

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 18.73元

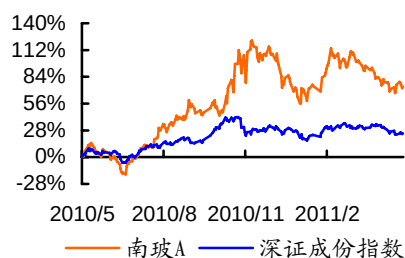
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12156.61
总股本(百万)	2076
流通股本(百万)	2039
流通市值(亿)	382
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	45.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南玻 A	-5.31	-5.45	-7.78
深证成份指数	-7.22	-1.11	-4.48



相关报告

《南玻 A-1 季度盈利增长主要依靠太阳能领域》2011-4-22

《南玻 A-浮法、太阳能双超预期》2011-3-21

《南玻 A-出售陶瓷科技, 发展战略进一步清晰》2011-1-31

南玻 A

000012

推荐

4.03 亿元转让广州浮法股权

公司 5 月 14 日公布将出售全资子公司----广州南玻玻璃有限公司 100%股份予广州博迪与帝耀发展有限公司, 转让对价为 4.03 亿元。

- **4.03 亿元转让广州浮法 100%股权, 折价 800 万元。**由于广州城市规划及环保要求, 广州浮法所在工业区将规划住宅与商业区, 公司需参加“三旧”改造工程, 550t/d 与 700t/d 的两条浮法线需要搬迁。本次转让的净资产账面价格 4.11 亿元, 股权转让价为 4.03 亿元, 相当于折价 800 万元转让, 对公司影响不大。另外, 广州博迪将借款 3.7 亿元给予广州浮法, 用于偿还南玻集团等债权人的债务; 支付 1500 万元对广州浮法员工进行安置。新股东还将支付 2500 万元, 由南玻集团拆除相关设施。
- **预计新基地建设在清远, 生产线规模有望扩大, 改用天然气作为燃料。**公司拟将广州生产线搬迁至清远, 按照目前浮法生产线的经济规模, 预计生产线为 600T+900T, 总投资约 7.5 亿元。公司原计划在广州生产线停产的同时, 新基地生产线投入运营, 实现生产平滑过渡, 目前公司的计划是否能顺利实施还要看新基地的投产进度。
- **目前玻璃行业压力仍然偏大, 主要盈利来源仍然是太阳能行业。**浮法玻璃仍然延续了 1 季度盈利明显下滑的态势, 我们预计今年公司浮法玻璃事业部的盈利将下滑 3 个亿以上。而多晶硅一直到 4 月份还是公司盈利的主要来源, 4 月份公司多晶硅已经连续两个月月产量超过 220 吨, 成本相应下降至 30 美元/公斤左右。
- **增发工作最快可能在下半年实施。**从目前公司增发工作的进展和证监会审批的速度来看, 公司定向增发 2.5 亿股的工作最快可能在下半年实施。
- **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测, 公司 11-13 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.18 元。公司估值基本合理, 维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 太阳能行业与浮法玻璃行业产能扩张过快影响盈利能力。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7744	10298	12499	17392
同比(%)	47%	33%	21%	39%
归属母公司净利润(百万元)	1455	1725	2022	2449
同比(%)	75%	19%	17%	21%
毛利率(%)	36.2%	31.3%	30.2%	27.5%
ROE(%)	22.8%	21.3%	20.0%	19.5%
每股收益(元)	0.70	0.83	0.97	1.18
P/E	26.73	22.55	19.23	15.88
P/B	6.09	4.80	3.84	3.09
EV/EBITDA	17	15	13	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司目前投资项目

序号	自筹资金在建项目	地点	投资额(亿元)	预计达产时间
1	600T/D 浮法玻璃生产线	吴江	8.46	2011.09
2	900T/D 浮法玻璃生产线	吴江		2011.09
3	3 万吨超薄玻璃生产线	廊坊	3.48	2011 年底
4	600T/D 超白压延玻璃生产线	东莞	4.99	2011 年底
5	600T/D 超白压延玻璃生产线	河源	未知	2012 年 3 月
6	140MW 多晶硅切片	宜昌	4.97	2011 年下半年
7	200MW 多晶硅电池片及组件	东莞	6.97	2011.06
合计			28.86	
序号	募投资金项目	地点	投资额(亿元)	预计达产时间
				一期 160 万 2012 年初,二期 240 万 2012 年底
1	建设 400 万平米 TCO 玻璃生产线	深圳	5.1	
2	2000 吨多晶硅项目冷氢化改造	宜昌	5.0	2011 年 12 月份
3	新建 7000MW 多晶硅硅片项目	宜昌	19.8	2013 年上半年
4	新建 600MW 晶体硅电池片项目	宜昌	14.2	2013 年上半年
5	100MW 晶体硅电池片及组件	东莞		2011 年 9 月
6	700MW 晶体硅电池组件项目	东莞	13.6	2013 年上半年
7	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	东莞	1.3	2011 年 4 季度
8	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	吴江		2011 年 3 季度
9	120 万平米 LOWE 中空	吴江	4.8	2013 年上半年
10	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	成都	2.0	2013 年上半年
11	300 万平米大板 LOWE 玻璃生产线	武汉		2012 年 7 月
12	120 万平米 LOWE 中空	武汉	5.7	2012 年 12 月
13	吴江平板显示器件基地一期	吴江	5.4	2012 年初
合计			76.8	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司产能表

领域	地域(产品)	控股比例	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
浮法玻璃 (万吨)	深圳	100%	34	34	34	42	42	42	42
	成都	75%	42	42	76	76	76	76	76
	广州	100%	42	42	42	42	42	42	42
	河北廊坊	100%		20	50	50	50	50	50
	江苏吴江	100%					50	50	50
	累计		118	138	202	210	260	260	260
超白压延玻璃 (万 m ²)	东莞+河源	100%	625	1250	1250	1250	2750	4250	4250
TCO (万 m ²)	深圳	100%			46	46	46	246	446
工程玻璃 (万 m ²)	深圳	100%	180						
	东莞 中空	100%		240	240	240	240	240	240

	大板						300	300	300
成都	中空	75%	120	120	120	240	240	240	240
	大板								300
天津	中空	100%	120	240	480	480	480	480	480
吴江	中空	100%		120	240	240	240	240	360
	大板						300	300	300
武汉	中空	100%							120
	大板							300	300
累计	中空		420	720	1080	1200	1200	1200	1440
	大板		0	0	0	0	600	900	1200
太阳能	超白压延玻璃(万 m ²)	100%	625	1250	1250	1250	2500	2500	2500
	TCO(万 m ²)	100%			46	46	46	246	446
	多晶硅(吨)	93.37%		1500	1500	1500	2500	2500	2500
	多晶硅切片(MW)	93.37%				160	400	500	1000
	太阳能电池片宜昌(MW)							100	600
	太阳能电池片东莞(MW)	100%	25	25	50	100	400	400	400
	太阳能电池组件(MW)	100%			50	100	400	500	1000
精细玻璃(万片)	超薄原片生产线	100%					3	3	3
	ITO 玻璃(万片)	75%	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1680
	CF 玻璃(万片)	70%	84	96	108	108	108	108	192

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 盈利预测假设

分部收入成本分析

浮法玻璃	2010.00	2011E	2012E	2013E
产能(万吨)	210.00	222.00	262.00	262.00
销量(万吨)	210.00	222.00	250.00	262.00
单价(元/吨)	1515.7	1450.0	1430.0	1,450
主营业务收入(万元)	318,287	321,900	374,660	379,900
环比增长	2.52%	1.14%	16.39%	1.40%
主营业务成本(万元)	209,493	223,000	260,000	265,000
环比增长	1.96%	6.45%	16.59%	1.92%
内部抵消(万元)	65,175	48,000	50,000	50,000
内部抵消成本(万元)	63,880	48,000	38,000	38,000
毛利率	34.2%	30.7%	30.6%	30.2%
工程玻璃				

产能 (万 m ²)	1,225	1,825	2,450	2,450
销量 (万 m ²)	1,000	1,200	1,500	1,800
单价 (元/m ²)	226.3	205.0	190.0	180.0
主营业务收入 (万元)	226,299	246,000	285,000	324,000
环比增长	18.49%	8.71%	15.85%	13.68%
主营业务成本 (万元)	158,302	160,000	190,000	220,000
环比增长	24.68%	1.07%	18.75%	15.79%
毛利率	30.05%	34.96%	33.33%	32.10%

精细玻璃

触摸屏销量 (万片)	28.00	150.00	180.00	220.00
单价 (元/片)	512.82	470.09	427.35	427.35
收入 (万元)	14358.97	70512.82	76923.08	94017.09
彩色滤光片销量 (万片)	56.00	30.00		
单价 (元/片)	288.00	285.00		
收入 (万元)	16128.00	8550.00		
ITO 导电膜玻璃销量 (万片)	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
单价 (元/片)	22.00	21.50	21.50	21.50
收入 (万元)	26400.00	25800.00	25800.00	25800.00
主营业务收入 (万元)	64,346	104,863	102,723	119,817
环比增长	43.21%	62.97%	-2.04%	16.64%
主营业务成本 (万元)	43,032	57,675	59,066	68,895
环比增长	34.76%	34.03%	2.41%	16.64%
毛利率	33.12%	45.00%	42.50%	42.50%

太阳能事业部

多晶硅 (吨)	1,500	2,000	2,400	2,800
太阳能电池片 (MW)	100	200	300	800
超白压延产能 (万 m ²)	1,250	2,500	2,500	2,500
主营业务收入 (万元)	226,040	400,000	532,000	960,000
环比增长	1547.78%	76.96%	33.00%	80.45%
主营业务成本 (万元)	144,265	310,000	396,800	740,000
环比增长	1073.12%	114.88%	28.00%	86.49%
毛利率	36.18%	22.50%	25.41%	22.92%

其它

其他业务收入 (万元)	6,000	5,000	5,500	5,500
环比增长	53.66%	-16.67%	10.00%	0.00%
其它业务成本 (万元)	5,200	4,500	4,900	4,900
毛利率	13.33%	10.00%	10.91%	10.91%

合计	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
收入 (万元)	774,394	1,029,763	1,249,883	1,739,217
收入增速	46.69%	32.98%	21.38%	39.15%
成本 (万元)	494,364	707,175	872,766	1,260,795
毛利率	36.16%	31.33%	30.17%	27.51%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2070	2896	7037	6886	营业收入	7744	10298	12499	17392
现金	787	1282	5078	4012	营业成本	-4944	7072	8728	12608
应收账款	242	404	490	696	营业税金及附加	-7	6	7	8
其它应收款	67	40	48	70	营业费用	-266	350	425	591
预付账款	108	190	230	334	管理费用	-556	690	812	1096
存货	479	515	636	1009	财务费用	-106	81	118	145
其他	388	466	555	765	资产减值损失	-86	36	20	20
非流动资产	10399	12061	12647	16972	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	66	40	50	50	投资净收益	54	19	35	40
固定资产	8831	11200	12022	16439	营业利润	1833	2082	2424	2964
无形资产	381	381	381	381	营业外收入	59	49	70	70
其他	1122	440	194	102	营业外支出	-27	9	10	11
资产总计	12470	14957	19684	23857	利润总额	1865	2122	2484	3023
流动负债	2800	5046	5558	7031	所得税	-268	233	273	333
短期借款	877	1732	1572	1509	净利润	1597	1889	2211	2691
应付账款	950	1768	2182	3152	少数股东损益	142	163	189	242
其他	973	1547	1804	2369	归属母公司净利润	1455	1725	2022	2449
非流动负债	2910	1013	3013	3018	EBITDA	2290	2756	3256	4019
长期借款	728	928	2928	2928	EPS (元)	0.70	0.83	0.97	1.18
其他	2182	85	85	90	主要财务比率				
负债合计	5710	6060	8571	10049	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	374	538	727	969	成长能力				
股本	2077	2327	2327	2327	营业收入	46.7%	33.0%	21.4%	39.2%
资本公积	1310	1310	1310	1310	营业利润	70.9%	13.6%	16.4%	22.3%
留存收益	2991	4717	6744	9197	归属于母公司净利润	74.9%	18.6%	17.2%	21.1%
归属母公司股东权益	6385	8360	10386	12839	获利能力				
负债和股东权益	12470	14957	19684	23857	毛利率	36.2%	31.3%	30.2%	27.5%
现金流量表					净利率	18.8%	16.8%	16.2%	14.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	22.8%	21.3%	20.0%	19.5%
经营活动现金流	2366	3528	3303	4329	ROIC	17.9%	18.5%	21.1%	19.2%
净利润	1597	1891	2216	2695	偿债能力				
折旧摊销	563	593	714	910	资产负债率	45.8%	41.2%	44.1%	42.6%
财务费用	-106	78	112	140	净负债比率	29.44	45.88%	54.37	45.75%
投资损失	-54	-19	-35	-40	流动比率	0.74	0.52	1.22	0.94
营运资金变动	-10	988	273	695	速动比率	0.57	0.41	1.09	0.80
其它	376	-3	23	-71	营运能力				
投资活动现金流	-1858	-2304	-1275	-5192	总资产周转率	0.66	0.76	0.73	0.81
资本支出	-2016	2340	1300	5232	应收账款周转率	29	31	27	29
长期投资	33	-14	10	0	应付账款周转率	5.10	5.20	4.42	4.73
其他	-3841	22	35	40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-483	-730	1768	-203	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.83	0.97	1.18
短期借款	-1604	855	-160	-62	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.70	1.59	2.09
长期借款	-180	200	2000	0	每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.90	4.88	6.06
普通股增加	853	250	0	0	估值比率				
资本公积增加	-818	0	0	0	P/E	26.73	22.55	19.23	15.88
其他	1266	-2034	-72	-140	P/B	6.09	4.80	3.84	3.09
现金净增加额	25	494	3796	-1066	EV/EBITDA	17	15	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434