

南玻 A (000012)

公司研究/调研报告

光伏业务全面起飞，传统玻璃转型完成

—南玻 A (000012) 调研报告

民生精品---调研报告/电力设备与新能源行业

2011 年 08 月 19 日

一、事件概述

近日我们对南玻 A 进行了调研，与公司就上半年生产经营情况进行了深入的交流。

二、分析与判断

➤ 新兴产业拉动业绩，玻璃业务差异化竞争，传统玻璃企业成功转型

(1) 光伏业务及精细玻璃迎来产能释放，大力拉动公司业绩。随着多晶硅产能释放，上半年太阳能部门的销售额同比增长 67.84%，同时在触摸屏产品产量的提升有力拉动下，精细玻璃部门销售额同比增长 81.09%。产销两旺使两部门的毛利率均达到 40% 以上，业绩贡献比去年上升 40% 左右，成为报告期内公司业绩的主要拉动力量。

(2) 工程玻璃业务保持平稳增长。公司上半年积极开拓民用节能玻璃市场，销售额同比增长 26.52%，同时由于浮法原片价格下跌，毛利率也升至 34%。目前在高端市场占有率已达 55% 以上，龙头地位无可争议。预计下半年商用地产建设保持增长势头，工程玻璃仍将保持同比 20% 以上增速。(3) 平板玻璃业务受行业影响毛利率下降，差异化竞争保合理利润。去年末开始国内平板玻璃产能过剩日趋严重，同时纯碱、重油等原料价格均大幅上涨，公司平板玻璃业务面临成本上升、价格下跌的双重压力，毛利率由去年同期的 37.56% 下滑至 21.79%。公司通过差异化竞争，大幅提高高端产品超白浮法的出货，产品价格降幅低于行业水平，仍能保证合理利润。

➤ 太阳能业务技术改造和下游扩张同时进行，仍有大幅增长空间

宜昌南玻正积极进行多晶硅的冷氢化技改，预计 13 年完成，届时公司多晶硅生产成本将再降 5 美元/kg，至 28 美元/kg，保持成本优势。同时公司计划加大向下游扩张力度，组件产能年底将达 300MW，实现产业链内物料供应 1:1 对接，13 年之前更将提高到 1GW，产能释放及全产业链带来的稳定高毛利将使公司太阳能业务利润贡献进一步提高。

➤ 精细玻璃业务逆流而上，开辟新战场力求更高增长

精细玻璃业务积极向上游拓展，新开发的超薄玻璃基板项目预计将于今年 11 月点火，投产后将有望打破康宁和旭硝子等国际大厂在该领域的垄断，精细玻璃业务产业链打通后或将为公司业绩带来巨大提升。

三、盈利预测与投资建议

公司在工程玻璃、太阳能及精细玻璃产业均拥有较完整的产业链布局，受市场波动影响小，产品毛利率同行业中较高。同时太阳能及精细玻璃业务仍有较大上升空间。随着下半年光伏行业继续好转和来自消费电子行业不断增长的对精细玻璃的需求，公司业绩将保持高速增长的势头。首次给予“谨慎推荐”评级。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.90 元、1.23 元、1.71 元，对应当前股价 PE 为 18、13、10 倍，目标价格为 22

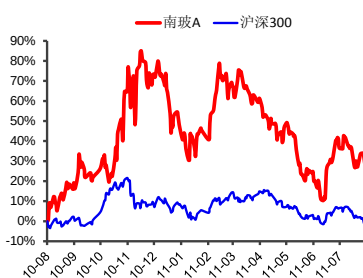
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 22 元

交易数据 (2011-08-19)

收盘价 (元)	15.72
近 12 个月最高/最低	24.56/12.68
总股本 (百万股)	2076
流通股本 (百万股)	1295
流通股比例%	62.36
总市值 (亿元)	326.37
流通市值 (亿元)	203.52

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙
 执业证书编号：S0100511080002
 电话：(021) 68885796
 Email: chenlong@mszq.com

联系人：龙雷
 电话：(021) 68885169
 Email: longlei@mszq.com

联系人：黄彤
 电话：(021) 68885572
 Email: huangtong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号
 浦发银行大厦 31 楼 200120

元。

四、风险提示：

平板玻璃产能过剩行业短期内不容乐观,超薄玻璃技术成熟度存在一定不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,744	10,855	15,372	22,142
增长率(%)	46.69%	40.18%	41.61%	44.04%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,455	1,877	2,548	3,556
增长率(%)	74.92%	28.96%	35.79%	39.53%
每股收益(元)	0.70	0.90	1.23	1.71
PE	23.50	18.23	13.42	9.62
PB	5.06	4.07	3.04	2.25

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	7,744	10,855	15,372	22,142
减：营业成本	4,944	7,146	10,472	15,535
营业税金及附加	7	11	15	22
销售费用	266	337	492	731
管理费用	556	760	922	1,107
财务费用	106	129	109	80
资产减值损失	86	100	120	120
加：投资收益	54	60	60	60
二、营业利润	1,833	2,433	3,301	4,608
加：营业外收支净额	32	20	30	40
三、利润总额	1,865	2,453	3,331	4,648
减：所得税费用	268	368	500	697
四、净利润	1,597	2,085	2,831	3,951
归属于母公司的利润	1,455	1,877	2,548	3,556
五、基本每股收益 (元)	0.70	0.90	1.23	1.71
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	14.98	14.71	10.46	7.70
成长能力：				
营业收入同比	46.7%	40.2%	41.6%	44.0%
营业利润同比	70.9%	32.7%	35.7%	39.6%
净利润同比	74.9%	29.0%	35.8%	39.5%
营运能力：				
应收账款周转率	28.63	31.31	30.94	34.72
存货周转率	17.73	18.63	18.20	17.76
总资产周转率	0.66	0.74	0.80	0.89
盈利能力与收益质量：				
毛利率	36.2%	34.2%	31.9%	29.8%
净利率	18.8%	17.3%	16.6%	16.1%
总资产净利率 ROA	12.8%	12.3%	13.1%	13.9%
净资产收益率 ROE	23.6%	24.8%	25.2%	26.0%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.74	1.23	1.65	1.96
资产负债率	45.8%	50.2%	47.9%	46.4%
利息保障倍数	18.3	19.9	31.3	58.8
每股指标：				
每股收益	0.70	0.90	1.23	1.71
每股经营现金流量	1.14	1.41	1.80	2.50
每股净资产	3.26	4.05	5.41	7.32

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	787	4,748	8,793	14,595
应收票据	363	506	716	1,031
应收账款	247	446	548	728
预付账款	108	108	108	108
其他应收款	71	89	126	182
存货	480	685	1,004	1,490
其他流动资产	25	25	25	25
流动资产合计	2,070	6,557	11,249	18,057
长期股权投资	66	80	80	80
固定资产	9,059	9,372	9,562	9,677
在建工程	788	472	284	171
无形资产	381	356	332	310
其他非流动资产	233	233	233	233
非流动资产合计	10,399	10,338	10,312	10,289
资产总计	12,470	16,895	21,561	28,347
短期借款	877	2,500	3,000	3,500
应付票据	238	685	1,004	1,490
应付账款	950	1,370	2,008	2,979
预收账款	161	161	161	161
其他应付款	161	294	430	638
应交税费	121	150	170	190
其他流动负债	28	59	104	172
流动负债合计	2,800	5,320	6,829	9,221
长期借款	728	828	928	1,028
其他非流动负债	174	330	556	894
非流动负债合计	902	1,158	1,484	1,922
负债合计	5,710	8,486	10,320	13,155
股本	2,077	2,077	2,077	2,077
资本公积	1,310	1,310	1,310	1,310
盈余公积	507	507	507	507
未分配利润	2,485	3,933	6,482	10,037
少数股东权益	374	583	866	1,261
所有者权益合计	6,759	8,409	11,241	15,192
负债和股东权益合计	12,470	16,895	21,561	28,347

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	2,366	2,933	3,741	5,190
投资活动现金流量	(1,858)	44	58	58
筹资活动现金流量	(483)	1,340	361	680

资料来源：公司公告、民生证券研究所

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

龙雷，电气设备、新能源行业分析师，复旦大学经济学硕士、法国巴黎一大经济学硕士、华中科技大学工学学士。

黄彤，电气设备、新能源行业分析师，复旦大学金融学硕士、山东大学金融数学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑭	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。