



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料  
当前价格(元): 9.04  
合理区间(元): 15.45-16.48

证券分析师

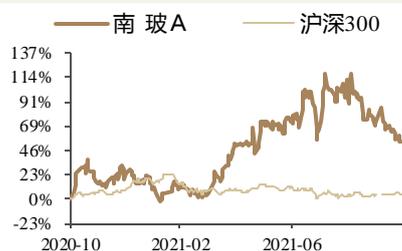
闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.31	-14.23	4.31
相对涨幅(%)	-1.86	-15.93	3.11

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 1.《南玻 A (000012.SZ): 21H1 业绩亮眼, 全年高弹性可期》, 2021.8.26
- 2.《建材中期策略报告-聚焦地产竣工周期, 把握消费建材集中度提升》, 2021.8.18
- 3.《南玻 A (000012.SZ): 老牌玻璃龙头, 战略调整再起航》, 2021.8.12

# 南玻 A (000012.SZ): Q3 计提减值影响当期盈利, 未来仍具成长性

投资要点

- **事件:** 2021 年前三季度公司实现营业收入 102.47 亿元, 同比增加 37.2%, 归母净利润 15.1 亿元, 同比增长 107.73%, 扣非归母净利润 14.6 亿元, 同比增长 117.99%; 其中 2021Q3 公司实现营业收入 36.32 亿元, 同比增长 19.32%, 归母净利润 1.57 亿元, 同比下降 53.09%, 扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比下降 56.68%。
- **Q3 营收保持高增长, 受计提减值影响当期业绩。** 受地产竣工周期支撑, Q3 全国浮法玻璃均价约为 2970 元/吨, 同比上升 69.8%, 环比 21H1 同比上升 27.4%, 价格维持高位支撑营收高增长。Q3 公司计提资产及信用减值约 6.8 亿元, 影响当期业绩, 主要是太阳能业务部分闲置资产减值损失, 我们认为, 公司集中计提不良资产, 卸下包袱再出发, 有利于长期发展; 公司 Q3 毛利率为 37.38%, 环比基本持平, 整体盈利仍处于高位。受工信部浮法玻璃企业座谈会、地产融资收紧以及头部房企负面信息影响, “金九银十” 呈现旺季不旺, 主要是下游加工厂担心终端回款问题, 订单有所推后所致; 我们认为, 地产竣工周期并未结束, 订单推迟但未消失, 随着地产悲观预期修复, 压制的需求有望逐步释放; 同时叠加石英砂、纯碱等成本不断上涨的支撑, 玻璃价格向下有支撑, 向上依旧弹性十足。
- **电子玻璃产能再扩张, 成长性十足。** 公司电子玻璃业务增长明显, 21H1 电子玻璃和显示器件业务利润同比增长 30-40%; 根据半年报交流会议, 公司下半年电子玻璃订单以 KK6 为主, 较 KK3 适用下游终端机型更广, KK6 产品占比逐步提升; 而最新产品 KK8 则定位高端机型, 未来随着商业化量产有望加速实现国产替代, 进一步提升市占率, 巩固国内电子玻璃龙头地位。9 月初, 公司公告将在广西建设一条 700t/d 的一窑两线电子和光电玻璃生产线, 由于电子玻璃高端产品利润率较高 (KK6 约 50%), 随着新建产能陆续投放, 将为公司业绩增长提供动力。
- **建筑玻璃 Q4 毛利率有望环比改善, 新产能投产效益将在明年显现。** 公司工程玻璃业务以定制化生产为主, 今年以来原片价格持续上涨推升成本, 但公司有效传导至下游需要一定过程与时间, Q3 订单价格已有所上涨, 逐步向下游传导浮法原片上涨带来的成本压力, 预计 Q4 建筑玻璃毛利率有望环比继续改善。与此同时, 公司建筑节能玻璃产能持续扩张, 21H1 交流会议提及, 目前肇庆基地已投入生产, 吴江和天津生产基地预计四季度陆续投产, 十月中旬公司公告计划在安徽省合肥市投资建设南玻节能玻璃智能制造产业基地, 随着新项目逐步落地, 工程玻璃市场占有率将进一步提升。
- **加速光伏玻璃扩建, 提供中期增量。** 在“碳达峰、碳中和”目标指引下, 光伏行业发展迅速, 根据国务院规划, 到 2025 年, 非化石能源消费占比 20% 以上, 同时光伏玻璃新建产能不再需要产能置换, 因此公司加速布局光伏玻璃, 未来公司将在安徽凤阳新建 4 条 1200 吨/天的生产线, 在湖北咸宁新建 1 条 1200 吨/天的生产线, 在广西北海建设 2 条 1200t/d 一窑五线光伏压延玻璃生产线, 预计到 2022 年末光伏玻璃产能将达到 7300 吨/天, 跻身光伏玻璃第一梯队, 公司新建生产线容量大、效率高, 可以满足组件日益大尺寸化的需求, 有望凸显后发优势。
- **投资建议:** 考虑到公司计提资产减值, 我们调整 2021-2023 年公司归母净利润分别为 23.6、34.7 和 41.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.77、1.13 和 1.35 元, 对应 PE

估值分别为 11.8、8.0 和 6.7 倍；参考可比公司平均估值以及公司未来产品高端化带来的成长性，维持“买入”评级，目标价区间为 15.45-16.48 元。

- **风险提示：** 地产投资大幅下滑，房企融资进一步收紧，光伏装机不及预期，消费电子产品更新速度提升。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	3,070.69	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	1,956.89	营业收入(百万元)	10,472	10,671	14,876	18,350	23,144
52 周内股价区间(元):	5.75-12.78	(+/-)YOY(%)	-1.3%	1.9%	39.4%	23.4%	26.1%
总市值(百万元):	27,759.06	净利润(百万元)	536	779	2,356	3,470	4,148
总资产(百万元):	19,427.39	(+/-)YOY(%)	18.4%	45.3%	202.3%	47.3%	19.5%
每股净资产(元):	3.72	全面摊薄 EPS(元)	0.17	0.25	0.77	1.13	1.35
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	26.1%	30.2%	41.4%	42.1%	39.8%
		净资产收益率(%)	5.6%	7.6%	18.2%	20.9%	19.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.77	1.13	1.35
每股净资产	3.33	4.21	5.42	6.83
每股经营现金流	0.89	1.05	1.37	1.61
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	29.52	11.78	8.00	6.69
P/B	2.22	2.15	1.67	1.32
P/S	2.60	1.87	1.51	1.20
EV/EBITDA	8.77	7.92	5.23	4.12
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.2%	41.4%	42.1%	39.8%
净利润率	7.3%	15.8%	18.9%	17.9%
净资产收益率	7.6%	18.2%	20.9%	19.8%
资产回报率	4.4%	11.1%	13.5%	13.2%
投资回报率	9.4%	14.3%	17.0%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.9%	39.4%	23.4%	26.1%
EBIT 增长率	31.8%	81.5%	44.8%	18.9%
净利润增长率	45.3%	202.3%	47.3%	19.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.6%	36.6%	32.9%	30.7%
流动比率	1.2	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.0	1.5	1.6	1.7
现金比率	0.6	1.0	1.1	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.3	23.3	23.3	23.3
存货周转天数	40.0	40.0	40.0	40.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.2	1.7	1.9	2.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	779	2,356	3,470	4,148
少数股东损益	33	99	145	174
非现金支出	1,668	856	453	373
非经营收益	147	182	183	186
营运资金变动	104	-264	-53	52
经营活动现金流	2,731	3,228	4,199	4,933
投资	-1,109	-566	-2,567	-2,567
其他	0	-383	-383	-383
其他	319	4	5	6
投资活动现金流	-790	-946	-2,945	-2,944
债权募资	-755	17	65	90
股权募资	0	0	0	0
其他	-889	-184	-186	-190
融资活动现金流	-1,645	-167	-121	-100
现金净流量	292	2,116	1,133	1,889

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,671	14,876	18,350	23,144
营业成本	7,444	8,710	10,630	13,942
毛利率%	30.2%	41.4%	42.1%	39.8%
营业税金及附加	122	170	210	264
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	234	326	402	507
营业费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	667	930	1,147	1,447
管理费用率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	405	564	696	878
研发费用率%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
EBIT	1,889	3,428	4,964	5,901
财务费用	224	184	186	190
财务费用率%	2.1%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-739	-790	-330	-250
投资收益	3	4	5	6
营业利润	1,112	3,343	4,924	5,885
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	1,106	3,343	4,924	5,885
EBITDA	2,812	3,494	5,087	6,023
所得税	294	888	1,308	1,563
有效所得税率%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
少数股东损益	33	99	145	174
归属母公司所有者净利润	779	2,356	3,470	4,148

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,126	4,242	5,374	7,263
应收账款及应收票据	889	1,240	1,529	1,929
存货	815	954	1,164	1,527
其它流动资产	809	1,054	1,266	1,566
流动资产合计	4,640	7,489	9,334	12,285
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	9,146	8,841	9,440	10,069
在建工程	1,893	2,243	3,993	5,743
无形资产	1,140	1,235	1,330	1,424
非流动资产合计	13,243	13,685	16,430	19,205
资产总计	17,883	21,174	25,764	31,490
短期借款	353	350	385	425
应付票据及应付账款	1,383	1,618	1,974	2,590
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,084	2,318	2,620	3,120
流动负债合计	3,819	4,285	4,979	6,135
长期借款	853	873	903	953
其它长期负债	2,595	2,595	2,595	2,595
非流动负债合计	3,448	3,468	3,498	3,548
负债总计	7,267	7,753	8,477	9,682
实收资本	3,071	3,071	3,071	3,071
普通股股东权益	10,213	12,919	16,640	20,987
少数股东权益	403	502	647	820
负债和所有者权益合计	17,883	21,174	25,764	31,490

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。