

建筑材料

2009年9月30日

南玻 A (000012) 当前股价: 14.44 目标价: 13.80

### 玻璃行业回暖, 提升公司业绩

#### 投资要点:

- 公司的浮法玻璃总产能已达到 210 多万吨, 比 08 年产能扩张了 1 倍, 在玻璃行业回暖的背景下, 公司产能扩张将带来业绩的增长。
- 公司是国内最大的工程及建筑玻璃供应商, 其在镀膜技术的研发和利用上占有较大的优势; 公司成都新建镀膜节能玻璃一期 125 万平米项目, 将于今年年底建成投产, 预计 2 期的 125 万平米项目也将在 2010 年下半年建成投产, 届时公司工程玻璃产能将达到 1400 万平米。合理的产业布局, 将为公司赢得成本优势和市场优势。
- 09 年公司的精细玻璃生产受金融危机冲击较大, 精细玻璃下游的电子元器件行业的景气度受国际市场影响明显, 公司产品的毛利率水平从 08 年的 42.98% 下降到 09 年 2 季度的 34.25%, 随着全球经济的逐步恢复, 公司产品毛利率水平有望在下半年得到提高。
- 公司试图打造完整的太阳能产业链。计划建设总产能 4500 吨的多晶硅生产基地, 一期工程目标产能 1500 吨多晶硅, 已于 2008 年 11 月底试生产成功, 由于多晶硅价格大幅下跌, 公司的多晶硅项目在 2011 年前不会给公司带来明显收益, 预计 09 年小幅亏损, 10 年能实现微利。
- 公司 2009-2011 年的营业收入分别为 50.06、55.62 和 63.97 亿元, 其每股收益分别为 0.46、0.55 和 0.67 元/股。结合公司的行业地位及行业估值水平, 我们认为南玻的合理市盈率为 30 倍, 目前股价处于合理水平, 给予“观望”的投资评级。

研究员: 朱勤

电话: 025-84457777-379

E-mail: zhuqin@mail.htsc.com.cn

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 观望 (首次)

#### 股价走势图



#### 相关研究

#### 公司基本资料

总股本 (万)	122373.81
流通 A 股 (万)	56688.43
52 周内股价区间 (元)	5.9-21.5
总市值 (亿)	176.17
总资产 (亿)	103.76
每股净资产 (元)	3.86

#### 主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	42.73	50.06	55.62	63.97
+/-%	2.04	17	11	15
净利润 (亿)	4.20	5.65	6.80	8.35
+/-%	-2.64	34	20	23
EPS (元)	0.34	0.46	0.55	0.67
P/E	43.35	31.78	26.39	21.50

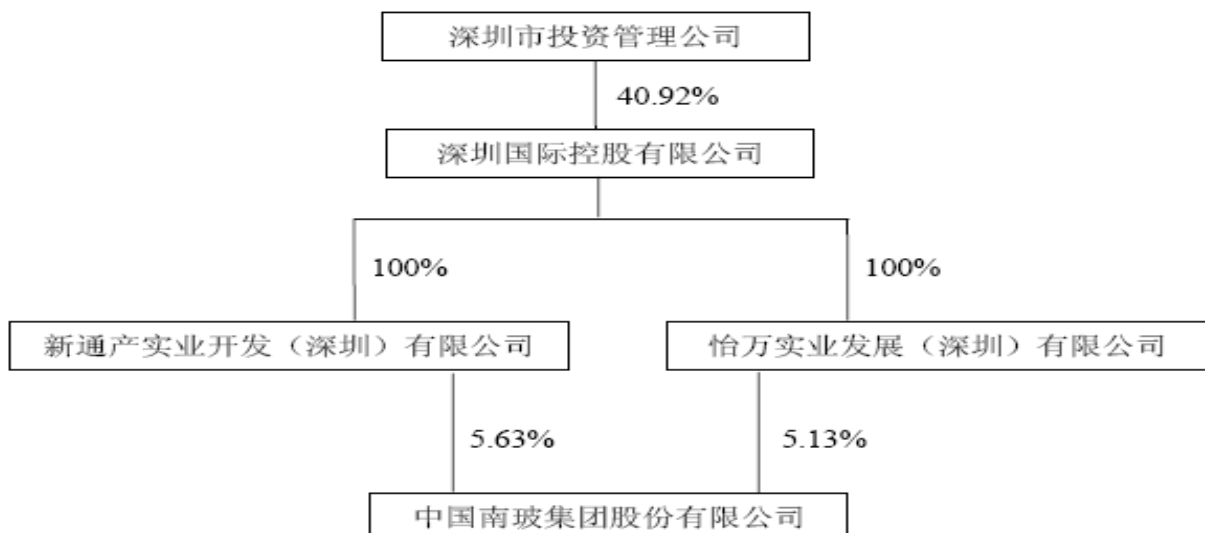
## 公司概况

公司前身为1984年成立的中国南方玻璃有限公司，是由香港招商局轮船股份有限公司、深圳市建筑材料工业集团公司、中国北方工业公司深圳分公司以及广东国际信托投资公司共同投资兴办的中外合资企业。1991年10月，公司改组为中国南方玻璃股份有限公司；1992年2月，公司发行的人民币普通股（A股）和境内上市外资股（B股）同时在深圳证券交易所上市；1993年3月，公司更名为中国南玻集团股份有限公司；2003年9月，公司更名为中国南玻集团股份有限公司。

目前总股本12.2亿股，经过二十多年的发展，公司已成长为中国玻璃行业最具竞争力和影响力的大型企业之一。公司总部位于深圳蛇口，在广东深圳、广州、东莞、天津、河北廊坊、四川成都、江苏吴江、湖北宜昌、海南文昌等地设有大型生产基地，在国内30多个大中城市布有销售网点，在澳大利亚、香港设有子公司。其主营业务为：高档浮法玻璃原片、特种玻璃、工程及建筑玻璃、精细玻璃、光伏科技绿色能源产品（高纯硅材料、太阳能超白玻璃、晶体硅太阳能电池、薄膜太阳能电池及其组件）、新型电子元器件及结构陶瓷等产品的研制、开发、生产经营及设备技术的咨询和服务，节能及以玻璃为介质的能源产品的开发和生产经营、建筑玻璃幕墙及太阳能光伏幕墙工程的设计与安装等。

公司的实际控制人为深圳国际控股有限公司（0152.HK），是一家于1989年11月在百慕大注册成立的有限公司，并在香港联合交易所主板上市，主要从事物流基建及配套服务，以及相关资产和项目的投资、经营和管理业务。南玻于2006年5月实施了股权分置改革，截至2009年6月，持股5%以上的原非流通股股东所持股份已全部解禁。其中，原非流通股股东怡万实业发展（深圳）有限公司以及新通产实业开发（深圳）有限公司均为在香港联合交易所主板上市的深圳国际控股有限公司（以下简称“深圳国际”）全资附属公司，深圳国际预计在2009年6月16日解除限售6个月内有可能会出售南玻A股份达到南玻集团股份总额的5%以上，拟出售价格不低于人民币8.00元/股。

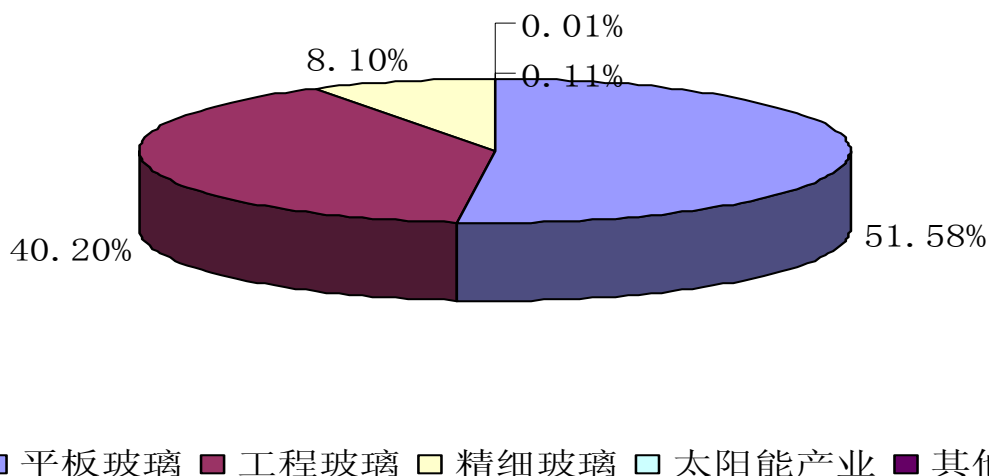
图1：公司实际控制人情况：



资料来源：公司公告

◆ 公司收入结构

图 2：公司收入结构

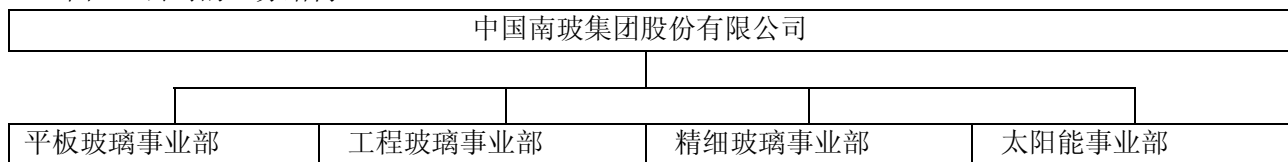


资料来源：公司公告

公司目前的收入结构以平板玻璃（含太阳能玻璃）和工程玻璃为主，这两项收入占公司主营收入的 91.78%，从收入构成上来看，公司仍然是一家传统的玻璃制造企业。

◆ 公司经营战略及核心竞争力

图 3：公司的业务结构



资料来源：公司公告

南玻的经营策略是将公司建成一家主要的节能工程玻璃及太阳能产品供应商，公司从 07 年开始加大了在太阳能领域的投入，宜昌南玻 160MW 硅片项目，太阳能光伏电池扩产项目，TCO 导电玻璃项目等共投入 9.44 亿元，伴随着这些项目的投产，公司的业务收入也将完成从传统玻璃制造商到新能源材料供应商的转变。

但从目前来看，公司的核心竞争能力来自于低成本的玻璃深加工能力和大型玻璃工程的设计建设能力，公司通过差异化的产品策略和良好的玻璃工程建设能力，使公司的产品毛利率水平维持在较高水平，09 年中报显示，工程玻璃在宏观经济下滑的背景下毛利水平上升到 35%，同比增长了 9.97%，是行业内最高水平，反映出公司在工程玻璃领域具有明显的竞争优势。

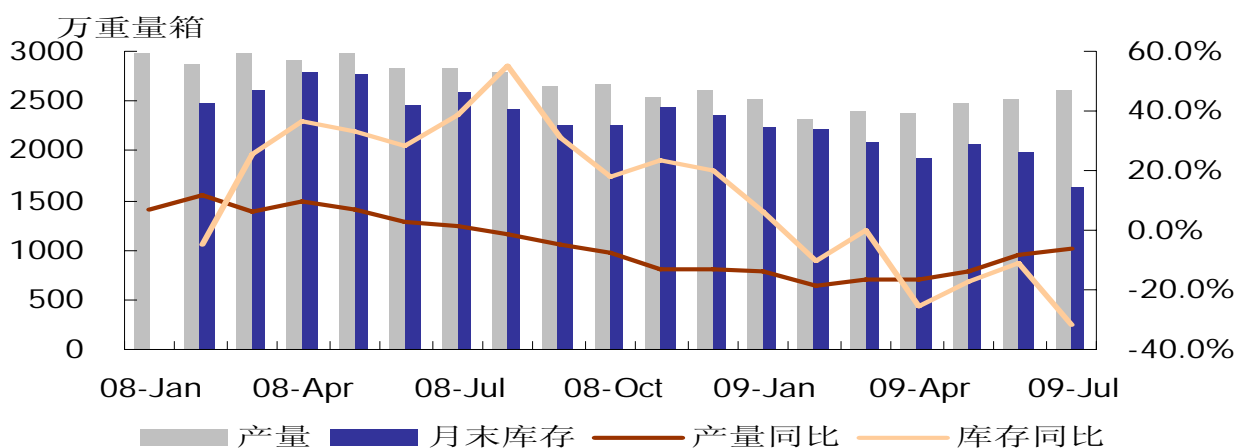
平板玻璃行业景气度提升，将提高公司下半年业绩

玻璃产品用途广泛，行业进入门槛较低。由于玻璃熔窑生产的连续性 & 行业无节制

的产能扩张，平板玻璃行业呈现较强的短周期波动。

由于2007年玻璃行业景气度较好，平板玻璃企业开始新一轮的产能扩张，投产时恰逢全球金融危机爆发，导致平板玻璃需求快速下滑，由于生产的连续性特征，玻璃企业的库存开始出现连续攀升。从图4我国重点联系玻璃企业的库存来看，去年7月库存增长率达到高点，由于平板玻璃价格出现回落，平板玻璃企业在盈利能力快速萎缩的背景下开始停窑减产，库存增长率开始明显回落。到今年一季度，库存开始呈现负增长，库存消化较为理想。

图4：我国重点联系玻璃企业平板玻璃月产量、库存量及增速

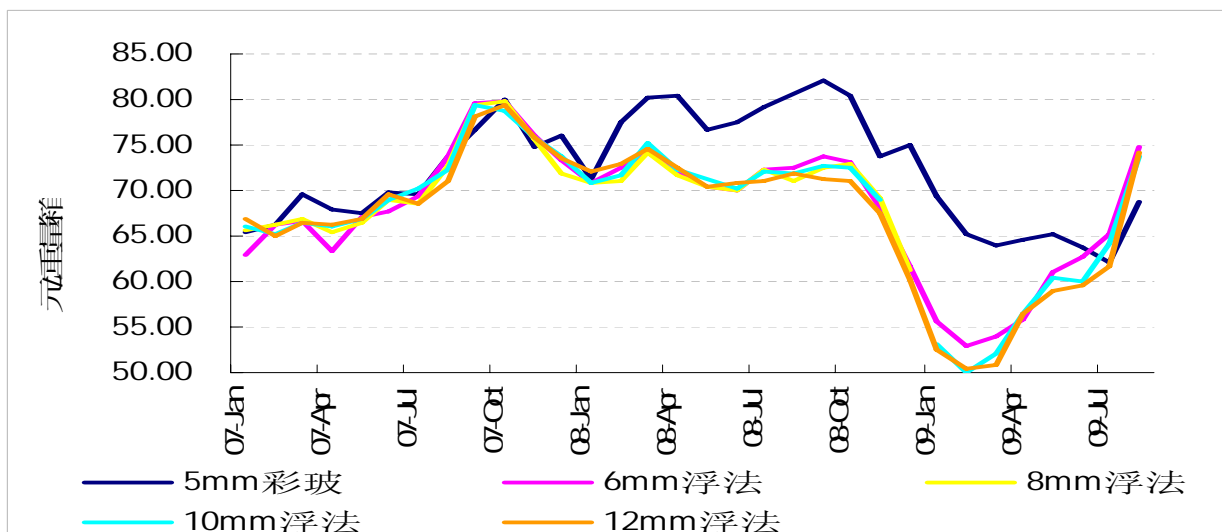


资料来源：中国建材信息网

◆ 玻璃价格的提高反映玻璃行业正进入景气周期

玻璃行业是完全市场化的行业，在总体产能过剩的背景下，玻璃的市场价格直接反映了行业的供需状况，是衡量行业景气与否的重要指标。库存量的变化通常是平板玻璃价格变化的先行指标，去年10月份平板玻璃价格开始高位大幅回落（参见图5），随着库存的消化及经济的见底，2月份开始浮法玻璃价格开始触底回升，到今年4月份，主要浮法玻璃品种价格基本都是逐月持续小幅上涨。

图5：我国重点联系玻璃企业主要浮法玻璃品种价格



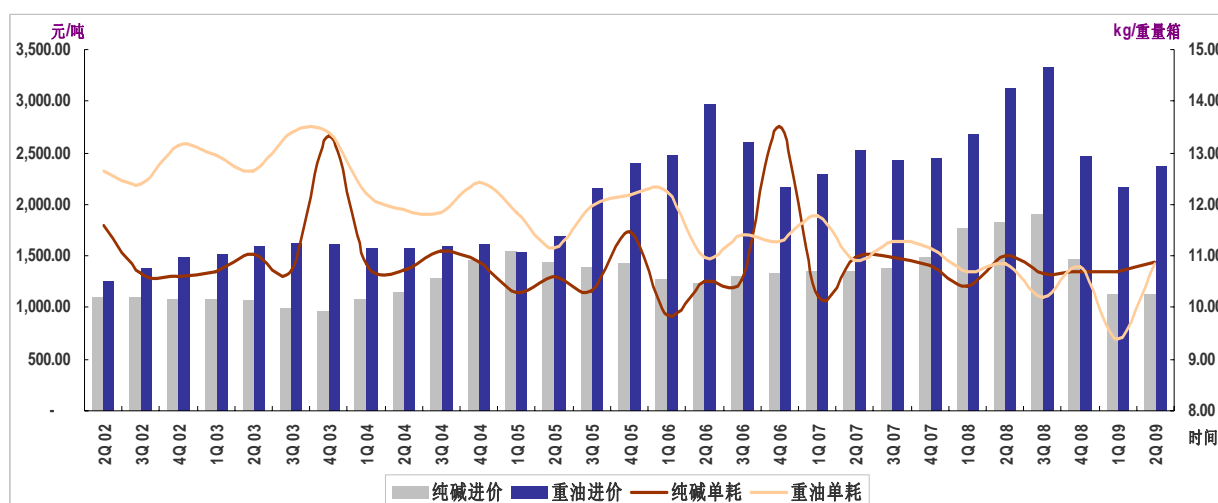
资料来源：中国建材信息总网

◆ 玻璃生产成本同比出现下降

从平板玻璃的生产成本看，纯碱和重油是玻璃生产的主要成本。从去年三季度，我国重点联系玻璃企业的纯碱和重油采购价格达到了近三年的最高点，此后，随着经济增速的放缓，纯碱和重油的采购价格也开始明显回落。

但从今年上半年的情况看，随着经济的复苏，油价重拾上升趋势的可能性较大，而平板玻璃等下游产业复苏后，纯碱价格也有可能触底回升，因此，我们预计明年初平板玻璃的主要原燃材料价格可能会步入上升通道，蚕食玻璃价格上涨导致的盈利上涨。

图6： 玻璃主要生产原料价格变化情况



资料来源：中国建材信息总网

◆ 公司平板玻璃产能扩张较快，受益明显

公司是国内唯一拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业，可生产从0.55mm至25mm的多种厚度和多种颜色的高档优质浮法玻璃及超白浮法玻璃，其产品用途涵盖了电子光学仪器玻璃、优质汽车玻璃、高档建筑玻璃、制镜、家电、家具及扫描仪、复印机、PDP电视、背投电视等所用原片。浮法玻璃是公司的支柱产业之一，其原料基地位于海南文昌，生产基地分别位于深圳、广州、成都。公司在河北廊坊新建两条生产线于2008年10月和2009年3月投产、四川成都新建一条生产线于2009年7月投产；公司的浮法玻璃总产能已达到210多万吨，比08年产能扩张了1倍，其中成都和河北的浮法玻璃生产线均以天然气为燃料，深圳、广州的浮法玻璃生产线则以重油为燃料。

表 1： 公司平板玻璃产能情况

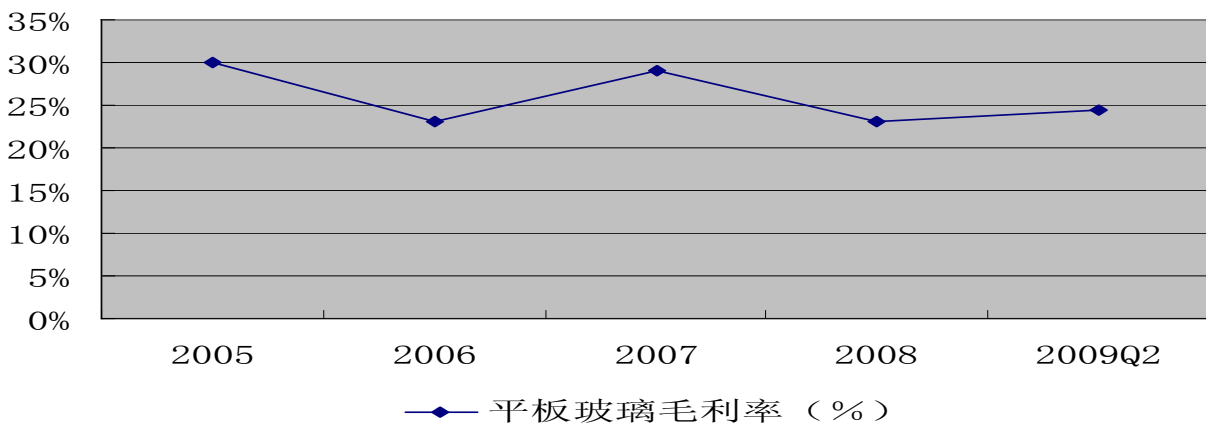
生产线位置	产能 (万吨)	生产线	产品	燃料
成都	72	3	浮法玻璃	天然气
广州	40	2	浮法玻璃	重油

河北廊坊	48	2	浮法玻璃	天然气
深圳	30	2	浮法玻璃	重油
东莞	16	2	超白压延	

资料来源：公司公告

公司 09 年上半年平板玻璃产品的毛利率为 24.48%，比 08 年底上升了 1.48%，毛利水平的上升反映出公司的平板玻璃产品的盈利能力正在恢复，随着房地产行业的回暖，在需求的拉动下，公司平板玻璃的产品的毛利水平有望进一步提高。

图7：公司平板玻璃毛利变化情况



资料来源：公司公告

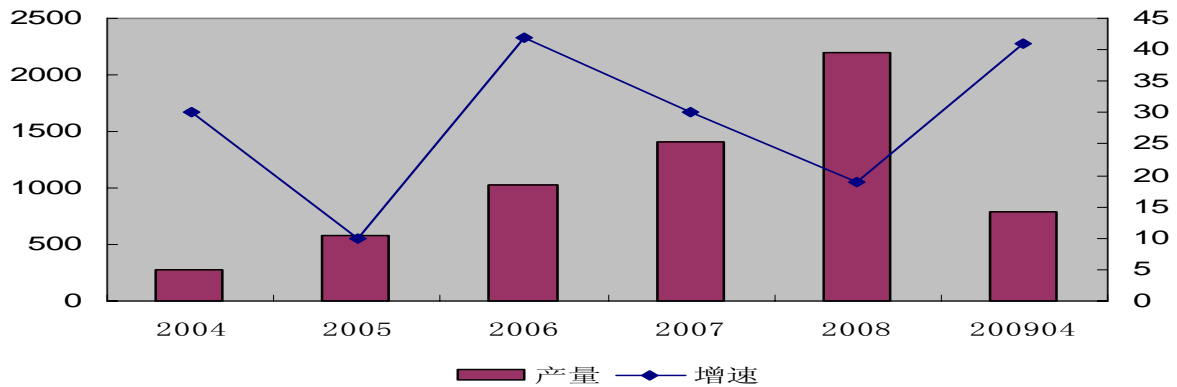
## 工程玻璃行业仍然保持景气，公司竞争优势明显

我国玻璃深加工虽然起步较晚，但发展速度很快，目前已经形成门类较为齐全的玻璃深加工体系，据中国建材信息网统计，我国玻璃深加工企业有 4000 多家，就产能而言，中空玻璃产能 2 亿平米，钢化玻璃 1.8 亿平米，镀膜玻璃 8000 万平方米以上，中空玻璃 4000 万平方米以上。

### ◆ 工程玻璃保持增长

今年以来，受需求拉动，中空玻璃产量增速明显加快，前 4 月累计玻璃产量 738.76 万平米，同比增长 41.1%。

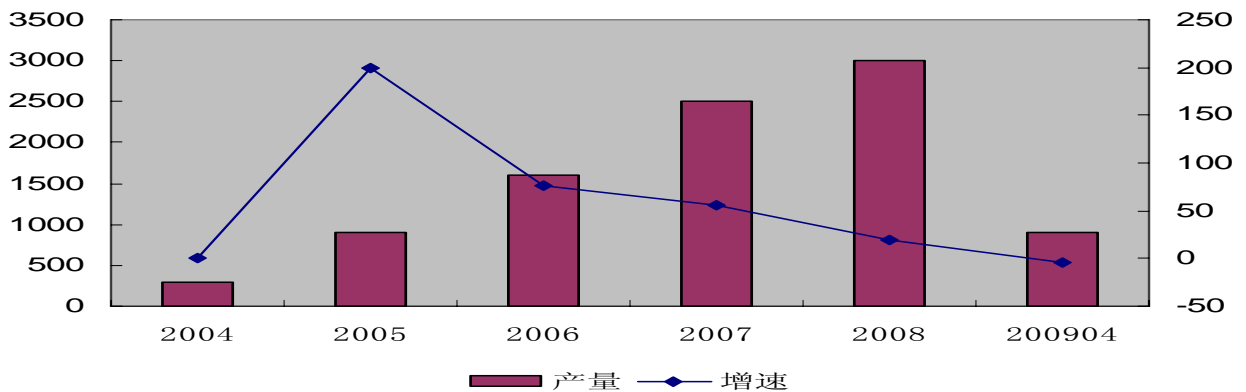
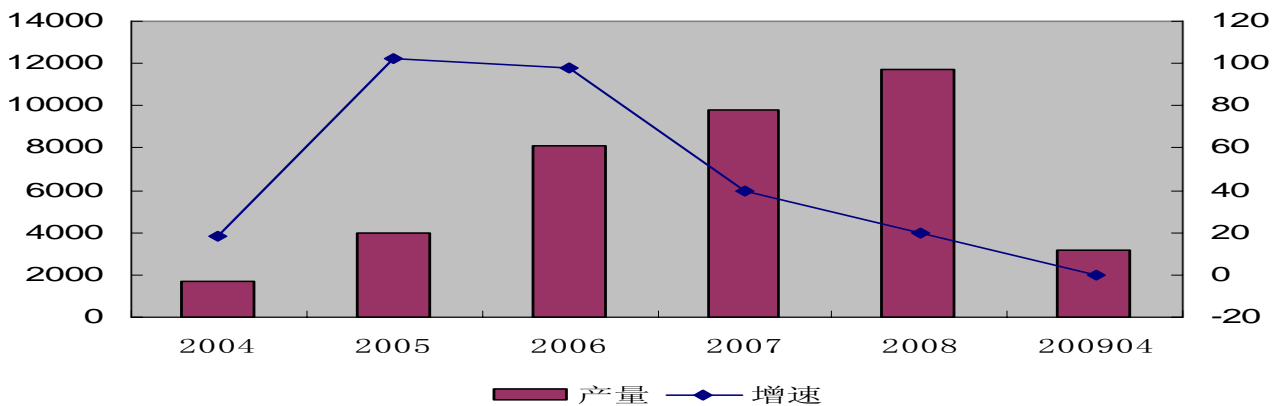
图 8：中空玻璃产量及增速（单位：万平米，%）



资料来源：华泰证券研究所

钢化玻璃和夹层玻璃的景气度也已经触底，2009年前4个月，钢化玻璃产量同比下滑0.11%，夹层玻璃同比下滑4.29%，是5年来最低水平；我们认为，随着下半年下游需求的恢复，这两个玻璃品种也将重新恢复增长，全年来看应该能够保持08年的产量水平。

图9：钢化玻璃和夹层玻璃产量及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：华泰证券研究所

◆ 公司的工程玻璃拥有明显的竞争优势

公司是国内最大的工程及建筑玻璃供应商，南玻的产销量和市场认知度一直居于前列，其在镀膜技术的研发和利用上占有较大的优势；且公司通过了英国AQC和澳洲QAS机构质量认证，产品质量同时满足美国、英国及澳大利亚国家标准，市场空间广阔。随着国家建筑节能政策的出台，公司低辐射产品的应用市场不断扩大，2008年其节能环保产品Low-E玻璃占国内高端市场的50%左右，处于产销两旺阶段。公司在高档深加工玻璃在市场上具有较强

的竞争优势。

公司在不断推出新产品、研发新工艺的同时，完善了工程玻璃产业的产能扩充及在全国的产业布局，正在进行东莞、天津、吴江和成都四个产业基地的建设，合计产能达到1150万平米；此外公司成都新建镀膜节能玻璃一期125万平米项目，将于今年年底建成投产，预计2期的125万平米项目也将在2010年下半年建成投产，届时公司工程玻璃产能将达到1400万平米。建成后将形成华南、华北、华东和西南等基地中心，进而可辐射全国市场。由于工程玻璃的有效运输半径为300-400公里，合理的产业布局，将为公司赢得成本优势和市场优势。

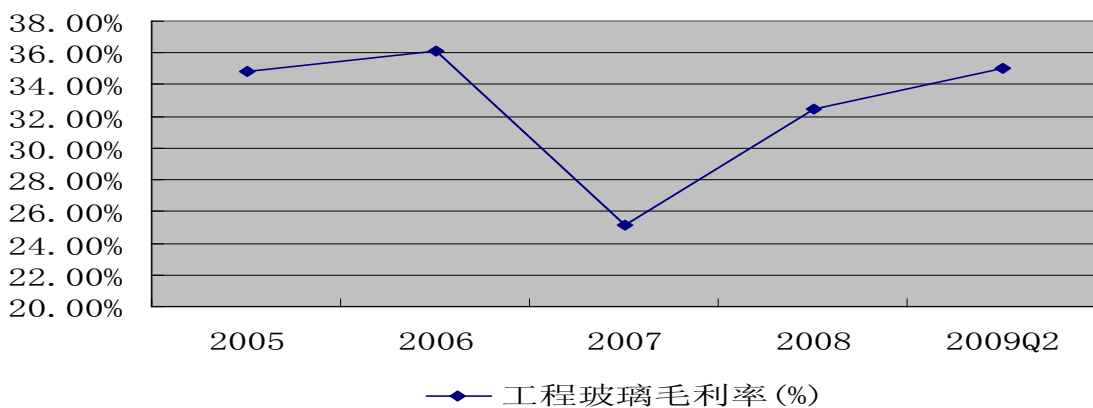
表2：工程玻璃产能状况

地区	产能	备注
成都	100	09年底投产125万平米，10年投产125万平米
东莞	300	
天津	500	
吴江	250	
合计	1150	10年达到1400万平米

资料来源：公司公告

公司工程玻璃一直保持较高的毛利率水平，2007年的毛利率降低是由于厂房搬迁导致玻璃生产开工较低，生产成本上升导致，在完成搬迁后毛利率水平迅速由25%上升到08年的32%以上。在整体经济出现明显下滑时，公司工程玻璃的毛利率水平出现明显上升，由08年底的32.5%上升到09年二季度的35%，反映出公司在工程玻璃行业拥有明显的竞争优势。

图10：工程玻璃毛利率变化情况

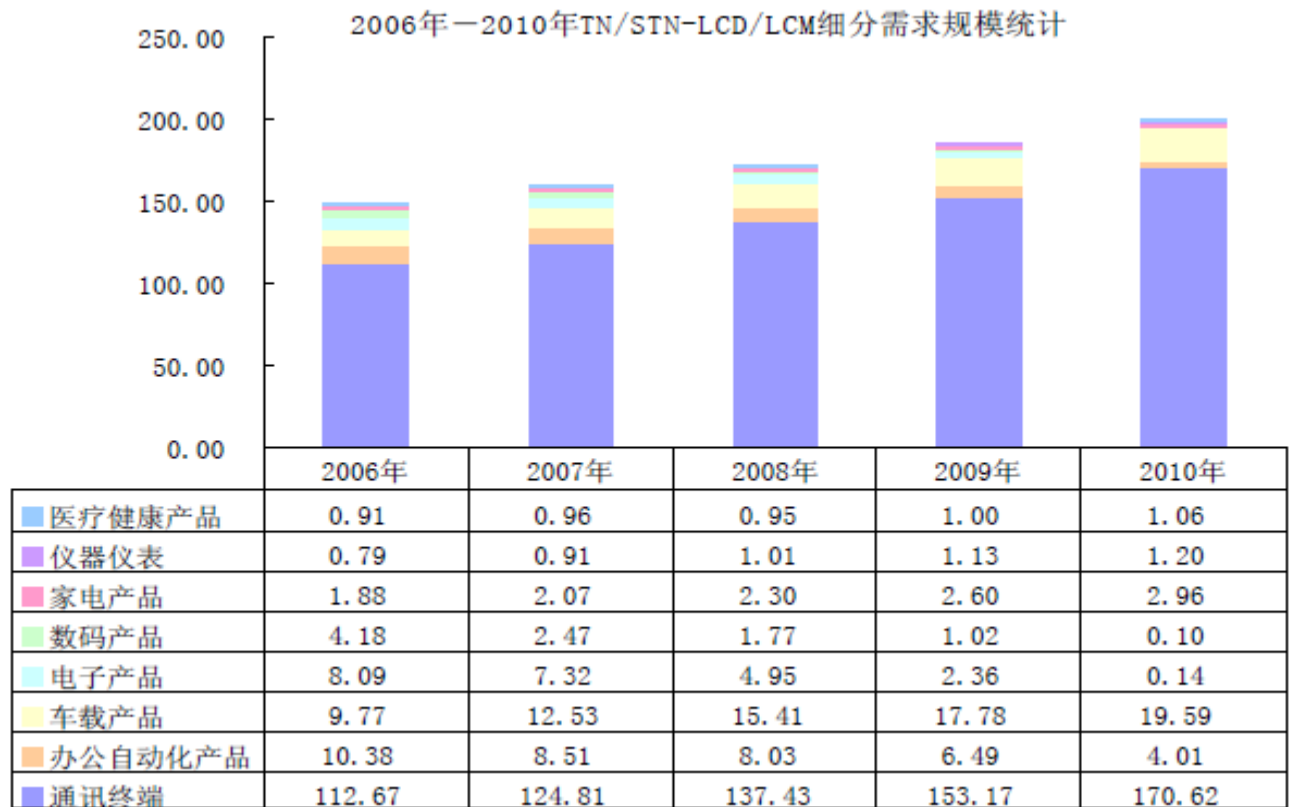


资料来源：公司公告

### 精细玻璃行业总体需求保持增长

ITO导电玻璃的下游为TN面板, STN面板和TFT面板；国内液晶显示行业起步较晚，但发展迅猛，产品升级速度较快。2000年后，产品应用迅速从一般家电拓展至数码电子与通讯产品，其中手机对中小尺寸液晶显示器的需求成为最大的需求增长动力。而随着2002年手机制造向中国转移，国内中小尺寸液晶显示产业增长异常迅速，为整个行业带来机遇。

图11: 2006 年—2010 年TN/STN 面板及模组细分需求规模预测 (亿元)



资料来源: 汉鼎世纪

根据中华平板显示产业研究中心和Displaysearch研究, 全球中小尺寸TFT面板出货量2007年为16.15亿片, 2010年将达到22.31亿片, 2007至2010年复合年增长率达到11.4%。TFT模组产值2007年为145.12亿美元, 2010年将达到191.05亿美元, 2007至2010年复合年增长率达到9.6%。中小尺寸TFT液晶显示器市场中, 手机仍为主要驱动力, 份额维持在65%以上; 2007年手机主屏总出货量为7.9亿片, 2010年将达到12.6亿片。市场增长速度较快的有手机、MP4、PDA、车载显示等。

中国大陆中小尺寸TFT面板市场需求量2007年达到840万平方米, 2010年达到1,495万平方米, 2005至2010年复合年增长率达到27.4%。据中华平板显示产业研究中心资料, 2006年全球中小尺寸TFT模组产值135亿美元, 中国大陆产值达36.45亿美元, 产值占全球市场份额27%。TFT模组产值2007年达到45.22亿美元, 2010年达到64.25亿美元, 2007至2010年复合年增长率达到12.4%。

◆ 公司精细玻璃生产技术优势明显

公司的ITO玻璃的产品质量和销售额居国内前列。公司是中国玻璃制造行业中唯一具有精细玻璃加工能力的企业, 具有年产TN/STN-LCD及触摸屏用导电膜玻璃1200万片和彩色滤光片产品110万片/年的生产能力, 公司全面具备中小尺寸TFT-CF制造能力, 具有从玻璃机板的切割、抛光到彩色滤光片TOP-ITO镀膜的全程配套生产能力。

表3: 公司精细玻璃产能

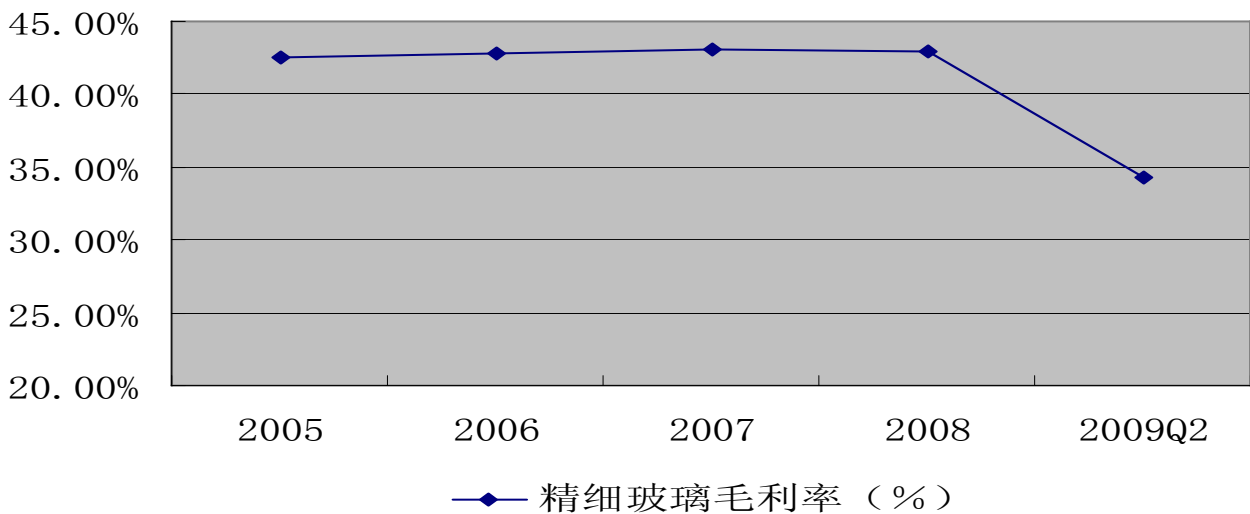
时间	生产线状况	产能
----	-------	----

1993	先后从日本、德国引进ITO导电膜生产线	1200万片/年
2003	从日本引进彩色滤光片生产线	110万片/年
2006	引进大型在线镀膜生产线和蚀刻线	
2007	开始进入电容式触摸屏产业	

资料来源：公司资料

09年公司的精细玻璃生产受金融危机冲击较大，精细玻璃下游的电子元器件行业的景气度受国际市场影响明显，公司产品的毛利率水平从08年的42.98%下降到09年2季度的34.25%，随着全球经济的逐步恢复，公司产品毛利率水平有望在下半年得到提高。

图12：精细玻璃毛利率变化情况



资料来源：公司公告

## 太阳能行业空间巨大，正在进入新的发展时期

为振兴经济，各国纷纷把新能源作为金融危机后经济启动的发动机，去年10月份，欧盟、德国、法国、英国等都已经纷纷表态，金融危机后要大力发展新能源，要进一步加大对新能源的投资与扶持力度，把新能源作为启动实体经济的重要引擎。美国当选总统奥巴马更是在当选后提出以新能源发展为主的能源新政策——“新阿波罗计划”，计划在十年内投入5000亿美元，把新能源在美国电力中的比重从不足10%提升到25%。随着常规能源逐渐减少，环保意识的增强，发展以太阳能为代表的可再生能源，已成各国共识，光伏发电行业短期虽难以避免金融危机的影响，但长期来看仍保持快速发展的趋势。

在技术进步和各国政府补贴政策的驱动下，光伏发电行业自20世纪90年代后半期进入了快速发展时期，光伏电池产量由1997年的126兆瓦增加到2008年的6850兆瓦，年均增长39.51%。08年底，世界光伏发电装机达到15GW，其中08年实现装机5.6GW，较07年增长近133%。据欧洲光伏工业协会预测，2020年世界光伏发电将占总电量的1.3%，到2025年光伏发电将占全球发电量的2.5%，按此推算未来数十年，全球光伏发电产业的增长率将高达25%-30%。

太阳能主要以光—热、光—电、光—化学、光—生物质等几种转换方式来利用，其中太阳能光—电转换主要采用太阳能电池来实现。按基体材料分，太阳能电池主要分为两类：

一类是硅太阳能电池，包括单晶硅电池、多晶硅晶硅电池、非晶硅电池、微晶硅电池等；一类是化合物太阳能电池，主要包括单晶硅化合物电池、多晶硅化合物电池，多晶硅是硅太阳能光伏发电市场的主角。

我国太阳能光伏电池2005年总产量约为142MW，2006年达到400MW，2007年达到1180MW，08年中国太阳能电池生产1780兆瓦，居世界首位，占世界总产量的26%。

表 4：中国光伏发展路线图的综合指标

年度	2005	2010	2020	2030	2050
累计装机容量（低）(GW)	0.07	0.3	1.8	10	100
累计装机容量（高）(GW)	0.07	0.3	10	100	1000
高方案发电量 (TW*H)	0.091	0.39	13	130	1300
占全国发电量比重 (%)	0.0036	0.013	0.26	2	13
组件价格 (元/W)	36	25	15	10	<7
组件寿命 (年)	25	30	35	>35	>35
系统成本 (元/W)	60	35	20	15	<10
光伏发电上网价格 (元/KWH)	4.2	2.8	1	0.6	<0.5
常规发电上网价格 (元/KWH)	0.31	0.35	0.47	0.63	1.14

资料来源：华泰证券研究所

◆ 公司的太阳能产业 09 年不会贡献业绩，预计 10 年实现微利

公司试图打造完整的太阳能产业链，这条产业链包括：多晶硅—硅片——太阳能电池组件——太阳能电池。公司规划建设总产能4500吨的多晶硅生产基地，该项目被湖北省列为“十一五”规划三个重点项目之一，得到湖北省的大力支持。一期工程目标产能1500吨多晶硅，投资7.8亿元，与俄罗斯国家稀有金属研究院合作，已于2008年11月底试生产成功，产品为纯度为9个9的电子级多晶硅。但由于多晶硅产品97%的产品都用来出口，所以由受到了金融危机的严重冲击，导致今年国内多晶硅价格迅速下降，自08年的每公斤500多美元的价格下降到目前的每公斤70美元附近。随着全球对新能源产业的大力扶持和全球经济的逐步恢复，行业需求将回暖，逐步消化新增的供给，预计未来多晶硅的价格将基本保持稳定，每公斤价格维持在70—80美元。公司多晶硅生产线试生产的成本基本在70美元/公斤左右，目前无法盈利，公司可能在2010年底启动二期3000吨多晶硅项目，随着公司生产规模的扩大，多晶硅的生产成本有望下降，但短期内不会给公司贡献利润。公司160MW的多晶硅片生产线尚未投入建设，已建成的25MW电池片产能处于停产状态，规划中的50MW电池片项目尚未开始建设。

表5：公司太阳能产业建设状况

	项目名称	投资额	投产时间
1	宜昌多晶硅材料生产基地1期年产1500吨高纯多晶硅项目	7.8亿元	2008.11
2	25MW单晶硅太阳能电池项目	1.0亿元	2008
3	宜昌160MW硅片加工项目	6.95亿元	2010
4	年产46万平米太阳能薄膜电池用TCO玻璃基板生产线	0.86亿元	2010年底

5 25MW多晶硅太阳能电池项目

1.56亿元

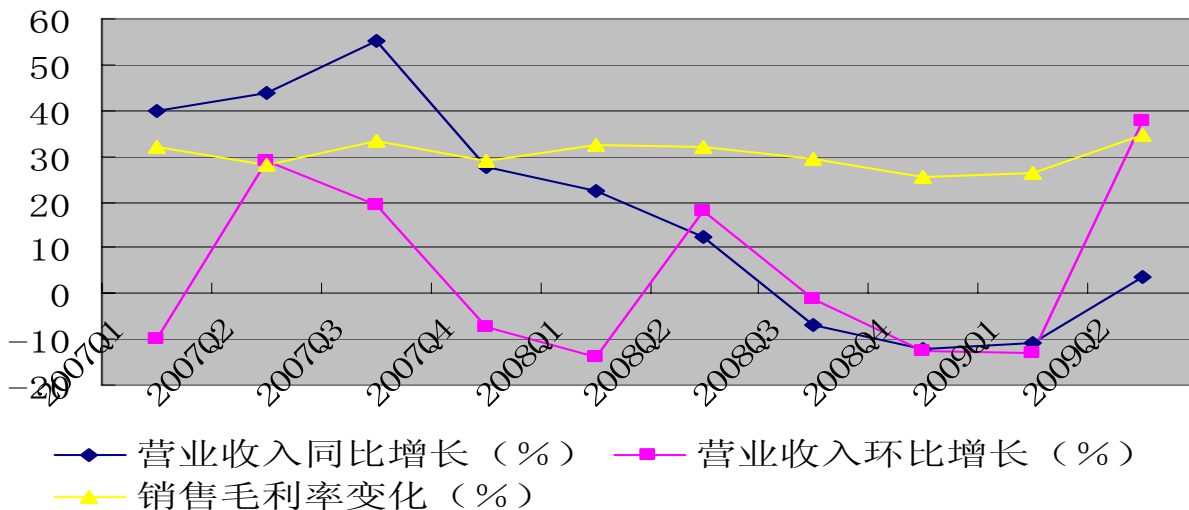
2009

资料来源：公司公告

### 财务指标分析

#### ◆ 主要财务指标情况

图 13：主要财务指标

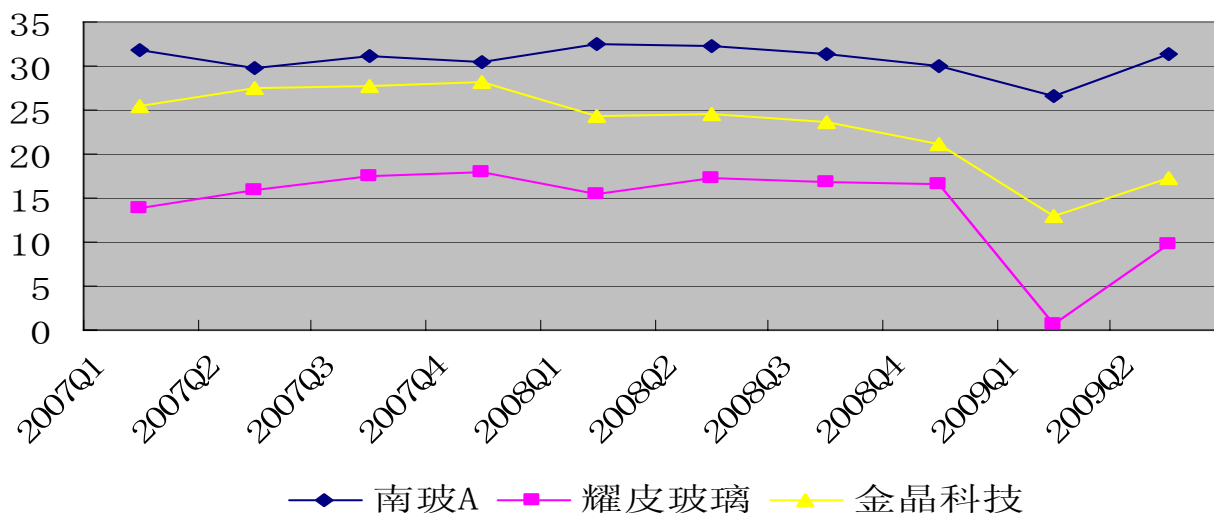


资料来源：公司公告 华泰证券研究所

营业收入的变化可以反映出外部经济环境对经营的影响，从图中可以看出营业收入的同比增幅下降是从 08 年一季度开始的，在 09 年一季度进入三年来的低点，而外部经济环境也是从 08 年开始迅速恶化，09 年初出现触底迹象的；公司三年来营业收入环比的变化比较稳定，预计公司 09 年下半年的营业收入环比会出现回落。

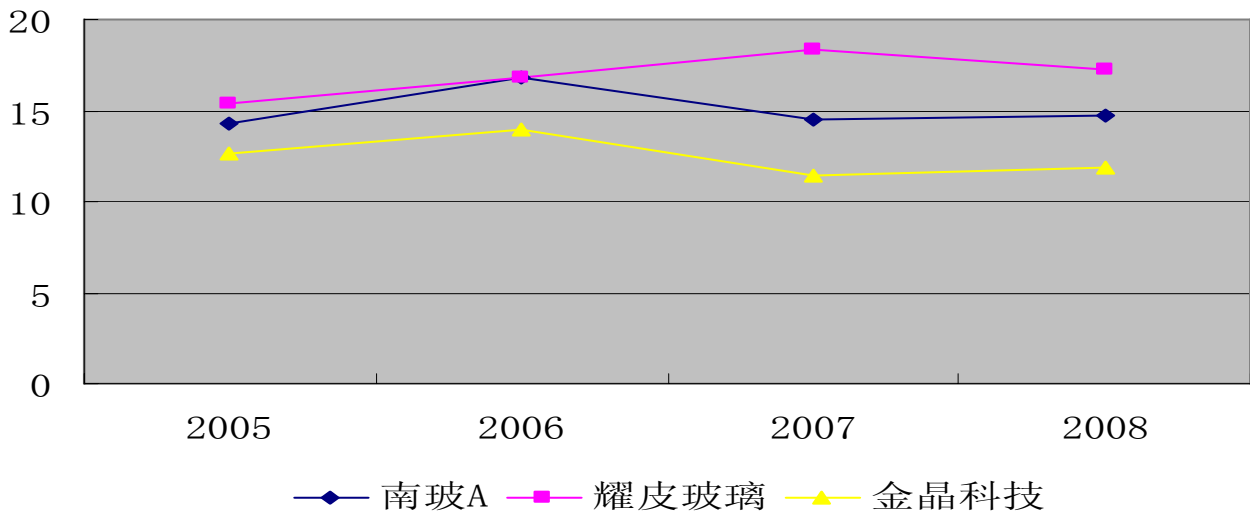
图中销售毛利率则能反映出公司的市场地位，在收入增长出现明显放缓的情况下公司的毛利率水平基本保持稳定，体现了公司产品对下游企业较强的讨价还价能力，是公司竞争能力的体现；预计公司 09 年的毛利率将保持高位稳定。

图 13：行业内主要公司销售毛利率对比 (%)



资料来源：公司公告 华泰证券研究所

图 14：行业内主要公司期间费用率对比（%）



资料来源：公司公告 华泰证券研究所

通过以上两图的指标分析可以进一步看出公司在行业内的竞争优势，公司的期间费用处于中等水平而销售毛利率却最高，反映公司较强的定价能力，客户可以接受公司较高定价的原因在于公司产品的差异化；公司在玻璃深加工行业竞争优势明显。

## 盈利预测与估值

### ◆ 主要假设

1. 随着房地产行业的回暖，从今年下半年起国内玻璃行业将处于景气度向上的趋势过程中，并且我们预计公司2009-2011 年浮法玻璃的销售价格分别为1630元、1740元 和1850元/吨。

2. 国家对建筑节能的要求不断提高，使得具有节能效果的Low-E 镀膜节能玻璃需求持续膨胀，行业未来基本处于供不应求的状态；公司的工程玻璃产业也将长期处于高景气度状态。我们预计公司产品未来三年的平均销售价格为210、221 和241 元/平米。

3. 随着外部需求的回升，未来电子类产品的出口量将开始回升，将有效带动公司的精细玻璃产品的外部需求，使其盈利能力逐季开始回升。

4. 公司的多晶硅项目在2011年前不会给公司带来明显收益，预计09年小幅亏损，10 年能实现微利。

表 6: 预测利润表（2009-2011）

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4273	5006	5562	6397
营业成本	2994	3219	3563	4122
营业税金及附加	5	7	8	10
营业费用	220	272	297	344
管理费用	332	376	423	484

财务费用	78	244	212	178
资产减值损失	221	162	182	175
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	44	7	7	7
<b>营业利润</b>	466	733	885	1092
营业外收入	45	35	38	37
营业外支出	9	8	8	8
<b>利润总额</b>	502	760	915	1121
所得税	2	57	70	87
<b>净利润</b>	500	703	844	1033
少数股东损益	80	138	164	198
<b>归属母公司净利润</b>	420	565	680	835
EBITDA	897	1355	1531	1731
<b>EPS (元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.46</b>	<b>0.55</b>	<b>0.67</b>

资料来源：华泰证券研究所

◆ 公司估值及投资建议

表 7：对比估值表

代码	公司名称	价格 (09. 9. 29)	2009E (EPS)	2010E (EPS)	2011E (EPS)	2009E (PE)	2010E (PE)	2011E (PE)
000012	南玻A	14.44元	0.46元	0.55元	0.67元	31	26	22
600660	福耀玻璃	10.07元	0.40元	0.59元	0.69元	25	17	15
600586	金晶科技	13.86元	0.30元	0.58元	0.93元	46	24	15
600184	新华光	21.75元	0.41元	0.54元	0.62元	53	40	35

资料来源：WIND 华泰证券研究所

作为玻璃行业龙头企业，南玻在玻璃产业优势显著，超白压延玻璃的投产带来了良好的经济效益；公司在工程玻璃领域的竞争优势也比较明显。在玻璃行业景气度提高的情况下，有望带动公司业绩持续增长。公司近年来大举投资太阳能光伏产业，09年在多晶硅及太阳能电池产业遇到了一些问题，但公司的进展还是值得期待的。

公司的估值水平与玻璃生产企业福耀玻璃，金晶科技相比处于中等水平，而明显低于太阳能概念股新华光。结合公司的行业地位及行业估值水平，我们认为南玻的合理市盈率为30倍，目前股价处于合理水平，给予“观望”的投资评级。我们将继续跟踪其太阳能产业项目进展并及时调整评级。

附1：三表预测：

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1800	2986	4771	6605	营业收入	4273	5006	5562	6397
现金	1034	2082	3784	5462	营业成本	2994	3219	3563	4122
应收账款	237	310	332	387	营业税金及附加	5	7	8	10
其它应收款	35	69	67	80	营业费用	220	272	297	344
预付账款	53	47	56	63	管理费用	332	376	423	484
存货	326	353	390	452	财务费用	78	244	212	178

其他	116	124	142	162	资产减值损失	221	162	182	175
非流动资产	8576	8205	7744	7294	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	20	20	21	投资净收益	44	7	7	7
固定资产	5543	6518	6718	6606	营业利润	466	733	885	1092
无形资产	308	299	289	280	营业外收入	45	35	38	37
其他	2698	1368	717	388	营业外支出	9	8	8	8
资产总计	10376	11191	12515	13899	利润总额	502	760	915	1121
流动负债	4369	4246	4468	4624	所得税	2	57	70	87
短期借款	2797	2536	2623	2594	净利润	500	703	844	1033
应付账款	743	760	856	984	少数股东损益	80	138	164	198
其他	829	950	989	1046	归属母公司净利润	420	565	680	835
非流动负债	1194	1538	1985	2397	EBITDA	897	1355	1531	1731
长期借款	1142	1493	1936	2349	EPS (元)	0.34	0.46	0.55	0.67
其他	52	45	49	48					
负债合计	5563	5784	6453	7021					
少数股东权益	268	406	571	769					
股本	1237	1237	1237	1237					
资本公积	2068	2068	2068	2068					
留存收益	1254	1696	2187	2804					
归属母公司股东权益	4545	5001	5492	6109					
负债和股东权益	10376	11191	12515	13899					

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1030	1188	1577	1696
净利润	500	703	844	1033
折旧摊销	353	377	434	462
财务费用	78	244	212	178
投资损失	-44	-7	-7	-7
营运资金变动	-66	-110	56	31
其它	208	-19	38	-1
投资活动现金流	-2563	20	7	6
资本支出	2684	0	0	0
长期投资	115	-10	1	1
其他	236	10	7	7
筹资活动现金流	680	-160	118	-24
短期借款	782	-261	87	-29
长期借款	628	351	443	413
普通股增加	49	0	0	0
资本公积增加	265	0	0	0
其他	-1045	-250	-412	-408
现金净增加额	-865	1048	1702	1678

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4273	5006	5562	6397
同比(%)	2%	17%	11%	15%
归属母公司净利润	420	565	680	835
同比(%)	-3%	34%	20%	23%

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	2.0%	17.1%	11.1%	15.0%
营业利润	-27.6%	57.5%	20.7%	23.4%
归属于母公司净利润	-2.6%	34.5%	20.4%	22.8%
获利能力				
毛利率	29.9%	35.7%	35.9%	35.6%
净利率	9.8%	11.3%	12.2%	13.1%
ROE	9.2%	11.3%	12.4%	13.7%
ROIC	7.2%	13.3%	16.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	53.6%	51.7%	51.6%	50.5%
净负债比率	72.32%	72.92%	73.41%	72.76%
流动比率	0.41	0.70	1.07	1.43
速动比率	0.33	0.61	0.97	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.46	0.47	0.48
应收账款周转率	15	18	17	17
应付账款周转率	4.40	4.28	4.41	4.48
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.46	0.55	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.96	1.27	1.37
每股净资产(最新摊薄)	3.67	4.04	4.44	4.94
估值比率				
P/E	42.73	31.78	26.39	21.50
P/B	3.95	3.59	3.27	2.94
EV/EBITDA	23	15	14	12

毛利率(%)	29.9%	35.7%	35.9%	35.6%
ROE(%)	9.2%	11.3%	12.4%	13.7%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.55	0.67
P/E	42.73	31.78	26.39	21.50
P/B	3.95	3.59	3.27	2.94
EV/EBITDA	23	15	14	12

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。