

中国南玻集团股份有限公司 2020 年面向合格投资 者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 yyang02@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 10 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0596 号

中国南玻集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 南玻 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十日

评级观点：中诚信国际维持中国南玻集团股份有限公司（以下简称“南玻集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 南玻 01”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司继续保持领先的行业地位和规模优势，产品结构合理、区域布局完善，融资渠道畅通、且经营获现保持在较好水平等因素对公司信用水平的支撑。但同时，中诚信国际也关注到公司所处行业波动性较强，短期债务占比较高、面临一定偿债压力等因素对其经营及整体信用水平的影响。

概况数据

南玻集团	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	195.35	191.14	182.01	202.48
所有者权益合计（亿元）	87.80	94.49	98.66	99.79
总负债（亿元）	107.55	96.65	83.35	102.69
总债务（亿元）	75.38	66.93	55.93	75.38
营业总收入（亿元）	108.79	106.10	104.72	17.34
净利润（亿元）	8.29	4.72	5.60	1.12
EBIT（亿元）	13.11	9.46	9.82	--
EBITDA（亿元）	23.13	19.64	19.54	--
经营活动净现金流（亿元）	24.63	21.30	23.79	-0.11
营业毛利率(%)	24.48	23.46	26.06	29.46
总资产收益率(%)	7.18	4.90	5.26	--
资产负债率(%)	55.06	50.56	45.80	50.72
总资本化比率(%)	46.20	41.46	36.18	43.03
总债务/EBITDA(X)	3.26	3.41	2.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.72	4.64	5.95	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **跟踪期内公司继续保持领先的行业地位和规模优势。**作为国内最大的玻璃生产企业之一，近年来公司在高档浮法玻璃、工程玻璃和太阳能玻璃等方面继续保持很强的竞争优势，截至 2019 年末，公司浮法玻璃原片总产能达 247 万吨/年，规模优势突出。

■ **产品结构合理，区域布局完善。**目前，公司在平板玻璃、工程玻璃板块、超薄电子玻璃板块均已形成较为完整的产业链，同时公司着重发展高附加值产品，不断完善产品结构，增强市场竞争力。市场布局方面，公司的全国性战略布局涵盖了华北、华东、华中、华南以及西南等全国大部分地区，布局较为完善。

同行业比较

公司名称	浮法玻璃原片产能 (万吨/年)	2019 年部分玻璃企业指标对比表			净资产收益率 (%)
		资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	
信义玻璃	--	324.76	42.28	147.01	12.99
耀皮玻璃	68	71.06	43.43	45.11	3.09
南玻集团	247	182.01	45.80	104.72	4.51

注：“信义玻璃”全称为“信义玻璃控股有限公司”，报表是按香港会计准则编制；“耀皮玻璃”全称为“上海耀皮玻璃集团股份有限公司”。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续金额（亿元）	存续期
20 南玻 01	AA ⁺	AA ⁺	20.00	20.00	2020.03.25~2023.03.25

■ **融资渠道畅通，经营获现继续保持在较好水平。**截至 2019 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 114.04 亿元，尚未使用授信余额为 77.73 亿元，备用流动性较为充足。同时，公司作为 A 股和 B 股上市公司，股权融资渠道畅通。2019 年公司经营获现能力继续保持在较好水平，对债务偿付亦提供一定保障。

关注

■ **所处行业波动性较大。**玻璃行业进入门槛低，结构性产能过剩问题严重，价格竞争激烈；同时，受上游燃料价格以及下游需求波动影响，周期性波动较为明显。公司太阳能产业受政策影响波动性较大，经营压力有所加大。

■ **短期债务占比较高，面临一定偿债压力。**近年来公司项目建设资金主要依赖外部融资，截至 2020 年 3 月末总债务为 75.38 亿元，其中短期债务占比超过一半，面临一定的偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，中国南玻集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**行业景气度变动导致公司经营情况恶化，债务规模大幅增加出现流动性风险等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

中国南玻集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）债券简称为“20 南玻 01”，发行期限 3 年，发行规模 20.00 亿元，用于偿还公司及其子公司有息负债。截至 2020 年 3 月末，募集资金已使用 0.31 亿元，剩余未使用 19.69 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关

注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

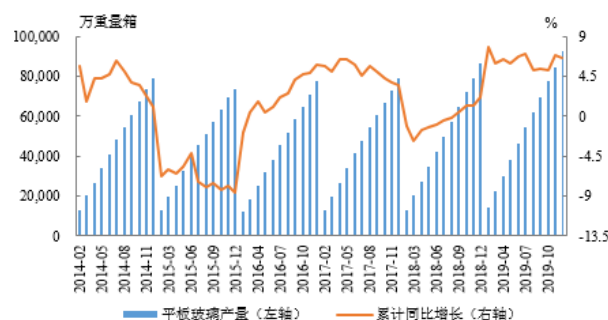
2019 年以来，国家环保政策及产能管控仍然较为严格，但在下游需求的带动下，国内平板玻璃产量增速有所回升，价格亦升至近年来高位

从我国玻璃下游需求构成情况来看，建筑房地产业、汽车制造业和电子信息等其它相关产业对玻璃产品的需求量占比约是 75:15:5。宏观经济的发展、居民生活水平的提高，均对我国玻璃需求的稳步增长起到了重要支撑作用。由于中美贸易摩擦影响消费信心、新能源补贴退坡以及环保要求趋严等，汽车产销量同比均有所下降，但仍居全球首位；同时随着国内汽车行业加大供给侧改革力度，产品结构调整和更新步伐持续加快，行业景气度有望企稳回升。

供给方面，由于平板玻璃进入壁垒较低，近年来我国平板玻璃一直处于产能过剩局面。2018 年 8 月，国家工信部办公厅和发展改革委办公厅联合印发《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，并确保产能置换方案执行到位，进一步缓解产能过剩矛盾。2020 年 1 月，工信部原材料司对水泥、玻璃行业产能置换政策具体操作进行了进一步的解答，进一步明确了具体置换细则，并新增了可不

制定产能置换方案的情形及产能置换指标的要求等，严格控制新增产能。环保方面，政策的不断趋严和环保巡查等使得玻璃企业需要持续加大环保投入，目前全国大部分玻璃生产企业已申领到排污许可证，但不排除部分产线因环评不达标无法获得排污许可证而停产，同时环保税的征收将进一步提高企业环保成本，环保负担将持续影响玻璃企业的生产经营。受此影响，2019 年我国玻璃产能基本保持稳定。产量方面，受益于地产新开工和施工面积的较快增长等，2019 年我国平板玻璃累计产量为 92,670 万重箱，同比增长 6.6%，增速较上年增长 4.5 个百分点。

图1：我国平板玻璃产量及增速



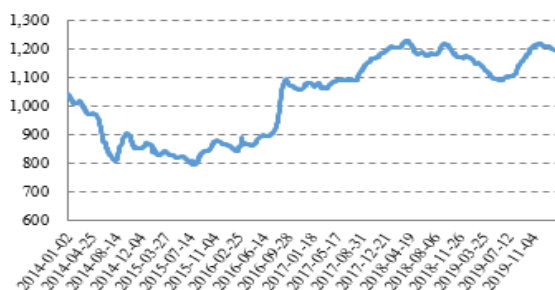
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

成本方面，纯碱是平板玻璃生产的主要原料，约占生产成本的 25%左右；重油或天然气是玻璃生产的主要燃料，约占生产成本的 35%左右。纯碱方面，2019 年由于部分企业扩大产能、新增装置投产及部分装置复产，全国纯碱产量同比增长 7.60%至 2,888 万吨。价格方面，2018 年以来纯碱价格波动较为频繁，受联合环保检查和安全生产检查令下游开工率及需求波动影响，轻质纯碱价格高位震荡；2019 年以来，供给增加使得国内纯碱价格呈波动下降态势，当年末轻质纯碱价格为 1,455 元/吨。天然气方面，受环保督查、煤改气、城镇化、工业及发电燃料结构调整等因素驱动，近年我国天然气消费增速较快，天然气价格呈上涨态势，随着供需矛盾逐步缓解，2019 年天然气价格总体回落，不过受季节性影响，全年变动幅度较大。重油方面，受供应减少影响，截至 2019 年末，以镇海炼化为例，重油出厂价约为 3,100 元/吨，同比较为稳定且仍处于历

史相对低位。

玻璃价格方面，2018 年以来，受供需变化影响，玻璃价格呈波动态势，但 9 月以来，需求不断走弱，且库存去化面临较大压力等使得玻璃价格呈下降态势，2019 年 6 月初中国玻璃价格指数降至 1,088.34 点；下半年以来，需求恢复带动玻璃价格持续走高，当年末中国玻璃价格指数为 1,208.80 点。

图 2：近年来中国玻璃价格指数变动情况



资料来源：中国玻璃信息网，中诚信国际整理

此外，2020 年春节期间，新型冠状病毒引发肺炎疫情以武汉区域为中心在全国范围内蔓延，中诚信国际注意到由于各地政府陆续发布延迟复工的通知，虽然春节较往年提前，但玻璃需求恢复期有所延后；同时，复工期交通管控、异地人流限制等疫情管控措施亦将影响玻璃生产和运输，新增供给有限。在供需两端变化的影响下，玻璃价格调整幅度预计较为可控，随着疫情的平稳，若短期内能够得到有效控制，赶工带来的需求将集中释放，疫情对玻璃行业影响将较小。

中诚信国际认为，受益于国内经济增速平稳，房地产、汽车等下游行业对玻璃需求形成一定支撑，同时，供给侧改革及环保限产力度持续，2019 年以来平板玻璃价格虽有所波动但整体仍处于较高水平，此外，中诚信国际亦将对此次疫情对玻璃企业生产及下游地产需求的影响保持关注。

2019 年以来，光伏发电标杆上网电价加速退坡相关政策的出台短期内对光伏行业整体盈利能力以及景气度产生一定负面影响

近年来，随着我国光伏发电建设规模不断扩大，技术进步和成本下降速度明显加快。国家发展改革委、财政部和国家能源局联合下发通知，其中规定，自 2018 年 6 月 1 日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低 0.05 元，I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.5 元、0.6 元、0.7 元（含税）。同时，通知还提到暂不安排 2018 年普通光伏电站建设规模，且未来所有普通光伏电站均须通过竞争性招标方式确定项目业主，招标确定的价格不得高于降价后的标杆上网电价，普通光伏电站新增建设规模受到一定限制。2019 年 1 月，国家发改委、国家能源局下发《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网项目有关工作的通知》，针对符合通知相关要求并在 2020 年前核准（备案）并开工建设的风、光平价上网试点项目推出系列政策，从创新融资方式、降低项目成本、促进电力消纳等环节推进平价上网。

2019 年 4 月，国家发展改革委发布《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》称，自 2019 年 7 月 1 日起，将集中式光伏电站标杆上网电价改为指导价，纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.40 元、0.45 元、0.55 元（含税），新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价，并适当降低新增分布式光伏发电补贴标准。2019 年 5 月，国家能源局发布《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，要求积极推进平价上网项目建设，并严格规范补贴项目竞争配置，将上网电价作为重要竞争条件，优先建设补贴强度低、退坡力度大的项目。

中诚信国际认为，2019 年以来，我国光伏发电机组区域布局不断优化，但未来装机增速或将保持较低水平；太阳能发电利用小时数回升，全国范围弃光限电有所缓解，但部分地区仍待改善。此外，光伏发电上网标杆电价进一步下调，未来平价上网是大势所趋。

公司平板玻璃及工程玻璃产能布局合理，跟踪期内继续保持领先的规模优势，产能利用率及产销率均处于较高水平，但主要原材料天然气等采购价格持续上涨，对公司成本控制能力提出挑战

平板玻璃是公司的基础业务，也是收入的主要来源之一。公司将其进一步细分为浮法玻璃和太阳能压延玻璃两类。浮法玻璃全部为优质浮法玻璃，其在可见光透过率、平整度等方面均优于普通浮法玻璃，可用于后续工程玻璃、精细玻璃和光伏等产品的加工。近年来公司通过技改提高生产效率及满足新产品需求，市场竞争力不断提升，截至2019年末，公司共拥有10条浮法玻璃原片生产线，总产能达247万吨/年，生产基地主要位于东莞、成都、廊坊、吴江和咸宁，涵盖了华北、华东、华中、华南以及西南等全国大部分地区，布局较为完善。公司太阳能压延玻璃产品主要包括太阳能压延玻璃原板、强化处理的太阳能压延玻璃及镀增透膜的太阳能压延玻璃三类，截至2019年末，公司共拥有2条太阳能压延玻璃原片生产线，分别位于东莞和吴江地区，总产能为43万吨/年。

产量方面，受前期产能持续释放影响，近年来浮法玻璃产量持续上升，2019年产能利用率达100%；太阳能压延玻璃为光伏电池和组件的上游产品，产量较为稳定，2019年产能利用率为106.98%，处于较高水平。

销售方面，公司销售范围覆盖全国各主要区域。近年来虽然下游市场需求有所减弱，但受益于国家加大淘汰落后产能及环保监察力度对供给端的严格控制，以及公司实行差异化竞争、不断优化产品结构等，浮法玻璃销量不断增长，销售价格亦有所提升；同时受光伏政策变化及市场开拓等影响，公司太阳能压延玻璃销量及销售价格有所波动，但产销率维持在较高水平。

表 1：近年来公司平板玻璃生产及销售情况

产量	2017	2018	2019	2020.3
浮法玻璃（万吨）	224	226	247	61
太阳能压延玻璃（万吨）	43	43	46	12

销量	2017	2018	2019	2020.3
浮法玻璃（万吨）	217	229	245	40
太阳能压延玻璃（万吨）	47	46	47	11

资料来源：公司提供

工程玻璃方面，公司是国内最大的工程玻璃生产企业，拥有天津、东莞、咸宁、吴江、成都五大建筑节能玻璃加工基地。公司在镀膜技术上的研发与应用处于行业领先水平，公司开发出的第三代和复合功能节能玻璃产品在节能保温性能方面不断提高。目前公司的高品质节能环保LOW-E中空玻璃在国内高端市场的占有率在40%以上，差异化的产品结构将有利于提升自身的抗风险能力。截至2019年末，公司中空镀膜复合玻璃的实际产能为1,600万平方米/年，镀膜大板玻璃的实际产能为1,800万平方米/年，较为稳定。

产销方面，公司工程玻璃下游主要为工建幕墙，多采取以销定产的生产模式，因此产量主要受订单需求量影响。2017年以来，工程玻璃下游市场需求有所波动，使得公司镀膜大板玻璃和中空镀膜复合玻璃产销量随之波动，但受益于公司提升品牌影响力、优化销售策略，并加强成本控制等，工程玻璃板块盈利能力有所增强。

表 2：近年来公司工程玻璃产销情况（万平方米）

产量	2017	2018	2019	2020.3
中空镀膜复合玻璃	1,028	1,021	1,100	196
镀膜大板玻璃	1,915	1,438	1,805	332
销量	2017	2018	2019	2020.3
中空镀膜复合玻璃	1,026	1,016	1,097	191
镀膜大板玻璃	1,886	1,353	1,685	282

资料来源：公司提供

销售模式上，公司根据产品特性采取差异化销售。平板玻璃方面，公司主要采取订单销售和库存销售相结合的方式，由事业部营销中心负责统筹协调，各子公司在销售半径范围内自主销售，全部产品采用直销模式；工程玻璃方面，公司在全国省会城市和主要城市均设有营销网络，产品销售以直销为主；在太阳能产品的销售上，公司主要采用自主销售的模式。公司太阳能玻璃产品销售以内销为

主，最近三年内销比例在 90%左右；出口产品主要销往香港（通过香港销往东南亚各国）、欧洲、美国和澳洲等地。结算方面，公司国内产品销售主要以现金及银行承兑汇票方式结算，境外销售主要以现金及信用证方式结算，平均账期约为 25 天。

生产技术方面，公司通过提升内部管理水平、改进工艺降低能耗来规避原材料价格的波动风险，在行业低谷时也能保持良好的经营效益。环保方面，公司各下属子公司的环保设施目前均按照国家环保要求进行配备，采用的工艺技术和生产设备居于行业领先地位，平均能耗也低于行业平均水平。公司目前是国内最大的工程玻璃生产企业之一，工程建筑玻璃通过了英国 AOQC 和澳洲 QAS 机构认证，产品质量同时满足美国、英国及澳大利亚国家标准，产品应用于包括北京首都国际机场、深圳京基 100 大厦、香港四季酒店、墨尔本机场等国内外许多城市的标志性建筑。同时，公司还参与了多项国家标准及行业标准的制定和编写。此外，公司近年来成功开发出多种新型工程玻璃产品，部分产品技术已达国际领先水平。截至 2019 年末，公司已累计提交了 1,588 项专利申请，已获专利授权累计 955 项，其中发明专利授权 219 项。

原材料方面，平板玻璃所需的原材料主要为石英砂和纯碱，燃料全部为天然气，三者合计约占生产成本的73%。近年来，受市场供应紧缺影响，公司天然气采购价格持续上升。纯碱方面，受市场价格变化影响，公司纯碱采购成本近三年呈下降趋势。石英砂方面，公司生产所用石英砂中约70%需要外购，近年来环保政策趋严，推升开采成本提高，石英砂采购价格不断上涨。总体上，公司主要原材料采购价格整体呈上涨趋势，对成本控制能力提出更高要求。

表 3：近年来公司原材料采购价格情况

	2017	2018	2019	2020.3
天然气 (元/方)	2.04	2.11	2.29	2.33
纯碱 (元/吨)	1,688	1,617	1,602	1,372
石英砂 (元/吨)	186	198	208	241

资料来源：公司提供

此外，公司积极拓展建筑内装特种装饰玻璃材料业务，进一步增强在建筑工程领域的竞争优势。2018 年 3 月，公司设立了东莞南玻晶玉新材料有限公司（以下简称“晶玉新材料”），注册资本为 3,000 万元，公司持有其 80%的股权，产品主要为晶玉和玉石等玻璃制品以及环保型无机非金属材料等。晶玉新材料于 2018 年 7 月开工建设晶玉玉石玻璃项目，产能为 10.00 万平方米/年，总投资 0.41 亿元，已于 2019 年 10 月正式投产。

跟踪期内公司在电子玻璃领域已初步形成全国性战略布局，随着清远高铝超薄玻璃及咸宁基地导光板光电玻璃等项目转入商业化运营，有助于公司增强技术实力、丰富产品类型，成为新的盈利增长点之一

公司超薄电子玻璃及显示器件产业主要包括生产、销售显示器组件及特种超薄玻璃产品。超薄电子玻璃产品附加值较高，整体盈利能力较强。目前公司已完成北至河北廊坊、中至湖北宜昌和咸宁、南至广东清远四个电子玻璃生产基地的全国性战略布局，产品厚度为 0.2mm~1.1mm，品种由普通钠钙玻璃到中铝、超白超薄、高铝玻璃持续衍生，并广泛用于钢化玻璃保护膜、盖板玻璃、ITO 导电玻璃等领域。近年来随着清远高铝超薄玻璃生产线及咸宁基地导光板光电玻璃生产线等投入商业化运营，公司在电子玻璃领域的竞争实力不断增强，截至 2019 年末，超薄电子玻璃设计产能为 10.20 万吨/年。

由于电子玻璃产品性能及技术要求较高，设计产能与实际产能存在一定的富余量，有利于产品结构的调整及品质控制，2019 年公司电子玻璃产量为 6.20 万吨。受益于产品技术升级以及市场稳步开拓等，公司超薄电子玻璃的销量逐年上升，2019 年产销率为 81.45%，销售价格亦不断提升，销售态势良好。此外，公司自 2013 年起研发高端防眩光 AG 玻璃基板，并于 2018 年 2 月开工建设 AG 玻璃生产

线，产品主要面向车载中控屏市场，预计将于 2020 年内转入商业化运营。

跟踪期内公司太阳能产业仍面临一定经营压力，该板块未来的发展及经营情况值得关注

公司太阳能产业已形成了从多晶硅原料生产到硅片、太阳能电池、太阳能电池组件以及太阳能压延玻璃的完整太阳能光伏产业链，并延伸至投资开发太阳能光伏电站这一终端应用领域。截至 2020 年 3 月末，公司拥有多晶硅产能 8,000 吨/年、硅片产能 2.20GW/年、光伏电池产能 1.00GW/年和组件产能 0.40GW/年的生产规模。公司后续将通过技术转型升级及提升产品质量，进一步提升产能水平，同时加强产业链条的联动，实现整体产业协调发展。

光伏产品销售方面，产能提升带动公司电池片产销量逐年增长；但 2018 年电池组件产销量降幅在 30%左右，主要系“531”政策后下游电站装机量减少所致。近年来多晶硅和多晶硅片产销量有所波动，其中 2018 年多晶硅产量虽小幅下降，但受硅片技改、内部需求量减少影响，销量同比大幅增长；硅片产销量同比均有所下降，主要受部分产能进入技改以及下游装机需求减少所致。销售价格方面，受光伏政策影响，近年来公司多晶硅、硅片、电池片及电池组件销售均价有不同幅度的下降，价格的快速下滑对公司该板块业务造成较大经营压力。

光伏电站方面，截至 2019 年末，公司合计装机规模 132MW；2019 年光伏发电量达 12,440 万度，其中 6,473 万度自用，为公司节约 0.23 亿元的电费成本，当期并网发电收入为 0.74 亿元。总体来看，公司太阳能光伏产业已形成较为完整的产业链，具备一定的技术和成本优势。但光伏产品需求受行业政策影响较大，2018 年以来公司该板块产品价格快速下跌，经营压力加大。中诚信国际将对该板块未来战略定位和经营业绩情况保持关注。

目前公司在建项目主要为玻璃生产线、光伏电站建设及内部技改等，存在一定的资本支出压力

公司未来的发展战略是继续深耕玻璃主业，统筹协调电子玻璃与显示器件业务的发展，加大力度实现太阳能产业的突围，持续提升各业务板块的行业地位，并在高质量内生式发展基础上，充分利用市场与资本等多种资源，以国内外产业并购为手段，实现外延式发展和跨越式发展，打造成为玻璃产业上、下游相关的、具有国际影响力的跨国企业集团。

项目建设方面，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 18.95 亿元，已完成投资 2.99 亿元，资金来源主要是自有资金及金融机构借款等，后续仍存在一定的资本支出压力。

表4：截至2020年3月末主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
清远南玻超白电子玻璃及超白特种玻璃生产线建设项目	7.85	2.12	5.73
肇庆南玻高档节能玻璃生产线项目	5.00	0.44	4.56
肇庆南玻高档汽车玻璃生产线项目	6.10	0.43	5.67
合计	18.95	2.99	15.96

注：表中在建项目列示了部分重点项目，故与在建工程科目存在差异。
资料来源：公司提供。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季报；本报告中所采用的财务数据均为报表期末数。公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时将其调整至长期债务。

2019 年公司通过多种方式严格控制生产成本，利润水平有所增长；但由于玻璃行业周期性较强且太阳能产业易受国家产业政策影响，未来公司产品价格以及盈利状况的变化值得关注

2019 年，公司玻璃板块在销售规模扩大及产品结构优化等因素影响下，收入规模继续保持增长，且在营业总收入中的占比进一步提升至 76.20%，是公司收入及利润的主要来源。受益于研发投入和技术更新力度加大，超薄电子玻璃市场竞争力持续增

强，加之下游应用领域的不断开拓，2019 年该板块收入保持增长。太阳能产业受光伏政策影响较大，2019 年受下游需求变动、价格下滑等因素影响，该板块收入进一步下降，并影响公司营业总收入有所下滑。2020 年一季度，受疫情影响公司收入同比下降 21.99%。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
玻璃产业	70.52	74.54	79.80	14.15
太阳能产业	31.26	23.42	15.42	1.64
电子玻璃及显示器件产业	8.74	9.60	10.44	1.70
其他	0.59	0.59	0.82	0.19
分部间抵销	-2.31	-2.04	-1.76	-0.34
合计	108.79	106.10	104.72	17.34
占比	2017	2018	2019	2020.3
玻璃产业	64.82	70.25	76.20	81.60
太阳能产业	28.73	22.07	14.73	9.46
电子玻璃及显示器件产业	8.03	9.05	9.97	9.80
其他	0.54	0.56	0.79	1.10
分部间抵销	-2.12	-1.93	-1.69	-1.96
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他业务板块主要为保理、供应链服务等。

资料来源：公司提供

2019 年公司整体营业毛利率有所增长。玻璃产业方面，公司通过调整采购方式降低采购成本，并坚持产品差异化策略，不断调整产品结构并推新，玻璃产业经营业绩较好，毛利率基本保持稳定；太阳能产业方面，2019 年以来受益于技改升级降低生产成本，该板块毛利率回升。电子玻璃及显示器件产品附加值较高，毛利率虽有所波动但整体保持在较高水平。

受市场波动影响，2020 年一季度，公司产品价格处于高位，各板块毛利率均有不同幅度的上涨，综合毛利率同比增长 6.40 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2017	2018	2019	2020.3
玻璃产业	26.01	27.54	27.41	29.05
太阳能产业	19.58	6.19	14.43	20.12
电子玻璃及显示器件产业	24.74	30.44	29.44	36.47
营业毛利率	24.48	23.46	26.06	29.46

资料来源：公司提供

期间费用方面，由于人工成本和研发支出的上

涨，加之摊销股权激励费用增加，公司管理费用仍然保持较大规模，同时，运费的增加使得销售费用进一步上升。公司不断压缩债务规模，财务费用逐年下降，期间费用合计和期间费用率亦下降。2020 年一季度，公司期间费用与上年同期基本持平。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2019 年公司平板玻璃销售态势良好，工程玻璃销量回升，且通过技改、加强成本控制等多种方式，工程玻璃盈利能力增强，公司整体经营性业务利润较上年增幅较大。

2019 年资产减值损失包含固定资产减值损失 2.81 亿元、在建工程减值损失 1.16 亿元等，国内多晶硅行业竞争激烈，公司不断淘汰落后设备，同时对部分存在减值迹象的资产计提减值准备。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
三费合计	15.71	17.74	16.49	3.53
期间费用率	14.44	16.72	15.75	20.38
经营性业务利润	10.51	6.69	11.48	1.56
资产减值损失	-0.69	-1.37	-4.83	-0.04
营业外损益	0.16	0.12	-0.02	-0.17
利润总额	9.96	5.45	6.62	1.35
EBITDA 利润率	21.26	18.51	18.66	--
总资产收益率	7.18	4.90	5.26	--

注：管理费用包含研发费用，资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于利润累积，跟踪期内公司所有者权益持续上升，同时到期债务偿还等带动负债规模进一步下降，资本结构得以优化

2019 年末公司总资产为 182.01 亿元，结构仍以非流动资产为主，在总资产中占比 70%以上。具体来看，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备等，其中受计提折旧、减值准备以及部分固定资产转入在建工程技改影响，固定资产持续下降。随着公司玻璃及太阳能产业等项目建设的推进以及完工项目转固，在建工程有所波动。公司无形资产为土地使用权和专利权，近年来较为稳定。流动资产方面，主要包括货币资金、应收账款和存货，其中货币资金以银行存款为主，保证金

等受限货币资金占比较小；应收账款主要来源于工程玻璃业务，随着销售范围的扩大有所增加；此外，原材料及库存商品增加带动存货规模有所扩大。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
固定资产	115.41	99.31	97.83	90.68
在建工程	14.18	25.59	19.02	25.22
无形资产	10.47	10.36	10.45	11.18
非流动资产	145.99	141.86	134.68	134.59
货币资金	24.63	22.26	19.87	38.46
应收账款	6.38	5.92	9.08	11.09
存货	6.86	6.00	8.12	12.12
流动资产	49.36	49.28	47.33	67.89
总资产	195.35	191.14	182.01	202.48

注：2019 年~2020 年一季报应收账款中包括应收款项融资；尾数差异系四舍五入影响。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末公司总负债规模有所下降，其中流动负债占比超过 60%，主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债组成。公司短期借款逐年下降，应付账款主要为应付材料及设备款等，亦呈下降趋势；2019 年末受 12 亿元的“15 南玻 MTN001”即将到期重分类影响，一年内到期的非流动负债增幅较大，长期借款相应减少。此外，长期应付款主要是应付融资租赁款，2017 年以来逐年下降。2020 年一季度，公司发行 20 亿元公司债券“20 南玻 01”，导致非流动负债增幅较大，总负债有所回升。

所有者权益方面，受益于经营积累，未分配利润增加带动所有者权益不断增长，2019 年末股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为 31.07 亿元、6.83 亿元、48.60 亿元和 3.70 亿元。现金分红方面，2017 年~2019 年公司现金分红金额分别为 1.24 亿元、1.41 亿元和 2.17 亿元，占合并报表中归属于上市公司股东的净利润比例分别为 15.05%、31.19%和 40.54%，近两年公司分红比例较高，中诚信国际将对公司未来分红政策保持关注。从资本结构来看，随着负债规模的下降，近三年公司财务杠杆水平整体有所降低，资本结构持续优化。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	37.05	29.23	22.41	22.89

应付账款	14.00	12.10	11.01	12.80
一年内到期的非流动负债	9.04	8.19	17.12	15.45
流动负债	74.56	61.95	63.84	61.96
长期借款	15.54	23.16	13.20	14.71
长期应付款	11.62	5.30	0.87	0.70
非流动负债	33.00	34.70	19.52	40.73
总负债	107.55	96.65	83.35	102.69
所有者权益	87.80	94.49	98.66	99.79
资产负债率	55.06	50.56	45.80	50.72
总资本化比率	46.20	41.46	36.18	43.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司继续保持良好的经营获现能力，融资需求有所下降，但以短期债务为主的期限结构使得公司面临一定的即期偿还压力

公司现金回款情况良好，收现比持续保持在 1.10 倍以上。2019 年公司严格控制现金支付、结算节点等，当年购买商品、接受劳务支付的现金减少，经营活动净现金流回升。公司投资活动现金流持续呈净流出态势，受投资建设项目、购建固定资产和无形资产等支出减少影响，流出规模不断减少。2019 年公司继续压缩债务规模，积极偿还到期债务，筹资活动现金继续大幅流出。

2019 年末公司债务规模下降至 55.93 亿元，其中短期债务占比为 74.84%，存在一定的短期偿债压力；2020 年一季度，公司发行 20 亿元公司债券，债务规模有所回升。

偿债能力指标方面，公司经营活动净现金流和 EBITDA 均能对利息支出形成良好覆盖，对总债务的覆盖能力有所波动，但整体仍处于较好水平。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	24.63	21.30	23.79	-0.11
投资活动净现金流	-12.20	-7.79	-7.33	0.60
筹资活动净现金流	6.34	-15.88	-20.40	19.60
总债务	75.38	66.93	55.93	75.38
短期债务	48.22	38.47	41.85	40.06
净债务	50.76	44.66	36.06	36.92
总债务/EBITDA	3.26	3.41	2.86	--
EBITDA 利息倍数	6.72	4.64	5.95	--
经营净现金流/总债务	0.33	0.32	0.43	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出	7.15	5.03	7.24	--

(CFO-股利)/总债务	25.27	24.31	34.16	--
FCF/总债务	9.19	13.92	21.37	--

注：加“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支撑，受限资产规模尚可，或有风险可控

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产为 15.29 亿元，其中包括固定资产 13.74 亿元，货币资金 1.55 亿元，占期末净资产比例为 15.50%，一定程度上限制了该部分资产对其他债务的保障能力。

截至 2019 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 114.04 亿元，未使用授信余额为 77.73 亿元。此外，公司作为 A 股和 B 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

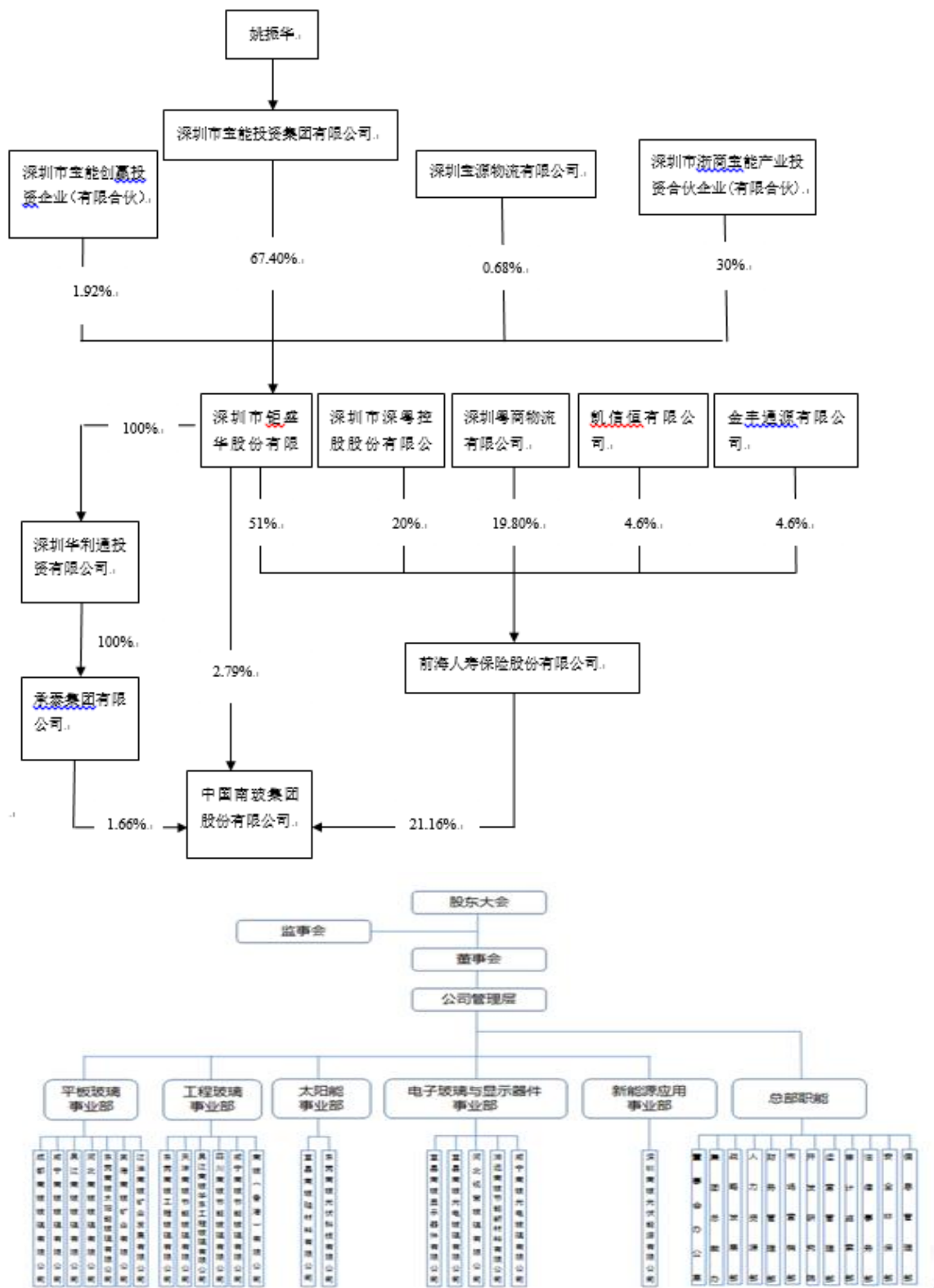
股份质押方面，截至 2019 年末，前海人寿及其一致行动人累计质押持有的南玻集团 81,000,000 股股份，占南玻集团总股本的比例为 2.61%。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2020 年 5 月 6 日，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。债务融资工具方面，公司已发行的债务融资工具均能按期支付本息。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国南玻集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 南玻 01”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：中国南玻集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国南玻集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	246,260.58	222,644.77	198,698.04	384,623.40
应收账款净额	63,823.83	59,223.33	90,797.80	110,883.66
其他应收款	20,593.90	20,742.43	20,285.49	21,177.41
存货净额	68,589.53	60,013.98	81,232.17	121,176.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,154,076.97	993,084.38	978,303.73	906,836.03
在建工程	141,762.46	255,917.94	190,214.00	252,241.61
无形资产	104,722.24	103,573.13	104,482.63	111,830.61
总资产	1,953,500.24	1,911,423.42	1,820,123.60	2,024,798.70
其他应付款	61,932.44	55,275.12	27,513.81	27,221.94
短期债务	482,229.39	384,727.83	418,549.00	400,550.95
长期债务	271,591.42	284,561.08	140,746.55	353,286.00
总债务	753,820.82	669,288.91	559,295.56	753,836.95
净债务	507,560.24	446,644.14	360,597.51	369,213.55
总负债	1,075,537.93	966,480.17	833,538.04	1,026,884.46
费用化利息支出	31,460.36	40,162.71	31,959.18	--
资本化利息支出	2,985.62	2,213.61	913.65	--
所有者权益合计	877,962.31	944,943.25	986,585.55	997,914.24
营业总收入	1,087,940.07	1,060,996.30	1,047,202.81	173,396.56
经营性业务利润	105,143.77	66,928.02	114,806.76	15,634.86
投资收益	42.76	0.00	0.00	0.00
净利润	82,863.60	47,220.86	56,041.96	11,198.88
EBIT	131,091.06	94,622.39	98,169.84	--
EBITDA	231,334.29	196,437.50	195,447.31	--
经营活动产生现金净流量	246,344.62	213,037.81	237,903.63	-1,112.68
投资活动产生现金净流量	-122,013.03	-77,880.80	-73,307.55	5,960.42
筹资活动产生现金净流量	63,429.59	-158,845.83	-204,015.69	195,987.48
资本支出	121,217.23	69,587.25	71,548.84	24,655.19
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	24.48	23.46	26.06	29.46
期间费用率(%)	14.44	16.72	15.75	20.38
EBITDA 利润率(%)	21.26	18.51	18.66	--
总资产收益率(%)	7.18	4.90	5.26	--
净资产收益率(%)	9.80	5.18	5.80	4.51
流动比率(X)	0.66	0.80	0.74	1.10
速动比率(X)	0.57	0.70	0.61	0.90
存货周转率(X)	14.12	12.63	10.96	4.83*
应收账款周转率(X)	17.18	17.25	13.96	6.88*
资产负债率(%)	55.06	50.56	45.80	50.72
总资本化比率(%)	46.20	41.46	36.18	43.03
短期债务/总债务(%)	63.97	57.48	74.84	53.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.32	0.43	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.51	0.55	0.57	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.15	5.03	7.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.27	24.31	34.16	--
总债务/EBITDA(X)	3.26	3.41	2.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.51	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.72	4.64	5.95	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.81	2.23	2.99	--

注：中诚信国际根据2017年~2019年审计报告以及2020年一季度未经审计的财务报表整理；各期财务报表均按照新会计准则编制；2019年~2020年一季度报应收账款中包括应收款项融资；带“*”数据经过年化处理；公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时将其纳入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。