

# 南玻 A (000012. SZ)

## 2022 年中报点评：玻璃盈利承压，太阳能业务升级表现亮眼

买入

### 核心观点

**业绩整体承压，Q2 收入实现增长。**2022H1 实现营收 65.19 亿，同减 1.45%，归母净利润 10.01 亿，同减 25.98%，扣非归母净利润 8.88 亿，同减 33.25%，EPS 为 0.33 元/股，其中 Q2 单季度收入 37.34 亿，同增 3.5%，归母净利润 6.17 亿，同减 20.8%。上半年玻璃业务受需求不佳和成本上涨因素影响，表现有所承压，太阳能业务转型取得突破，对冲一定压力。

**玻璃业务盈利承压，太阳能业务表现亮眼。**上半年玻璃业务板块实现收入 44.29 亿元，同比 -17.26%，毛利率为 30.89%，同比 -7.7pct，盈利承压主因原燃材料价格上涨所致，其中浮法玻璃收入同比 -20.66%，主因需求放缓、玻璃价格下降，净利润同比 -64.34%；光伏玻璃收入同比 -43.66%，主因东莞生产线技改，净利润同比 -101.18%；工程玻璃受益于产能释放，收入同比 +1.11%，净利润 +216.17%。电子玻璃和显示器件板块受疫情及宏观经济影响，终端市场需求萎缩，收入实现 8.1 亿，同比 -8.06%，净利润 1.12 亿，同比 -50.15%。硅料产能技改优化后迅速进入行业一线大厂供应体系，硅片产品成功抢占印度市场，整体盈利能力明显改善，上半年太阳能业务板块收入 14.34 亿，同比 +225.49%，净利润 2.82 亿，收入占比提升 15.3pct 至 22%。

**费用率保持平稳，现金流表现承压。**上半年实现综合毛利率 28.9%，同比 -8.8pct，净利率 15.4%，同比 -5.34%。费用率方面保持基本平稳，其中管理/财务费用率分别下降 0.48 和 0.35pct，销售/研发费用率分别提高 0.16 和 0.68pct。上半年经营性净现金流为 9.03 亿，同比 -46.84%，主因收入成本增加及收到现金减少。报告期末，公司资产负债率为 45.43%，较去年末提高 4.94pct，主因公司业务发展，整体仍保持较健康水平。

**风险提示：**供给增加超预期；业务推进不及预期；疫情反复。

**投资建议：**产能有望逐步释放，维持“买入”评级。

公司上半年仍在积极推进深加工领域扩张，光伏玻璃凤阳一二号窑炉已完成点火，剩余五座窑炉（凤阳、咸宁、北海）有序筹备和建设中；吴江、咸宁工程玻璃改扩建预计年内完成，西安、合肥基地已启动建设，预计明年完工；可转债募投的高纯晶硅项目已初步完成顶层设计。随着未来新增产能的投放，有望持续增厚公司业绩。考虑到上半年不利因素影响，下调 2022-24 年 EPS 至 0.59/0.71/0.83 元/股（调整前为 0.62/0.72/0.80 元/股），对应 PE 为 11.0/9.2/7.9x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,671	13,629	16,166	19,804	22,315
(+/-%)	1.9%	27.7%	18.6%	22.5%	12.7%
净利润(百万元)	779	1529	1815	2180	2545
(+/-%)	45.3%	96.2%	18.7%	20.1%	16.7%
每股收益(元)	0.25	0.50	0.59	0.71	0.83
EBIT Margin	16.9%	22.7%	14.5%	14.0%	14.2%
净资产收益率(ROE)	7.6%	13.4%	14.3%	15.3%	15.9%
市盈率(PE)	25.7	13.1	11.0	9.2	7.9
EV/EBITDA	10.0	6.9	8.5	7.5	6.8
市净率(PB)	1.96	1.75	1.58	1.41	1.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

6.52 元

总市值/流通市值

20023/19990 百万元

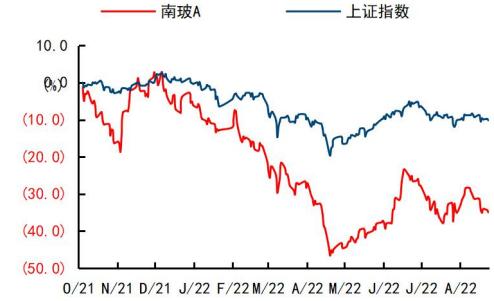
52 周最高价/最低价

13.22/5.37 元

近 3 个月日均成交额

346.07 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《南玻 A(000012.SZ)-业绩大幅增长，各板块扩张稳步推进》——2022-04-25

《南玻 A-000012-2016 年半年报点评：全年高增长可期，继续给予买入评级》——2016-08-22

《国信证券—南玻 A：公司目前经营情况良好—050107.pdf》——2005-04-29

**业绩整体承压，Q2 收入实现增长。**2022H1 实现营收 65.19 亿，同减 1.45%，归母净利润 10.01 亿，同减 25.98%，扣非后归母净利润 8.88 亿，同减 33.25%，EPS 为 0.33 元/股，其中 Q2 单季度收入 37.34 亿，同增 3.5%，归母净利润 6.17 亿，同减 20.8%。上半年玻璃业务受需求不佳和成本上涨因素影响，表现有所承压，硅片业务转型取得突破，对冲一定压力。

图1：南玻 A 营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南玻 A 单季营业收入及增速



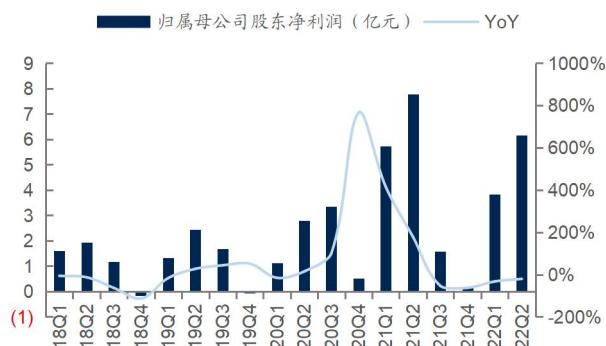
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：南玻 A 归母净利润及增速（单位：亿元、%）



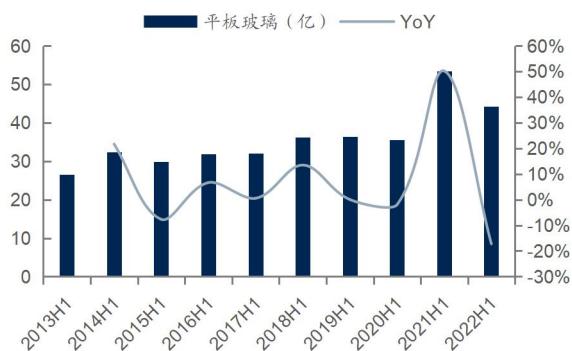
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（2013年增速为 459%）

图4：南玻 A 单季归母净利润及增速

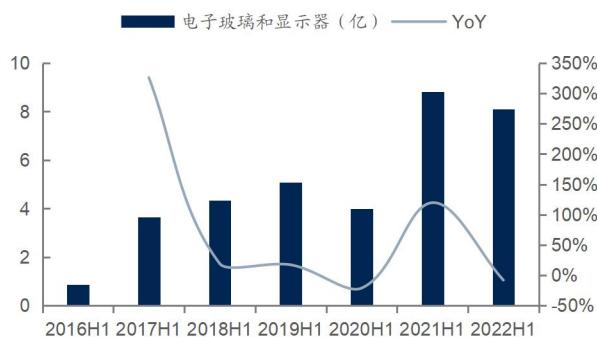


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**玻璃业务盈利承压，硅料业务表现亮眼。**上半年玻璃业务板块实现收入 44.29 亿元，同比 -17.26%，毛利率为 30.89%，同比 -7.7pct，盈利承压主因原材料价格上涨所致，其中浮法玻璃收入同比 -20.66%，主因需求放缓、玻璃价格下降，净利润同比 -64.34%；光伏玻璃收入同比 -43.66%，主因东莞生产线技改，净利润同比 -101.18%；工程玻璃受益于产能释放，收入同比 +1.11%，净利润 +216.17%。电子玻璃和显示器件板块受疫情及宏观经济影响，终端市场需求萎缩，收入实现 8.1 亿，同比 -8.06%，净利润 1.12 亿，同比 -50.15%。硅料产能技改优化后迅速进入行业一线大厂供应体系，硅片产品成功抢占印度市场，整体盈利能力明显改善，上半年太阳能及其他业务板块收入 14.34 亿，同比 +225.49%，净利润 2.82 亿，收入占比提升 15.3pct 至 22%。

**图5：南玻A 平板玻璃产品业务收入及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6：南玻A 电子玻璃及显示器业务收入及增速**


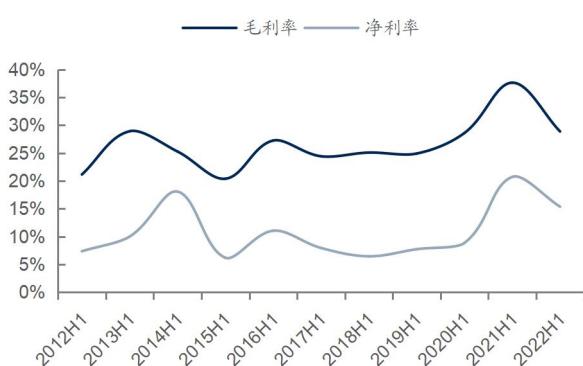
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图7：南玻太阳能及其他业务收入及增速**

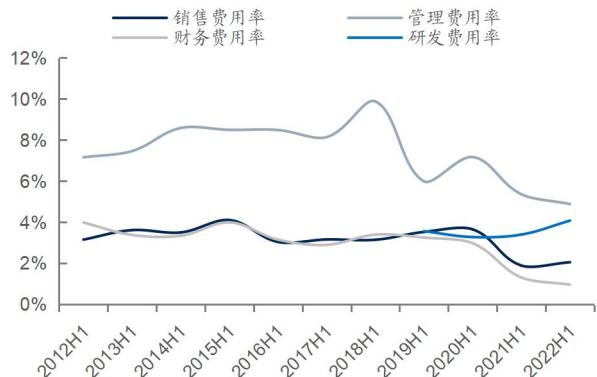

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8：南玻A 各业务板块毛利率**

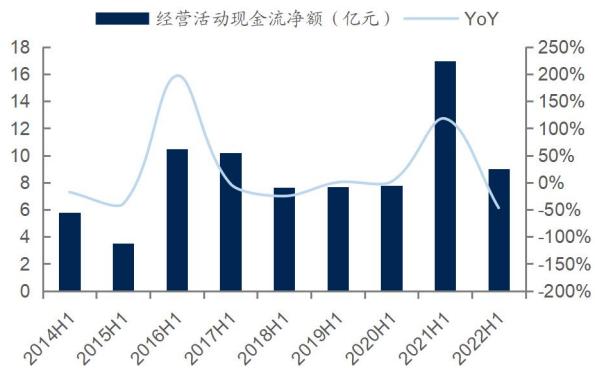

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图9：南玻A 综合毛利率和净利率（%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图10：南玻A 期间费用率（%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图11：南玻A 经营性净现金流净额**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图12：南玻A 资产负债率 (%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**费用率保持平稳，现金流表现承压。**上半年实现综合毛利率 28.9%，同比-8.8pct，净利率 15.4%，同比-5.34%。费用率方面保持基本平稳，其中管理/财务费用率分别下降 0.48 和 0.35pct，销售/研发费用率分别提高 0.16 和 0.68pct。上半年经营性净现金流为 9.03 亿，同比-46.84%，主因收入成本增加及收到现金减少。报告期末，公司资产负债率为 45.43%，较去年末提高 4.94pct，主因公司业务发展，整体仍保持较健康水平。

**深加工产能有望逐步释放，维持“买入”评级。**公司上半年仍在积极推进深加工领域扩张，光伏玻璃凤阳一二号窑炉已完成点火，剩余五座窑炉（凤阳、咸宁、北海）有序筹备和建设中；吴江、咸宁工程玻璃改扩建预计年内完成，西安、合肥基地已启动建设，预计明年完工；可转债募投的高纯晶硅项目已初步完成顶层设计。随着未来新增产能的投放，有望持续增厚公司业绩。考虑到上半年不利因素影响，下调 2022-24 年 EPS 至 0.59/0.71/0.83 元/股（调整前为 0.62/0.72/0.80 元/股），对应 PE 为 11.0/9.2/7.9x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2126	2766	4000	5577	7677	<b>营业收入</b>	<b>10671</b>	<b>13629</b>	<b>16166</b>	<b>19804</b>	<b>22315</b>
应收款项	1090	933	1273	1458	1700	营业成本	7444	8849	11871	14532	16263
存货净额	815	1094	1704	1959	2277	营业税金及附加	122	149	180	219	248
其他流动资产	608	514	766	842	1003	销售费用	234	271	337	453	577
<b>流动资产合计</b>	<b>4640</b>	<b>6307</b>	<b>8742</b>	<b>10836</b>	<b>13656</b>	管理费用	667	753	835	1092	1225
固定资产	11039	11028	11410	11641	11513	研发费用	405	512	596	741	832
无形资产及其他	1140	1168	1122	1076	1030	财务费用	224	151	101	63	9
投资性房地产	1064	1438	1438	1438	1438	投资收益	3	17	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	918	982	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>17883</b>	<b>19939</b>	<b>22712</b>	<b>24990</b>	<b>27637</b>	其他收入	(1789)	(2524)	(556)	(701)	(792)
短期借款及交易性金融负债	1280	685	1255	834	908	营业利润	1112	1931	2276	2734	3191
应付款项	1383	1830	2371	2982	3312	营业外净收支	(6)	(14)	0	0	0
其他流动负债	1156	1276	1779	2157	2460	<b>利润总额</b>	<b>1106</b>	<b>1917</b>	<b>2276</b>	<b>2734</b>	<b>3191</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3819</b>	<b>3790</b>	<b>5404</b>	<b>5973</b>	<b>6680</b>	所得税费用	294	356	423	508	593
长期借款及应付债券	2847	3466	3236	3236	3236	少数股东损益	33	32	38	46	53
其他长期负债	601	817	910	1065	1189	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>779</b>	<b>1529</b>	<b>1815</b>	<b>2180</b>	<b>2545</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3448</b>	<b>4283</b>	<b>4146</b>	<b>4300</b>	<b>4424</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7267</b>	<b>8073</b>	<b>9550</b>	<b>10273</b>	<b>11104</b>	<b>净利润</b>	<b>779</b>	<b>1529</b>	<b>1815</b>	<b>2180</b>	<b>2545</b>
少数股东权益	403	437	461	490	524	资产减值准备	275	243	263	40	0
股东权益	10213	11430	12700	14226	16008	折旧摊销	922	954	1122	1296	1394
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17883</b>	<b>19939</b>	<b>22712</b>	<b>24990</b>	<b>27637</b>	公允价值变动损失	(918)	(982)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	224	151	101	63	9
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	259	626	198	668	36
每股收益	0.25	0.50	0.59	0.71	0.83	其它	(261)	(223)	(238)	(11)	34
每股红利	0.14	0.18	0.18	0.21	0.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>1056</b>	<b>2148</b>	<b>3139</b>	<b>4154</b>	<b>3990</b>
每股净资产	3.33	3.72	4.14	4.63	5.21	资本开支	0	(2107)	(1701)	(1501)	(1201)
ROIC	8%	16%	12%	14%	16%	其它投资现金流	0	(1000)	0	0	0
ROE	8%	13%	14%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(3106)</b>	<b>(1701)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1201)</b>
毛利率	30%	35%	27%	27%	27%	权益性融资	(4)	2	0	0	0
EBIT Margin	17%	23%	15%	14%	14%	负债净变化	(467)	616	(230)	0	0
EBITDA Margin	25%	30%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(439)	(547)	(545)	(654)	(764)
收入增长	2%	28%	19%	22%	13%	其它融资现金流	898	1459	570	(421)	74
净利润增长率	45%	96%	19%	20%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(917)</b>	<b>1598</b>	<b>(204)</b>	<b>(1076)</b>	<b>(689)</b>
资产负债率	43%	43%	44%	43%	42%	<b>现金净变动</b>	<b>139</b>	<b>640</b>	<b>1234</b>	<b>1577</b>	<b>2100</b>
息率	2.2%	2.7%	2.7%	3.3%	3.8%	货币资金的期初余额	1987	2126	2766	4000	5577
P/E	25.7	13.1	11.0	9.2	7.9	货币资金的期末余额	2126	2766	4000	5577	7677
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	0	1994	1530	2716	2811
EV/EBITDA	10.0	6.9	8.5	7.5	6.8	权益自由现金流	0	4069	1788	2243	2878

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032