

# 南玻 A ( 000012 )

## 全年业绩高增，多元扩张下业绩弹性可期

**事件：**公司 21FY 实现营收/归母净利/扣非归母净利润 136.3/15.3/14.4 亿元，  
 yoy+27.7%/+96.2%/+166.6%，处业绩预告中值。其中，Q1-Q4 收入增速  
 73%/34%/19%/5.6%，归母净利 5.7/7.8/1.6/0.2 亿元，  
 yoy+415%/178%/-53%/-63%。若剔除减值准备影响，Q4 归母净利约 3.7 亿  
 元，同口径下 yoy-29%。

### 浮法、电子玻璃双创新高，光伏、工程玻璃扩张有序推进

分业务看，三块玻璃（浮法、光伏、工程）实现营收 110.7 亿元，yoy+27%；  
 四块玻璃（加电子）实现营收 127.5 亿元，净利润 25.5 亿元。①浮法玻璃营收  
 yoy+47%，净利润 16.8 亿元，yoy+170%，若以 252 万吨（5040 万重箱）  
 计算，单箱净利 33 元，yoy+174%。②光伏玻璃营收与去年持平，净利润  
 yoy-38%。据卓创，光伏玻璃目前在产产能 3470t/d，根据目前规划，产能  
 全部投产后有望达 11870t/d。③工程玻璃营收 yoy+24%，受原片价格全年  
 维持高位影响及 1 亿元的减值影响，净利润同比下降 76%；销量 3950 万平，  
 yoy+14.8%。从扩张计划看，工程玻璃目前产能近 6500 万平米（成品口径），  
 随着吴江产能释放及天津基地产能升级，后续工程玻璃产销仍有望较快增  
 长。④电子显示业务营收 19 亿元，yoy+75%，计提 1.8 亿元减值后，净利  
 润 yoy+46%；其中电子玻璃销量 27 万吨，yoy+374%，电子玻璃产品结构  
 不断升级，目前已进入发展快车道。

### 全年毛利率达历史较高水平，成本端价格上涨 Q4 盈利水平有所下滑

21FY 公司毛利率 35%，同比 +4.8pct。其中 Q1-Q4 分别为  
 37.3%/37.9%/37.4%/27.6%，Q4 随着纯碱、天然气等价格的快速上涨及玻  
 璃需求的逐步下降，Q4 毛利率水平回落较为明显，同比 -2.4pct。22Q1 南  
 玻浮法均价同比 -4.3%，环比 -0.8%，22Q1 重碱价格同比 +63%，环比 -26%，  
 天然气价格同比 +8.3%，环比 +10.1%，我们预计 22Q1 毛利率环比将有所改  
 善，预计有望超 30%。此外，22Q1 公司多晶硅顺利复产，产能 1 万吨/年，  
 目前多晶硅价格约 25 万元/吨，今年有望厚增公司利润。

### 期间费用率优化，现金流强劲支撑多元发展

21FY 公司期间费用率 12.37%，同比下降 2pct。其中，销售/管理/研发/财  
 务费用率分别为 2.0%/5.5%/3.8%/1.1%，yoy -0.2/-0.7/-0.04/-1.0 pct。公司  
 费用管控良好，21FY 净利率 11.46%，同比上升 3.79 pct。21FY 公司 CFO 净  
 额 39 亿元，比去年同期增加 11.7 亿元，收现比为 110.00%，同比 +1.02 pct，  
 浮法去年高景气下公司现金流强劲，进一步支撑公司多元化发展。

**投资建议：**公司为老牌玻璃企业，随着电子、光伏玻璃的逐步推进，后续  
 成长可见性有望更加清晰。我们预计公司 22-24 年归母净利润  
 24.5/31.7/36.8 亿元，对应 PE 7.8/6.0/5.2，维持“买入”评级。

**风险提示：**成本上涨超预期，下游需求不及预期，收购整合不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,671.25	13,629.03	17,013.22	21,559.57	23,748.84
增长率(%)	1.90	27.72	24.83	26.72	10.15
EBITDA(百万元)	4,046.78	5,559.91	4,590.43	5,564.49	6,189.29
净利润(百万元)	779.33	1,529.33	2,445.91	3,166.42	3,675.41
增长率(%)	45.28	96.24	59.93	29.46	16.07
EPS(元/股)	0.25	0.50	0.80	1.03	1.20
市盈率(P/E)	24.35	12.41	7.76	5.99	5.16
市净率(P/B)	1.86	1.66	1.46	1.23	1.04
市销率(P/S)	1.78	1.39	1.12	0.88	0.80
EV/EBITDA	6.00	5.41	3.89	2.49	1.78

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
 2022 年 04 月 25 日

### 投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.18 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,961.32
流通 A 股股本(百万股)	1,956.59
A 股总市值(百万元)	12,120.98
流通 A 股市值(百万元)	12,091.70
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	40.49
一年内最高/最低(元)	13.27/6.14

### 作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtaoa@tfzq.com

熊可为	联系人
xiongkewei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《南玻 A-首次覆盖报告:技术引领行业，三块玻璃齐头并进》 2021-11-15
- 2 《南玻 A-年报点评报告:收入增长稳定，多元化战略逐渐体现》 2018-04-24
- 3 《南玻 A-公司深度研究:玻璃行业老牌劲旅整装待发，三大产业链助力远航》 2017-11-16

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,125.79	2,765.93	3,402.64	6,006.92	8,688.67	<b>营业收入</b>	10,671.25	13,629.03	17,013.22	21,559.57	23,748.84
应收票据及应收账款	889.43	749.75	2,558.38	1,034.88	2,659.38	营业成本	7,444.47	8,849.49	11,702.96	14,958.22	16,339.51
预付账款	85.93	76.10	183.97	131.84	210.02	营业税金及附加	121.90	148.66	185.57	235.16	259.03
存货	815.16	1,093.81	926.86	1,732.38	990.87	销售费用	233.92	270.70	340.26	431.19	474.98
其他	723.53	1,621.05	2,885.57	2,738.84	2,703.51	管理费用	666.98	752.61	884.69	1,077.98	1,187.44
<b>流动资产合计</b>	<b>4,639.84</b>	<b>6,306.62</b>	<b>9,957.42</b>	<b>11,644.87</b>	<b>15,252.45</b>	研发费用	404.84	511.74	595.46	711.47	759.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	224.01	151.18	120.00	56.72	0.00
固定资产	9,145.64	8,566.52	10,050.39	10,114.99	9,239.73	资产/信用减值损失	(744.23)	(1,135.56)	(110.00)	(110.00)	(110.00)
在建工程	1,893.38	2,461.09	652.22	330.44	106.09	公允价值变动收益	179.91	0.00	(0.60)	0.00	0.00
无形资产	1,188.87	1,239.63	1,177.88	1,116.12	1,054.37	投资净收益	2.65	16.85	0.00	0.00	0.00
其他	1,015.18	1,365.51	956.09	1,016.82	1,060.31	其他	1,024.93	2,132.45	(0.00)	(0.00)	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,243.08</b>	<b>13,632.74</b>	<b>12,836.57</b>	<b>12,578.37</b>	<b>11,460.50</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,111.88</b>	<b>1,930.93</b>	<b>3,073.68</b>	<b>3,978.85</b>	<b>4,617.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,882.91</b>	<b>19,939.36</b>	<b>22,793.99</b>	<b>24,223.24</b>	<b>26,712.95</b>	营业外收入	14.37	12.60	11.60	12.86	12.35
短期借款	352.90	180.77	684.62	0.00	0.00	营业外支出	20.55	26.13	18.71	21.80	22.21
应付票据及应付账款	1,382.68	1,829.51	2,071.47	2,914.60	2,350.35	<b>利润总额</b>	<b>1,105.69</b>	<b>1,917.40</b>	<b>3,066.57</b>	<b>3,969.91</b>	<b>4,608.06</b>
其他	1,786.72	1,444.58	2,757.87	2,675.50	2,797.86	所得税	293.74	356.15	569.61	737.40	855.94
<b>流动负债合计</b>	<b>3,522.30</b>	<b>3,454.87</b>	<b>5,513.97</b>	<b>5,590.10</b>	<b>5,148.21</b>	<b>净利润</b>	<b>811.95</b>	<b>1,561.25</b>	<b>2,496.96</b>	<b>3,232.50</b>	<b>3,752.12</b>
长期借款	853.25	1,469.06	990.07	0.00	0.00	少数股东损益	32.63	31.92	51.05	66.09	76.71
应付债券	1,994.02	1,996.59	1,990.00	1,990.00	1,990.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>779.33</b>	<b>1,529.33</b>	<b>2,445.91</b>	<b>3,166.42</b>	<b>3,675.41</b>
其他	600.68	817.19	800.77	712.50	732.78	每股收益(元)	0.25	0.50	0.80	1.03	1.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,447.95</b>	<b>4,282.83</b>	<b>3,780.85</b>	<b>2,702.50</b>	<b>2,722.78</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,267.03</b>	<b>8,072.89</b>	<b>9,294.81</b>	<b>8,292.60</b>	<b>7,870.99</b>						
少数股东权益	402.89	436.81	473.74	522.13	580.84						
股本	3,070.69	3,070.69	3,070.69	3,070.69	3,070.69						
资本公积	597.00	597.00	597.00	597.00	597.00						
留存收益	6,373.21	7,595.47	9,364.71	11,683.02	14,496.07						
其他	172.09	166.50	(6.96)	57.81	97.36						
<b>股东权益合计</b>	<b>10,615.88</b>	<b>11,866.47</b>	<b>13,499.18</b>	<b>15,930.64</b>	<b>18,841.96</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,882.91</b>	<b>19,939.36</b>	<b>22,793.99</b>	<b>24,223.24</b>	<b>26,712.95</b>						
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	<b>主要财务比率</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	811.95	1,561.25	2,445.91	3,166.42	3,675.41	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	923.29	954.24	1,186.75	1,318.93	1,361.37	营业收入	1.90%	27.72%	24.83%	26.72%	10.15%
财务费用	273.31	188.86	120.00	56.72	0.00	营业利润	67.52%	73.66%	59.18%	29.45%	16.06%
投资损失	(2.65)	(16.85)	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	45.28%	96.24%	59.93%	29.46%	16.07%
营运资金变动	313.61	73.88	(888.61)	1,285.74	(1,221.23)	<b>获利能力</b>					
其它	411.11	1,140.70	50.45	66.09	76.71	毛利率	30.24%	35.07%	31.21%	30.62%	31.20%
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,730.62</b>	<b>3,902.08</b>	<b>2,914.50</b>	<b>5,893.89</b>	<b>3,892.26</b>	净利率	7.30%	11.22%	14.38%	14.69%	15.48%
资本支出	283.33	673.41	816.42	1,088.27	179.72	ROE	7.63%	13.38%	18.78%	20.55%	20.13%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.66%	14.32%	23.61%	27.55%	36.64%
其他	(1,073.12)	(3,578.48)	(2,615.22)	(1,888.27)	(379.72)						
<b>投资活动现金流</b>	<b>(789.79)</b>	<b>(2,905.08)</b>	<b>(1,798.80)</b>	<b>(800.00)</b>	<b>(200.00)</b>						
债权融资	(1,369.96)	(128.65)	385.27	(1,688.57)	(169.70)						
股权融资	(157.03)	(5.59)	(864.26)	(801.04)	(840.81)						
其他	(117.59)	(228.52)	(0.00)	0.00	0.00						
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,644.59)</b>	<b>(362.75)</b>	<b>(478.98)</b>	<b>(2,489.61)</b>	<b>(1,010.51)</b>						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>现金净增加额</b>	<b>296.24</b>	<b>634.26</b>	<b>636.72</b>	<b>2,604.27</b>	<b>2,681.75</b>						
<b>偿债能力</b>											
净利润	811.95	1,561.25	2,445.91	3,166.42	3,675.41	资产负债率	40.64%	40.49%	40.78%	34.23%	29.47%
折旧摊销	923.29	954.24	1,186.75	1,318.93	1,361.37	净负债率	18.86%	11.67%	9.28%	-18.73%	-30.97%
财务费用	273.31	188.86	120.00	56.72	0.00	流动比率	1.21	1.66	1.81	2.08	2.96
投资损失	(2.65)	(16.85)	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.00	1.38	1.64	1.77	2.77
营运资金变动	313.61	73.88	(888.61)	1,285.74	(1,221.23)	<b>营运能力</b>					
其它	411.11	1,140.70	50.45	66.09	76.71	应收账款周转率	11.62	16.63	10.29	12.00	12.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,730.62</b>	<b>3,902.08</b>	<b>2,914.50</b>	<b>5,893.89</b>	<b>3,892.26</b>	存货周转率	13.11	14.28	16.84	16.21	17.44
资本支出	283.33	673.41	816.42	1,088.27	179.72	总资产周转率	0.59	0.72	0.80	0.92	0.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(1,073.12)	(3,578.48)	(2,615.22)	(1,888.27)	(379.72)	每股收益	0.25	0.50	0.80	1.03	1.20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(789.79)</b>	<b>(2,905.08)</b>	<b>(1,798.80)</b>	<b>(800.00)</b>	<b>(200.00)</b>	每股经营现金流	0.89	1.27	0.95	1.92	1.27
债权融资	(1,369.96)	(128.65)	385.27	(1,688.57)	(169.70)	每股净资产	3.33	3.72	4.24	5.02	5.95
股权融资	(157.03)	(5.59)	(864.26)	(801.04)	(840.81)	<b>估值比率</b>					
其他	(117.59)	(228.52)	(0.00)	0.00	0.00	市盈率	24.35	12.41	7.76	5.99	5.16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,644.59)</b>	<b>(362.75)</b>	<b>(478.98)</b>	<b>(2,489.61)</b>	<b>(1,010.51)</b>	市净率	1.86	1.66	1.46	1.23	1.04
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	6.00	5.41	3.89	2.49	1.78
<b>现金净增加额</b>	<b>296.24</b>	<b>634.26</b>	<b>636.72</b>	<b>2,604.27</b>	<b>2,681.75</b>	EV/EBIT	7.77	6.53	5.25	3.26	2.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com