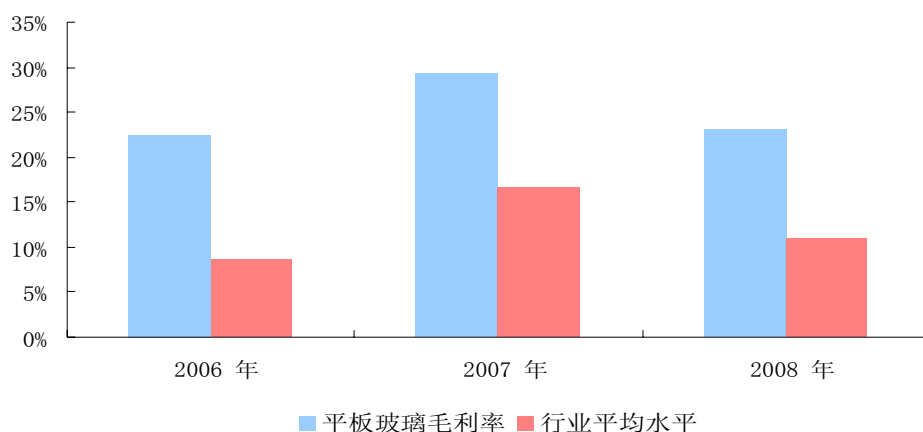
平板玻璃业务：08 年毛利率下降但仍远好于行业平均水平

目前，平板玻璃是公司占比最大的收入和盈利来源。2008 年，由于能源及原材

料价格大幅波动、房地产市场萎缩、国内平板玻璃新增产能较多等诸多不利因素的共同影响，平板玻璃行业经历了盈利下滑甚至亏损的局面。08 年，公司的平板玻璃实现收入 22.88 亿元，同比增长 9.61%，由于上游原料成本上涨，毛利率为 23.01%，比上年降低 6.3 个百分点，虽然毛利下降但仍远好于行业平均水平。

随着廊坊浮法玻璃项目一期在去年 10 月份正式投产，廊坊浮法玻璃项目 29 万吨二期已于今年 3 月投产，截止到目前，公司的浮法玻璃产能已经达到 159 万吨，而成都 900T/D 浮法玻璃生产线也将在 09 年中期投产，到 09 年底，公司浮法玻璃产能将达到 188 万吨。

2006-2008 年 公司平板玻璃毛利率均高于行业平均水平



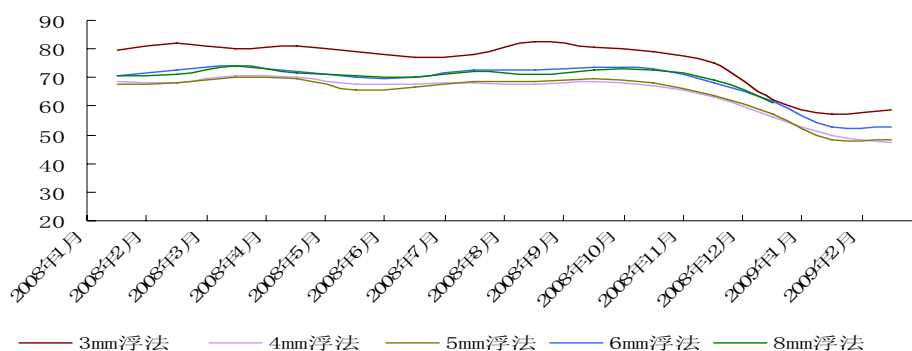
资料来源：公司年报，山西证券研究所

2009年公司浮法玻璃产能预测

	控股比例	2007	2008	2009E
广州	100%	40	40	40
深圳	100%	30	30	30
廊坊	100%		20	49
成都	75%	40	40	69
共计		110	130	188

注：公司收购子公司广州南玻玻璃有限公司剩下 25%股权，年末成为全资子公司

浮法玻璃价格走势



资料来源: 中国建材信息网, 山西证券研究所

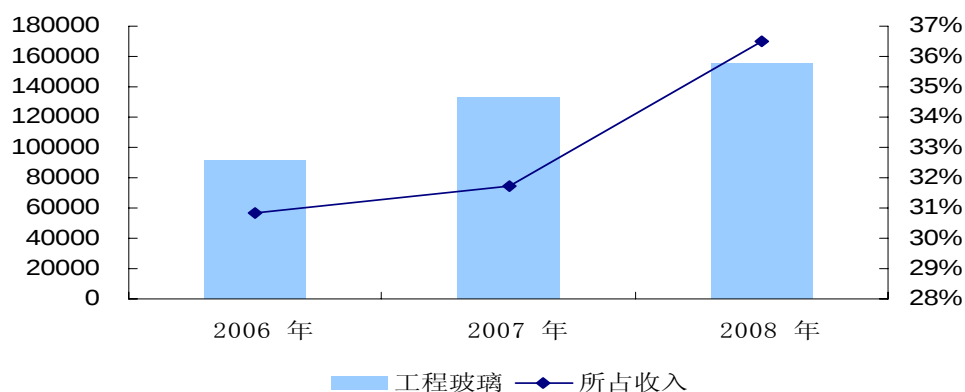
工程玻璃: 09 年仍然是公司业务的一大亮点

工程玻璃业务为公司的第二大业务收入和盈利来源, 也是 08 年公司各项业务的最大亮点。吴江工程玻璃项目一期和天津工程玻璃扩建项目一期在 08 年 2 季度投产以后, 公司已经拥有成都、天津、东莞和吴江四大工程玻璃生产基地, 截至 08 年底, 年产能达到 1200 万平米, 产能增加 700 万平米。此外, 公司在成都的新建镀膜玻璃生产线将于今年年底建成投产, 届时总产能将达到 1325 万平米, 08 年投产的生产线将在今年完全释放, 产量将达到 1100 万平米, 增长幅度近 30%。

2008 年, 在外部环境疲软的大环境下, 公司工程玻璃业务收入和盈利能力仍同比大幅提高。08 年公司实现工程玻璃收入 15.59 亿元, 同比增长 17.38%, 所占公司收入比重增加到 36%, 实现毛利率 32.4%, 比上年提高 6.4 个百分点。

在国家节能环保政策、措施的推动下, 工程玻璃具有节能环保特性的产品将依然将成为市场需求的“亮点”, 09 年随着亚运会工程、大运会工程、世博会工程以及国家刺激国内经济而计划建设的机场工程等的继续推进, 都将会对公司的工程玻璃产业产生积极影响。

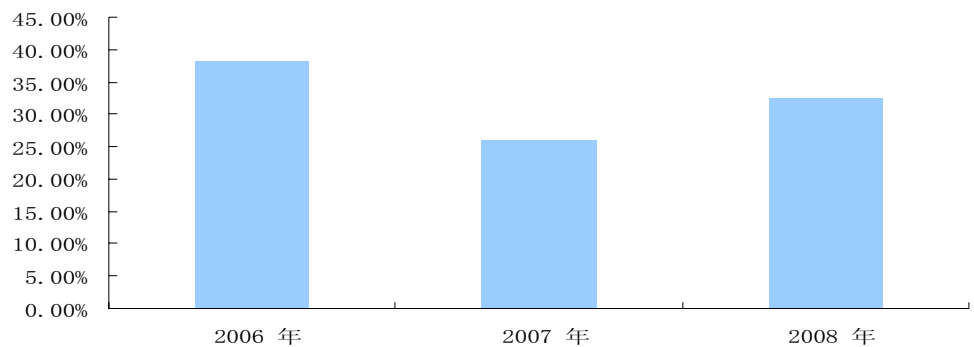
工程业务收入及占比



资料来源: 公司年报, 山西证券研究所



工程业务毛利率变化



资料来源：公司年报，山西证券研究所

公司的工程玻璃产能变化（单位：万平米）

工程玻璃	控股比例	2008	2009
东莞	100%	500	500
天津	75%	350	350
成都	100%	100	225
吴江	100%	250	250
合计		1200	1325

资料来源：公司公告，山西证券研究所

精细玻璃：

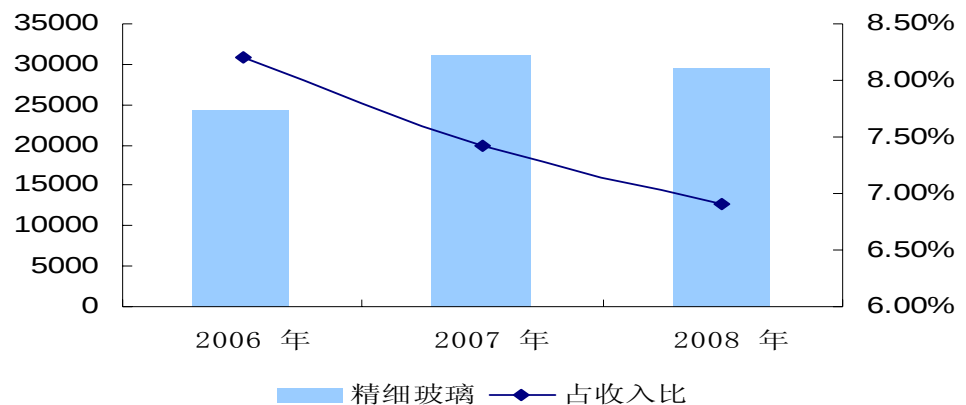
公司目前精细玻璃产能主要有子公司南玻显示器件公司年产 1200 万片的导电膜玻璃和子公司伟光导电膜公司月产 9 万吨的彩色滤光片。

08 年下半年，由于金融危机对实体经济及市场需求的影响进一步加深，显示器件行业的市场需求锐减，公司的精细玻璃业务受到一定程度的影响。08 年公司实现收入 2.95 亿元，同比降低 4.98%，但毛利率比较稳定，维持 42.98%。

预计 09 年随着显示器件终端产品升级换代需求的增加以及 3G 产品的推出及应用，将会增加对精细玻璃的市场需求空间，获取稳定的盈利空间。



公司的精细玻璃收入和占总收入比重



资料来源：公司年报，山西证券研究所

太阳能业务：长期前景值得看好

公司在宜昌年产 1500 吨的多晶硅项目于 08 年底投产，生产出纯度达到太阳能级的多晶硅材料，至此太阳能电池项目生产线也已经完全打通，为公司打造完整太阳能光伏产业链的计划创造了有利条件。除了多晶硅电池，太阳能电池还包括薄膜电池，公司年产 46 万平米的 TCO 导电膜玻璃项目（用于太阳能薄膜电池）将于今年 6 月正式投产。

日前，财政部、住房和城乡建设部推出“太阳能屋顶计划”，对符合条件的太阳能光电建筑应用示范项目给予 20 元/Wp 的补贴，可覆盖成本的三成以上，有利于太阳能光伏技术的推广，将有力支持和打开太阳能电池在国内的应用空间，发展前景值得看好。

盈利预测：

- 09 年公司浮法玻璃产量增长来源于 08 年已投产的项目在 09 年的完全释放和 09 年投产的廊坊二期 900t/d 和成都新增 900t/d 的 2 条生产线投产，我们 09 年预计新增产量 55 万吨；
- 公司 09 年底将投产一条位于成都的新建镀膜玻璃生产线，产能 125 万平米，09 年底产能达到 1325 万平米，产量增加仅来源于 08 年投产的吴江和天津生产线的完全释放，新增产量 250 万平米；
- 太阳能业务为 09 年新增的收入来源。
- 我们预计公司 09 年和 10 年实现净利润 6.68 亿元和 7.59 亿元，每股收益为 0.54 元和 0.61 元，对应 17.49 元收盘价，市盈率为 32 倍和 29 倍，已高于目前行业 17 倍市盈率，但是公司太阳能产业的长期前景值得看好，我们认为公司股价存在一定的溢价水平是合理的，暂给予“增持”评级。



2008-2010 年公司主要投产项目

	地点	产能	投产日期
浮法玻璃项目			
河北南玻浮法玻璃项目一期	廊坊	600T/D	2008 年 10 月
		900T/D	2009 年 3 月
成都南玻新增浮法玻璃生产线	成都	900t/d	09 年中期
太阳能超白玻璃扩建项目		250t/d	2008 年 9 月
成都南玻余热发电项目	成都	12MW	2009 年 7 月
工程玻璃项目			
吴江工程玻璃项目一期	吴江	250 万/平米	2008 年 2 季度
天津工程玻璃扩建项目一期	天津	250 万/平米	08 年 2 季度
东莞工程玻璃深加工基地项目搬迁	东莞		2008 年
成都南玻新建镀膜玻璃生产线	成都	125 万平米	09 年底
太阳能项目			
多晶硅项目一期	宜昌	1500 吨	2008 年 12 月
宜昌南玻 160MW 硅片加工项目	宜昌	160MW	未知
TCO 导电膜玻璃项目	——	46 万平米 (3450 吨/年)	2009 年 6 月
太阳能光伏电池扩产项目	计划投资 75MW	25MW	——
江油矿砂一期项目	江油	30 万吨/年	2010 年初投产

主营业务细分预测表 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
平板玻璃收入	208777.18	228,830.95	325,500.00	378,000.00
产能 (万吨)	100	130.00	188	188
产量 (万吨)	100.00	105.00	155	180
价格	2,087.77	2,179.34	2,100.00	2100
毛利率	29.31%	23.01%	25%	25%
工程玻璃收入	132,868.07	155,962.50	202,500.00	225,000.00
产能 (万平米)	450.00	1,200.00	1325	1325
产量 (万平米)	450.00	875.00	1125	1250
价格	295.26	178.24	180	180
毛利率	26.03%	32.42%	30%	30%
精细玻璃收入	54,745.44	51,781.20	50,000.00	50,000.00
毛利率	43.23%	42.98%	42%	42%
太阳能产业收入		5,343.28	50,000.00	70,000.00
毛利率			30%	30%

盈利预测表（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	418,796.26	427,337.59	628,000.00	723,000.00
二、营业总成本	357,291.33	385,142.72	542,060.60	624,979.60
营业成本	290,957.31	299,446.84	449,875.00	519,000.00
营业税金及附加	1,182.39	515.35	753.6	867.6
销售费用	25,127.68	22,018.12	32028	36873
管理费用	29,201.91	33,244.62	47100	54225
财务费用	6,491.81	7,793.57	11304	13014
资产减值损失	4,330.23	22,124.22	1000	1000
三、其他经营收益				
投资净收益	2,793.42	4,355.75	1500	1500
四、营业利润	64,298.35	46,550.61	87,439.4	99,520.4
加：营业外收入	1,387.96	4,543.90	1256	1446
减：营业外支出	2,239.59	890.96	0	0
五、利润总额	63,446.71	50,203.55	88,695.4	100,966.4
减：所得税	6,721.21	180.36	10,048.0	11,568.0
六、净利润	56,725.50	50,023.18	78,647.4	89,398.4
减：少数股东损益	13,577.02	8,015.20	11,797.1	13,409.8
归属于母公司所有者的净利润	43,148.48	42,007.98	66,850.3	75,988.6
每股收益（元）	0.35	0.34	0.54	0.61

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。