

公司研究

签订高纯硅料长单，成长方向明确

——南玻 A (000012.SZ) 签订重大合同公告点评

要点

事件：公司发布签订重大合同的公告，2023年-2026年，预计向天合光能合计销售7万吨高纯硅料原料产品。若按照当前市场价格测算（基于PVInfoLink最新公布的多晶硅料均价测算），预计销售总额为212.10亿元，年均达到53亿元。公司2021年和22H1分别实现营业收入136、65亿元。

点评：

受益需求快速增加，硅料行业维持高景气。随着下游光伏终端需求的快速升温，产业链各环节产能均在积极扩张。高纯晶硅作为产业链上游环节，其投资规模更大、投产周期更长、产能释放相对更为缓慢。2020年下半年以来随着高纯晶硅供给持续紧张，价格不断走高。2020.5.29，国产多晶硅料（一级料）现货价为8.1美元/千克，至2022.9.13已涨至44.5美元/千克，涨幅达到449%。未来硅料供给或将持续增加，但旺盛的下游需求仍有望支撑行业供需紧平衡态势，从而促使价格高位运行。

盘活多晶硅资产，已成重要利润增长极。2021年，公司抓住行业多晶硅结构化供给不足的有利时机，坚定推进实施多晶硅产线技改复产，盘活有效资产。随着2022年一季度多晶硅顺利复产，公司目前产能为高纯多晶硅1万吨/年。复产后的高纯晶硅依靠产品质量及市场口碑迅速进入行业一线大厂，如天合、晶科、阿特斯、高景、双良节能等。电子级高纯晶硅致密料已达到N型电池客户的使用要求，市场竞争力凸显。2022年上半年，公司太阳能及其他业务营业收入合计14.34亿元，同增225.49%；毛利率为33.7%，同增18.0pct；净利润2.82亿元，同比大幅增长，主要来自于多晶硅产品的贡献。

晶硅产能积极扩张，有望持续增厚业绩。公司统筹考虑所处市场环境、行业发展趋势及集团整体产业发展规划的基础上，规划在青海省海西州实施5万吨高纯晶硅项目，以稳定并提升自身在高纯晶硅市场的竞争力。目前该项目已完成初步顶层设计，建设周期20个月，建成后预计可实现年均销售收入33.89亿元，年均净利润8.63亿元。预计项目投资回收期（所得税后）为5.19年，财务内部收益率（所得税后）28.64%。与天合光能合同的签订，匹配公司产能规划，有利于高纯硅料产品的稳定销售，有望对未来经营业绩产生积极影响。

盈利预测与估值评级：由于本次合同尚未执行，我们不考虑相关业绩增量，维持公司22-24年EPS至0.66、0.90和1.05元。看好未来玻璃行业走出底部以及公司长期成长属性，维持“买入”评级。

风险提示：玻璃价格回升不及预期，产品推广和项目建设进度不及预期，本次合同执行不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,671	13,629	15,941	20,282	23,923
营业收入增长率	1.90%	27.72%	16.97%	27.23%	17.95%
净利润（百万元）	779	1,529	2,039	2,749	3,212
净利润增长率	45.28%	96.24%	33.30%	34.84%	16.85%
EPS（元）	0.25	0.50	0.66	0.90	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.63%	13.38%	15.86%	18.87%	19.60%
P/E	27	14	10	8	7
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-09-13

买入（维持）

当前价：6.91元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	30.71
总市值(亿元)	212.18
一年最低/最高(元)	5.23/11.35
近3月换手率	107.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.89	11.03	-21.85
绝对	-2.68	12.09	-37.87

资料来源：Wind

相关研报

太阳能业务强势崛起，“四块玻璃”仍可期待——南玻 A (000012.SZ) 2022 年半年报点评 (2022-09-02)

减值计提影响业绩表现，“四块玻璃”大有可为——南玻 A (000012.SZ) 2021 年年报点评 (2022-04-25)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,671	13,629	15,941	20,282	23,923
营业成本	7,444	8,849	11,312	14,064	16,663
折旧和摊销	922	954	1,004	1,124	1,247
税金及附加	122	149	174	221	261
销售费用	234	271	303	365	431
管理费用	667	753	829	1,055	1,196
研发费用	405	512	599	762	898
财务费用	224	151	80	220	298
投资收益	3	17	17	17	17
营业利润	1,112	1,931	2,760	3,711	4,330
利润总额	1,106	1,917	2,758	3,705	4,323
所得税	294	356	690	926	1,081
净利润	812	1,561	2,069	2,779	3,242
少数股东损益	33	32	30	30	30
归属母公司净利润	779	1,529	2,039	2,749	3,212
EPS(元)	0.25	0.50	0.66	0.90	1.05

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,731	3,902	3,605	4,382	5,048
净利润	779	1,529	2,039	2,749	3,212
折旧摊销	922	954	1,004	1,124	1,247
净营运资金增加	-301	52	-12	587	445
其他	1,330	1,367	574	-77	144
投资活动产生现金流	-790	-2,905	-4,011	-3,083	-3,083
净资本支出	-1,109	-1,822	-4,028	-3,100	-3,100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	319	-1,083	17	17	17
融资活动现金流	-1,645	-363	828	-431	-1,237
股本变化	-36	0	0	0	0
债务净变化	-1,146	23	1,523	824	450
无息负债变化	78	783	695	879	816
净现金流	292	632	422	868	728

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	30.2%	35.1%	29.0%	30.7%	30.3%
EBITDA 率	33.4%	37.7%	24.1%	25.1%	24.7%
EBIT 率	24.7%	30.7%	17.8%	19.6%	19.5%
税前净利润率	10.4%	14.1%	17.3%	18.3%	18.1%
归母净利润率	7.3%	11.2%	12.8%	13.6%	13.4%
ROA	4.5%	7.8%	8.8%	10.3%	10.7%
ROE (摊薄)	7.6%	13.4%	15.9%	18.9%	19.6%
经营性 ROIC	13.5%	23.3%	12.1%	14.8%	15.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	40%	44%	44%	44%
流动比率	1.21	1.66	1.16	1.09	1.08
速动比率	1.00	1.38	0.97	0.91	0.89
归母权益/有息债务	2.47	2.75	2.27	2.24	2.36
有形资产/有息债务	3.94	4.41	3.87	3.90	4.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	17,883	19,939	23,611	27,058	30,176
货币资金	2,126	2,766	3,188	4,056	4,785
交易性金融资产	0	1,000	1,000	1,000	1,000
应收账款	681	731	858	1,092	1,288
应收票据	208	19	22	29	34
其他应收款 (合计)	201	184	215	273	322
存货	815	1,094	1,131	1,406	1,666
其他流动资产	523	438	438	438	438
流动资产合计	4,640	6,307	6,949	8,415	9,675
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9,146	8,567	9,702	10,716	11,755
在建工程	1,893	2,461	3,946	4,534	4,976
无形资产	1,140	1,168	1,243	1,317	1,390
商誉	233	130	130	130	130
其他非流动资产	193	594	594	594	594
非流动资产合计	13,243	13,633	16,662	18,643	20,501
总负债	7,267	8,073	10,290	11,992	13,258
短期借款	353	181	1,703	2,527	2,977
应付账款	1,238	1,429	1,786	2,220	2,630
应付票据	145	401	512	637	754
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	35	40	40	40	40
流动负债合计	3,819	3,790	6,007	7,710	8,975
长期借款	853	1,469	1,469	1,469	1,469
应付债券	1,994	1,997	1,997	1,997	1,997
其他非流动负债	498	564	564	564	564
非流动负债合计	3,448	4,283	4,283	4,283	4,283
股东权益	10,616	11,866	13,321	15,065	16,918
股本	3,071	3,071	3,071	3,071	3,071
公积金	1,634	1,742	1,946	2,132	2,132
未分配利润	5,336	6,451	7,671	9,199	11,022
归属母公司权益	10,213	11,430	12,854	14,569	16,391
少数股东权益	403	437	467	497	527

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.19%	1.99%	1.90%	1.80%	1.80%
管理费用率	6.25%	5.52%	5.20%	5.20%	5.00%
财务费用率	2.10%	1.11%	0.50%	1.09%	1.24%
研发费用率	3.79%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%
所得税率	27%	19%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.20	0.34	0.45	0.53
每股经营现金流	0.89	1.27	1.17	1.43	1.64
每股净资产	3.33	3.72	4.19	4.74	5.34
每股销售收入	3.48	4.44	5.19	6.61	7.79

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	27	14	10	8	7
PB	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.2	4.8	6.9	5.4	4.7
股息率	1.4%	2.9%	4.9%	6.5%	7.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE