

## 中国南玻集团股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：杨晨晖 [chyang@ccxi.com.cn](mailto:chyang@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 [pshdu@ccxi.com.cn](mailto:pshdu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0907 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“20 南玻 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十三日

**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”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 南玻 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司继续保持领先的行业地位和规模优势；产品结构合理，经营业绩进一步提升；经营获现保持在较好水平，拥有一定的备用流动性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、资产减值损失情况值得关注和在建项目面临较大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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	182.01	178.83	199.39	207.00
所有者权益合计（亿元）	98.66	106.16	118.66	122.47
总负债（亿元）	83.35	72.67	80.73	84.53
总债务（亿元）	55.93	42.73	47.19	51.30
营业总收入（亿元）	104.72	106.71	136.29	27.86
净利润（亿元）	5.60	8.12	15.61	3.88
EBIT（亿元）	9.82	13.79	21.06	--
EBITDA（亿元）	19.54	23.02	30.62	--
经营活动净现金流（亿元）	23.79	27.31	39.02	1.02
营业毛利率(%)	26.06	30.24	35.07	28.34
总资产收益率(%)	5.26	7.64	11.14	--
资产负债率(%)	45.80	40.64	40.49	40.84
总资本化比率(%)	36.18	28.70	28.45	29.52
总债务/EBITDA(X)	2.86	1.86	1.54	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.95	8.15	15.09	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

- **跟踪期内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，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 2022 年 3 月末，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，经营业绩进一步提升。**公司在平板玻璃、工程玻璃和超薄电子玻璃等板块均已形成较为完整的产业链，2021 年公司保持了较好的销售态势，加之部分产线转入商业化运营，带动公司营业总收入和净利润分别同比大幅增长 27.72%

### 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+	2021/06/11	20.00	20.00	2020/03/25~2023/03/25	--

和 92.24%。

### ■ 经营获现继续保持在较好水平，拥有一定的备用流动性。

2021 年公司经营回款情况保持在较好水平，当年经营活动净现金流 39.02 亿元，可对债务偿付提供一定保障。同时，截至 2021 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 170.17 亿元，未使用授信余额为 145.68 亿元，拥有一定的备用流动性。此外，公司作为 A+B 股上市公司，亦拥有股权融资渠道。

### 关注

- **所处行业波动性较大。**玻璃行业周期性特征明显，结构性产能过剩问题依旧突出，同时 2021 年下半年以来房地产行业运营环境变化等因素亦一定程度上抑制了玻璃行业市场需求，需对公司库存产品的去化和回款等情况保持关注。
  - **减值计提情况值得关注。**2021 年公司资产减值损失 11.36 亿元，主要系当期对太阳能产业板块落后装备与产能进行了减值计提，中诚信国际将对公司资产质量及后续减值情况保持关注。
  - **在建项目面临较大资本支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 124.76 亿元，已完成投资 16.92 亿元，资金来源主要是自有资金及金融机构借款等，后续仍存在较大的资本支出压力。
- ### 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。

## 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 2021 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:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同

比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快

企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

### 2021年受需求端影响玻璃行业景气度呈现先扬后抑态势，且短期内玻璃市场需求依然承压；原材料和燃料价格持续上升对玻璃生产企业盈利能力带来较大挑战

平板玻璃生产工艺主要包括浮法和压延法，其中浮法产能占比超过8成，而压延法主要用于生产光伏玻璃等，因此平板玻璃按产品类型主要分为浮法玻璃和光伏玻璃，亦被称为玻璃原片，经过深加工后可制作成工程玻璃和电子玻璃等。由于平板玻璃进入壁垒较低，我国平板玻璃一直处于产能过剩局面，但近年来国家严格执行产能置换管理政策，部分落后产能和僵尸产能等得以淘汰。2021年8月1日，《水泥玻璃行业产能置换实施办法》开始实施，浮法玻璃产能持续受控，产能规模将基本保持稳定。截至2021年末，全国在产浮法玻璃产线约260条，日熔量合计约17.5万吨。

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，因此玻璃市场需求受房地产行业景气度影响较大，总体与房地产竣工数据<sup>1</sup>呈正相关。2021年上半年，房地产行业竣工

面积较上年同期加速增长，带动了玻璃市场需求提高，但下半年起房地产企业流动性承压，竣工面积回落，玻璃市场需求持续下降。

图1：近年来我国房屋竣工面积及增速



资料来源：wind，中诚信国际整理

产量方面，玻璃生产具有连续不间断的特点，停产成本很高，其供给具有一定的刚性。2021年以来我国平板玻璃月产量整体维持较高水平，但当月同比增速持续回落，2021年累计产量为10.17亿重箱，同比增长8.4%。

图2：近年来我国平板玻璃产量及增速



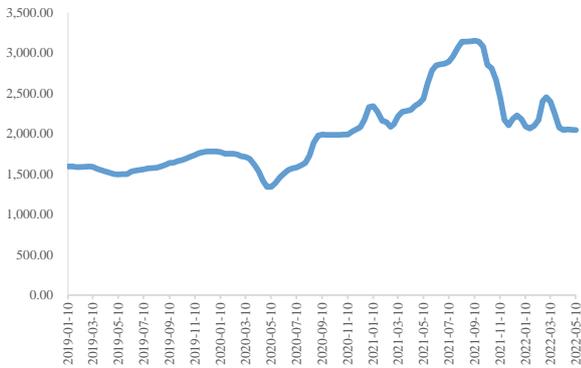
资料来源：wind，中诚信国际整理

玻璃价格方面，2021年以来玻璃价格受需求端影响较大，全年呈现先升后降的态势。2021年下半年以来房地产销售金额下降，加之“三条红线”等政策对房企资金端的限制，部分房企出现了流动性压力，甚至发生信用风险事件，房地产项目竣工节奏明显放缓，需求端疲软叠加供给端相对保持平稳，数据。

<sup>1</sup> 2020年以来国家统计局未公布平板玻璃销售量和库存量等相关

玻璃价格持续下降，2021 年末回落到年初水平。

图 3：近年来 4.8/5mm 浮法玻璃市场价格变动情况（元/吨）



资料来源：wind，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，受环保要求趋严等因素影响，纯碱新增供给量有限，2021 年上半年玻璃生产需求较大，拉动纯碱价格持续上升。虽然下半年玻璃生产热度降低，但部分区域受限电政策影响，纯碱供给进一步收缩，导致价格进一步攀升。此外，受能耗双控、供给不足和冷冬预期等因素影响，2021 年以来天然气价格持续上涨，而重油价格受地缘政治等因素影响亦呈上涨趋势。整体来看，2021 年玻璃生产企业面临较大的成本上涨压力。

图 4：近年来玻璃生产主要原材料价格变动情况



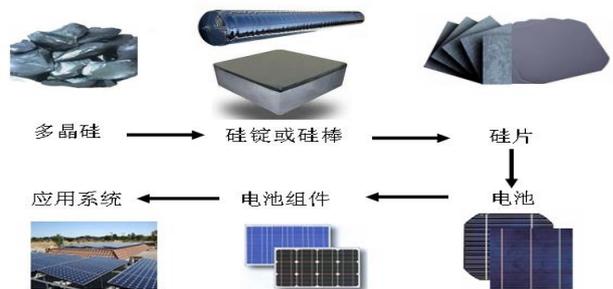
资料来源：wind，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 年受需求端影响玻璃行业景气度呈现先扬后抑态势，尤其是下半年房地产行业资金面趋紧导致的玻璃价格大幅下滑，加之成本端原材料和燃料价格持续上升，玻璃生产企业利润空间被持续压缩。2022 年以来，虽然部分省市逐步推出对房地产市场的刺激政策，但房地产行业基本面仍未修复，加之疫情影响，短期内玻璃市场需求和价格依然承压。长期来看，若政策持续发力使得房地产行业资金环境改善，加之政府“保交房”等政策要求，房地产竣工需求释放有望带动玻璃行业景气度回升。

**2021 年以来，我国光伏产业快速发展，行业景气度持续上行，硅料及硅片龙头企业规模优势突出，电池及组件市场竞争激烈，未来各环节产品价格波动情况及企业盈利水平值得关注**

在全球疫情反复、经济形势严峻、贸易壁垒仍存的大背景下，我国光伏行业立足“碳达峰、碳中和”战略，2021 年各环节发展保持较快增速，行业运行整体向好。国家工信部数据显示，2021 年国内多晶硅、硅片、电池和组件产量分别达到 50.5 万吨、227GW、198GW 和 182GW，分别同比增长 27.5%、40.6%、46.9% 和 46.1%，光伏产业供应链总体保持稳定。

图 5：光伏发电主要产业链



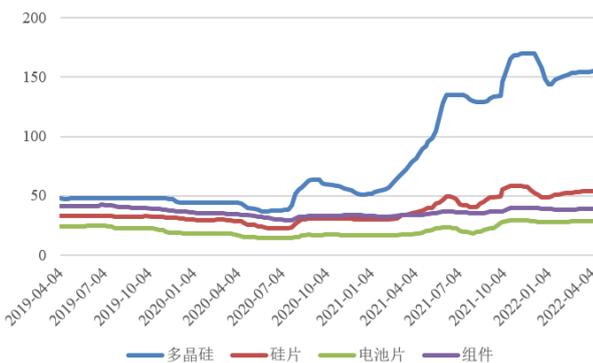
资料来源：中诚信国际整理

硅料（多晶硅）供应系制约光伏产业发展的瓶颈环节之一，2021 年受供需关系及扩产周期等因素影响，现货价格短期内攀升较快。受此影响，通威股份、保利协鑫、大全能源和新特能源等头部硅料

企业均有扩产计划，本轮新增产能以多晶硅生产企业和下游一体化组件龙头企业合资或参股共建模式为主，截至 2021 年末规划建设中的合资项目新增产能超过 50 万吨，硅料企业有效绑定了下游优质客户、提高了产能消纳的确定性，也在一定程度上缓解了扩产项目的投资支出压力。2022 年以来，硅料价格虽有所回落，但价格指数仍明显处于近年来高位，较高的行业景气度和旺盛的下游需求或将驱动未来硅料供需仍呈现紧平衡状态。

硅片环节在光伏产业链中市场集中度最高，全球总产能超过 50% 集中于隆基股份和中环股份两家企业，由于市场竞争加剧、产能加速释放，硅片生产企业多通过长单锁定上游硅料供应，产品逐渐向单晶、大尺寸、薄片化趋势发展，“马太效应”或将进一步显现。同时，随着光伏行业市场需求向好发展，头部企业议价能力较强，能够将一部分原料端产生的成本压力传导至下游电池片环节，在 2021 年硅料采购成本快速上涨的情况下，硅片价格亦呈上升态势，当年末随着硅料成本下降，硅片价格亦有所回落，但相较硅料全年价格变动，硅片环节价格指数涨幅有限。

图 6：近年来光伏行业综合价格指数走势



注：2014 年 5 月 30 日=100。

资料来源：Wind，中诚信国际整理

与行业壁垒较高的硅料、硅片环节相比，电池片和组件环节行业集中度较低，2021 年 CR5 集中度分别为 53.9% 和 63.4%，市场竞争更为激烈，企业议价能力也相对较弱。受此影响，在 2021 年硅料、硅片均有不同程度涨价的情况下，电池片和组

件现货均价涨幅较小，生产企业的盈利空间被进一步压缩。

但从长期来看，随着龙头企业加速多环节产能布局或与产业链其他环节签订长单锁定，与上、下游的供需关系将呈现边际改善局面，未来产业链中游环节的行业集中度仍将持续上行。同时，随着电池片转换效率和组件功率不断提升，我国光伏产品在终端市场占据主导地位，海外光伏应用市场需求不断增长，2021 年光伏组件出口金额 246.1 亿美元，同比增长 44.9%，出口量约 98.5GW，同比增长 25.1%，出口规模呈快速上升态势。

近年来，光伏行业发展势头较快，但仍面临来自产业链、技术迭代、贸易摩擦等方面的风险。2021 年，光伏供应链整体价格波动较大，考虑到疫情仍有不确定性、硅料及玻璃等原材料供应偏紧等因素影响，加之扩产投资规模大、资金回收期长，或将对项目建设带来不利影响。同时，光伏行业的技术更新较快，晶硅电池亦面临薄膜、钙钛矿等非晶硅技术路线的竞争，未来不具备规模优势或技术优势的企业或将面临淘汰。此外，光伏发电现已成为大部分国家实现碳减排的重要能源形式，各国也相继出台有关政策推动光伏发电规模持续增加，但国际贸易摩擦在一定程度上对国内光伏产业的市场竞争力有所削弱，或使我国光伏行业的海外发展受到一定影响。

中诚信国际认为，随着世界各国加快推动能源结构转型、绿色可持续发展，加之中国“碳达峰、碳中和”战略的提出，2021 年以来光伏产业进入快速发展期，各环节产能加速释放，行业景气度持续上行；但受市场竞争激烈、成本持续压降等因素影响，电池及组件环节部分企业经营业绩或将承压，同时考虑到技术迭代、贸易摩擦等方面的风险，中诚信国际将对产业链各环节产品价格变动情况及企业盈利水平保持关注。

**2021 年以来公司治理结构未发生变化，经营运作规范，部分高级管理岗位发生变动，且需关注公司部**

## 分股权被质押、标记和冻结等情况

**产权结构：**截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 30.71 亿元，前海人寿保险股份有限公司（以下简称“前海人寿”）及其一致行动人合计持股占公司总股本的 25.92%，为公司第一大股东<sup>2</sup>，公司无控股股东，无实际控制人。此外，**中诚信国际关注到**，2021 年以来公司第一大股东方<sup>3</sup>频繁出现负面舆情，其中中山润田持有公司 2.82% 股权已被质押、标记和冻结，需对公司股权结构稳定性保持关注。

公司建立了较为规范的治理结构，形成了以股东大会、董事会、监事会和公司经理层为主体结构的决策和经营管理体系，并设置了相关职能部门。公司现有的 9 名董事中，陈琳、程靖刚及程细宝 3 名董事在公司股东前海人寿及其一致行动人处兼任职务。2021 年以来公司治理结构未发生变化，经营运作规范，且与第一大股东在业务经营管理、人员安排和财务资金等方面均保持独立，亦未受到相关监管部门处罚。

人事变动方面，2021 年 7 月公司原常务副总裁卢文辉因个人原因辞职，原职工监事高长昆因工作调整原因辞职，戴平生被选举为职工监事。2022 年 5 月，公司党委书记、副总裁何进被选举为常务副总裁，执行副总裁王文欣被选举为副总裁兼财务总监。

## 2021 年公司平板玻璃产能利用率及产销率均处于较高水平，但主要原材料和燃料采购价格上涨较多，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。公司生产的浮法玻璃全部为优质浮法玻璃，可用于后续工程玻璃、精细玻璃和光伏等产品的加工。截至 2021 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，市场布局较为完善。太阳能玻璃方面，截至 2021 年末，公司在东莞和吴江拥有 2 条光伏压延玻璃原片生产线及配套的光伏玻璃深加工生产线，可年产约 43 万吨光伏压延玻璃原片，并具备 7,200 万平米/年的光伏玻璃深加工产能，产品涵盖 2~4mm 多种厚度深加工产品。2021 年以来公司继续大力推进研发创新和转型升级的经营策略，通过技术改造，当年浮法玻璃和太阳能压延玻璃产能利用率均超过 100%。

公司平板玻璃业务仍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。同时，为满足工程玻璃生产需求，公司将部分浮法玻璃按市场价格进行内销。整体来看，2021 年公司根据市场环境变化对销售节奏及时调整，产销率保持较高水平。

**表 1：近年来公司平板玻璃生产及销售情况（万吨）**

产量	2019	2020	2021	2022.1~3
浮法玻璃	247	247	251	61
太阳能压延玻璃	46	49	48	7
销量	2019	2020	2021	2022.1~3
浮法玻璃	245	250	248	53
太阳能压延玻璃	47	49	47	8

注：平板玻璃销量包含内销部分。

资料来源：公司提供

从销售价格来看，2021 年公司浮法玻璃和太阳能压延玻璃销售单价均大幅提升，一方面由于整体市场需求回暖拉动，另一方面主要受成本持续上涨推动。公司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。受环保趋严和能效双控等因素影响，2021 年以来天然气、纯碱和石英砂价格进一步上升，

<sup>2</sup> 前海人寿保险股份有限公司—海利年年、前海人寿保险股份有限公司—万能型保险产品、前海人寿保险股份有限公司—自有资金合计持有公司股票 649,577,042 股；其一致行动人中山润田投资有限公司（以下简称“中山润田”）持有公司股份 86,633,447 股；其一致行动人承泰集团有限公司通过中国银河国际证券（香港）有限公司持有公司 B 股

40,187,904 股。

<sup>3</sup> 前海人寿控股股东深圳市钜盛华股份有限公司已发生债务展期等负面舆情。

对公司成本控制能力提出更高要求。

**表 2：近年来公司原材料采购价格情况**

	2019	2020	2021	2022.1~3
天然气(元/方)	2.29	2.13	2.25	2.59
纯碱(元/吨)	1,602	1,324	1,893	2,334
石英砂(元/吨)	208	237	254	269

资料来源：公司提供

**2021 年公司在工程玻璃领域继续保持领先的行业优势，但部分订单受疫情和客户资金状况等影响出现交付周期拉长等情况，需对公司工程玻璃板块的销售和回款等情况保持关注，同时亦需对恒大及子公司的商业承兑汇票资金回收情况保持关注**

公司是国内最大的工程玻璃生产企业之一，主要面向国内中高端市场，在公建市场占有率较高。截至 2021 年末拥有天津、东莞、咸宁、吴江、成都和肇庆六大建筑节能玻璃加工基地，其中中空镀膜复合玻璃的产能超过 2,000 万平方米/年，镀膜玻璃工序的产能超过 4,500 万平方米/年。

公司在镀膜技术上的研发与应用处于行业领先水平，其开发出的第三代三银高性能节能玻璃和复合功能节能玻璃产品在节能保温性能方面取得进一步突破。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。此外，公司所生产的工程玻璃产品亦广泛应用于各主要城市中心区和交通枢纽等标志性建筑中，2022 年公司工程玻璃产品被入选为北京冬奥会多个场馆的建设产品，包括国家速滑馆、国家跳台滑雪中心、首钢滑雪大跳台和北京奥运村等代表性项目，品牌知名度很高。

从产销情况来看，由于公司工程玻璃下游主要为公建幕墙公司，产品主要应用于公建项目，且多采取以销定产的模式，因此产量主要受订单需求量影响。公司工程玻璃板块在全国各省会城市和主要城市设有百余家办事处，产品销售以直销为主。2021 年全年公司工程玻璃产品销量同比有所增加，产销率保持较高水平。

**表 3：近年来公司工程玻璃生产及销售情况（万平方米）**

产量	2019	2020	2021	2022.1~3
中空镀膜复合玻璃	1,100	1,210	1,242	279
镀膜大板玻璃	1,805	2,191	2,268	536
销量	2019	2020	2021	2022.1~3
中空镀膜复合玻璃	1,097	1,233	1,242	265
镀膜大板玻璃	1,685	2,094	2,228	430

资料来源：公司提供

结算方面，公司不同玻璃产品信用政策存在差异。其中浮法玻璃和电子玻璃通常为现款现货，且不设置信用期；而太阳能玻璃和工程玻璃根据客户情况通常设置 30~60 天的信用期。**中诚信国际关注到**，2021 年下半年以来，受房地产行业景气度下行等因素影响，公司部分订单因客户资金状况影响出现周期拉长和销售款逾期等情况，其中公司因收到客户背书的由恒大集团有限公司（以下简称“恒大”）及其子公司开具的商业承兑汇票预计难以兑付，2021 年集中计提坏账准备约 1 亿元，目前公司亦采取向背书人索赔等相关措施。**中诚信国际认为**，公司工程玻璃产品主要应用于公建项目，住宅项目订单相对较少，涉及民营房地产项目订单占比很低，但部分订单受疫情和客户资金状况等影响出现交付周期拉长等情况，2022 年以来工程玻璃产品库存增多，需对公司工程玻璃板块的销售和回款等情况保持关注。

**公司在电子玻璃领域已初步形成全国性战略布局，清远南玻二期项目运营情况良好，带动电子玻璃及显示器件产业营业收入大幅增加**

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。

2021 年公司电子玻璃持续发展，下属四家子公司在智能消费电子终端、触控组件、车载显示、工控商显和智能家居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。2021年以来公司高铝二代锂铝硅酸盐电子玻璃产品在国内高端品牌客户中获得大量使用。同时公司持续推进产品和技术升级，咸宁光电高铝二代升级产品顺利产业化。此外，2020年年底转入商业化运营的清远南玻二期项目“一窑两线”运营情况良好。

截至2022年3月末，超薄电子玻璃及特种玻璃设计产能为35.70万吨/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，2021年公司超薄电子玻璃产量为27.18万吨。受益于产品技术升级以及市场稳步开拓等因素影响，2021年公司超薄电子玻璃的销量继续上升，当年销量为27.32万吨，产销率超过100%，销售价格处于高位，销售态势良好，带动2021年电子玻璃营业收入大幅增加。

### 太阳能产业板块落后装备与产能的减值对公司经营业绩造成一定拖累，需对该板块未来的发展及经营情况保持关注

公司进入光伏产品制造领域较早，太阳能产业已形成了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2022年3月末，公司拥有多晶硅产能10,000吨/年、硅片产能2.20GW/年、光伏电池产能0.60GW/年和组件产能0.60GW/年的生产规模。

由于2021年公司硅料产线停产进行升级技术改造，当年未产生硅料收入。多晶硅片是太阳能产业板块主要收入来源，2021年多晶硅片销售收入占太阳能产业比重约为46%。由于多晶硅片市场需求小，近年来公司多晶硅片业务主要与部分大客户签订长协合同开展，多晶硅片产销情况较为稳定。但中诚信国际关注到，由于太阳能行业技术迭代较快，公司存在落后装备与产能，近年来亦持续对该板块计提资产减值损失，2021年计提资产减值准备约7亿元，对经营业绩形成一定侵蚀。

此外，截至2022年3月末，公司已在吴江、清远、宜昌、漳州、绍兴、河源及湛江等地建成光伏电站，光伏发电装机总量达132MW，2021年光伏发电量达12,665万度，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。

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。2022年一季度公司硅料产线升级改造完成顺利复产，预计能够对太阳能产业板块收入形成一定补充，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，需关注资本支出压力和投产后的经营效益情况

公司深耕玻璃主业，制定了“擦亮三块玻璃（浮法玻璃、光伏玻璃、电子玻璃），打造一个品牌（工程玻璃）”的发展路径，并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。

近年来公司董事会先后批准公司在太阳能玻璃、工程玻璃、电子玻璃和硅料生产等领域的产能扩增计划，截至2022年3月末，公司主要在建项目计划总投资124.76亿元，已完成投资16.92亿元，其中2022年计划资本支出约为50亿元，资金来源主要是自有资金及金融机构借款等，未来面临较大的资本支出压力。

中诚信国际认为，公司在玻璃行业拥有较高的品牌知名度和市场占有率，近年来经营情况良好，经营业绩和回款持续增加，公司在建项目主要为各类型的玻璃生产线建设和内部技改等，在建项目陆续投产能够有效带动公司业务规模的扩大，但仍需关注公司在建项目的资金来源和投产后的经营效益等情况。

表4：截至2022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
<b>平板玻璃板块</b>			
南玻集团广西北海光伏绿色	50.00	0.09	49.91

能源产业园（一期）项目 <sup>4</sup>			
安徽凤阳太阳能装备用轻质高透面板制造基地项目	37.39	10.76	26.63
咸宁南玻 1200T/D 光伏封装材料生产线项目	8.58	1.25	7.33
安徽凤阳石英砂项目	7.40	1.00	6.40
<b>工程玻璃板块</b>			
肇庆南玻高档节能玻璃生产线项目	5.00	3.37	1.63
西安南玻节能玻璃生产线项目	4.94	0.01	4.93
肇庆南玻高档汽车玻璃生产线项目	6.10	0.26	5.83
<b>电子玻璃及显示器件板块</b>			
清远南玻节能新材料有限公司一期升级技改项目	5.35	0.18	5.17
<b>合计</b>	<b>124.76</b>	<b>16.92</b>	<b>107.83</b>

注：表中在建议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 2019 年~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

### 2021 年公司盈利能力进一步增强，但资产减值损失对公司利润总额造成较大侵蚀，需对其资产质量和后续减值情况保持关注

2021 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，2021 年玻璃产业收入占比为 81.22%，是公司收入及利润的主要来源。受益于 2020 年底投产的清远南玻二期项目经营情况较好，2021 年公司电子玻璃及显示器件板块收入同比增长 74.61%。太阳能产业受光伏政策影响较大，2021 年多晶硅片价格上涨等因素带动公司太阳能板块收入同比增长 9.10%。在上述因素共同影响下，2021 年公司实现营业总收入 136.29 亿元，同比增长 27.72%。

表 5：公司主要板块营业收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
玻璃产业	79.80	87.10	110.70	21.56
电子玻璃及显示器件产业	10.44	10.87	18.98	3.70
太阳能产业	15.42	9.89	10.79	3.37
其他	0.82	2.18	2.95	1.26
分部间抵销	-1.76	-3.33	-7.13	-2.04
<b>合计</b>	<b>104.72</b>	<b>106.71</b>	<b>136.29</b>	<b>27.86</b>

注：1、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2021 年公司综合毛利率为 35.07%，同比增长 4.83 个百分点。其中玻璃产业方面，天然气和纯碱等主要原材料和燃料价格的上涨对公司成本控制带来较大挑战，但受益于市场需求较好，2021 年公司玻璃产品价格进一步上涨，带动玻璃产业毛利率同比增加 4.78 个百分点。电子玻璃及显示器件产品附加值较高，2021 年公司高端产品拓展情况较好，当年该板块毛利率大幅提高。太阳能产业方面，2021 年以来受硅料价格涨幅较大等因素影响，该板块收入增速不及成本增速，当年毛利率有所下降，但该板块收入占比较少，对公司整体毛利率水平影响相对有限。2022 年一季度，受疫情防控等因素影响，公司营业总收入同比下降 7.35%，毛利率同比下降 8.97 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
玻璃产业	27.41	31.37	36.15	29.13
电子玻璃及显示器件产业	29.44	30.51	35.08	27.20
太阳能产业	14.43	15.91	10.37	18.00
<b>营业毛利率</b>	<b>26.06</b>	<b>30.24</b>	<b>35.07</b>	<b>28.34</b>

资料来源：公司提供

期间费用方面，2021 年业务规模的扩大带动公司销售费用有所增加。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。受益于公司对融资成本的良好管控，2021 年公司利息支出同比减少，财务费用同比下降 32.59%。整体来看，2021 年业务规模的扩大使得公司期间费用规模进一步增加，但在营业总收入大幅增长的背景下，期间费用率同比下降 1.97 个百分点，费用控制能力有所提

<sup>4</sup> 该项目位于广西壮族自治区龙港新区北海铁山东港产业园，项目分为两期，其中一期项目计划建设 2 条 1,200t/d 一窑五线光伏压延玻璃生产线及配套光伏玻璃加工生产线以及配套研发中心，1

条 700t/d 一窑两线电子玻璃和光电玻璃生产线、配套石英砂矿及硅砂提纯加工线。

升。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	3.89	2.34	2.71	0.62
管理费用	9.69	10.72	12.64	2.67
财务费用	2.90	2.24	1.51	0.31
三费合计	16.49	15.30	16.86	3.60
期间费用率	15.75	14.34	12.37	12.94
经营性业务利润	11.48	16.75	30.51	4.48
资产减值损失	-4.83	-7.44	-11.36	-0.04
利润总额	6.62	11.06	19.17	4.54
净利润	5.60	8.12	15.61	3.88
EBITDA 利润率	18.66	21.57	22.47	--
总资产收益率	5.26	7.64	11.14	--

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

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2021 年公司玻璃产品销售态势良好，且通过技改、加强成本控制等多种方式提升了盈利空间，公司整体经营性业务利润较 2020 年增幅较大。但中诚信国际注意到，公司资产减值损失持续增长，2021 年公司资产减值损失 11.36 亿元<sup>5</sup>，一方面由于公司对太阳能产业板块落后装备与产能进行了资产减值计提，另一方面公司对收到客户背书的恒大及子公司开具的商业承兑汇票进行了信用减值计提。此外，因经营业绩不及预期，公司对深圳南玻显示器件科技有限公司<sup>6</sup>（以下简称“深圳显示器公司”）计提商誉减值准备 1.03 亿元。整体来看，2021 年公司经营情况较好，EBITDA 利润率和总资产收益率分别同比上升 0.90 和 3.50 个百分点。但资产减值损失对公司当年利润总额形成较大侵蚀，需对公司资产质量及后续减值情况保持关注。

**受益于利润累积，2021 年末公司所有者权益继续保持增长，杠杆水平相对稳定；受疫情、客户资金状况等因素影响，公司库存去化和款项回收等情况值得关注**

2021 年末公司总资产为 199.39 亿元，结构仍

以非流动资产为主，在总资产中占比 70% 左右。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生产线和厂房等房屋及建筑物、机器设备等，受计提折旧和减值准备等因素影响，2021 年末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，2021 年末在建工程同比增长 30%。公司无形资产为土地使用权和专利权，2021 年末规模同比变化不大。此外，2021 年末公司其他非流动资产增加较多，主要包括预付工程设备款 4.69 元。

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，2021 年受益于良好的经营回款情况，当年末货币资金有所增加。公司应收账款主要来源于工程玻璃业务，随着业务规模的扩大持续增加，2021 年末应收账款前五大客户占比 26%，集中度较高。坏账计提方面，公司主要分为按单项计提和按组合计提两种模式，其中 2021 年末按单项计提坏账准备的应收账款账面余额为 1.60 亿元，计提坏账准备 1.04 亿元，计提的坏账准备主要系收到的客户背书的恒大及子公司商业承兑汇票无法兑付从而从应收票据转入应收账款部分；按组合计提的应收账款账面余额 6.88 亿元，公司按 2% 比例计提坏账准备，计提政策较为宽松，需对公司应收账款的回收和减值情况保持关注。公司存货主要为生产所需原材料和产出的库存商品，2021 年末分别为 3.89 亿元和 6.27 亿元，随着业务规模的扩大同比均有所增加。

2022 年一季度，受新冠疫情等因素影响，部分区域物流出现停滞，加之部分客户因资金状况等因素影响出现交付周期拉长等情况，2022 年 3 月末应收账款和存货均有所增加。此外，2022 年公司多晶硅料产线复产，亦造成 3 月末存货规模增加，需对公司库存去化情况和款项回收等保持关注。

<sup>5</sup> 其中固定资产减值损失 2.24 亿元，在建工程减值损失 6.50 亿元，商誉减值损失 1.03 亿元，应收账款、应收票据等坏账损失 1.54 亿元。

<sup>6</sup> 截至 2021 年末深圳显示器公司总资产 15.90 亿元，总负债 5.03

亿元，2021 年实现营业总收入 7.47 亿元，净利润 0.89 亿元，经营活动净现金流 1.96 亿元。截至 2021 年末，公司商誉中深圳显示器公司账面原值 3.89 亿元，已计提减值 2.67 亿元。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
固定资产	97.83	91.46	85.67	91.10
在建工程	19.02	18.93	24.61	23.27
无形资产	10.45	11.40	11.78	11.78
其他非流动资产	1.20	1.93	5.84	6.89
<b>非流动资产</b>	<b>134.68</b>	<b>132.43</b>	<b>136.33</b>	<b>141.71</b>
货币资金	19.87	21.26	27.66	23.08
应收账款	9.08	10.64	10.28	12.05
存货	8.12	8.15	10.94	15.16
<b>流动资产</b>	<b>47.33</b>	<b>46.40</b>	<b>63.07</b>	<b>65.28</b>
<b>总资产</b>	<b>182.01</b>	<b>178.83</b>	<b>199.39</b>	<b>207.00</b>

注：1、尾数差异系四舍五入影响；2、应收账款中包含应收款项融资；3、无形资产中包含使用权资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债主要由有息债务和以应付材料款、设备款和工程款等为主的应付账款构成。随着业务规模的扩大和在建生产线的推进，2021 年末应付账款规模进一步增加。此外，2021 年以来公司增加较多长期项目借款，债务结构有所改善，2021 年末长期债务占总债务的比重升至 77%。2022 年 3 月末，公司将 2020 年发行的公司债“20 南玻 01”重分类至一年内到期的非流动负债，相关报表项目变动较大。

**表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	22.41	3.53	1.81	0.91
应付账款	11.01	12.38	14.29	17.21
一年内到期的非流动负债	17.12	9.28	5.04	25.29
<b>流动负债</b>	<b>63.84</b>	<b>38.19</b>	<b>37.90</b>	<b>57.71</b>
长期借款	13.20	8.53	14.69	19.20
应付债券	0.00	19.94	19.97	0.00
<b>非流动负债</b>	<b>19.52</b>	<b>34.48</b>	<b>42.83</b>	<b>26.82</b>
<b>总负债</b>	<b>83.35</b>	<b>72.67</b>	<b>80.73</b>	<b>84.53</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>98.66</b>	<b>106.16</b>	<b>118.66</b>	<b>122.47</b>
资产负债率	45.80	40.64	40.49	40.84
总资本化比率	36.18	28.70	28.45	29.52

资料来源：公司财务报表

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，2021 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、64.51 亿元和 4.37 亿元。现金分红方面，2019 年~2021 年公司现金分红金额分别为 2.15 亿元、3.07 亿元和 6.14 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 40.07%、

39.40%和 40.16%，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，2021 年末公司财务杠杆水平保持相对稳定。

### 2021 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；偿债能力相关指标增强

2021 年公司经营回款情况较好，当年经营活动净现金流同比大幅增加 42.88%。由于当年公司在建生产线投入规模大幅增加，使得 2021 年投资活动净现金流大幅净流出 29.05 亿元。但整体来看，2021 年公司经营活动回流能够满足当年投资净支出，故 2021 年筹资活动净现金流维持净流出态势。2022 年一季度，受疫情及部分客户资金状况等因素影响，公司经营活动净现金流同比减少，而生产线建设等投资支出金额保持较大规模。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	23.79	27.31	39.02	1.02
投资活动净现金流	-7.33	-7.90	-29.05	-7.79
筹资活动净现金流	-20.40	-16.45	-3.63	2.21
短期债务	41.85	14.25	10.85	30.63
长期债务	14.07	28.47	36.34	20.68
<b>总债务</b>	<b>55.93</b>	<b>42.73</b>	<b>47.19</b>	<b>51.30</b>
总债务/EBITDA	2.86	1.86	1.54	--
EBITDA 利息倍数	5.95	8.15	15.09	--
经营活动净现金流/总债务	0.43	0.64	0.83	0.08*
经营活动净现金流/利息支出	7.24	9.67	19.23	--
货币资金/短期债务	0.47	1.49	2.55	0.75

注：加“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表

偿债能力指标方面，2021 年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亦有所增强，货币资金亦能够完全覆盖同期末短期债务，偿债能力持续提升。

### 拥有一定的备用流动性和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 2021 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 2021 年末，公司所有权或

使用权受到限制的资产为 1.75 亿元，其中固定资产 1.65 亿元，主要系融资租赁受限；货币资金 0.10 亿元，主要系保证金受限，公司整体受限资产比例很低。

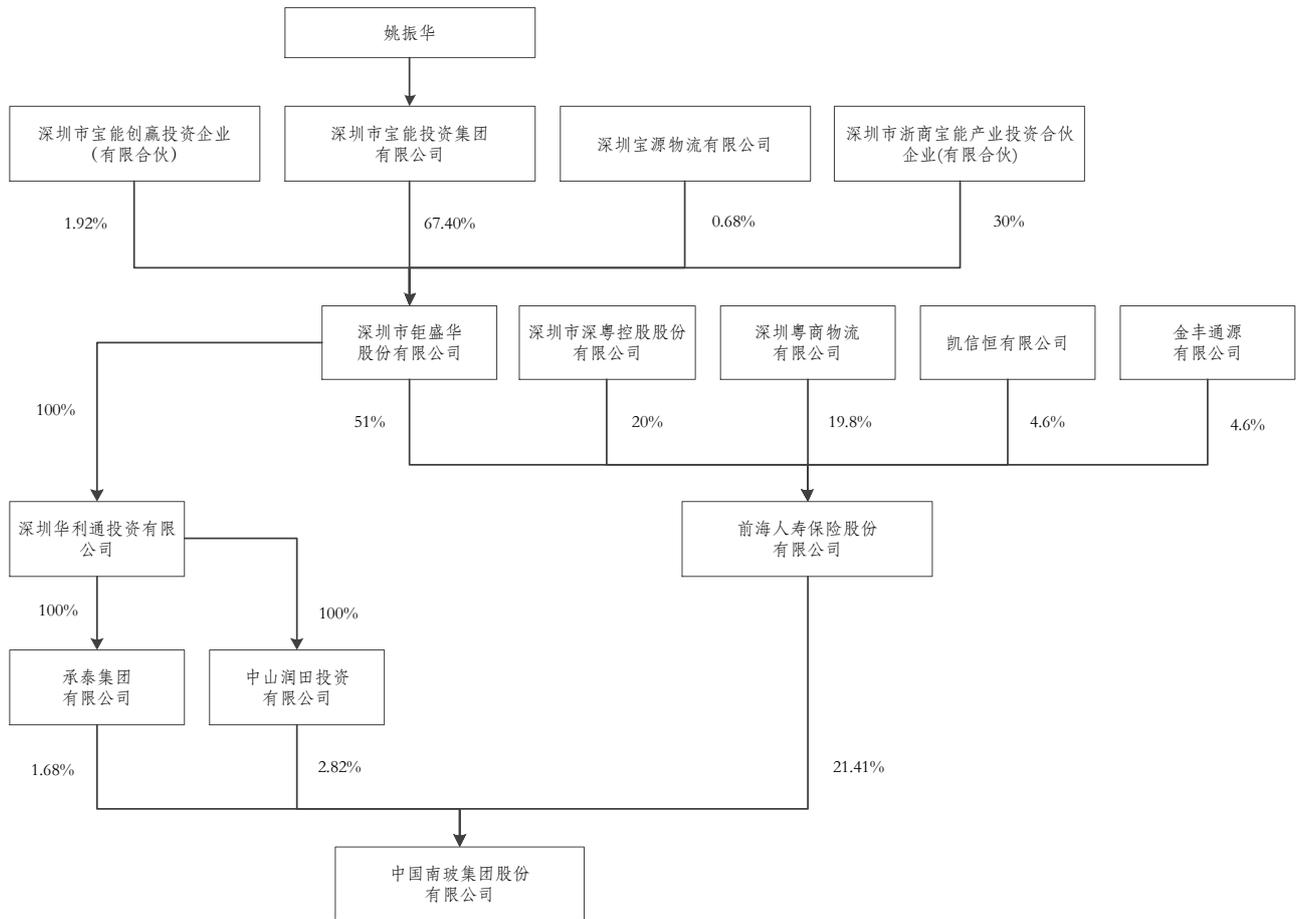
截至 2021 年末，公司共获得多家银行综合授信额度 170.17 亿元，未使用授信余额为 145.68 亿元，拥有一定的备用流动性。此外，公司作为 A+B 股上市公司，拥有股权融资渠道。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的征信报告及相关资料，2019 年~2021 年 5 月 9 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 2021 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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	198,698.04	212,578.89	276,592.59	230,778.99
应收账款	90,797.80	106,399.49	102,757.18	120,478.54
其他应收款	20,285.49	20,096.99	18,369.67	18,583.76
存货净额	81,232.17	81,515.63	109,380.55	151,647.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	978,303.73	914,564.46	856,651.50	910,975.71
在建工程	190,214.00	189,338.06	246,108.87	232,743.70
无形资产	104,482.63	113,971.83	117,752.33	117,790.99
总资产	1,820,123.60	1,788,291.49	1,993,936.45	2,069,958.25
其他应付款	27,513.81	15,519.91	19,443.91	18,098.44
短期债务	418,549.00	142,527.85	108,525.33	306,284.69
长期债务	140,746.55	284,727.43	363,390.52	206,752.22
总债务	559,295.56	427,255.28	471,915.85	513,036.92
净债务	360,597.51	214,676.39	195,323.26	282,257.92
总负债	833,538.04	726,703.10	807,289.03	845,280.85
费用化利息支出	31,959.18	27,330.81	18,885.82	--
资本化利息支出	913.65	916.27	1,404.69	--
所有者权益合计	986,585.55	1,061,588.39	1,186,647.42	1,224,677.40
营业总收入	1,047,202.81	1,067,125.34	1,362,903.37	278,570.97
经营性业务利润	114,806.76	167,469.97	305,113.40	44,806.64
投资收益	0.00	265.45	1,684.76	849.32
净利润	56,041.96	81,195.30	156,124.85	38,765.94
EBIT	98,169.84	137,899.92	210,626.03	--
EBITDA	195,447.31	230,229.22	306,225.74	--
经营活动产生现金净流量	237,903.63	273,061.96	390,208.44	10,205.71
投资活动产生现金净流量	-73,307.55	-78,979.28	-290,507.61	-77,889.46
筹资活动产生现金净流量	-204,015.69	-164,458.70	-36,275.22	22,072.18
资本支出	71,548.84	111,076.98	182,718.76	78,408.85
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	26.06	30.24	35.07	28.34
期间费用率(%)	15.75	14.34	12.37	12.94
EBITDA 利润率(%)	18.66	21.57	22.47	--
总资产收益率(%)	5.26	7.64	11.14	--
净资产收益率(%)	5.80	7.93	13.89	12.86*
流动比率(X)	0.74	1.21	1.66	1.13
速动比率(X)	0.61	1.00	1.38	0.87
存货周转率(X)	10.96	9.15	9.27	6.12*
应收账款周转率(X)	13.96	10.82	13.03	9.98*
资产负债率(%)	45.80	40.64	40.49	40.84
总资本化比率(%)	36.18	28.70	28.45	29.52
短期债务/总债务(%)	74.84	33.36	23.00	59.70
经营活动净现金流/总债务(X)	0.43	0.64	0.83	0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.57	1.92	3.60	0.13*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.24	9.67	19.23	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	34.16	53.65	71.09	--
总债务/EBITDA(X)	2.86	1.86	1.54	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	1.62	2.82	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.95	8.15	15.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.99	4.88	10.38	--

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告以及未经审计的2022年一季度财务报表整理；2、带“\*”数据经过年化处理；3、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；4、因缺少相关数据，部分指标无法计算。

### 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）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。