

南玻 A (000012)

证券研究报告

2022 年 10 月 26 日

浮法价降、硅料量价齐升，业绩仍有增长

事件：

南玻 A 发布 2022 年三季报，Q1-3 实现营业收入/归母净利/扣非归母净利 108.04/16.51/14.81 亿元，yoy+5.44%/9.32%/1.05%。其中，Q3 实现收入/归母净利/扣非归母净利 42.84/6.49/5.94 亿元，yoy+17.97%/312.78%/336.67%。Q3 归母净利环比有增长，我们认为主要系硅料业务补足浮法玻璃降价的业绩影响所致。

Q3 浮法营收约为 12.5 亿元，浮法单箱净利仍在底部

据我们测算，公司浮法玻璃 22Q3 营收约 12.5 亿元(Q3 玻璃均价以成都南玻出厂均价计算)，行业层面看，Q3 以来浮法单位净利润仍在底部徘徊；据卓创资讯，截至 22 年 10 月 20 日，行业单吨毛利达-102 元/吨（管道气口径），我们认为随着下游开工的回暖和纯碱价格的下降，单箱净利或有上升空间。光伏玻璃方面，Q3 均价环比下滑约 3.6%（3.2mm 口径），同时叠加燃料成本上行，我们预计 Q3 此块业务盈利微薄。

Q3 硅料价格高企，毛利率降幅有限

22Q3 公司毛利率 28.7%，同比-8.7pct，环比-0.6pct，主要由燃料成本高企+浮法玻璃价格下降所致。据卓创资讯，22Q3 南玻浮法均价同比-42%，环比-14%（成都产线）；22Q3 重碱同比+26.1%，环比-1.12%。公司高端深加工业务占比相对较高，建筑玻璃毛利率受玻璃降价影响程度可能小于同行。此外，22Q1 公司多晶硅顺利复产，产能 1 万吨/年，Q3 多晶硅均价约 30 万元/吨（含税），我们预计硅料高毛利使得公司 Q3 毛利率大概率优于同行且 Q3 主要业绩为硅料业务贡献。

期间费用率稳定，经营性现金流大幅下降

22Q1-3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.02%/4.71%/4.01%/0.98%，同比+0.16%/-0.46%/0.39%/-0.18%，总体来看公司费用管控较好。综上，22Q3 公司实现净利率 15.2%，同比下降 7.9pct（加回去年减值），环比下降 1.46pct。22Q1-3 CFO 为 16.2 亿元（去年同期 26 亿元），经营性现金流大幅下降，收现比为 93%，同比-5.7 pct。

投资建议：公司为老牌玻璃企业，随着浮法玻璃的回暖以及电子、光伏玻璃进一步发展，后续成长可见性有望增加。根据 Q3 业绩情况，我们略微上调盈利预测，预计 22-24 年归母净利 24.1/30.3/32.8 亿元（前值 23.6/32.1/34.5 亿元），对应 PE 8.4/6.7/6.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格超预期增长，下半年竣工端行情不及预期，公司扩产不及预期

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	16,778.34	19,447.67	20,982.38
增长率(%)	1.90	27.72	23.11	15.91	7.89
EBITDA(百万元)	4,046.78	5,559.91	4,635.99	5,599.47	5,970.96
净利润(百万元)	779.33	1,529.33	2,409.72	3,028.84	3,284.52
增长率(%)	45.28	96.24	57.57	25.69	8.44
EPS(元/股)	0.25	0.50	0.78	0.99	1.07
市盈率(P/E)	26.08	13.29	8.44	6.71	6.19
市净率(P/B)	1.99	1.78	1.59	1.39	1.22
市销率(P/S)	1.90	1.49	1.21	1.05	0.97
EV/EBITDA	6.00	5.41	3.98	3.05	2.52

资料来源：wind，天风证券研究所

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	7.02 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)	1,956.77
A 股总市值(百万元)	13,768.49
流通 A 股市值(百万元)	13,736.56
每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	47.72
一年内最高/最低(元)	10.77/5.37

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 wangtao@tfzq.com	
熊可为	联系人
xiongkewei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南玻 A-半年报点评:浮法业务受地产影响，多元化拓展显成效》 2022-09-04
- 《南玻 A-公司点评:公司治理改善，玻璃业绩弹性及持续性显著好于同业》 2022-08-04
- 《南玻 A-季报点评:净利率环比回升，静待下游开工回暖》 2022-04-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,125.79	2,765.93	5,033.50	5,221.45	7,063.20
应收票据及应收账款	889.43	749.75	1,300.94	1,076.00	1,488.52
预付账款	85.93	76.10	178.50	99.54	200.49
存货	815.16	1,093.81	1,324.83	1,235.77	1,552.51
其他	723.53	1,621.05	2,878.24	2,674.13	2,677.36
流动资产合计	4,639.84	6,306.62	10,716.02	10,306.88	12,982.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9,145.64	8,566.52	10,086.39	11,118.29	11,180.28
在建工程	1,893.38	2,461.09	612.22	211.22	121.12
无形资产	1,188.87	1,239.63	1,225.38	1,208.62	1,189.37
其他	1,015.18	1,365.51	956.09	1,016.82	1,060.31
非流动资产合计	13,243.08	13,632.74	12,880.07	13,554.94	13,551.08
资产总计	17,882.91	19,939.36	23,596.09	23,861.83	26,533.15
短期借款	352.90	180.77	1,053.31	600.00	600.00
应付票据及应付账款	1,382.68	1,829.51	2,307.63	2,447.78	2,730.46
其他	1,786.72	1,444.58	2,729.47	2,445.46	2,733.91
流动负债合计	3,522.30	3,454.87	6,090.41	5,493.24	6,064.36
长期借款	853.25	1,469.06	1,489.42	500.00	500.00
应付债券	1,994.02	1,996.59	1,990.00	1,990.00	1,990.00
其他	600.68	817.19	800.77	712.50	732.78
非流动负债合计	3,447.95	4,282.83	4,280.19	3,202.50	3,222.78
负债合计	7,267.03	8,072.89	10,370.61	8,695.74	9,287.15
少数股东权益	402.89	436.81	468.14	506.49	548.21
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	9,096.61	10,934.10	12,932.75
其他	172.09	166.50	(6.96)	57.81	97.36
股东权益合计	10,615.88	11,866.47	13,225.48	15,166.09	17,246.01
负债和股东权益总计	17,882.91	19,939.36	23,596.09	23,861.83	26,533.15

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	811.95	1,561.25	2,409.72	3,028.84	3,284.52
折旧摊销	923.29	954.24	1,193.25	1,435.85	1,597.36
财务费用	273.31	188.86	204.43	147.26	35.76
投资损失	(2.65)	(16.85)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	313.61	73.88	191.40	61.38	(115.83)
其它	411.11	1,140.70	49.69	63.22	68.55
经营活动现金流	2,730.62	3,902.08	4,048.51	4,736.54	4,870.37
资本支出	283.33	673.41	866.42	2,138.27	1,529.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,073.12)	(3,578.48)	(2,715.22)	(3,988.27)	(3,079.72)
投资活动现金流	(789.79)	(2,905.08)	(1,848.80)	(1,850.00)	(1,550.00)
债权融资	(1,369.96)	(128.65)	1,168.88	(1,547.15)	(205.46)
股权融资	(157.03)	(619.73)	(1,101.01)	(1,151.45)	(1,273.16)
其他	(117.59)	385.62	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,644.59)	(362.75)	67.87	(2,698.60)	(1,478.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	296.24	634.26	2,267.58	187.95	1,841.75

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,671.25	13,629.03	16,778.34	19,447.67	20,982.38
营业成本	7,444.47	8,849.49	11,456.72	13,168.83	14,339.72
营业税金及附加	121.90	148.66	183.01	212.12	228.86
营业费用	233.92	270.70	335.57	388.95	419.65
管理费用	666.98	752.61	872.47	972.38	1,049.12
研发费用	404.84	511.74	587.24	641.77	671.44
财务费用	224.01	151.18	204.43	147.26	35.76
资产减值损失	(744.23)	(1,135.56)	(110.00)	(110.00)	(110.00)
公允价值变动收益	179.91	0.00	(0.60)	0.00	0.00
投资净收益	2.65	16.85	0.00	0.00	0.00
其他	1,024.93	2,132.45	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	1,111.88	1,930.93	3,028.30	3,806.36	4,127.84
营业外收入	14.37	12.60	11.60	12.86	12.35
营业外支出	20.55	26.13	18.71	21.80	22.21
利润总额	1,105.69	1,917.40	3,021.20	3,797.42	4,117.98
所得税	293.74	356.15	561.18	705.36	764.91
净利润	811.95	1,561.25	2,460.02	3,092.05	3,353.07
少数股东损益	32.63	31.92	50.29	63.22	68.55
归属于母公司净利润	779.33	1,529.33	2,409.72	3,028.84	3,284.52
每股收益(元)	0.25	0.50	0.78	0.99	1.07

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	1.90%	27.72%	23.11%	15.91%	7.89%
营业利润	67.52%	73.66%	56.83%	25.69%	8.45%
归属于母公司净利润	45.28%	96.24%	57.57%	25.69%	8.44%
获利能力					
毛利率	30.24%	35.07%	31.72%	32.29%	31.66%
净利率	7.30%	11.22%	14.36%	15.57%	15.65%
ROE	7.63%	13.38%	18.89%	20.66%	19.67%
ROIC	7.66%	14.32%	23.90%	29.56%	29.78%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	40.64%	40.49%	43.95%	36.44%	35.00%
净负债率	18.86%	11.67%	3.71%	-7.24%	-18.03%
流动比率	1.21	1.66	1.76	1.88	2.14
速动比率	1.00	1.38	1.54	1.65	1.88
营运能力					
应收账款周转率	11.62	16.63	16.36	16.36	16.36
存货周转率	13.11	14.28	13.87	15.19	15.05
总资产周转率	0.59	0.72	0.77	0.82	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.50	0.78	0.99	1.07
每股经营现金流	0.89	1.27	1.32	1.54	1.59
每股净资产	3.33	3.72	4.15	4.77	5.44
估值比率					
市盈率	26.08	13.29	8.44	6.71	6.19
市净率	1.99	1.78	1.59	1.39	1.22
EV/EBITDA	6.00	5.41	3.98	3.05	2.52
EV/EBIT	7.77	6.53	5.36	4.10	3.44

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
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com