

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人公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 11 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和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 [2021]跟踪 0620 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

二零二一年六月十一日

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，经营获现保持在较好水平、备用流动性充足等因素对公司信用水平的支撑。同时，中诚信国际也关注到公司所处行业波动性较大、在建项目面临一定资本支出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（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	191.14	182.01	178.83	182.92
所有者权益合计（亿元）	94.49	98.66	106.16	111.95
总负债（亿元）	96.65	83.35	72.67	70.97
总债务（亿元）	66.93	55.93	42.73	43.29
营业总收入（亿元）	106.10	104.72	106.71	30.07
净利润（亿元）	4.72	5.60	8.12	5.78
EBIT（亿元）	9.46	9.82	13.79	--
EBITDA（亿元）	19.64	19.54	23.02	--
经营活动净现金流（亿元）	21.30	23.79	27.31	3.41
营业毛利率(%)	23.46	26.06	30.24	37.31
总资产收益率(%)	4.90	5.26	7.64	--
资产负债率(%)	50.56	45.80	40.64	38.80
总资本化比率(%)	41.46	36.18	28.70	27.88
总债务/EBITDA(X)	3.41	2.86	1.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	5.95	8.15	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 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 2020 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。

■ **经营获现继续保持在较好水平，备用流动性充足。**2020 年，公司收现比继续保持在 1.1 倍以上，经营获现能力持续较好，对债务偿付可提供一定保障。此外，截至 2020 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 143.52 亿元，尚未使用授信余额为 120.82 亿元，备用流动性充足。

关 注

■ **所处行业波动性较大。**玻璃行业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，且国内多晶硅行业竞争激烈，经营压力有所加大。

■ **在建项目面临一定资本支出压力。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 69.41 亿元，已完成投资 1.89 亿元，资金来源主要是非公开发行股票、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。

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。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 南玻 01	AA ⁺	AA ⁺	2020/06/10	20.00	20.00	2020.03.25~2023.03.25	--

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 年末，募集资金已按约定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大

宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府

部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

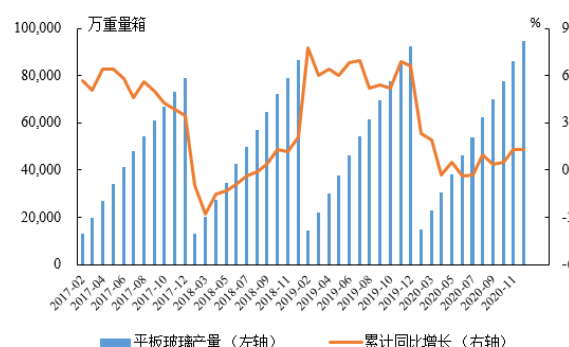
2019 年以来，国家环保政策及产能管控仍然较为严格，但在下游需求的带动下，国内平板玻璃产量增速有所回升，价格亦升至近年来高位

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。2020 年 1~12 月，全国平板玻璃累计产量 9.46 亿重箱，同比增长 1.3%，增速有所回落。

图1：我国平板玻璃产量及增速



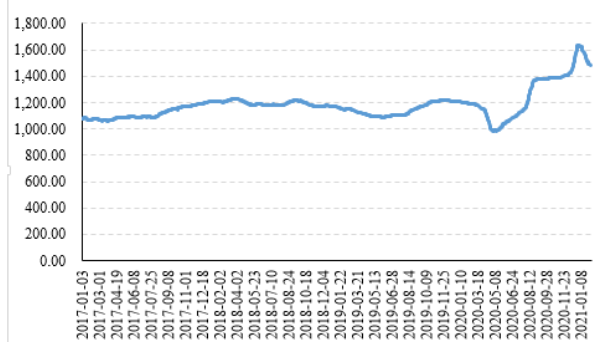
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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，当年末重质纯碱价格为 1,550 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。2020年以来，春节叠加疫情影响，玻璃价格指数持续走低，4月下旬至5月上中旬降至1,000点以下。5月下旬，随着各地陆续复工复产，玻璃价格明显回升，8月上旬升至上年末高点后，仍延续上涨趋势。2021年元旦后，玻璃价格指数攀升至1,632.73点，创近年来新高。

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

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。2020年以来，疫情造成玻璃价格短期内有所下滑，但复工复产后赶工带来的需求集中释放，产品供不应求，玻璃价格一路上涨并创下近年来新高，整体上，疫情对玻璃行业影响

较小。

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。2020年4月，国家发展改革委印发《关于2020年光伏发电上网电价政策有关事项的通知》，规定自

2020年6月1日起，I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别为每千瓦时0.35元（含税，下同）、0.4元、0.49元；“自发自用、余电上网”模式的工商业分布式光伏项目补贴标准为每千瓦时0.05元；户用分布式光伏补贴标准调整为每千瓦时0.08元。

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，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波动，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2020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。太阳能玻璃拥有6,000万平米/年深加工产能，产品涵盖2~4mm多种厚度深加工产品。截至2020年末，公司共拥有2条太阳能玻璃原片生产线，分别位于东莞和吴江地区，总产能为43万吨/年。

跟踪期内，为克服疫情对生产经营的不利影响，公司大力推进研发创新和转型升级的经营策略，通过差异化的竞争战略，不断提升平板玻璃业务的盈利能力。2020年，公司浮法玻璃产能利用率已达到100%，同时，公司根据市场环境变化

对销售节奏及时调整，产销率大于100%，销售价格随下游需求回暖而整体提升。

太阳能压延玻璃为光伏电池和组件的上游产品，受益于公司在双玻领域的提前布局，以及市场大力开拓、与行业龙头企业达成战略合作等因素作用，跟踪期内太阳能压延玻璃产销量进一步增长，由于公司会外购部分原片进行深加工，因此产能利用率超过100%。

表 1：近年来公司平板玻璃生产及销售情况

产量	2018	2019	2020	2021.3
浮法玻璃（万吨）	226	247	247	62
太阳能压延玻璃（万吨）	43	46	49	13
销量	2018	2019	2020	2021.3
浮法玻璃（万吨）	229	245	250	57
太阳能压延玻璃（万吨）	46	47	49	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2020年末，公司中空镀膜复合玻璃的产能为1,600万平方米/年，镀膜玻璃的产能超过3,600万平方米/年，较为稳定。

产销方面，公司工程玻璃下游主要为工建幕墙公司，多采取以销定产的模式，因此产量主要受订单需求量影响。2020年一季度，受疫情影响，项目开工和物流受阻，经营受到一定影响，二季度起公司全力追赶，深耕市场开拓，结合优质存量订单，2020年全年实现产销量同比大幅提升。

表 2：近年来公司工程玻璃产销情况（万平方米）

产量	2018	2019	2020	2021.1~3
中空镀膜复合玻璃	1,021	1,100	1,210	291
镀膜大板玻璃	1,438	1,805	2,191	638
销量	2018	2019	2020	2021.1~3
中空镀膜复合玻璃	1,016	1,097	1,233	284

镀膜大板玻璃	1,353	1,685	2,094	546
--------	-------	-------	-------	-----

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，公司在全国各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 2020 年末，公司已累计提交了 1,788 项专利申请，已获专利授权累计 1,274 项，其中发明专利授权 242 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 70% 左右。2020 年，天然气价格享有疫情

优惠，因此公司采购价格下降，2021 年一季度天然气价格已恢复至疫情前水平。纯碱方面，受市场价格变化影响，跟踪期内纯碱价格处于低位，采购成本继续下降。石英砂方面，公司生产所用石英砂中约 70% 需要外购，受环保政策趋严，推升开采成本提高，跟踪期内石英砂采购价格延续上涨趋势。综合来看，跟踪期内受益于疫情补贴，综合采购成本下降，但剔除该因素，未来综合采购成本仍可能面临上涨压力，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

	2018	2019	2020	2021.3
天然气 (元/方)	2.11	2.29	2.13	2.33
纯碱 (元/吨)	1,617	1,602	1,324	1,473
石英砂 (元/吨)	198	208	237	253

资料来源：公司提供

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。

2020 年，公司电子玻璃业务持续发展，下属四家子公司在智能消费电子终端、触控组件、车载显示等应用领域积极实施产品升级、市场升级，公司电子玻璃产品的市场占有率和品牌效应得以大幅提升。2020 年，子公司咸宁南玻光电玻璃有限公司高铝二代电子玻璃实现批量销售，产品的部分性能指标已达到国际先进水平，可满足下游终端客户在 3D 曲面技术、5G 通讯方案等领域对基础材料的更高标准要求。该产品的成功开发标志着南玻电子玻璃业务在高端应用市场的竞争力提升。此外，2020 年 12 月，清远南玻二期项目

“一窑两线”已转入商业化运营，进一步增强了公司电子玻璃的整体盈利水平以及在国内电子玻璃领域的竞争优势。

截至 2020 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，2020 年公司超薄电子玻璃产量为 4.94 万吨。受益于产品技术升级以及市场稳步开拓等，2020 年公司超薄电子玻璃的销量继续上升，产销率超过 100%，销售价格处于高位，销售态势良好。

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 2021 年 3 月末，公司拥有多晶硅产能 9,000 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，由于公司硅片生产基地位于湖北宜昌，受疫情影响严重，生产停滞时间较长，产销量下滑明显，销售价格亦下降幅度较大，对公司该板块业务造成较大经营压力。

光伏电站方面，截至 2021 年 3 月末，公司已在吴江、清远、宜昌等地建成光伏电站，光伏发电装机总容量为 82MW；2020 年光伏发电量达 8,244 万度，为公司节约 0.19 亿元的电费成本，当期并网发电收入为 0.75 亿元，实现净利润 0.37 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。但光伏产品更新换代速度较快，且需求受行业政策影响较大，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 2021 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 69.41 亿元，已完成投资 1.89 亿元，资金来源主要是非公开发行股票、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2021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
安徽太阳能装备用轻质高透面板制造基地项目	37.39	0.76	36.63
安徽凤阳石英砂项目	7.40	0.06	7.34
肇庆南玻高档汽车玻璃生产线项目	6.10	0.03	6.07
肇庆南玻高档节能玻璃生产线项目	5.00	1.03	3.97
西安南玻节能玻璃生产线项目	4.94	--	--
咸宁南玻 1200 吨光伏封装材料生产线建设项目	8.58	0.01	8.57
合计	69.41	1.89	62.58

注：表中在建仅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 2018 年~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表；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。

2020 年公司通过多种方式严格控制生产成本，利润水平明显增长；但由于玻璃行业周期性较强，太阳能产业易受政策影响波动，且公司持续计提减值损失，未来产品价格以及盈利状况的变化值得关注

2020 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 81.62%，是公司收入及利润的主要来源。2020 年电子玻璃及显示器件板块收入与上年持平。太阳能产业受光伏政策影响较大，叠加公司硅片生产基地受疫情影响严重，2020 年该板块收入进一步下降。2021 年一季度，公司收入同比增长 73.41%。

表 5：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.3
玻璃产业	74.54	79.80	87.10	24.17
太阳能产业	23.42	15.42	9.89	1.98
电子玻璃及显示器件产业	9.60	10.44	10.87	4.47
其他	0.59	0.82	2.18	0.19
分部间抵销	-2.04	-1.76	-3.33	-0.74
合计	106.10	104.72	106.71	30.07

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

2020 年公司综合毛利率为 30.24%，同比增长 4.18 个百分点。玻璃产业方面，受益于玻璃价格增长和成本双重利好影响，2020 年玻璃产业毛利率大幅上涨；太阳能产业方面，2020 年以来受益于技改升级降低生产成本，该板块毛利率进一步回升。电子玻璃及显示器件产品附加值较高，毛利率虽小幅波动但整体保持在较高水平。受市场影响，2021 年一季度，除太阳能板块外，公司玻璃产品价格处于高位，各板块毛利率均有不同程度的上涨，综合毛利率同比增长 7.85 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2018	2019	2020	2021.3
玻璃产业	27.54	27.41	31.37	39.15
太阳能产业	6.19	14.43	15.91	11.47
电子玻璃及显示器件产业	30.44	29.44	30.51	34.19
营业毛利率	23.46	26.06	30.24	37.31

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，公司管理费用仍然保持较大规模。跟踪期内，公司执行新收入准则，将运输费用重分类至营业成本，销售费用同比下降 39.91%。公司不断压缩债务规模，利息支出减少，跟踪期内财务费用进一步下降，期间费用合计和期间费用率亦下降。2021 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，2020 年公司平板玻璃销售态势良好，工程玻璃销量保持增长，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，利润总额、净利润亦同比增长。但中诚信国际注意到，公司资产减值损失持续上升，2020 年资产减值损失包含固定资产减值损失 4.28 亿元、在建工程减值损失 2.19 亿元等，国内多晶硅行业竞争激烈，基于宜昌硅材料所处行业环境以及市场情况的变化，公司出于谨慎、稳健的经营原则，对资产进行清查并进行充分分析，对存在减值迹象的资产计提减值准备，此次减值主要为工艺落后、能耗偏高的资产。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	3.55	3.89	2.34	0.60
管理费用	10.70	9.69	10.72	2.81
财务费用	3.49	2.90	2.24	0.46
三费合计	17.74	16.48	15.30	3.87
期间费用率	16.72	15.75	14.34	12.88
经营性业务利润	6.69	11.48	16.75	7.15
资产减值损失	-1.37	-4.83	-7.44	-0.06
营业外损益	0.12	-0.02	-0.06	-0.12
利润总额	5.45	6.62	11.06	6.98
净利润	4.72	5.60	8.12	5.78
EBITDA 利润率	18.51	18.66	21.57	--
总资产收益率	4.90	5.26	7.64	--

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继续保持增长，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

2020 年末公司总资产为 178.83 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，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，跟踪期内固定资产进一步下降。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，跟踪期内随新购买土地小幅增长。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，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，2021 年一季度，工程玻璃销售收入增长，应收账款增幅明显；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）

	2018	2019	2020	2021.3
固定资产	99.31	97.83	91.46	89.62
在建工程	25.59	19.02	18.93	19.73
无形资产	10.36	10.45	11.40	11.80
非流动资产	141.86	134.68	132.43	131.90
货币资金	22.26	19.87	21.26	20.17
应收账款	5.92	6.50	6.81	10.20
存货	6.00	8.12	8.15	10.48
流动资产	49.28	47.33	46.40	51.02
总资产	191.14	182.01	178.83	182.92

注：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

2020 年末公司总负债规模进一步下降，其中流动负债占比超过 50%，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。跟踪期内公司偿还部分到期借款，短期借款下降明显。应付账款主要为应付材料及设备款等，整体变动不大。2020 年，公司偿还到期的“15 南玻 MTN001”，同时将“18 南玻 MTN001”从长期借款重分类至一年内到期的非流动负债，长期借款相应减少。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。

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，2020 年末股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为 30.71 亿元、5.97 亿元、53.36 亿元和 4.03 亿元。现金分红方面，2018 年~2020 年公司现金分红金额分别为 1.41 亿元、2.15 亿元和 3.07 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 31.19%、40.07%和 39.40%，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，跟踪期内公司财务杠杆水平继续降低，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、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	29.23	22.41	3.53	3.23
应付账款	12.10	11.01	12.38	12.27
一年内到期的非流动负债	8.19	17.12	9.28	9.31
流动负债	61.95	63.84	38.19	36.39
长期借款	23.16	13.20	8.53	8.73
应付债券	--	--	19.94	19.95
非流动负债	34.70	19.52	34.48	34.58
总负债	96.65	83.35	72.67	70.97
所有者权益合计	94.49	98.66	106.16	111.95
资产负债率	50.56	45.80	40.64	38.80
总资本化比率	41.46	36.18	28.70	27.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司继续保持良好的经营获现能力，且能够完全满足投资所需资金，同时压缩债务规模，优化债务结构，偿债能力相关指标增强

公司现金回款情况良好，收现比持续保持在 1.10 倍以上。2020 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，经营活动净现金流入增加。公司投资活动现金流持续呈净流出态势，规模与上年持平。2020 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。

2020 年末公司债务规模下降至 42.73 亿元，其中短期债务占比由上年末 74.84%降至 33.36%，债务结构明显优化。偿债能力指标方面，跟踪期

内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增强，公司偿债指标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、%）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	21.30	23.79	27.31	3.41
投资活动净现金流	-7.79	-7.33	-7.90	-3.11
筹资活动净现金流	-15.88	-20.40	-16.45	-1.40
总债务	66.93	55.93	42.73	43.29
短期债务	38.47	41.85	14.25	14.61
净债务	44.66	36.06	21.47	23.12
总债务/EBITDA	3.41	2.86	1.86	--
EBITDA 利息倍数	4.64	5.95	8.15	--
经营净现金流/总债务	0.32	0.43	0.64	0.32*
经营活动净现金流/利息支出	5.03	7.24	9.67	--

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

充足的外部授信和拥有股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支撑，受限资产规模很小，无对外担保

或有事项方面，截至 2020 年末，公司无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产为 2.40 亿元，其中固定资产 2.38 亿元，货币资金 0.02 亿元，占期末净资产比例为 2.26%，受限比例很低。

截至 2020 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 143.52 亿元，未使用授信余额为 120.82 亿元。此外，公司作为 A 股和 B 股上市公司，拥有股权融资渠道。

股份质押方面，截至 2020 年末，前海人寿及其一致行动人累计质押持有的南玻集团 86,630,000 股股份，占其所持股份的 10.88%，占南玻集团总股本的比例为 2.82%。

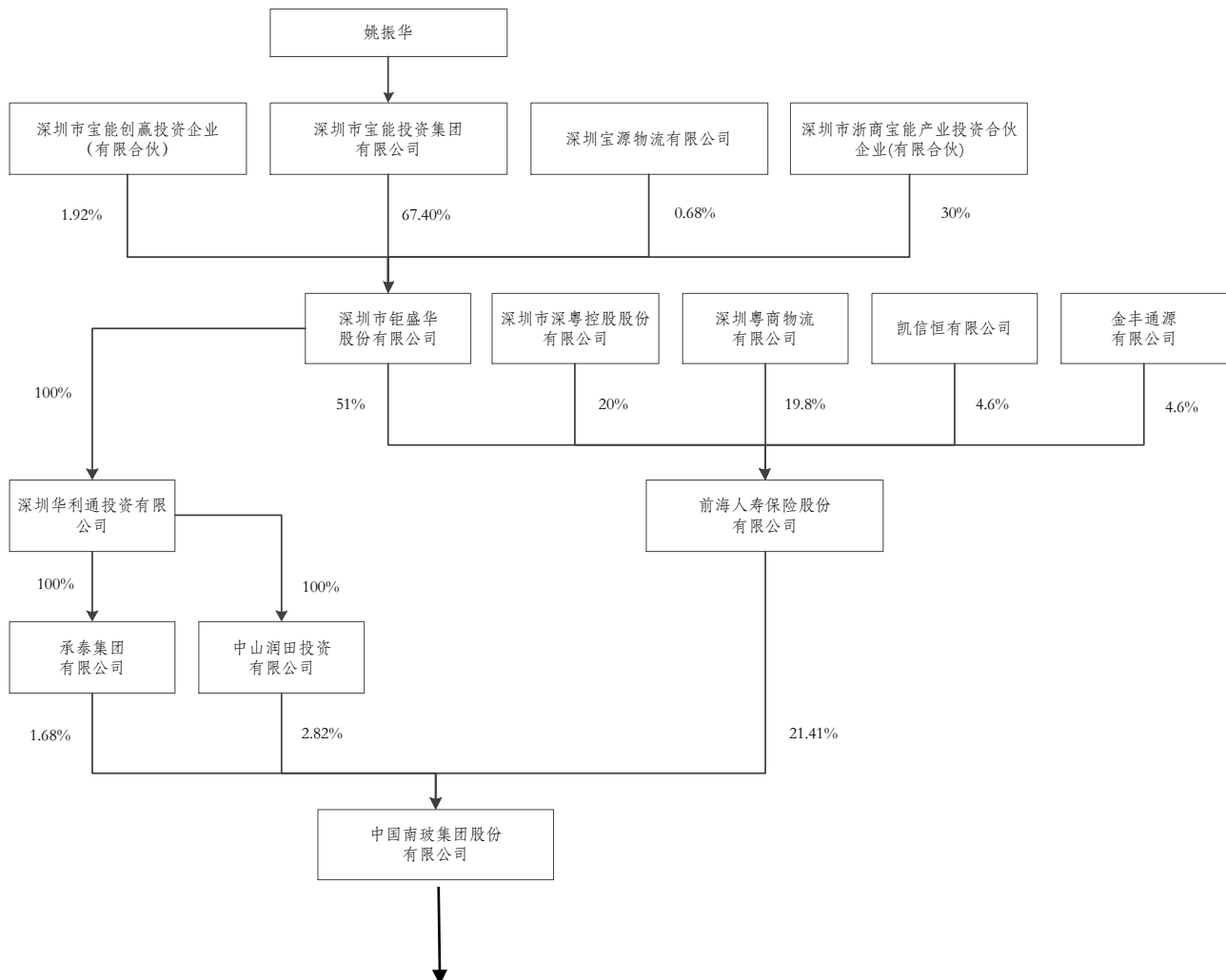
过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2021 年 4 月 26 日，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

根据公开资料，截至报告出具日，公司在公开市场无债务违约情形。

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 2020 年末）



序号	企业名称	直接持股比例
1	成都南玻玻璃有限公司	100%
2	河北南玻玻璃有限公司	100%
3	咸宁南玻玻璃有限公司	100%
4	吴江南玻玻璃有限公司	100%
5	东莞南玻太阳能玻璃有限公司	100%
6	安徽南玻新能源材料科技有限公司	100%
7	东莞南玻工程玻璃有限公司	100%
8	天津南玻节能玻璃有限公司	100%
9	四川南玻节能玻璃有限公司	100%
10	吴江南玻华东工程玻璃有限公司	100%
11	咸宁南玻节能玻璃有限公司	100%
12	肇庆南玻节能玻璃有限公司	100%
13	清远南玻节能新材料有限公司	100%
14	宜昌南玻硅材料有限公司	100%
15	东莞南玻光伏科技有限公司	100%
16	深圳南玻显示器件科技有限公司	60.80%



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)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	222,644.77	198,698.04	212,578.89	201,686.56
应收账款	59,223.33	64,968.12	68,146.71	101,999.02
其他应收款	20,742.43	20,285.49	20,096.99	19,934.30
存货净额	60,013.98	81,232.17	81,515.63	104,822.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	993,084.38	978,303.73	914,564.46	896,197.12
在建工程	255,917.94	190,214.00	189,338.06	197,347.92
无形资产	103,573.13	104,482.63	113,971.83	118,063.33
总资产	1,911,423.42	1,820,123.60	1,788,291.49	1,829,191.82
其他应付款	47,532.05	27,513.81	15,519.91	18,006.16
短期债务	384,727.83	418,549.00	142,527.85	146,051.54
长期债务	284,561.08	140,746.55	284,727.43	286,806.54
总债务	669,288.91	559,295.56	427,255.28	432,858.08
净债务	446,644.14	360,597.51	214,676.39	231,171.52
总负债	966,480.17	833,538.04	726,703.10	709,699.72
费用化利息支出	40,162.71	31,959.18	27,330.81	--
资本化利息支出	2,213.61	913.65	916.27	--
所有者权益合计	944,943.25	986,585.55	1,061,588.39	1,119,492.10
营业总收入	1,060,996.30	1,047,202.81	1,067,125.34	300,683.25
经营性业务利润	66,928.02	114,806.76	167,469.97	71,494.33
投资收益	0.00	0.00	265.45	137.34
净利润	47,220.86	56,041.96	81,195.30	57,835.79
EBIT	94,622.39	98,169.84	137,899.92	--
EBITDA	196,437.50	195,447.31	230,229.22	--
经营活动产生现金净流量	213,037.81	237,903.63	273,061.96	34,129.18
投资活动产生现金净流量	-77,880.80	-73,307.55	-78,979.28	-31,089.12
筹资活动产生现金净流量	-158,845.83	-204,015.69	-164,458.70	-13,952.68
资本支出	69,587.25	71,548.84	111,076.98	23,416.87
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	23.46	26.06	30.24	37.31
期间费用率(%)	16.72	15.75	14.34	12.88
EBITDA 利润率(%)	18.51	18.66	21.57	--
总资产收益率(%)	4.90	5.26	7.64	--
净资产收益率(%)	5.18	5.80	7.93	21.21
流动比率(X)	0.80	0.74	1.21	1.40
速动比率(X)	0.70	0.61	1.00	1.11
存货周转率(X)	12.63	10.96	9.15	8.09*
应收账款周转率(X)	17.25	13.96	16.03	14.14*
资产负债率(%)	50.56	45.80	40.64	38.80
总资本化比率(%)	41.46	36.18	28.70	27.88
短期债务/总债务(%)	57.48	74.84	33.36	33.74
经营活动净现金流/总债务(X)	0.32	0.43	0.64	0.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.55	0.57	1.92	0.93*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.03	7.24	9.67	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	24.31	34.16	53.65	--
总债务/EBITDA(X)	3.41	2.86	1.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.47	1.62	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.64	5.95	8.15	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.23	2.99	4.88	--

注：中诚信国际根据2018年~2020年审计报告以及2021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；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
	EBITDA 利润率
	资本支出
现金流	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
	流动比率
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。