

南玻 A (000012.SZ)

落霞与孤鹜齐飞，业绩共想象一色

能源与材料组

曹新 研究员

电话: 021-68818805

eMail: cx2@gf.com.cn

黄立图 建材行业 研究助理

电话: 020-8755888-832

eMail: hlt2@gf.com.cn

传统玻璃业务独挑大梁，业绩稳健增长

传统玻璃业务仍然是 09 年公司收入和利润的主要来源。目前公司平板玻璃利润逐月递增，2009 年一季度为盈利低谷。建筑用玻璃的需求滞后于房地产投资 3-6 个月左右，房地产企业加快已有项目的建设，有望更快带来玻璃的需求。预计 2009 年房地产投资增速为 15%，下半年平板玻璃和工程玻璃销售将超出市场预期。而生产线复产正常化需要 6 个月左右，目前竞争对手主要停产项目尚未复产，因此下半年供求关系改善，这也保证了玻璃价格可以有效消化成本上升压力，预计平板玻璃毛利率水平将保持稳定。

09 年平板玻璃产能从 2008 年的 110 万吨提高到 160 万吨，09 年底将达到 220 万吨，预计 2009 年平板玻璃收入增长 10%，毛利率上升 2%至 25%的水平。工程玻璃方面，公司 08 年底年产能达到 1200 万平米，09 年公司 LOW-E 中空玻璃产能将增长 250 万平米左右，2010 年成都项目释放产能后总产能将达到 1325 万平米。目前订单较为饱满，预计今年收入增长 50%，毛利率保持稳定为 33%。精细玻璃没有新增产能，外部需求疲弱，预计收入规模萎缩 6%左右，毛利率下降 1%至 42%。

坚定看好太阳能产业，新增投资集中于此

2009 年公司总投资不超过 10 亿元，远低于 08 年的 26 亿元左右，新项目集中于太阳能产业。公司在晶体硅电池还是在薄膜电池均具有国内独一无二的产业链布局优势，我们非常看好其前景；这两年将陆续进入投产期，但对 09 年利润贡献有限，由于基数较低和产业快速发展，预计 2009-2011 年其营业收入增长 80%、120%、150%。

盈利预测和业绩预测和投资评级

预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.60 元、0.75 元、0.96 元，公司股价合理价位为 14.95 元，给予“持有”评级。

风险提示

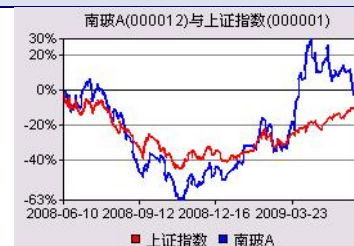
下游需求复苏程度低于预期，重油和纯碱价格上升，导致收入增长和毛利水平受损；大股东减持压力持续存在。

公司评级

持有

当前价格(元)	15.41
目标价格(元)	14.95
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-12.18%	52.39%	-2.67%
上证综指	4.84%	34.12%	-8.76%

股票数据

总股本(万股)	123,710.31
流通 A 股(万股)	98,836.01
主要股东:	
平安信托投资有限责任公司	
主要股东持股比例	6.47%
流通 A 股比例	79.89%

财务比率

ROE	9.24%
ROA	4.05%
资产负债率	53.61%
每股净资产(元)	3.67

2008 年报数据。

2009年6月5日南玻A(000012.sz)的公司高管与投资者进行了交流,包括2008年、2009年一季度经营情况、投资情况以及对未来面临的机遇与风险的看法,股东对经营战略和经营情况进行提问,会议由曾南董事长主持,副总裁、财务总监、监事长、独董等十几名高管出席了会议。

2008年股东大会概要

出售深圳南玻电子有限公司100%股权、深圳南玻幕墙及光伏工程有限公司100%股权

公司主业为平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃、太阳能业务和其他业务五大类,其中,平板玻璃、工程玻璃和精细玻璃是公司主要利润来源。

深圳南玻电子有限公司从事电子元器件的开发生产,和公司主业并不能形成产业链互补,公司于2008年1月将深圳南玻电子以价格1.23亿元出售,交易产生收益约3,700万元,对2008年度的财务影响是正面的。

深圳南玻幕墙及光伏工程100%股权作价2020万元出售,该子公司主要从事玻璃幕墙工程安装。虽然作为公司主业工程玻璃的下游产业,但是毛利率仅有6%-7%左右,实现利润并不高;其次行业存在很多不利于上市公司的特点,如垫付工程款而造成应收账款很高,容易造成坏账;如业务费用很高,不利于上市公司规范性运作;更为重要的是,公司销售的工程玻璃需要与下游需求者—幕墙工程公司建立良好的合作关系,从整个集团的利益来看,公司从事玻璃幕墙的安装并不能实现利益最大化,我国建筑一体化进程尚浅,退出是合理的。

计提1.96亿元深圳福永浮法玻璃资产减值准备

深圳福永浮法公司成立于93年,受当时技术条件所限,并且将很多费用都列入投资成本,造成投资成本过高,两条合计900T/D的生产线目前资产净值11亿元,目前建造两条这个生产线约6-7亿元即可(04年开始建设的广州、成都各1250T/D的生产线投资分别只有9亿和7亿元)。于是公司在08年计提了1.96亿元的浮法玻璃资产减值准备,扣除25%所得税影响后为1.47亿元,导致公司业绩下滑了0.11元。公司采取15年折旧的办法,未采取加速折旧,预计未来每年的折旧费用有望减少1600万元左右。

公司2008年的加权平均净资产收益率与扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率分别为9.77%、8.14%;公司2008年扣除非经常性损益后的净利润与2007年度相比年平均复合增长率为-15.10%。公司的业绩指标不符合激励计划2009年度的解锁条件,根据激励计划的规定,公司应按照8.58元/股的授予价格,将激励对象2009年拟解锁部分的限制性股票回购注销(1206.25万股,相当于股票激励计划总股数的1/4)。我们认为本次计提资产减值准备有利于公司轻装上阵,有利于未来公司业绩的释放;其次,由于注销的股权激励只是整个计划的一部分,并不影响未来管理层的经营积极性。

2008-2010年经营和投资计划

曾南董事长非常看好新能源的发展前景，公司修改了经营范围。在做好玻璃主业的同时，做大做强晶体硅产业和薄膜电池配件，同时提出‘建筑节能材料下乡’的概念，大力发展新型建筑节能材料。但公司也认为中国还需落实光伏产业的支持政策细则，相关企业的盈利大幅上升还需要时间。公司预计2009年太阳能业务板块并不能贡献很多营业收入和盈利，但对2010年较为乐观。公司在2008年投资规模较大，达到26.8亿元，2009年公司压缩投资支出，预计总投资规模不超过10亿元，并且玻璃产业不再新增项目投资。

表 1: 公司 2008-2010 年投资运营情况

2008-2010 年公司主要投产项目	地点	产能/日熔量	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
河北南玻浮法玻璃项目二期	廊坊	900T/D	2009 年 3 月，已经盈利
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		产能	
吴江工程玻璃项目一期	吴江	125 万/平米	2008 年 2 季度
天津工程玻璃扩建项目一期	天津	125 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
吴江工程玻璃项目二期	吴江	125 万/平米	09 年底
天津工程玻璃扩建项目二期	天津	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 月投产，试运行中
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)	09 年 6 月底安装完成
太阳能光伏电池	东莞	75MW	计划
江油矿砂一期项目	江油	30 万吨/年	2010 年初投产

数据来源：广发证券发展研究中心

管理与风险控制情况

在经营管理上，公司实行精细化管理，加强了子公司的人员配置等管理成本控制，加强内部管理和内审制度，开始不定期抽查子公司进行审计，公司正在调试ERP管理系统的运行。从财务数据来看，剔除股权激励费用后，2008年三项费用率为13.66%，比2007年14.52%降低1个百分点左右。

在筹资方面，公司短期贷款占比过高，与项目建设回报周期不匹配，公司与独立董事均承认存在此问题。目前公司拥有银行信贷超过50亿元，

银行资信情况良好，资金周转问题并不大，公司已经将发行长期公司债券等筹资方式列入考虑范围。

2008年硅材料和多晶硅价格大起大落，造成很多原料和需求‘两头在外’的生产厂商陷入经营困境。其次，光伏产业的需求依然存在不确定性。公司拥有产业链一体化的优势，自己拥有硅材料，只有中下游需求‘一头在外’，抗风险能力较强，公司进行简单测算后认为，南玻集团在晶体硅方面对成本的负担能力与国外生产厂商差不多；目前公司使用单晶硅的太阳能电池转换率达到16.5%（多晶硅太阳能电池转换率行业平均少1%），处于行业领先水平；太阳能玻璃的A片率（与转换率挂钩）高于70%，处于国内领先水平。我们预计2009年多晶硅成本约75-80美元左右，如果规模化生产后能将成本降至50美元左右时将更具备市场竞争力。

经营情况分析

公司目前拥有两条产业链：一条为玻璃产业链，平板玻璃、浮法玻璃至工程玻璃、精细玻璃、太阳能超白玻璃，另一条为多晶硅至硅片、电池片、组件的太阳能光伏产业链。

从收入和毛利构成来看，平板、浮法玻璃、工程玻璃、精细玻璃仍然是公司主要的收入和利润来源，在传统玻璃方面，全国拥有180条生产线，公司具有10条生产线，是名副其实的行业龙头，并且中空玻璃、镀膜玻璃等高端玻璃市场占有率更高。

图 1：南玻 A 主业收入构成情况

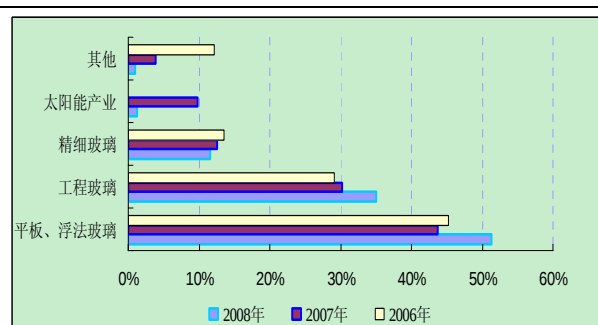
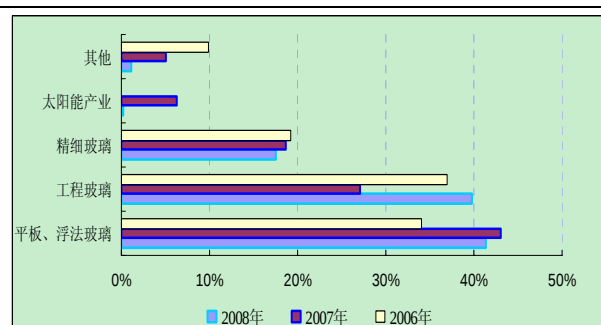


图 2：南玻 A 营业利润构成情况

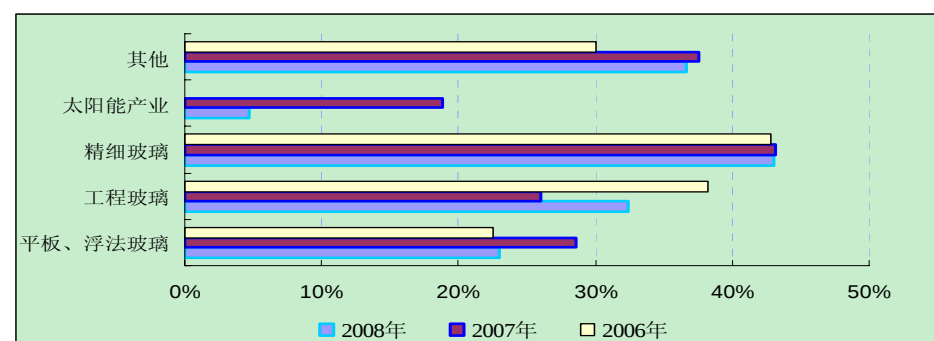


数据来源：公司年报

受金融危机影响，房地产投资萎靡导致建筑玻璃需求下降，玻璃价格下降至历史平均值以下。国内玻璃行业整体不景气，国内180条生产线有40条非正常停产便可见一斑，导致平板玻璃业务毛利率下降至23%，加上深圳福永浮法玻璃资产减值，该业务板块净利润下滑明显，但是在行业整体不景气中保持盈利，实属难得，公司管理经营水平的确处于业内领先地位。太阳能产业受到硅材料价格上涨和多晶硅价格下跌影响，毛利亦下降；而得益于需求稳定和产品竞争力的支持，工程玻璃毛利率和利润水平逆势上涨。

公司2009年一季度净利润6945万元，是近两年来的最低值。我们认为，一季度是盈利低谷，最困难的时候已经过去，二季度开始逐季转好，目前产销率处于正常水平。

图 3：南玻 A 主要业务板块毛利率水平变化



数据来源：公司年报、wind

平板玻璃业务

需求方面，虽然行业在2008年出现较大压力，但是随着2009年以来房地产市场销售火爆，房地产企业资金链紧张情况得以缓解，房地产投资环节信贷解冻，以及房地产库存下降，将使得房地产投资增长超出2009年初市场的预计。**我们认为2009年房地产投资增速可达15%**。一般来说，建筑玻璃的需求滞后于房地产投资3-6个月左右，市场研究表明，目前房地产投资增量很大程度上集中于房地产企业加快已有项目的建设，因此将更快带来玻璃的需求。我们预计下半年公司平板玻璃和工程玻璃销售将超出之前市场预计。保守估计，平板玻璃毛利率将保持相对平稳，保证了产能扩张能有效形成利润增长。

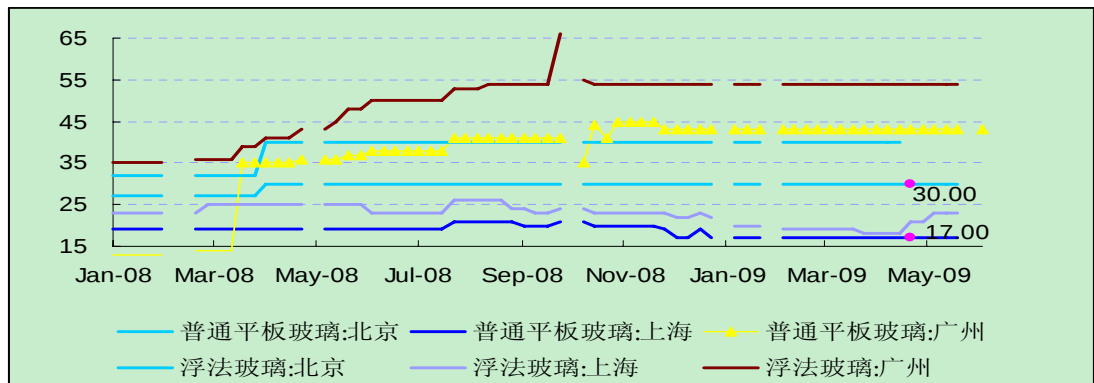
价格方面，2009年以来平板玻璃、浮法玻璃价格逐渐企稳并上升，而玻璃生产企业复工释放产能一般需要6个月，目前存在停产的主要生产厂商尚未复产，因此本年度新增产能不足为虑。随着房地产投资增速上升而带来的需求支撑，以及石油价格上涨带来的成本上升，预计2009年下半年玻璃价格还将上涨，本年度平均价格水平将和2008年持平。

成本方面，由于市场供求平稳，纯碱价格还处于08年以来较低水平，大约维持在1350元/吨左右（轻碱每吨便宜少100元左右）；随着原油价格上涨，重油价格有所上涨，由1600元/吨上涨至2200元/吨左右，这正是推动近期平板玻璃价格上涨的主要原因。**综合价格和成本的变化，预计2009年公司平板玻璃毛利率水平将保持稳定。**

产能方面，随着河北项目在2008年10月成功点火，廊坊浮法玻璃项目29万吨二期已于今年3月投产，预计2009年产能从2008年的110万吨提高到160万吨，目前，该项目在投产3个月后已经开始盈利。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220万吨。

公司平板玻璃利润逐月递增，2009年一季度还处于亏损状态，但是2009年二季度以来已经出现盈利，预计下半年将逐季转好。**预计2009年收入增长10%，毛利率上升2%至25%的水平。**

图 4：平板、浮法玻璃价格已经企稳、回升



数据来源：广发证券发展研究中心

工程玻璃业务

工程玻璃是公司2008年的重要利润贡献点，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。2008年建成的吴江南玻一期、二期以及天津新建节能LOW-E中空玻璃项目一期、二期将在2009年释放产能，2009年公司LOW-E中空玻璃产能将增长250万平米左右。此外，公司在成都的新建镀膜玻璃生产线将于2009年年底建成投产，预计将在2010年释放产能，届时总产能将达到1325万平米。

相对于普通的浮法玻璃，工程玻璃具有较高门槛。公司作为较早进入工程玻璃领域的企业，在中高档领域的市场占有率达到50%。与相关上市企业比较，福耀玻璃、金晶科技、洛阳玻璃等企业都没有工程玻璃业务，耀皮玻璃的工程玻璃复合产能仅为100-200万平方米，规模相对较小，而信义玻璃则只相当于南玻的40%。公司出色的技术水平及竞争优势，进一步奠定了南玻工程玻璃行业龙头地位。2009年一季度以来，写字楼销售情况好转，带动写字楼的新开工面积同比增速上升。有市场调研表明，资金链有所好转的房地产商加大了在建施工项目的建设力度，我们看到竣工面积同比增速亦强力反弹，这印证了工程玻璃去年以来较为稳定的需求，并预示着2009年公司工程玻璃业务依然有充足的需求保障。在写字楼以外，受天津渤海湾建设、深圳大运会、广州亚运会及上海世博会、灾后重建等需求的拉动，建筑新签合同额同比增速也有所上升。据公司称，公司工程玻璃业务2009年生产情况正常，订单较为饱满，预计今年收入增长50%，毛利率保持稳定为33%。

图 5：销售面积、新开工面积同比增速均回升

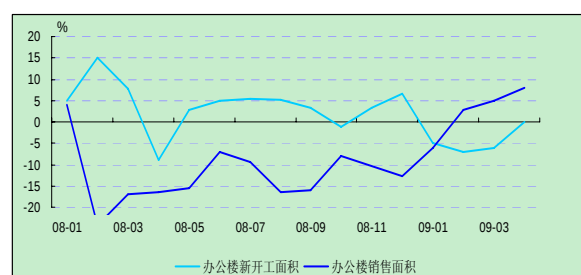
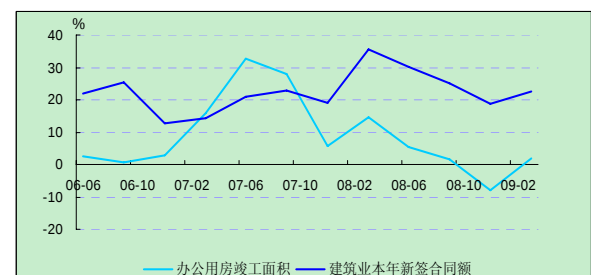


图 6：竣工面积、建筑新签合同额同比增速回升



数据来源：wind

精细玻璃业务

在公司的收入结构中，精细玻璃营业收入占比只有12%，由于毛利率较高，毛利占比为18%。由于精细玻璃在公司业务中占比不大，该项业务对公司业绩影响不大。

2009年一季度彩色滤光片、ITO玻璃等精细玻璃产品的销售比2008年第四季度有所好转，估计二季度的情况还会继续好转。但由于国外市场尚没有明显起色，预计精细玻璃产品需求的回升还需时间，09年公司的彩色滤光片、ITO玻璃业务可能为平稳或略降的情况。公司于2009年1月部分建成的触摸屏模组生产线，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，将带动Touch Panel产品的市场需求，但由于项目首期产能仅为100K/月，尚处于试运行阶段，该业务的盈利能力还需观察。由于精细玻璃没有新增产能，外部需求疲弱，预计收入规模萎缩6%左右，毛利率下降1%至42%。

太阳能业务

公司的太阳能项目包括太阳能玻璃、多晶硅和电池组件三部分，均为多晶硅电池组件配套，产业链较为完整，在业内具有技术和成本优势。产能主要分布在东莞太阳能玻璃、宜昌南玻硅材料和东莞光伏科技三家企业，分别为7.9万吨/年的超白压延玻璃、1500吨/年的多晶硅和25MW的太阳能光伏电池。其中，太阳能光伏产业链（一期）包括了超白压延玻璃和太阳能光伏电池生产线在前期都已经投产，目前每个月盈利约1000万元左右，宜昌硅材料项目在2008年底投产后，目前正在试运行中，尚未产生效益。公司无论在晶体硅电池还是在薄膜电池，均具有国内独一无二的产业链布局优势；这两年将陆续进入投产期。

公司的太阳能光伏产业是未来的发展方向，主要的投资计划见“表1”。公司的对太阳能产业更为长远的规划包括：东莞项目一期的运行正常后，二期再上一条7.9万吨/年的超白压延线；宜昌项目打算新建产能为3000吨/年多晶硅项目；东莞太阳能光伏电池再上75MW产能，达到100兆瓦，汉能集团投资280亿元在河源新建研发、生产薄膜太阳能电池项目，可以有效保障该项目的下游需求。

晶体硅和薄膜电池配套产品是未来公司两大拳头产品，可以充分发挥公司拥有硅材料和出众的镀膜技术积累的优势，我们看好其未来。

宜昌多晶硅项目于2008年12月底投产后生产出第一炉纯度和各项指标符合太阳能级的多晶硅材料，本项目投资巨大，合计12.7亿元，产能为1500万吨。但由于多晶硅生产线的正常达产需要两至三年，因此我们预计公司09年多晶硅达产率为30%至40%，乐观预计今年南玻集团将生产400-500万吨多晶硅。这个产能规模还比较小，2008年全球前三大晶硅生产厂商Hemlock、Wacker、REC产能都在1万吨以上。现在公认的最小经济规模为1000吨/年，最佳经济规模在2500吨/年公司规划在宜昌二期项目增加产能3000-3500万吨，以发挥规模优势。

公司财务部门对今年公司业绩预测时对太阳能产业较为谨慎，但是有望明年开始贡献营业额和利润。由于基数较低和行业发展很快，我们预计2009-2011年太阳能产业营业收入增长80%、120%、150%。

盈利预测和投资评级

在以上分析的基础上，我们对2009-2011年公司各业务板块的收入、毛利、产能、产量、价格进行预测。结果见图表6。

玻璃产业方面，我们根据公司新增产能和区域市场需求情况确定产能和产量，玻璃行业市场化程度很高，目前看来产能存在过剩，产能利用率并不高。在对2009年上半年的价格走势以及下半年的价格判断的基础上，预计2009年平均价格水平比2008年有所下降。平板玻璃以产定销，以产能和价格为基础进行收入测算较为科学；而工程玻璃普遍采取招投标的方式确定，公司产品市场竞争力很强，多年来收入和盈利保持相对稳定，市场强劲的需求保证了公司新增产能可以被市场消化；预计2009年平板玻璃和工程玻璃毛利率将保持稳定。精细玻璃受到国外需求萎靡的影响较大，预计2009年毛利率有所下降，但是收入和利润占比不高，对公司影响不大。

太阳能产业方面，由于基数较低，随着宜昌项目试运行结束和产能投放，行业快速成长将带来该业务板块的快速成长，我们预计2009年营业收入增长80%，2010年增长120%，2012年增长150%。

表 2：公司各业务板块经营数据预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
平板玻璃收入（万元）	228831	273000	387000	506000
产能（万吨）	130	160	220	250
产量（万吨）	105	130	180	230
价格（元/吨）	2179	2100	2150	2200
毛利率	23.01%	25%	23%	22%
工程玻璃收入	155962	234000	288000	306000
产能（万平米）	1200	1450	1700	180
产量（万平米）	875	1300	1600	1700
价格（元/平方米）	178	180	180	180
毛利率	32.42%	33%	32%	32%
精细玻璃收入	51781	49000	60000	60000
毛利率	42.98%	42%	48%	48%
太阳能产业收入	5343	9617	21158	52896
合并内部抵扣	-22077	-28257	-37776	-46206

数据来源：广发证券发展研究中心

目前玻璃行业正处于景气低点，去年底价格已经处于历史低位，随着房地产投资回升，预计下半年平板玻璃和工程玻璃需求将得到增长，并且今年玻璃毛利率将保持相对稳定，凭借公司品牌和技术优势，公司新增产能能够对收入和盈利带来正面效应，未来2年平板玻璃和工程玻璃仍然是公司收入和利润的主要来源。公司在太阳能产业板块方面的布局将迎来爆发式增长。

根据前述分析和假设，预计公司2009-2010年主营业务收入分别为

53.45亿元、71.84亿元、87.87亿元，实现净利润分别为8.22亿元、11.45亿元、14.12亿元，每股收益分别为0.60元、0.75元、0.96元。

考虑到公司的行业地位、竞争力、管理水平和太阳能产业的前景，以及太阳能产业短时间内并不能带来业绩的事实，我们给25倍市盈率，2009年EPS分别为0.60元，公司价值中枢为14.95元，给予“持有”评级。

表 3: 中国南玻集团股份有限公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4273	5374	7184	8787
营业成本	2994	3750	5089	6274
营业税金及附加	5	17	28	30
营业费用	220	249	300	330
管理费用	332	365	402	442
财务费用	78	50	65	65
资产减值损失	221	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	43	0	0	0
营业利润	466	942	1301	1646
营业外收入	45	20	20	20
营业外支出	9	5	5	5
利润总额	502	957	1316	1661
所得税	2	77	171	249
净利润	500	880	1145	1412
少数股东损益	80	141	211	230
归属于母公司净利润	420	740	934	1182
EPS (元)	0.34	0.60	0.75	0.96

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

风险提示

1、2009年房地产投资增速可能不能达到我们预计的15%，可能过高估计玻璃产业的销售和利润增长水平。

2、玻璃价格未必能够复苏，重油和纯碱价格可能上升，造成毛利率水平可能继续下降。

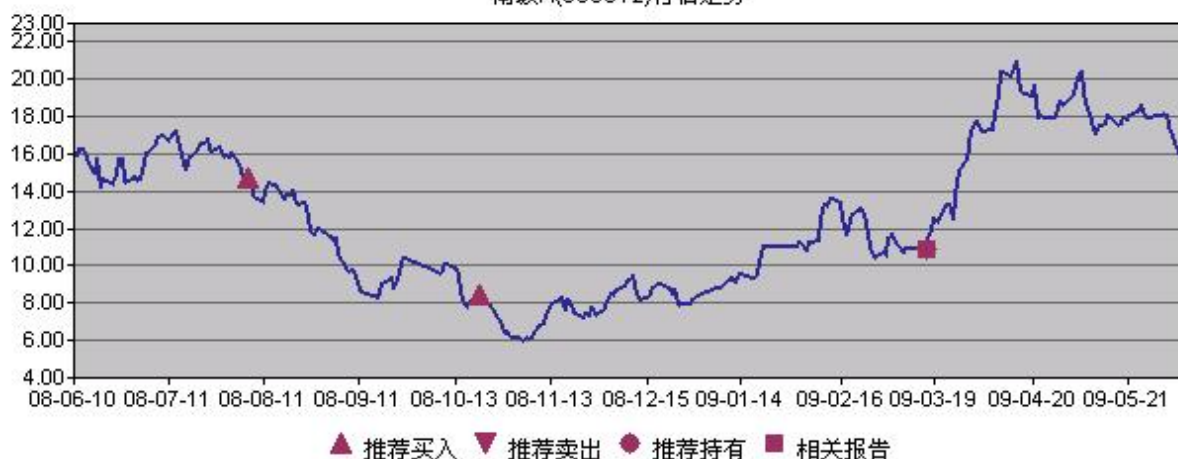
3、太阳能板块存在诸多不确定性，包括原材料价格、国际汇率、产业政策等。

4、谨慎关注来自大股东减持的压力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

南玻A(000012)行情走势



相关研究报告

南玻 A(000012.sz)	谢永元	2009-03-16
-----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。