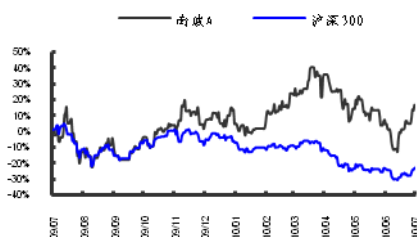


玻璃、新能源
维持评级: 增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
南玻 A	18.0	39.1	78.2
沪深 300	2.7	10.4	-3.3

市场数据 2010.9.6

当前价格 (元)	15.11
52 周价格区间 (元)	8.55-25.29
总市值 (百万)	31379.26
流通市值 (百万)	14826.47
总股本 (万股)	207672.11
流通股 (万股)	98123.56
日均成交额 (百万)	318.89
近一月换手 (%)	116.55

相关报告

《南玻 A 调研报告: 太阳能产业对利润的贡献将日益显现》 2010-4-28

《中报点评: 完整的太阳能产业链优势正在显现》 2010-7-23

分析师

卜忠东 (执业证书编号 S0350207100527)

电话: 0755-83716694

邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 经过三四年的培育, 公司具备了“多晶硅材料→硅片→电池片及太阳能玻璃→光伏电池组件”完整的太阳能产业链, 且在太阳能光伏产业已初步确立了其竞争优势。公司将在进一步提升其综合竞争力的同时, 加快扩张步伐, 预计未来的销售收入规模可能在 100 亿元以上。建议投资者密切关注其扩张节奏和业绩增长情况。
- 根据公司的发展战略, 节能玻璃将是公司未来的主导产品之一, 工程玻璃未来的扩张空间仍比较大; 与此同时, 为解决其浮法玻璃的原片供应, 公司将在目前 9 条浮法玻璃生产线的基础上, 在吴江新建两条浮法玻璃生产线, 以解决其华东工程玻璃的原片供应。预计未来公司的浮法玻璃收入可能在 40 亿元左右, 工程玻璃的收入可能在 30 亿元左右。
- 公司积极为该事业部打造从基片生产到电容式触摸屏及模组生产完整产业链的独立发展平台; 若进展顺利, 显示器产业链有望成为公司新的利润增长点, 其未来增长空间值得期待。
- 基于谨慎性原则, 预计公司 2010 年--2012 年每股收益分别为 0.58 元、0.70 元和 0.89 元。维持对其增持的投资评级, 建议投资者择机逢低增持。
- 玻璃行业的周期性变化及太阳能光伏产业的不确定, 将一定程度影响公司的盈利能力。2010 年 10 月 15 日, 公司将有 2.93 亿股的限售股面临解禁, 也有可能对其未来股价产生不确定性影响。

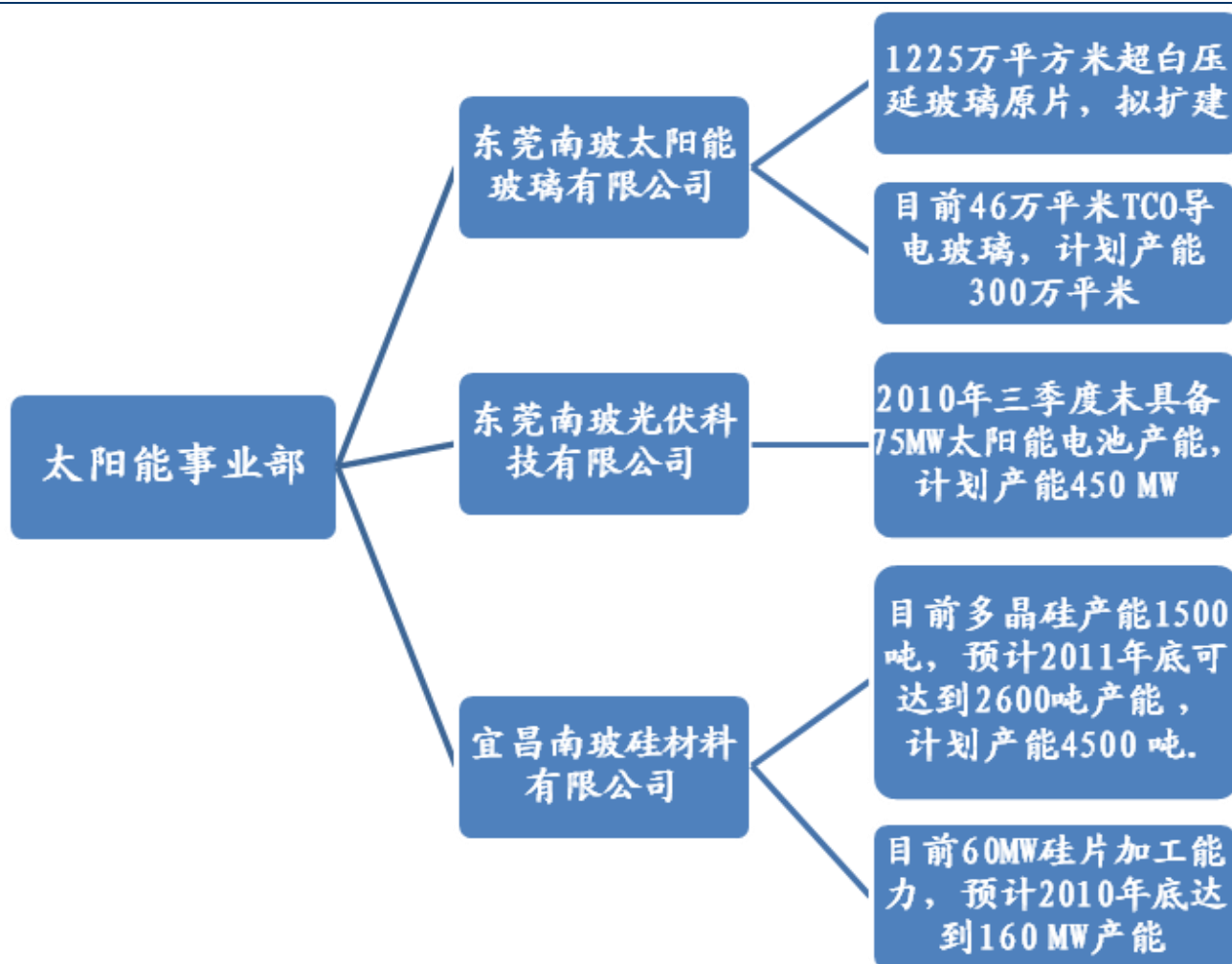
预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	4273.38	5279.10	7152.96	8716.63
营业利润 (百万元)	465.51	1072.79	1356.01	1626.72
净利润 (百万元)	420.08	831.94	1213.31	1626.72
摊薄每股收益 (元)	0.35	0.68	0.58	0.70
摊薄每股净资产 (元)	3.67	4.34	2.94	3.64
加权平均 ROE (%)	9.24	15.65	19.73	19.23

太阳能光伏产业加快扩张，未来的收入规模可能达到 100 亿元

2010 年上半年，公司太阳能产业实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 313.17%；在公司营业总收入的 25.55%，同比提升了 15.33 个百分点。实现营业利润（营业收入-营业成本）2.45 亿元，同比增长 163.72%。

经过三四年的培育，公司打造完整太阳能光伏产业链计划基本得以实现。宜昌南玻在 2009 年投产之初就实现了多晶硅系统的全闭环生产运行，也是目前国内实现全闭环运行为数不多的企业之一。今年 4 月，其月产已经超过 120 吨，已完全达到年产 1500 吨装置的设计能力，同时各项能耗和物耗指标也低于国内同类装置，单位成本已低于 38 美金/公斤。多晶硅的销售价格今年呈现稳中趋升的态势，由年初的 40 多美元/公斤，上涨至目前的 80 多美元/公斤。由于公司的多晶硅为电子级品质，售价略高于其他的太阳能级多晶硅。

图 1 公司太阳能产业链的相关情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司太阳能产业的相关情况见上图 1。

多晶硅产品品质的持续提升，为公司打造涵盖太阳能多晶硅材料、硅片、电池片及组件和太阳能玻璃的完整产业链，提供了质量保证。公司的另一产品太阳能薄膜电池用 TC0 导电玻璃也值得投资者关注。TC0 玻璃是制造太阳能薄膜电池的关键原材料之一，预计 2010 年全球需求量将达到约 2500 万平米，并呈逐年递增趋势。公司采用先进的 CVD（化学气相沉积）工艺生产的 TC0 导电玻璃，产品最大规格为市场主流的 1100mm*1400mm，在光透过率、方块电阻、雾度等几大关键性能指标上也已达到国际先进水平。公司首条年产 46 万平米太阳能薄膜电池用 TC0 导电玻璃生产线已于 2010 年 1 季度正式量产，这使公司率先成为国内唯一具备薄膜光伏电池用 TC0 导电玻璃量产能力的企业，并成功打破了少数日美生产厂商在该领域的长期垄断。公司正在积极开展 TC0 导电玻璃扩建项目工程，预计 2011 年总生产规模将扩大至 120 万平米/年以上，计划总产能在 300 万平米/年。预计太阳能薄膜电池用 TC0 导电玻璃有望成为公司新的利润增长点。

公司具备了“多晶硅材料→硅片→电池片及太阳能玻璃→光伏电池组件”完整的太阳能产业链，且在太阳能光伏产业已初步确立了其竞争优势。公司将在进一步提升其综合竞争力的同时，加快扩张步伐，预计未来的销售收入规模可能在 100 亿元以上。建议投资者密切关注其扩张节奏和业绩增长情况。

玻璃产业继续保持行业领先的竞争优势 收入将有望继续增长

从 2010 年中报看，平板玻璃和工程玻璃依然是公司营业利润的主要来源，分别占营业利润的 50.07%和 23.58%。下图 2 显示了公司浮法玻璃生产线的布局。

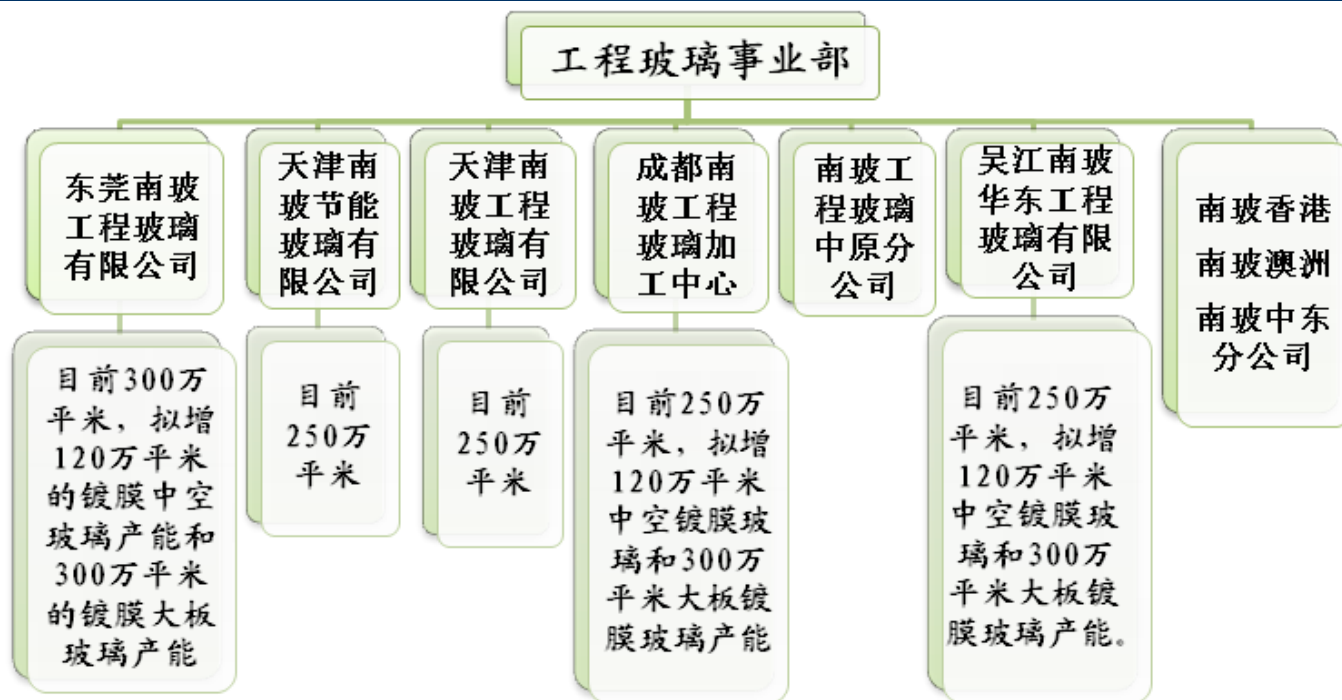
图 2 公司浮法玻璃生产线的布局



资料来源：公司公告

根据公司的发展战略，节能玻璃将是公司未来的主导产品之一，工程玻璃未来的扩张空间仍比较大；与此同时，为解决其浮法玻璃的原片供应，公司将在目前 9 条浮法玻璃生产线的基础上，在吴江新建两条浮法玻璃生产线，以解决其华东工程玻璃的原片供应。预计未来公司的浮法玻璃收入可能在 40 亿元左右。

图 3 公司工程玻璃产业的布局及规划



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司的工程玻璃业务因房地产调控和竞争激烈，以及地方政府和地产开发商在执行国家环保节能政策上的滞后等因素，2010 年上半年的毛利率同比下滑了 5.46 个百分点。对此，公司进行了各大区工程玻璃总经理之间的轮岗，充分开拓市场，努力提升产能利用率，已取得了明显的进展。公司还将通过调整产品结构和加大高附加值产品的生产，来提升工程玻璃的盈利能力。公司将尽量以第二代和第三代 LOW-E 产品为主，并不断开拓新的市场领域。公司 2010 年新建了工程玻璃中原分公司。至此，公司基本完成了工程玻璃业务的整合及市场布局。2011 年公司将新建在线镀膜大板生产线，这将有利于开拓现有建筑的节能玻璃改造。此外，公司提出了把节能玻璃按日用品来卖的理念。预计这一理念的实施将有利于节能玻璃的普及推广。建议投资者密切关注其相关措施及实施效果。图 3 显示了公司现在工程玻璃产能的布局及规划情况。预计未来公司工程玻璃业务的收入规模将有望达到 30 亿元左右，较目前增长 50% 左右。

公司正努力打造显示器业务的产业链 未来增长空间广阔

公司的精细玻璃业务在金融危机前一直处于平稳增长态势，但金融危机对该业务造成了一定的冲击，该业务的营业收入及毛利率水平均有所下滑。随着电子市场的逐步复苏及公司电容式触摸屏等新产品的量产，这种下滑态势得到遏制。为使显示器件公司能有更大的运作平台及发展空间，激发其管理团队及核心技术人员的工作激情，公司 2010 年对显示器件公司进行了股份制改造，并在显示器件公司内实施了股权激励，以期通过独立的运作平台，为其增添新的活力。不排除显示器件公司未来独立上市的可能。此外，公司将在河北基地建设超薄玻璃生产线，解决其显示器产业链的原片供应问题。

图 4 公司精细玻璃产业链的目前布局



资料来源：公司公告，国海证券研究所

目前，公司应用于苹果第四代手机所需的电容式触摸屏产品从今年 6 月下旬开始已经量产，成为 IPHONE 的主要供应商之一；其 ITO FILM 及 TP 产品的生产与销售也取得了较大进展。公司积极为该事业部打造从基片生产到电容式触摸屏及模组生产完整产业链的独立发展平台；若进展顺利，显示器产业链有望成为公司新的利润增长点，增长空间值得期待。

盈利预测

根据公司的发展战略规划，其扩张速度可能将超过笔者之前的预期。基于谨慎性原则，我们适度调整了对公司未来三年的业绩预测。预计公司 2010 年--2012 年的每股收益分别为 0.58 元和 0.70 元和 0.89 元。具体见下表 1:

表 4 公司业绩预测

单位: 万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	427,337.59	527,910.01	715295.95	871663.09	1077168.94
二、营业总成本	385,142.72	422,538.98	584583.19	714947.47	876823.50
营业成本	299,446.84	343,557.47	488767.14	613224.39	761674.14
营业税金及附加	515.35	513.14	715.30	697.33	1077.17
销售费用	22,018.12	24,221.17	32832.08	31902.87	39424.38
管理费用	33,244.62	41,996.44	48568.60	52299.79	53858.45
财务费用	7,793.57	10,554.64	12803.80	15602.77	19281.32
资产减值损失	22,124.22	1,696.13	896.28	1220.33	1508.04
三、其他经营收益					
投资净收益	4,355.75	1,908.07	4887.86	5956.36	7360.65
四、营业利润	46,550.61	107,279.11	135600.62	162671.98	207706.10
加: 营业外收入	4,543.90	3,191.44	7582.14	9239.63	11417.99
减: 营业外支出	890.96	11,564.06	643.77	784.50	969.45
五、利润总额	50,203.55	98,906.48	142538.99	171127.11	218154.63
减: 所得税	180.36	7,445.53	9977.73	11978.90	16361.60
六、净利润	50,023.18	91,460.95	132561.26	159148.21	201793.04
减: 少数股东损益	8,015.20	8,266.51	11230.15	13685.11	16911.55
归属于母公司所有者的净利润	42,007.98	83,194.44	121331.12	145463.10	184881.48
七、每股收益: 元	0.35	0.68	0.58	0.70	0.89

资料来源: wind, 国海证券研究所

投资建议

虽然玻璃行业及太阳能光伏产业均面临较大的不确定性,我们认为南玻仍有望维持其在玻璃行业和太阳能光伏产业的综合竞争力,并有望在打造显示器产业链方面取得实质性进展。公司未来的增长前景值得关注。

结合南玻的业务结构(玻璃和新能源),可给予 26—29 倍的市盈率。20 倍市盈率是较为安全的估值水平,以 2010 年 9 月 6 日收盘价计算,南玻对应 2011 年预测业绩的市盈率和市净率分别为 21.6 倍和 4 倍。鉴于公司未来有望保持较好的成长性,长期估值水平偏低,维持对公司增持的投资评级。建议投资者择机逢低增持。

风险提示

- 1、玻璃行业及太阳能光伏产业均具有一定的周期性变化,将一定程度影响公司的盈利能力;
- 2、公司的拟实施项目存在一定的不确定性,将一定程度影响公司未来的盈利能力;
- 3、未来若原燃料价格上涨,将一定程度影响公司的盈利能力;
- 4、大股东减持风险。公司实际控制人深圳国际及大股东北方工业将集中所有资源专注于发展其主业--物流业、军工业及其相关的业务,已陆续减持南玻的无限售条件流通股。大股东的减持有可能一定程度制约股价的上涨空间。

5、2010 年 10 月 15 日，公司将有 2.93 亿股限售股解禁，有可能对二级市场产生不确定性影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。