

南玻 A

000012

审慎增持 (维持)

浮法拖累 Q3 业绩，光伏玻璃快速推进

2022 年 10 月 25 日

市场数据

市场数据日期	2022-10-24
收盘价(元)	6.62
总股本(百万股)	3070.69
流通股本(百万股)	3066.14
总市值(百万元)	20327.98
流通市值(百万元)	12953.85
净资产(百万元)	11817.42
总资产(百万元)	22471.18
每股净资产(元)	3.85

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

- 《【兴证建材】南玻 A2022 半年报点评: H1 浮法业绩承压, 硅料业务大幅增长》2022-08-31
- 《【兴证建材】南玻 A2021 年报点评: 减值影响业绩, 看好电子玻璃国产替代》2022-04-25
- 《【兴证建材】南玻 A2021 中报点评: 浮法量价齐升大幅增厚业绩, 看好电子玻璃加速国产替代》2021-08-26

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13629	15443	20396	23266
同比增长	27.7%	13.3%	32.1%	14.1%
归母净利润(百万元)	1529	2096	2642	3211
同比增长	96.2%	37.1%	26.0%	21.5%
毛利率	35.1%	29.5%	28.8%	29.8%
净利率	11.5%	13.9%	13.2%	14.1%
净资产收益率	13.4%	16.3%	18.4%	19.5%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.86	1.05
每股经营现金流(元)	1.27	0.66	1.29	1.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 108.04 亿元, 同比+5.44%, 实现归母净利润 16.51 亿元, 同比+9.32%, 扣非后归母净利 14.81 亿元, 同比+1.05%。其中, 单三季度实现营收 42.85 亿元, 同比+17.97%, 归母净利 6.49 亿元, 同比+312.78%, 扣非后归母 5.94 亿元, 同比+336.67%。业绩高增主因是去年同期计提资产减值损失 6.72 亿元, 今年无此项所致。若剔除该因素影响, Q3 归母净利同比-21.67%, 扣非后归母同比-26.50%。
- 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 27.86 亿元、37.34 亿元、42.85 亿元, 分别较去年同期变动-7.35%、+3.48%、+17.97%, Q3 营收增长提速, 主要系公司多晶硅产能投产, 硅料价格持续走高及光伏玻璃新建窑炉投产。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 28.79%, 较去年同期下降 8.74pct。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 28.34%、29.25%、28.68%, 分别较去年同期变动-8.97pct、-8.62pct、-8.71pct, 主要系受地产和消费电子等主要下游影响, 浮法玻璃价格走弱、电子玻璃销售下滑, 叠加原材料涨价, 公司盈利能力短期承压。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 15.35%, 较去年同期上升 0.35pct, 主要系上年同期计提长期资产减值准备 6.98 亿元, 今年无此项所致; 期间费用率为 11.72%, 同比下降 0.09pct, 主要系管理费率下降所致。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 16.19 亿元, 较去年同期-10.17 亿元; 每股经营性现金流净额为 0.53 元, 较去年同期减少-0.33 元。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为 0.03、0.26、0.23 元, 分别较去年同期变动-0.08、-0.18、-0.07 元。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 103.00%和 116.06%, 分别较去年同期变动-5.67pct、+0.41pct。现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+0.03%; 筹资活动产生的现金流量净额同比+485.49%。
- 资产负债表分析: 本报告期末资产负债率为 47.72%, 较去年期末变动+7.23 pct, 主要系公司长期借款较去年同期末变动+193%所致。
- 盈利预测及评级: 我们预计 2022-2024 年归母净利 20.96、26.42、32.11 亿元, 根据 10 月 24 日股价对应 PE 分别为 9.7X、7.7X、6.3X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济承压; 原材料价格大幅上涨; 应收账款带来坏账损失的风险; 新业务拓展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下行。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 108.04 亿元，同比 +5.44%，实现归母净利 16.51 亿元，同比 +9.32%，扣非后归母净利 14.81 亿元，同比 +1.05%。其中，单三季度实现营收 42.85 亿元，同比 +17.97%，归母净利 6.49 亿元，同比 +312.78%，扣非后归母 5.94 亿元，同比 +336.67%。业绩高增主因是去年同期计提资产减值损失 6.72 亿元，今年无此项所致。若剔除该因素影响，Q3 归母净利同比 -21.67%，扣非后归母同比 -26.50%。

点评

- 公司披露 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营收 108.04 亿元，同比 +5.44%，其中 Q3 收入 42.85 亿元，同比 +17.97%。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 27.86 亿元、37.34 亿元、42.85 亿元，分别较去年同期变动 -7.35%、+3.48%、+17.97%，Q3 营收增长提速，主要系公司多晶硅产能投产，硅料价格持续走高及光伏玻璃两条 1200t/d 窑炉投产（凤阳一线于 2022 年 5 月 8 日点火预计三季度可贡献业绩，二线于 8 月点火）。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 28.79%，较去年同期下降 8.74pct。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 28.34%、29.25%、28.68%，分别较去年同期变动 -8.97pct、-8.62pct、-8.71pct，主要系受地产和消费电子等主要下游影响，浮法玻璃价格走弱、电子玻璃销售下滑，叠加原材料涨价压缩利润空间，公司盈利能力短期承压。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 15.35%，较去年同期上升 0.35pct，主要系上年同期计提长期资产减值准备 6.72 亿元，今年无此项所致；期间费用率为 11.72%，同比下降 0.09pct，主要系管理费用率下降所致。
 - 1) 销售费用率 2.02%，同比增加 0.16pct；
 - 2) 管理费用率 4.71%，同比下降 0.46pct；
 - 3) 财务费用率 0.98%，同比下降 0.18pct；
 - 4) 研发费用率 4.01%，同比增加 0.39pct，主要系部分子公司加大研发投入所致。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 16.19 亿元，较去年同期 -10.17 亿元；每股经营性现金流净额为 0.53 元，较去年同期减少 -0.33 元。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为 0.03、0.26、0.23 元，分别较去年同期变动 -0.08、-0.18、-0.07 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 103.00% 和 116.06%，分别较去年同期变动 -5.67pct、+0.41pct。

3) **现金流方面**，投资活动产生的现金流量净额同比+0.03%，主要系公司处置资产、收回投资收到的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额同比+485.49%，主要系子公司吸收少数股东投资收到的现金及借款增加所致。

● **资产负债表分析**：本报告期末资产负债率为 47.72%，较去年期末变动+7.23 pct，主要系公司长期借款较去年期末变动+193%所致。应收账款较去年期末变动+51%，主要系工程玻璃和光伏玻璃应收增加所致；存货较去年期末变动+61%，主要系宜昌硅材料复产及部分子公司材料储备等增加所致。

● **持续推进产能扩张，多元成长方向明确。**

1) **浮法玻璃**：公司拥有 10 条技术先进的浮法玻璃生产线，年产各类高档浮法玻璃约 247 万吨。受房地产行业下行、疫情反复、原燃料价格大幅上涨等因素的叠加影响，2022H1 浮法玻璃业务收入及盈利均出现下滑。随着国家地产政策边际改善及多地疫情下交通运输及下游深加工的陆续恢复刺激下，需求有望持续恢复。

2) **工程玻璃**：公司已形成镀膜中空玻璃年产能超过 2000 万平方米，镀膜玻璃年产能超过 4500 万平方米。随着肇庆基地以及天津项目产能逐步释放，吴江、咸宁改扩建项目年内基本建成，西安基地、合肥基地项目 2023 年完工，公司工程玻璃市场占有率将进一步提升。

3) **光伏玻璃**：受集中式装机影响，光伏玻璃市场成长空间广阔。公司积极扩产能，加快推进凤阳、咸宁、北海等新建项目建设和现有产线升级改造。

4) **电子玻璃**：公司加大电子玻璃研发投入，高铝二代实现高端屏幕应用突破，高铝三代研发稳步推进，新能源汽车车窗玻璃新产品预计 2022 年 H2 实现量产出货。河北视窗日熔量 110 吨的超薄电子玻璃生产线及配套研发中心预计 2022 年 H2 建成投产。

5) **太阳能及其他业务**：在双碳政策推动下，光伏需求长期向好。2022 年 9 月 14 日公司发布公告，与天合光能签订重大合同，约定 2023-2026 年期间，预计向天合光能合计销售 7 万吨高纯硅料原料产品。通过签订长期采购合同，有利于公司与下游优质客户建立长期稳定的战略合作伙伴关系，提升高纯硅料产品销售的稳定性。此外，公司规划在青海省海西州实施 5 万吨高纯晶硅项目，将进一步扩大太阳能业务。

● **盈利预测及评级**：我们预计 2022-2024 年归母净利润 20.96、26.42、32.11 亿元，根据 10 月 24 日股价对应 PE 分别为 9.7X、7.7X、6.3X。维持“审慎增持”评级。

● **风险提示**：宏观经济承压；原材料价格大幅上涨；应收账款带来坏账损失的风险；新业务拓展不及预期；竞争加剧导致毛利率下行。

附表

资产负债表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6307	6569	8948	11594
货币资金	2766	2856	4336	6498
交易性金融资产	1000	500	583	625
应收票据及应收账款	750	1085	1373	1541
预付款项	76	107	141	156
存货	1094	1260	1705	1926
其他	621	762	810	849
非流动资产	13633	15344	15681	15896
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8567	11336	12135	12576
在建工程	2461	1731	1209	990
无形资产	1168	1156	1145	1130
商誉	130	130	130	130
长期待摊费用	3	-2	-8	-14
其他	1304	994	1069	1083
资产总计	19939	21914	24629	27491
流动负债	3790	4463	5082	5483
短期借款	181	238	219	225
应付票据及应付账款	1830	2146	2876	3257
其他	1780	2079	1986	2001
非流动负债	4283	4101	4658	4975
长期借款	1469	1724	2099	2434
其他	2814	2377	2559	2541
负债合计	8073	8564	9740	10458
股本	3071	3071	3071	3071
资本公积	597	597	597	597
未分配利润	6451	7785	9060	10914
少数股东权益	437	481	536	603
股东权益合计	11866	13350	14889	17032
负债及权益合计	19939	21914	24629	27491

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1529	2096	2642	3211
折旧和摊销	954	1035	1245	1413
资产减值准备	982	-1035	43	25
资产处置损失	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	189	126	137	129
投资损失	-17	-12	-14	-13
少数股东损益	32	44	55	67
营运资金的变动	154	-361	-134	-52
经营活动产生现金流量	3902	2030	3970	4761
投资活动产生现金流量	-2905	-1464	-1615	-1647
融资活动产生现金流量	-363	-476	-875	-953
现金净变动	632	90	1480	2161
现金的期初余额	2124	2766	2856	4336
现金的期末余额	2756	2856	4336	6498

利润表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13629	15443	20396	23266
营业成本	8849	10883	14531	16341
税金及附加	149	168	222	254
销售费用	271	307	405	462
管理费用	753	853	1126	1285
研发费用	512	580	766	874
财务费用	151	126	137	129
其他收益	106	103	105	104
投资收益	17	12	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-154	0	0	0
资产减值损失	-982	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	1931	2639	3325	4037
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	26	24	25	25
利润总额	1917	2628	3313	4025
所得税	356	488	615	748
净利润	1561	2140	2697	3278
少数股东损益	32	44	55	67
归属母公司净利润	1529	2096	2642	3211
EPS(元)	0.50	0.68	0.86	1.05

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	27.7%	13.3%	32.1%	14.1%
营业利润增长率	73.7%	36.7%	26.0%	21.4%
归母净利润增长率	96.2%	37.1%	26.0%	21.5%
盈利能力				
毛利率	35.1%	29.5%	28.8%	29.8%
净利率	11.5%	13.9%	13.2%	14.1%
ROE	13.4%	16.3%	18.4%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	40.5%	39.1%	39.5%	38.0%
流动比率	1.66	1.47	1.76	2.11
速动比率	1.38	1.19	1.43	1.76
营运能力				
资产周转率	72.1%	73.8%	87.6%	89.3%
应收帐款周转率	1744.3%	1678.8%	1775.5%	1668.0%
存货周转率	917.9%	917.3%	971.1%	892.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.68	0.86	1.05
每股经营现金	1.27	0.66	1.29	1.55
每股净资产	3.72	4.19	4.67	5.35
估值比率(倍)				
PE	13.3	9.7	7.7	6.3
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn