

南玻 A 系列报告之一：三链当空舞，转型大迈步

报告要点

周期性弱化，成长性彰显

南玻目前早已跨出普通平板玻璃的范畴，外售的平板玻璃对公司的业绩贡献不到 20%，新兴产业（超薄玻璃、多晶硅）业务拓展的业绩弹性（产能扩张速度快、利润率高）将远超出传统行业周期性的波动（仅影响利润率）。

南玻的战略：跨界还是延伸？

踏准经济转型的节奏：2010 年底，南玻规划了未来 3 年收入超过 200 亿的目标，收入增速超过 100%，增长主要来自新兴产业的拓展，**试图打造三条全产业链（光伏、精细玻璃、工程玻璃），市场空间广阔。**

基于核心技术的延伸：南玻有三大核心技术：浮法、镀膜与多晶硅，主业集中，风险更小。TCO 玻璃、触摸屏超预期放量即是此战略成功的明证，唯一的跨界——多晶硅技术目前也被证明取得了成功。**基于浮法技术的超薄玻璃的成功量产值得期待。**

南玻的潜质：优秀还是卓越？

南玻在三条产业链上都有独特优势：我们将南玻与亿晶光电（光伏）、莱宝高科（触摸屏）、福耀玻璃（玻璃深加工）进行对比，发现南玻的每一块业务的资产规模并不亚于同业，竞争力也毫不逊色。

南玻市值仍有很大空间：亿晶光电、莱宝高科、福耀玻璃的三家公司的市值加总是南玻目前市值的 1.7 倍，南玻有成为超大盘蓝筹的潜质。

南玻的管理：谁持三链当空舞？

合理的治理结构摆好了舞台，前瞻的战略布局写好了剧本，以曾南为核心的管理团队表演的三链共舞让我们拭目以待。

我们预计 11-13 年 EPS 为 0.86、1.21、1.74(未摊薄)，对应的 PE 为 20、14、10，而复合增速超 35%，周期性的担忧带来买点，我们给予推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	7744	10006	13337	19237
增长率（%）	47%	29%	33%	44%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1455	1790	2509	3609
增长率（%）	75%	23%	40%	44%
每股收益(元)	0.70	0.86	1.21	1.74

当前股价：17.45
材料行业评级：中性

公司基本数据 2011. 7. 19

总股本(万股)	207614
流通 A 股/B 股(万股)	129462/76258
资产负债率	45.79%
每股净资产(元)	3.26
市盈率(当前)	24.90
市净率(当前)	5.36
12 个月内最高/最低价	24.56/10.39

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《多晶硅深度报告之一：OCI 与保利协鑫成本下降之路》2011-3-28

《多晶硅深度报告之二：从产能投放看价格波动》2011-5-9

《多晶硅价格筑底反弹，推荐南玻 A、乐山电力、东方电热》2011-7-1

《多晶硅价格如期反弹，继续推荐南玻 A、乐山电力、东方电热》2011-7-5

联系人：

周旭辉，邓浩龙

(8621)68751072

zhouxuhui1007@gmail.com

分析师：

邹戈

执业证书编号：S0490511040002

正文目录

南玻的战略：跨界还是延伸？	4
踏准经济转型的节奏，基于核心技术的延伸	4
三链共舞，独树一帜	8
南玻的潜力：优秀还是卓越？	13
南玻 VS 亿晶光电：光伏龙头进与退	13
南玻 VS 莱宝高科：扩张路径得与失	13
南玻 VS 福耀玻璃：发展空间大与小	14
南玻的市值空间还有多大？	15
南玻的管理：谁持三链当空舞？	17
合理的治理结构—三链共舞的舞台	17
前瞻的战略布局—三链共舞的剧本	17
精进的管理团队—三链共舞的表演者	18
周期性的担忧带来买点，我们给予推荐评级	20
周期拐点，转型元年	20
我们给予推荐评级	20
确定性中的不确定性	20
后记：管中窥豹，可见一斑	22

图表目录

图 1: 2010 年实际收入与 2013 年目标收入	4
图 2: 国家的经济转型与南玻的战略转型	5
图 3: 浮法技术衍生的产品: 平板、超白、超薄	6
图 4: 镀膜技术衍生的产品: LOW-E、TCO、触摸屏	6
图 5: 南玻的三条全产业链	9
图 6: 南玻的光伏全产业链布局	9
图 7: 超白压延玻璃产能投放进程	10
图 8: 多晶硅产能投放进程	10
图 9: 触摸屏模组构成	10
图 10: 全球超薄玻璃基板销量	11
图 11: 南玻超薄玻璃建设进程	11
图 12: 平板玻璃与工程玻璃的全国布局	11
图 13: 工程玻璃产能继续扩张, 平板玻璃趋稳	12
图 14: 13 年供工程玻璃使用的平板玻璃比例将到 37%	12
图 15: 南玻自产多晶硅产量远大于亿晶光电长单	13
图 16: 南玻硅片到组件产能扩张速度更快	13
图 17: 莱宝横向扩张路径: 小尺寸—中大尺寸	14
图 18: 南玻纵向扩张路径: 镀膜-超薄玻璃基板	14
图 19: 南玻与福耀玻璃浮法玻璃产能对比 (T/D)	14
图 20: 南玻工程玻璃产能与福耀汽车玻璃产能对比	14
图 21: 汽车产量增速将放缓	15
图 22: LOW-E 玻璃需求仍将保持高速增长	15
图 23: 南玻市值与亿晶光电+莱宝高科+福耀玻璃的对比	15
图 23: 原实际控制人减持路线	17
图 24: 平板玻璃行业毛利率下滑	18
图 24: 未来业绩预测: 光伏占比最高, 精细玻璃增速最快	20
图 25: 平板玻璃的周期性	21
表 1: 南玻与四川某企业多晶硅成本对比	7
表 2: 南玻与保利协鑫多晶硅成本对比	8
表 3: 南玻 3 万吨超薄玻璃业绩弹性测算	11
表 4: 南玻与亿晶光电光伏产业链对比	13
表 5: 南玻与莱宝高科小尺寸触摸屏	13
表 6: A 股市值前 120 位公司排名 (采用 2011.7.19 的收盘价)	16
表 7: 南玻股权激励对象及数量	19
公司财务报表及指标预测	23

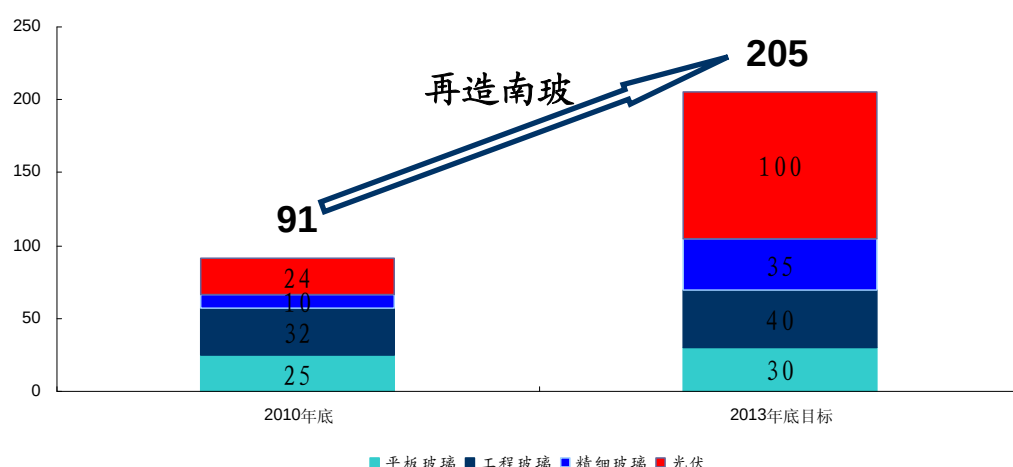
南玻在 2009 年之前都是以传统的平板玻璃为主营业务的，南“玻”名副其实。2010 年下半年以来，随着光伏、触摸屏业务的茁壮成长，当前南玻外售的平板玻璃占业绩的比例不到 20%，南玻已经逐渐脱掉传统产业的帽子，新兴产业的光环愈加闪亮，南玻的概念似乎应该重新定义。

受惯性思维的影响，我们现在还会把南玻当成一个传统行业中的大市值公司来看待，认为它缺乏成长性，常常用周期股的投资思路来操作。然而我们认为当前的南玻成长性要远强于周期性，新兴产业（超薄玻璃、多晶硅）业务拓展的业绩弹性（产能扩张速度快、利润率高）将远超出传统行业的周期性波动（仅影响利润率）。周期性弱化，成长性彰显，南玻有成为超大盘蓝筹股的潜力。

南玻的战略：跨界还是延伸？

2010 年底，南玻规划了未来 3 年收入超过 200 亿的目标，收入增速超过 100%，公司从传统产业向新兴产业转型的战略构想浮出水面，南玻即将进入再造阶段。

图 1：2010 年实际收入与 2013 年目标收入



资料来源：长江证券研究部 平板玻璃与工程玻璃之间内部未抵消

踏准经济转型的节奏，基于核心技术的延伸

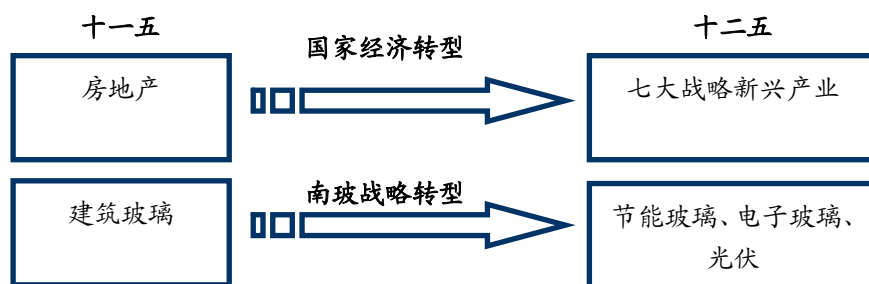
仔细研究南玻再造的收入增长，最主要来自光伏、精细玻璃与工程玻璃，这些领域是国家经济转型的方向，也是南玻核心技术积淀所在，我们认为南玻的发展空间大，风险小。

踏准经济转型的节奏，空间大

“十一五”期间，房地产是我国战略支柱产业，公司大力发展建筑玻璃；“十二五”音调已然改变，房地产的重要性已经退出历史舞台，节能环保、新一代信息技术产业、新能源产业成为战略新兴产业，公司又全力开拓节能玻璃、电子玻璃、光伏业务。

南玻，变，还是不变？

图 2：国家的经济转型与南玻的战略转型



资料来源：长江证券研究部

基于核心技术的延伸，风险小

如果仅仅是盲目的从传统行业跨越到新兴行业，这并不构成看好的理由，因为产业大跃进中存在难以预料的技术风险。难得可贵的是南玻的转型是基于自身核心技术的延伸。

看似多元化的发展，却是专业化的经营，这让南玻在战略高度得到了传承和统一。

南玻万变不离宗，本质上还是玻璃：**LOW-E 玻璃是镀膜玻璃（普通平板玻璃上镀银膜），触摸屏也是镀膜玻璃（超薄玻璃上镀 ITO 膜），其实连光伏组件都是玻璃—夹胶玻璃（电池片夹于玻璃中间）。**

核心技术上也有承接，南玻主要有三大核心技术：浮法技术、镀膜技术以及最近发展起来的多晶硅。

南玻，变，也不变。

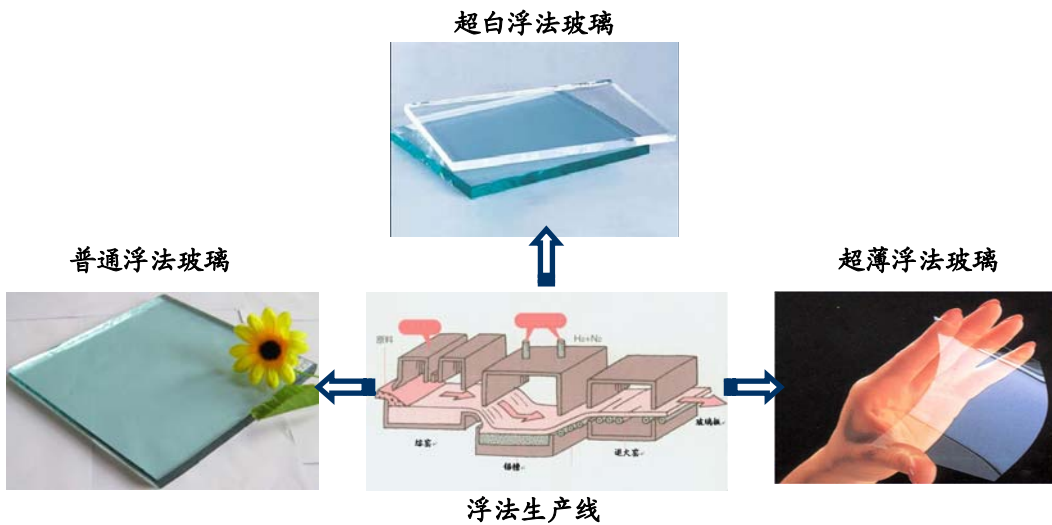
● 核心技术之一：浮法工艺

平板玻璃、超白玻璃、超薄玻璃都可以采用浮法技术。

- 1996 年 12 月，深圳浮法一线就成功点火，南玻是国内第一家具有自主知识产权的高档浮法玻璃生产企业；
- 1998 年，深南玻就成功试拉出 1.1mm 厚度的超薄浮法玻璃，在国内属于绝对领先水平；此后，2mm 薄玻璃在 500T 满载拉引量下生产成品率平均高达 78% 以上，在国内浮法行业属首家；
- 2009 年 5 月，深圳浮法自主研发的 22mm 超白浮法玻璃成功量产，也是第一家具有自主知识产权的企业。这标志着南玻集团已经成功掌握 3mm - 22mm 系列规格超白浮法玻璃生产技术。

公司目前 0.33-0.7mm 的超薄玻璃将在 2011 年 10 月份点火，由于采取的也是浮法路线，并且公司历史上有积淀，我们看好这项技术的成功量产。

图 3：浮法技术衍生的产品：平板、超白、超薄



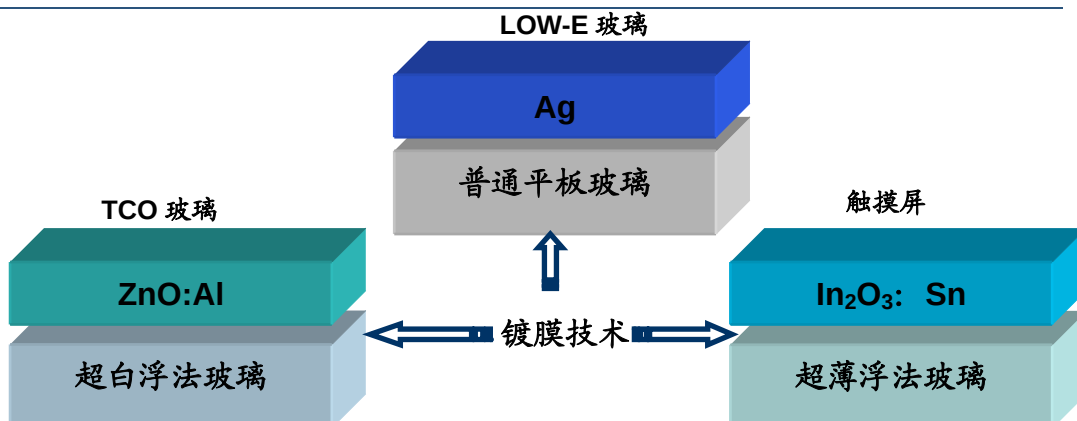
资料来源：长江证券研究部

● 核心技术之二：镀膜工艺

LOW-E 玻璃、TCO 玻璃、触摸屏本质上都是镀膜玻璃，即在玻璃原片上镀上不同的化合物材料。

- 1986 年，引进了中国第一条镀银镜生产线，生产出了中国第一片大尺寸且镜面成像清晰逼真的银镜；
- 1987 年，引进了热反射镀膜玻璃生产线，生产出了中国的第一批镀膜玻璃；
- 1992 年，由日本真空引进了大型磁控溅射镀膜生产线，生产液晶显示器用的透明导电膜玻璃（ITO 玻璃）；
- 1997 年，引进了中国第一条低幅射镀膜玻璃生产线（LOW-E 玻璃），目前公司已经能自主开发镀膜生产线；
- 2010 年 2 月 太阳能薄膜电池用 TCO 镀膜玻璃成功量产，几大关键性能指标达到国际先进水平；
- 2010 年 6 月，触摸屏得到了苹果认证。

图 4：镀膜技术衍生的产品：LOW-E、TCO、触摸屏



资料来源：长江证券研究部

● 核心技术之三：多晶硅

光伏行业大浪淘沙，成本控制将成为核心竞争力。

南玻多晶硅项目于 2006 年 10 月开工，2008 年 12 月第一炉多晶硅棒顺利出炉，2010 年 4 月达到满产状态，成本降至 38 美元/公斤，2011 年 7 月，成本已经降至 32 美元/公斤，2011 年底有望达到 28 美元/公斤。

南玻目前成本较低，原因主要在于产能利用率很高。1500 吨/年的设计产能，通过技改后，月度产量达到了 230 吨，产能利用率高达 180%。而四川某多晶硅企业的 3000 吨/年的设计产能，月度产量仅为 200 吨/月，产能利用率仅为 80%。

表 1：南玻与四川某企业多晶硅成本对比

		南玻	四川某企业
时间		2011.06	2011Q1
电	电耗（度/千克）	160	170
	电价（元/度）	0.55	0.55
	单位成本（美元/千克）	13	14
	占比	42%	36%
折旧	固定资产（亿元）	15	27
	月度产量（吨）	230	200
	单位成本（美元/千克）	6	11
	占比	17%	29%
三氯氢硅	单耗（千克/千克）	8.5	10
	生产成本（元/千克）	7	7
	单位成本（美元/千克）	9	11
	占比	28%	23%
其他	单位成本（美元/千克）	4	3
	占比	12%	8%
合计	（美元/千克）	32	40

资料来源：长江证券研究部

南玻未来成本下降空间仍然很大，我们判断有望 13 年可降至 20 美元/公斤左右。下降路径在于：

- 冷氢化改造。目前南玻采取的是热氢化，三氯氢硅生产成本高达 7 元/千克，如果采用冷氢化，有望将至 3 元/千克以下。此项改造有望将成本降低 5 美元/千克以上。
- 设备更新。目前南玻采用的仍是陈旧的设备，比如还原炉仍是非常落后的 12 对棒，目前保利协鑫已经开始使用 40 对棒的超大炉体。此项有望大幅降低还原电耗 20 度/千克左右，将成本降低 2 美元/千克。
- 规模扩大。经过技改后的南玻产能约为 3000 吨，固定资产投资达 15 亿，千吨投资高达 5 亿，而规模扩大以后，千吨投资有望将至 3 亿，可再降低成本 3 美元/千克。

表 2: 南玻与保利协鑫多晶硅成本对比

		南玻			保利协鑫	
时间		2010.04	2011.06	2009Q2	2010Q2	2010Q4
电	电耗 (度/千克)	200	160	124	106	100
	电价 (元/度)	0.55	0.55	0.66	0.66	0.51
	单位成本 (美元/千克)	16	13	12	10	8
	占比	42%	42%	31%	33%	34%
折旧	固定资产 (亿元)	13.5	15	39	81	118
	月度产量 (吨)	123	230	393	1306	5754
	单位成本 (美元/千克)	9	6	8	5	3
	占比	23%	17%	21%	16%	14%
三氯氢硅	单耗 (千克/千克)	8.5	8.5			
	生产成本 (元/千克)	7	7			
	单位成本 (美元/千克)	9	9	12	10	5
	占比	23%	28%	30%	32%	23%
其他	单位成本 (美元/千克)	4	4	7	6	7
	占比	11%	12%	18%	17%	29%
合计	美元/千克	38	32	39	32	23

资料来源: 长江证券研究部 注: 2010.4 月, 美元-人民币汇率采用 6.83, 2011 年, 采用 6.56

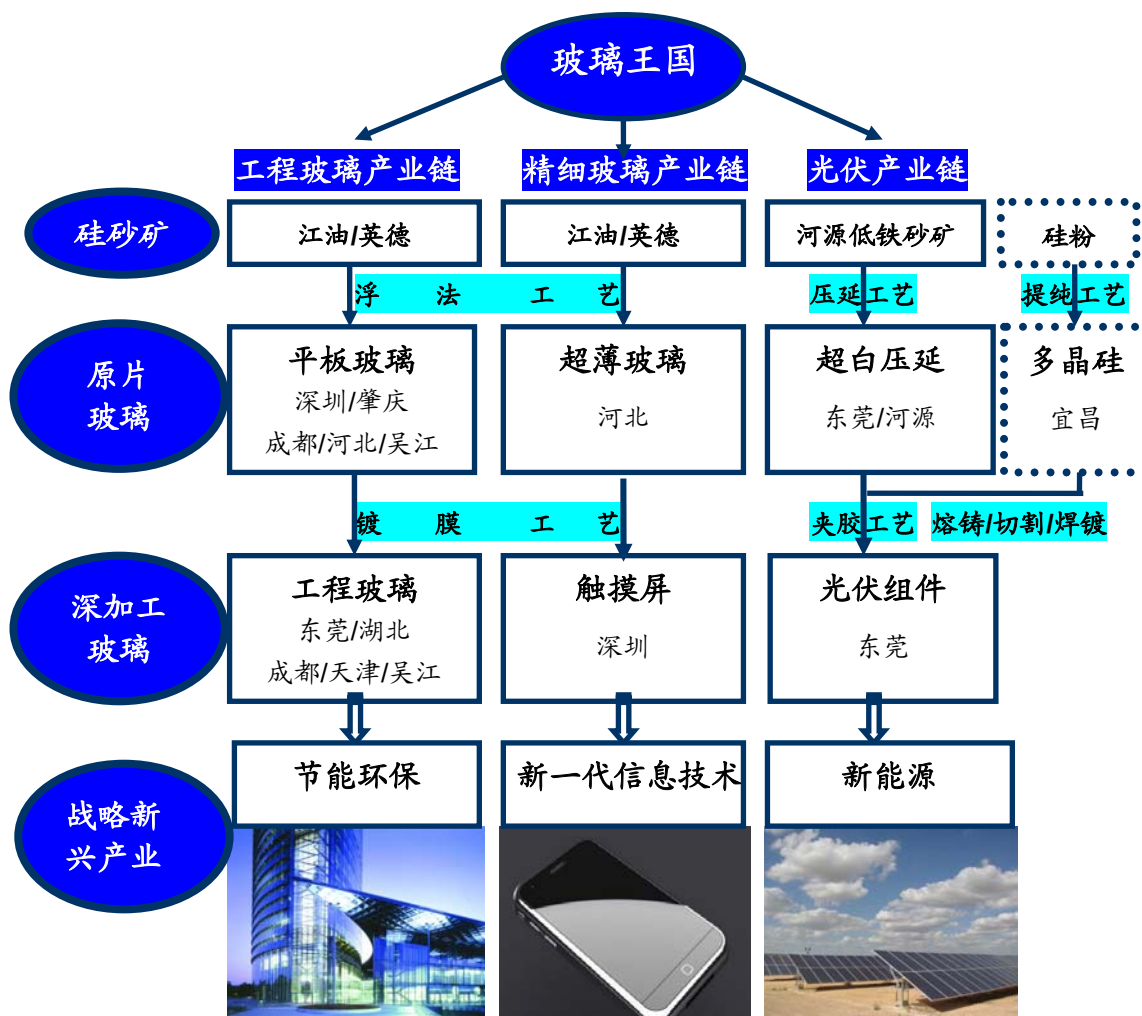
玻璃技术是南玻的起家本领, 多晶硅是近几年才逐渐掌握的技术, 看似多晶硅与公司原有的技术相关性不大, 其实还是有内在联系的。如公司多晶硅的还原炉压力远高于国内其它商家, 使多晶硅的纯度达到 11 个 9。原因还在于公司在陶瓷工艺方面的优势, 利用结构陶瓷对还原炉连接件进行了改造, 改善了还原炉压力。

目前公司已经在三条全产业链上各环节上掌握了核心技术, 布局已经完毕, 即将进入大规模扩张期。

三链共舞, 独树一帜

当我们把南玻的战略蓝图勾勒出来的时候, 三条全产业链跃然纸上。A 股的上市公司中除了工程玻璃以外 (信义等已经打通), 精细玻璃、光伏打通全产业链的仍然是空白, 而南玻三链共舞, 更是独树一帜。

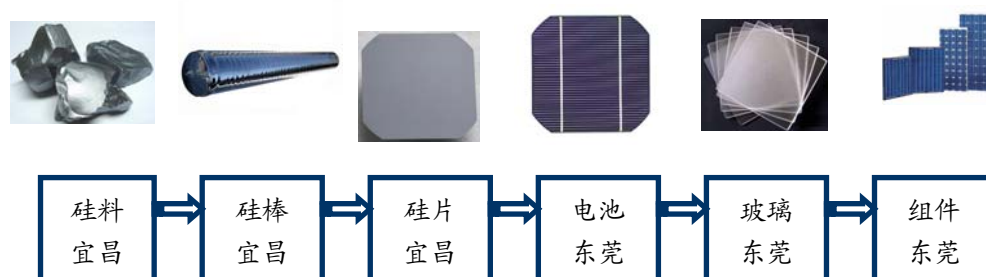
图 5：南玻的三条全产业链



资料来源：长江证券研究部

光伏全产业链：筹谋已久，蓄势待发

图 6：南玻的光伏全产业链布局

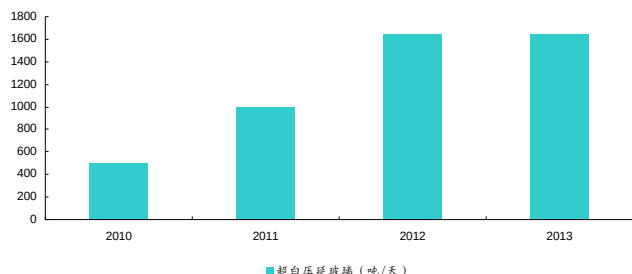


资料来源：长江证券研究部

早在 2005 年，光伏产业还在襁褓阶段，公司就瞄准了这一产业，致力于打造光伏全产业链。2006 年，超白压延玻璃点火，多晶硅破土动工，太阳能电池也启动了。

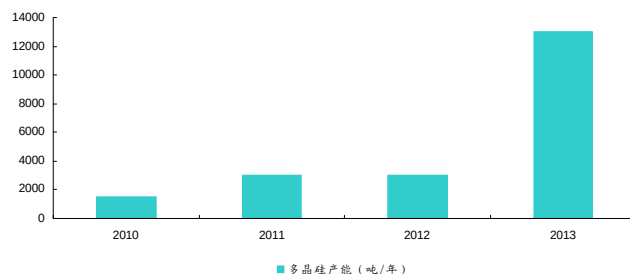
当前，南玻已经全面掌握光伏的关键技术，筹谋已久的光伏全产业链蓄势待发，13 年要在目前产能的基础上翻 4-5 倍。

图 7：超白压延玻璃产能投放进程



资料来源：长江证券研究部

图 8：多晶硅产能投放进程

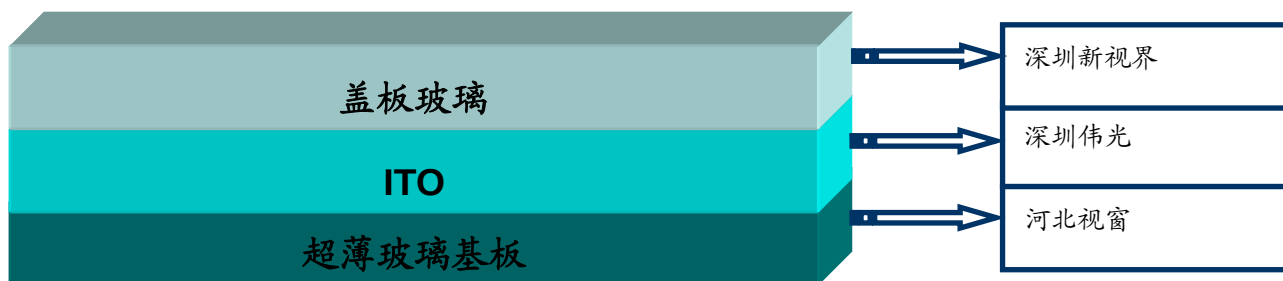


资料来源：长江证券研究部

精细玻璃全产业链：剑指超薄，志存高远

公司已经取得 IPONE4、5 的供货资质，已经于 2010 年 6 月开始量产触摸屏，2010 年四季度月产能为 3 万片/月，2011 年的月产能已经扩大到 12 万片/月，小尺寸产能与莱宝高科不相上下。

图 9：触摸屏模组构成



资料来源：长江证券研究部

公司目前能生产盖板玻璃，掌握触摸屏的镀膜技术，能组装触摸屏组。公司正打算打通最后一个，也是难度最大的环节——超薄玻璃，预计将在 2011 年 10 月点火。

目前国内尚未有公司实现真正突破，仅有洛阳玻璃在尝试，不过质量仍没有达到要求，如果公司获得成功，将在国内填补零的空白。

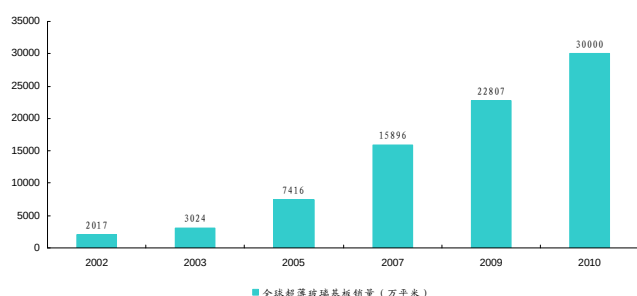
而公司采取的工艺路线是浮法路线，这是公司的核心技术之一，并且公司早在 1998 年就有尝试，已经试产出 1.1mm 的超薄玻璃，我们认为公司成功是大概率事件。

由于超薄难度越大，预计公司将首先实现 0.7mm 的量产，而后过渡到 0.5mm，最后实现 0.33mm，而超薄玻璃对公司的业绩贡献弹性巨大。

表 3: 南玻 3 万吨超薄玻璃业绩弹性测算

厚度（毫米）	0.7	0.5	0.33
折算产能（万平米/年）	1714	2400	3636
价格（元/平米）	60	80	90
收入（万元）	102857	192000	327273
净利率	20%	25%	30%
净利润	20571	48000	98182
超薄玻璃净利润/2010 年南玻全部净利润	14%	33%	67%

图 10: 全球超薄玻璃基板销量



资料来源：康宁,长江证券研究部

图 11: 南玻超薄玻璃建设进程

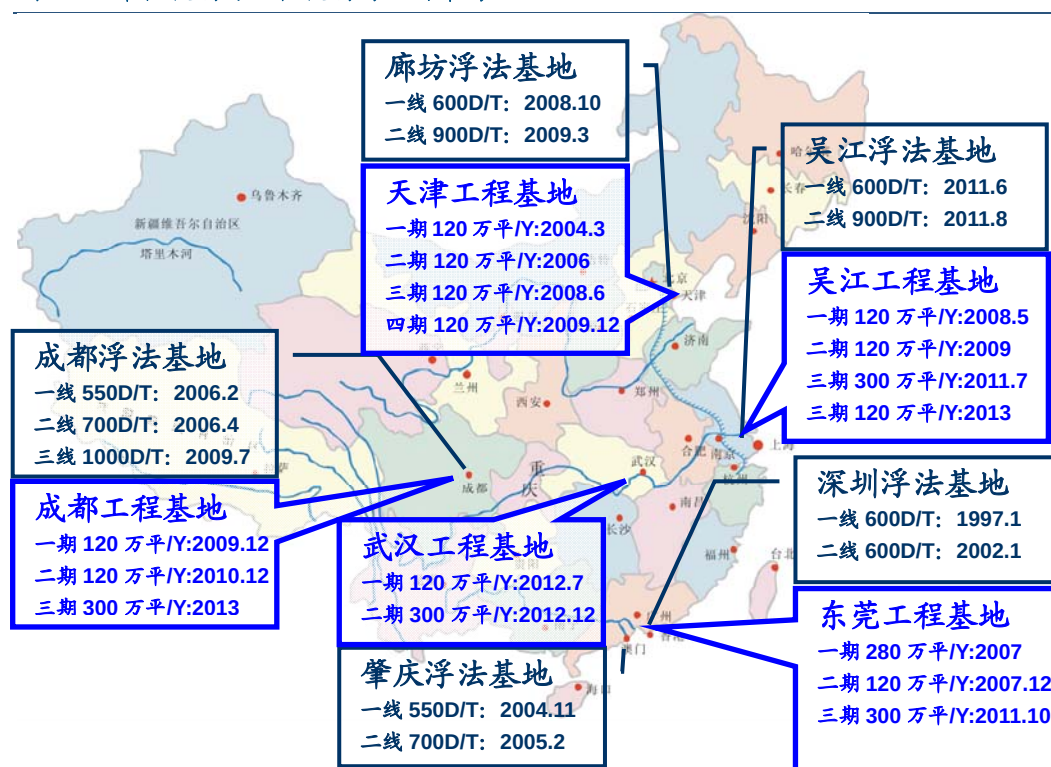


资料来源：长江证券研究部

工程玻璃全产业链：原片配套，全国布局

目前南玻已经打造了五个平板/工程玻璃子公司，分别位于东（吴江）、南（深圳/东莞/肇庆）、西（成都）、北（廊坊/天津）、中（武汉），实现了全国性布局；并且可以清晰的看出平板玻璃与工程玻璃的配套。

图 12: 平板玻璃与工程玻璃的全国布局

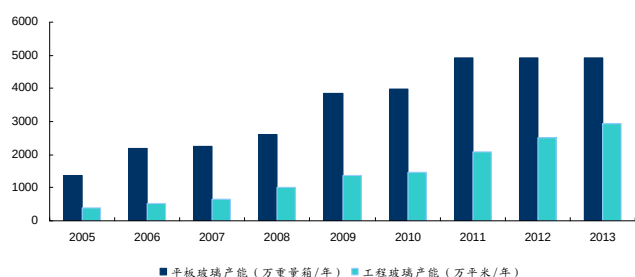


资料来源：长江证券研究部

注：1、产能后面的数字表示投产时间；2、深圳浮法基地，一线 2006 年 1 月技改，7 月点火，日熔量从 500 提高到 600。二线 2009 年 12 月技改，2010 年 09 月完成，日熔量从 400 提高到 600；3、肇庆生产基地原位于广州，在肇庆完工后，广州才会停产，搬迁不影响正常生产，预计 12 年完工。

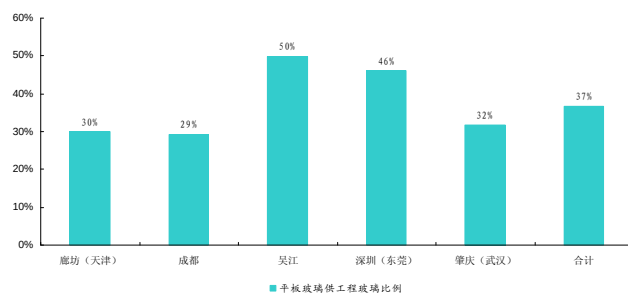
从产能投放的进度来看，09 年之后，平板玻璃投产的进度放缓了，而从 08 年开始，工程玻璃投产的进度大幅加快，公司业务战略发生了倾斜，更多的平板玻璃将为工程玻璃配套。

图 13：工程玻璃产能继续扩张，平板玻璃趋稳



资料来源：长江证券研究部

图 14：13 年供工程玻璃使用的平板玻璃比例将到 37%



资料来源：长江证券研究部

南玻的潜力：优秀还是卓越？

南玻的优秀在 A 股是有目共睹的，南玻有比优秀更进一步的潜质，能脱颖而出成为卓越的企业么？

在南玻的三条产业链上，目前 A 股的龙头分别是亿晶光电（光伏）、莱宝高科（触摸屏）、福耀玻璃（玻璃深加工），这些都可以说是优秀的企业，我们将南玻分别与他们进行对比。

南玻 VS 亿晶光电：光伏龙头进与退

亿晶光电目前已成为 A 股光伏组件的绝对龙头，相比其他的组件企业优势明显。其最主要的优势在于产能，为 A 股最大；多晶硅长单，长协价较低；银浆能够自制。

表 4：南玻与亿晶光电光伏产业链对比

多晶硅	硅片-电池-组件银浆超白压延玻璃
南玻 2010 年产量 2600 吨，年底成本 28 美元/公斤 400MW	外购自给
亿晶光电 2010 年长单 1000 吨，长协均价 40 美元/公斤 1G	自给外购

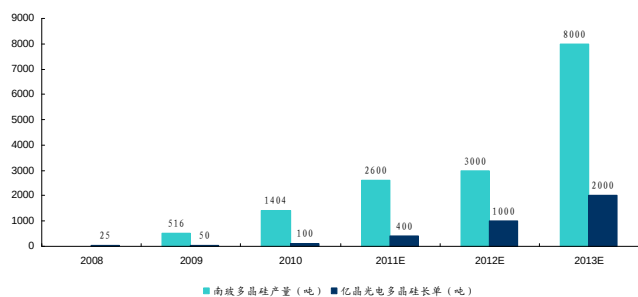
资料来源：长江证券研究部

然而，随着南玻光伏业务的崛起，亿晶光电的优势并没有那么明显了。

南玻除了多晶硅-组件的产业链以外，还能自产超白压延玻璃，而超白压延玻璃在组件中的成本占比更高，约在 5% 左右，银浆为 3% 左右。尽管目前超白压延玻璃的新进入者不断增加，但南玻又进行了技术改进，采用了独创的增透技术，进行差异化的竞争。

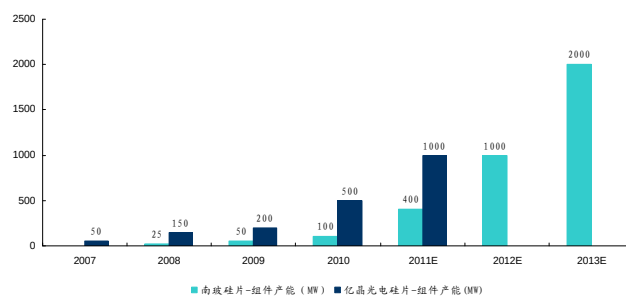
目前南玻的多晶硅产能已经达到了 2600 吨，未来产能扩张进度值得期待。南玻的目标是打造全产业链，未来随着多晶硅进一步扩产，硅片-组件环节也会陆续扩产，至少在 1 个 G。

图 25：南玻自产多晶硅产量远大于亿晶光电长单



资料来源：长江证券研究部

图 16：南玻硅片到组件产能扩张速度更快



资料来源：长江证券研究部

我们看好南玻的后来居上，成为 A 股的光伏龙头。

南玻 VS 莱宝高科：扩张路径得与失

南玻和莱宝高科目前能生产小尺寸的触摸屏，产能也接近，并且都是 iPhone 的间接供货商

表 5：南玻与莱宝高科小尺寸触摸屏

	量产时间	2010 年产能	2011 年产能
莱宝高科	2009 年	48 万片/年	150 万片/年

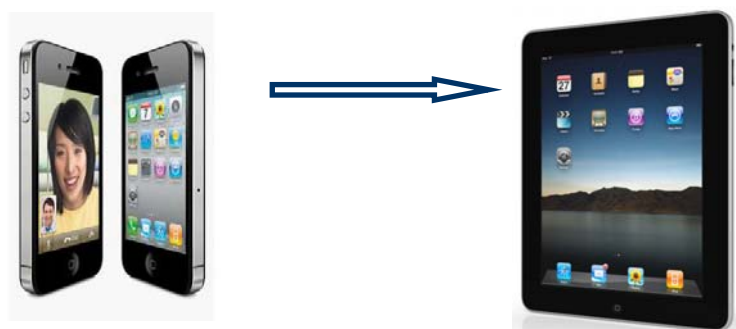
南玻 2010 年中期 9 万片/年 144 万片/年

资料来源：长江证券研究部

不过未来扩张战略将出现差异，莱宝高科从小尺寸（IPHONE）向中大尺寸（IPAD）扩张。而南玻将实行纵向延伸，从触摸屏向上游的超薄玻璃基板进军。

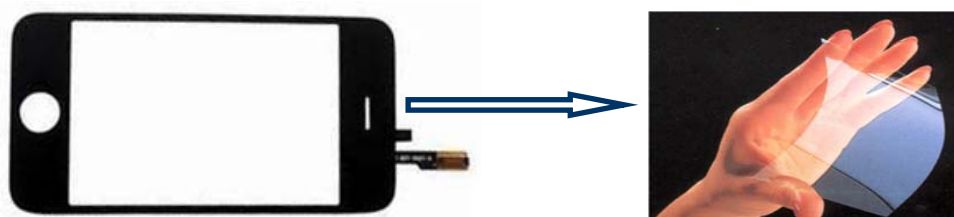
目前超薄玻璃基板被康宁、旭硝子、板硝子、电气硝子四家企业垄断，是整个触摸屏产业链难度最大的一个环节。一旦南玻实现突破，将具有跨时代的意义，成为 A 股该领域独家替代进口的公司，市场空间广阔。

图 37：莱宝横向扩张路径：小尺寸—中大尺寸



资料来源：长江证券研究部

图 48：南玻纵向扩张路径：镀膜-超薄玻璃基板

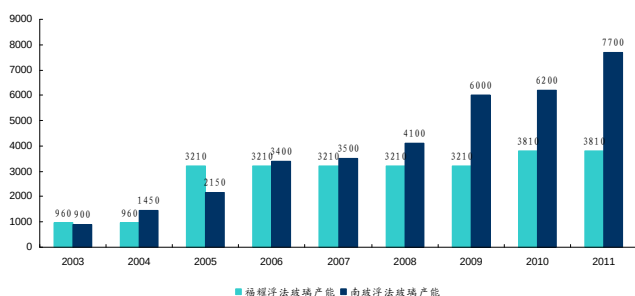


资料来源：长江证券研究部

南玻 VS 福耀玻璃：发展空间大与小

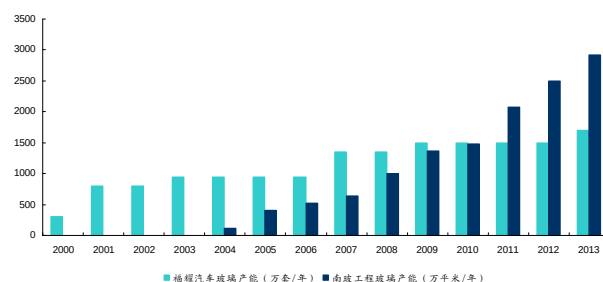
南玻与福耀都是玻璃深加工的龙头，采取的模式都是垂直一体化，自己配备玻璃原片生产线。不过差别在于下游的发展空间。

图 19：南玻与福耀玻璃浮法玻璃产能对比（T/D）



资料来源：长江证券研究部

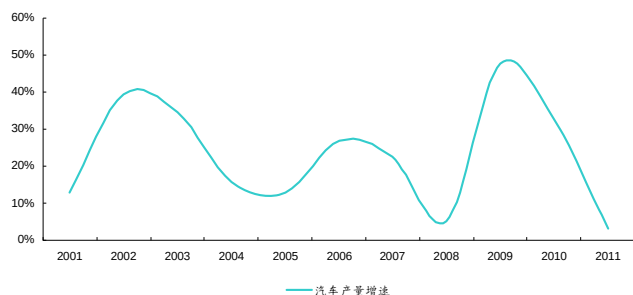
图 20：南玻工程玻璃产能与福耀汽车玻璃产能对比



资料来源：长江证券研究部

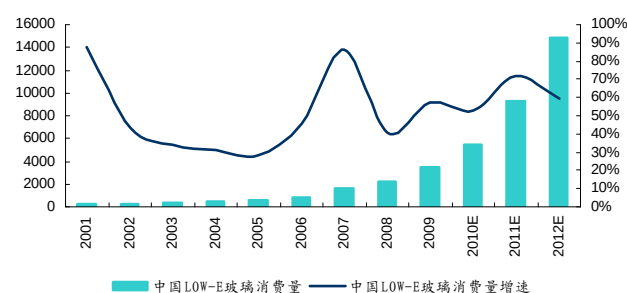
福耀是生产汽车玻璃，主要面向国内市场。国内在经过前几年汽车的蓬勃发展以后，**汽车产量增速将放缓，预计未来五年在 10% 左右**，而公司的国内占有率 67.95%，全球占有率提升至 15%，成长性堪忧。

图 21：汽车产量增速将放缓



资料来源：长江证券研究部

图 52：LOW-E 玻璃需求仍将保持高速增长



资料来源：长江证券研究部

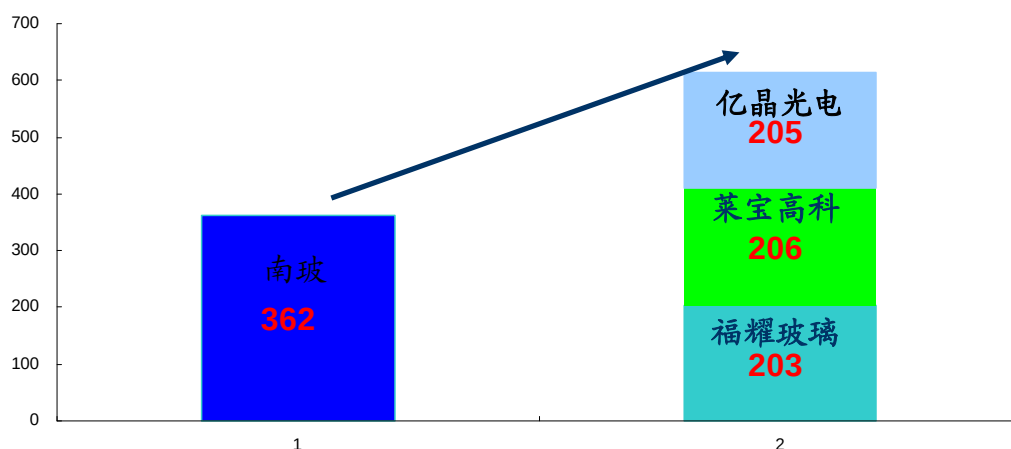
而节能玻璃的发展空间更为广阔。目前我国节能玻璃的渗透率非常低，仅为 8% 左右，远低于国外 80% 以上的水平，目前政策鼓励节能玻璃的推广，设备国产化以及规模效应导致的成本下降也使推广具备经济性基础。

按照我国《节能中长期专项规划》目标，到 2012 年，公共建筑和住宅 LOW-E 玻璃使用总量将达到 14800 万平方米。预计未来 5 年节能玻璃的需求量增速将高达 30% 左右。

南玻的市值空间还有多大？

我们将南玻与三条产业链上的其他公司对比，发现南玻在每一块业务的资产规模不亚于同业，竞争力也不逊色，甚至还有自身独特的优势，这使南玻的各块资产与其他公司有了可比性的基础。我们将亿晶光电、莱宝高科、福耀玻璃的市值加总，发现是南玻目前市值的 1.7 倍。南玻仍有很大成长空间。

图 23：南玻市值与亿晶光电+莱宝高科+福耀玻璃的对比（南玻市值全部以 A 股股价计算）



资料来源：长江证券研究部 注：采用 2011 年 7 月 19 日的收盘价计算总市值。亿晶光电采用 48687 万的股本来计算。

采用 2011 年 7 月 19 日的 A 股收盘价（17.45）计算，南玻的市值在 362 亿，在 2190 家 A 股上市公司中市值排名 117 位。如果考虑 B 股的股价，南玻目前的总市值（A 股市值+B 股市值）更低，仅为 298 亿。

南玻能成为超大盘的蓝筹股吗？能跻身千亿俱乐部吗？我们拭目以待。

表 6：A 股市值前 120 位公司排名（采用 2011.7.19 的收盘价）

中国石油	19547	大秦铁路	1210	中国铁建	717	光大证券	458
工商银行	15217	洋河股份	1201	比亚迪	707	国电电力	453
建设银行	12201	长江电力	1175	华泰证券	667	华侨城 A	451
农业银行	8834	中国建筑	1158	保利地产	654	海康威视	445
中国银行	8654	中国联通	1132	泸州老窖	653	云南白药	423
中国石化	6936	宝钢股份	1038	金钼股份	652	中国化学	420
中国神华	5963	中联重科	942	格力电器	644	中海集运	419
中国人寿	5206	万科 A	933	招商证券	642	双汇发展	415
中国平安	3713	苏宁电器	923	冀中能源	638	武钢股份	412
交通银行	3100	盐湖股份	910	S 上石化	638	烟台万华	410
招商银行	2762	广发证券	898	金隅股份	627	梅花集团	409
贵州茅台	2064	上海电气	885	北京银行	618	宁波港	408
中信银行	1976	上港集团	874	华锐风电	618	葛洲坝	407
中国太保	1865	包钢稀土	833	深发展 A	611	国电南瑞	406
浦发银行	1837	中国远洋	828	阳泉煤业	609	金风科技	404
兖州煤业	1687	中海油服	821	美的电器	602	重庆水务	398
上海汽车	1666	中国中铁	820	东方航空	576	S 仪化	386
民生银行	1517	中国南车	815	中集集团	571	盘江股份	383
兴业银行	1489	中兴通讯	807	中金黄金	560	西部矿业	378
中国铝业	1473	南方航空	790	中国北车	559	铜陵有色	378
中煤能源	1470	潞安环能	789	张裕 A	546	恒瑞医药	373
海螺水泥	1442	大唐发电	783	广汇股份	533	兴业证券	372
五粮液	1441	西山煤电	773	包钢股份	520	青岛海尔	369
三一重工	1374	攀钢钒钛	770	东方电气	519	森马服饰	366
光大银行	1346	华夏银行	755	中国船舶	516	小商品城	366
中国国航	1309	华能国际	741	青岛啤酒	508	五矿发展	366
江西铜业	1291	中国中冶	732	徐工机械	502	南玻 A	362
紫金矿业	1272	潍柴动力	731	鞍钢股份	483	京东方 A	354
中信证券	1264	山东黄金	729	海南橡胶	474	荣盛石化	354
中国重工	1256	海通证券	727	上海医药	472	特变电工	350

资料来源：长江证券研究部

南玻的管理：谁持三链当空舞？

从我们外部的调研来看，客户对南玻的评价颇高，甚至连竞争对手都对它赞赏有加。从与南玻内部的上层、中层、下层的沟通来看，都能感觉到公司踏实进取的作风。

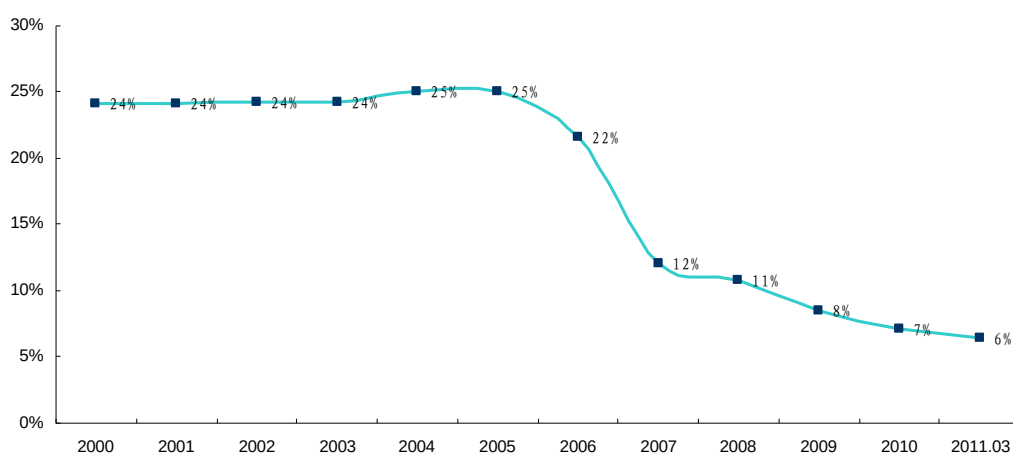
无论卓越有否，南玻的优秀是有目共睹的。我们常常在想，支撑南玻稳健发展的背后因素究竟是什么。好公司往往是相似的，归根结底都需要良好的制度，卓越的领导与优秀的团队。因为企业的战略是由领导者来制定的，企业的竞争力也需要企业的员工来发挥。

合理的治理结构——三链共舞的舞台

公司原实际控制人为深圳国际控股有限公司，主要从事物流基建及配套服务，是深圳国资委旗下资产。由于南玻所处的行业是典型的竞争性行业，而国有资本在这一行业中不具备明显的优势。正是基于此战略考虑，实际控制人决定减持。

2005 年开始，原实际控制人陆续减持，从 25% 减持到目前的 6% 不到。南玻彻底成为了一个公众公司。

图 23：原实际控制人减持路线



资料来源：长江证券研究部

现代企业制度，用在南玻身上，我们却并不却觉得是一句多么贻笑大方的空话。因为我们确实能看到实际控制人虚化以后南玻实实在在的变化，产权逐渐明确，政企也逐渐分开。管理团队彻底放开了拳脚，曾南作为南玻的创业者终从幕后走到了台前，混杂的业务战略逐渐清晰，公司管理层及员工的主观能动性也得到了积极的调动。

治理结构的改善，为三链共舞摆出了舞台空间。

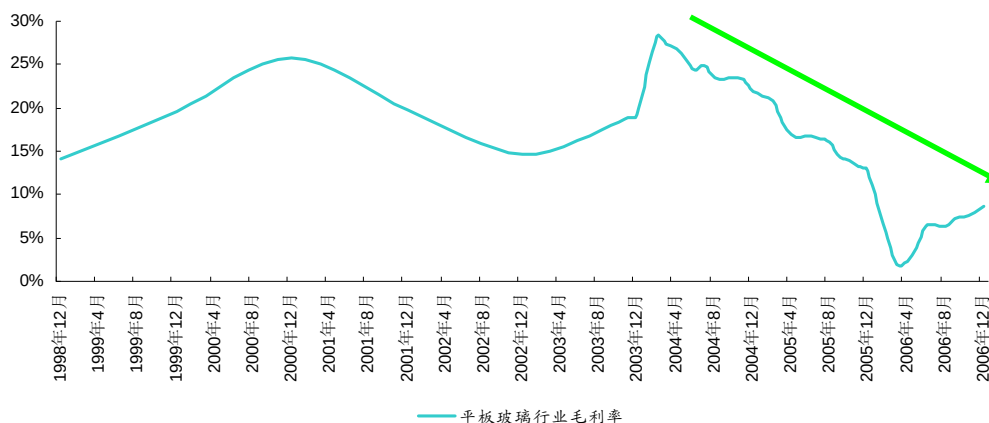
前瞻的战略布局——三链共舞的剧本

南玻的三条产业链布局并非心血来潮，也并非一蹴而就。让我们再度将时间拉回到 2005 年前后的南玻。

当时的平板玻璃在经过前几年快速发展以后，壁垒已经完全打破，陷入了产能过剩、恶性竞

争的泥潭。尽管公司优势突出，但也不能独善其身，公司急需寻找新的利润增长点。

图 24：平板玻璃行业毛利率下滑



资料来源：长江证券研究部

2004 年，德国刚刚出台光伏的扶持政策，还是光伏行业发展的初期。市场化竞争多年磨练下来的敏感性与洞察力让公司很快地就捕捉到了商机，公司的高层领导曾先后到国内外多个太阳能玻璃应用领域和企业进行考察，经过深入调研以后，毅然决定进军这一新兴产业。这一决定，成为了公司业务战略发展的里程碑。

“由于全球能源供应日趋紧张，国家确立了建设节约型社会的国策。公司根据国家有关节能及可再生能源方面的能源政策导向，制定了全面进军太阳能光伏产业的计划，并于 2005 年 9 月正式开始建设东莞绿色能源产业园。”——摘自 2005 年南玻年报

2007 年，随着史蒂夫·乔布斯在 Mac World 上语音落地，第一款触摸屏手机面世了。之后手机在外观与显示方面出现了革命式的变化。作为在电子玻璃行业耕耘多年的南玻当然不会忽视这一契机，从那时起，公司再一次聚焦到了精细玻璃这一领域。

“由于苹果 iPhone 等产品在 2007 年带动了触摸屏面板的市场需求，预计 2008 年中小尺寸触摸屏基板市场将保持良好发展态势。”——摘自 2007 年南玻年报

南玻三条产业链在各个行业萌芽初期就逐渐潜伏，战略前瞻性可见一斑。

而与主业无关的房地产、汽车玻璃、陶瓷都陆续剥离，战略的明确性与集中性显现。

精进的管理团队—三链共舞的表演者

导演整场舞剧的是南玻的灵魂人物--曾南，他的领导风格与性格常常为业内乐道，我们仅列举两个代表性的事迹：

“如果做不过新光硅业，我就去死。”——2008 年 6 月 16 日召开的一次临时股东大会上，有人质疑南玻的多晶硅技术实力时，曾南的回应。

“我从来没有想过在管理岗位上让谁舒服或者不舒服，因为我就是一个生意人。”——2011 年南玻工作会议上，曾南说到人员变动的谈话。

曾南及其领导的管理层是南玻核心竞争力的根源，我们认为其管理体制的打造主要依靠队伍建设与激励制度。

队伍建设

南玻的目标是要塑造一支永远不满足现状、能够敢于创新和挑战的队伍。

2010 年，南玻提出了“五个一”战略：一个好的总经理、一个好的管理团队，一个好的中层经理人队伍，一个好的技术队伍，一个好的员工队伍。

由于工程玻璃没达到目标，南玻对此事业部 4 个企业的总经理在没有任何事先通知的情况下，全部实施换防。精细玻璃出现了滑坡和亏损，事业部的高官也大幅度调整了。

当然破格提拔的也不在少数，工程玻璃、精细玻璃都启用了不少新人。

激励制度

2008 年，南玻成为了 A 股较早一批实行股权激励的上市公司。管理者与股东的利益更加一致。

- 激励数量及激励对象：5000 万股，占总股本的 4.21%，激励对象为公司中、高级管理人员、核心技术人员及其他应予激励的人员。
- 激励价格及方式：激励对象可以每股 8.73 元的价格购买限制性股票。（授予价格依据限制性股票激励计划（草案稿）公告前 20 个交易日南玻 A 股股票均价 17.46 元/股的 50% 确定）。
- 激励股票解锁条件：1、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孰低者不低于 10%，2、净利润与 2007 年度相比年平均复合增长率不低于 10%。

表 7：南玻股权激励对象及数量

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	限制性股票占授予限制性股票总量的比例（%）	占南玻总股本的比例（%）
曾南	董事长、首席执行官	400	8	0.3367
柯汉奇	副总裁	160	3.2	0.1347
张凡	副总裁	160	3.2	0.1347
吴国斌	董事、副总裁、董事会秘书	160	3.2	0.1347
罗友明	财务总监	160	3.2	0.1347
丁九如	副总裁	150	3	0.1263
公司中层管理人员、骨干 250 人		3810	76.2	3.2072
合计		5000	100	4.2089

资料来源：长江证券研究部

南玻在精细玻璃业务志存高远。2010 年，公司将南玻集团持有的不超过 9.55% 的显示器件股权以净资产的价格转让与由深圳南玻显示器件的董事、中高级管理人员及核心技术人员，为使子公司能有更大的发展空间，激发员工的工作激情。

当然，如果仅仅是奖励，激励机制的效果也要大打折扣。关于多晶硅的技改，南玻就制定了一个具有威慑力的条款：2011 年 2 月 3 日是底线，改造完成，奖金 100%，2 月 4 日完成，奖金减半；如果 2 月底还未完成，奖金为零。

制度规范，奖惩分明，执行力得到了调动。

“我今天说了半天，就是说了：建设、建设、建设；创新、创新、创新；管理、管理、管理”——2011 年南玻工作会议上，曾南最后的总结。

周期性的担忧带来买点，我们给予推荐评级

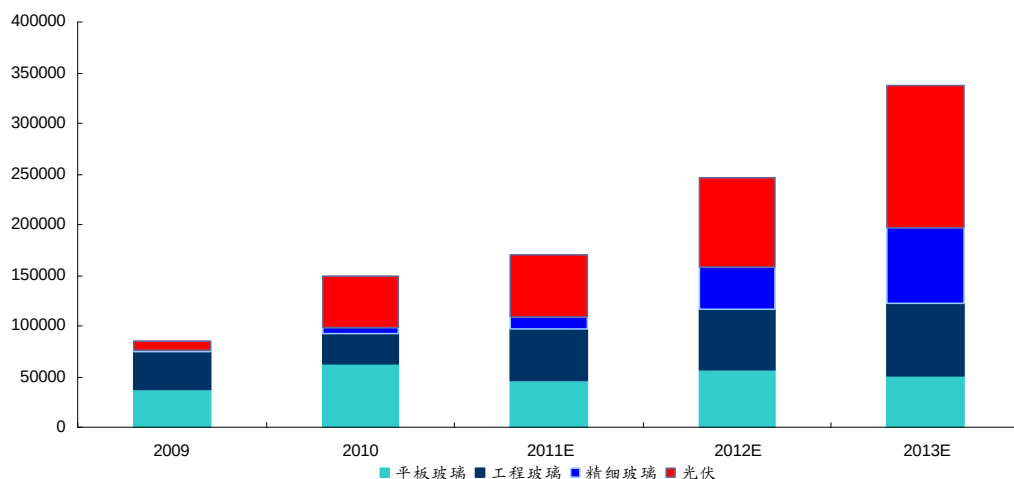
我们认为南玻毫无疑问是一家好公司，然而对投资来说，好公司与好股票，并不构成充要条件。投资重要的是低吸高抛，寻找拐点。而我们判断目前这个时点是良好介入时机，好公司也是好股票。

周期拐点，转型元年

我们判断，2011 年中期这个时点，是南玻周期拐点，转型元年。

- **周期拐点：**上半年，光伏与玻璃行业景气下滑，市场对南玻季度悲观，股价也从 24 杀到了 14。而 2011 年三季度，光伏已经反弹；四季度前后，浮法玻璃将接过接力棒，开始反转。
- **转型元年：**2011 年也是转型元年，光伏一跃将成为四业务中利润的最大贡献者，光伏+精细玻璃的业绩将超过平板玻璃+工程玻璃。之后的 2012 年，超薄玻璃将会投产，2013 年，多晶硅将会投产，届时再造南玻进入收获期，**新兴产业的业务拓展将成为最大看点，其业绩弹性将远超出行业周期性的影响。**

图 24：未来业绩预测：光伏占比最高，精细玻璃增速最快



资料来源：长江证券研究部

我们给予推荐评级

我们预计 11-13 年 EPS 为 0.86、1.21、1.74，对应的 PE 为 20、14、10，而三年业绩复合增速超 35%，我们给予推荐评级。

我们看好南玻的重要原因因为公司处在大战略转型的起点上，尽管行业周期波动对公司业绩会略有影响，但不影响公司的成长性。而且正是因为市场担忧行业景气下滑使得股价大跌，公司价值被低估，带来了买入机会。

确定性中的不确定性

公司趋势往上是比较确定的事情，然而一些不确定性会影响上涨的速度与幅度。

光伏反弹幅度有多大？

光伏三季度已经向上反弹，然而持续时间有多长，幅度有多高，这仍待观察。

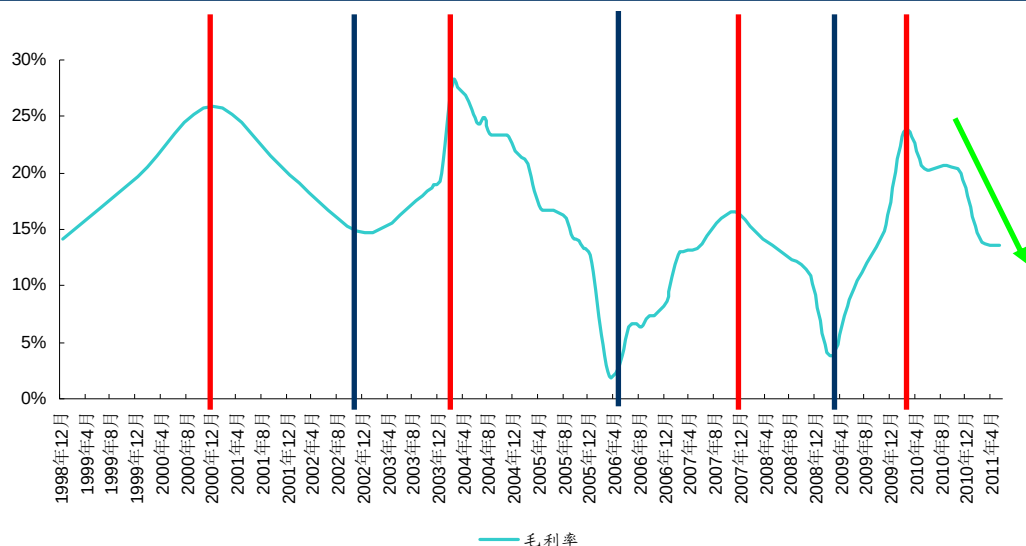
在组件产能大幅过剩，多晶硅产能逐渐投放的背景下，而德国、意大利明年的光伏政策却有隐忧。

- 德国光伏政策：从 2012 年 1 月 1 日起，FiT 补贴预计将只下调 9%。然而光伏系统的安装量一旦超过 3.5GW 的年度限额，每超出 1GW 将导致补贴进一步下调 3%。此协议将于每年的 9 月底实行。
- 意大利光伏政策：2012 年上下半年补贴各下调 7-9%，上半年大型电站的补贴规模上限为 770MW，下半年为 720MW。

平板玻璃何时见底？

平板玻璃是一个中周期的行业，每一轮景气从顶到底的时间约是 1.5 年到 2 年。上一次见顶是 2010 年的 2 月份，以此推算，此次见底会是何时呢？今年三季度，四季度还是明年一季度？

图 25：平板玻璃的周期性



资料来源：长江证券研究部

工程玻璃如何改进？

在建筑节能等主题投资的概念炒作下，市场给予了公司工程玻璃极高的预期，而从竞争格局、业务业绩的表现来看，我们并不认为公司的工程玻璃达到了预期。

随着竞争对手的增多，南玻工程玻璃原来的竞争优势逐渐减弱。不过，公司目前已经更换了工程玻璃的高管，并且下达了军令状，公司的产品研发（大板、双银）和市场拓展（清库存，抢市场）将再成看点。

超薄玻璃何时真正突破？

目前南玻三条全产业链仅剩超薄玻璃未完全打通，超薄玻璃是玻璃工业中的皇冠，此生产线 11 年 10 月份就将点火，尽管我们持乐观态度，然而其量产进程究竟如何，值得持续跟踪。

后记：管中窥豹，可见一斑

南玻业务繁多，历史久远，为全面而立体地了解公司，我们密切跟踪，陆续调研了南玻的管理层、同业（多晶硅企业、玻璃企业）、客户（薄膜电池企业、玻璃经销商）等各个层面，尝试探讨南玻大转型背后的战略、潜质和制度。管中窥豹，可见一斑，这是盲人摸象状态下的我们研究员最大的努力。

以下是我们跟踪南玻的一些报告：

- 2010-5-13《LOW-E 玻璃发展正当时——镀膜玻璃系列报告之一》
- 2010-6-1《TCO 玻璃应用前景广阔——镀膜玻璃系列报告之二》
- 2011-3-28《多晶硅深度报告之一：OCI 与保利协鑫成本下降之路》
- 2011-5-9《多晶硅深度报告之二：从产能投放看价格波动》
- 2011-7-1《多晶硅价格筑底反弹，推荐南玻 A、乐山电力、东方电热》
- 2011-7-5《多晶硅价格如期反弹，继续推荐南玻 A、乐山电力、东方电热》

关于南玻各业务的详细分析，敬请关注我们接下来的系列报告。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7744	10006	13337	19237	货币资金	787	1001	2628	6142
营业成本	4944	6405	8545	12482	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2800	3600	4792	6755	应收账款	309	399	532	767
% 营业收入	36.2%	36.0%	35.9%	35.1%	存货	479	620	828	1209
营业税金及附加	7	9	11	16	预付账款	108	140	186	272
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	25	0	0	0
销售费用	266	343	457	660	流动资产合计	2070	2628	4798	9291
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	556	719	958	1382	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	长期股权投资	66	66	66	66
财务费用	106	65	40	24	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.6%	0.3%	0.1%	固定资产合计	9617	10847	11680	12112
资产减值损失	86	3	4	7	无形资产	381	362	344	327
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	18	18	18	18
投资收益	54	0	0	0	递延所得税资产	80	0	1	1
营业利润	1833	2462	3321	4665	其他非流动资产	237	237	237	237
% 营业收入	23.7%	24.6%	24.9%	24.3%	资产总计	12470	14159	17144	22052
营业外收支	32	0	0	0	短期贷款	953	283	0	0
利润总额	1865	2462	3321	4665	应付款项	1188	1540	2054	3000
% 营业收入	24.1%	24.6%	24.9%	24.3%	预收账款	161	208	278	400
所得税费用	268	354	478	671	应付职工薪酬	187	242	323	472
净利润	1597	2108	2843	3994	应交税费	121	160	216	303
归属于母公司所有者的净利润	1455.2	1790.0	2509.4	3609.3	其他流动负债	190	246	328	478
少数股东损益	142	318	333	385	流动负债合计	2800	2679	3198	4653
EPS（元/股）	0.70	0.86	1.21	1.74	长期借款	728	728	728	728
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	2366	4316	5460	7273	递延所得税负债	30	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	2153	2153	2153	2153
长期股权投资	31	0	0	0	负债合计	5710	5560	6079	7534
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	6385	7906	10039	13107
固定资产投资	-2001	-3100	-3133	-3192	少数股东权益	374	692	1026	1411
其他	113	0	0	0	股东权益	6759	8599	11065	14518
投资活动现金流净额	-1858	-3100	-3133	-3192	负债及股东权益	12470	14159	17144	22052
债券融资	1978	0	0	0	基本指标				
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.701	0.862	1.208	1.738
银行贷款增加（减少）	-1772	-669	-283	0	BVPS	3.07	3.81	4.83	6.31
筹资成本	654	-333	-416	-566	PE	24.92	20.26	14.45	10.05
其他	-1345	0	0	0	PEG	0.70	0.57	0.41	0.28
筹资活动现金流净额	-483	-1003	-700	-566	PB	5.68	4.59	3.61	2.77
现金净流量	26	213	1627	3515	EV/EBITDA	14.84	8.21	6.05	4.13
					ROE	22.8%	22.6%	25.0%	27.5%

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

周旭辉，复旦大学企业管理硕士，从事电力设备及新能源行业研究

邹戈，上海交通大学会计学硕士，从事建材行业研究

邓浩龙，上海交通大学模式识别与智能系统硕士，从事电力设备及新能源行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。