



# 信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪011号

## 中国南玻集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中国南玻集团股份有限公司2010年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一一年四月二十五日

# 中国南玻集团股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	中国南玻集团股份有限公司		
发行规模	5 年期不超过人民币 10 亿元 7 年期不超过人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期: 2010/10/20—2015/10/20 7 年期: 2010/10/20—2017/10/20		
上次评级时间	2010/10/26		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

## 概况数据

南玻集团	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	48.13	56.11	67.59
总资产(亿元)	103.76	109.13	124.70
总债务(亿元)	43.13	37.51	38.97
营业总收入(亿元)	42.73	52.79	77.44
营业毛利率(%)	29.93	34.92	36.16
EBITDA(亿元)	10.25	15.59	25.50
所有者权益收益率(%)	10.39	16.30	23.63
资产负债率(%)	53.61	48.59	45.79
总债务/EBITDA(X)	4.21	2.41	1.53
EBITDA 利息倍数(X)	4.88	9.64	18.24

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益  
资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

## 分析师

张丹 dzhang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011 年 4 月 25 日

<http://www.ccxr.com.cn>

## 基本观点

2010 年, 中国南玻集团股份有限公司(以下简称“南玻集团”或“公司”) 在浮法玻璃价格高位运行以及太阳能销售规模大幅增长的带动下, 收入规模和利润水平均取得了快速增长, 行业地位日益稳固。此外, 公司凭借较强的技术研发和创新能力, 不断调整产品结构, 进一步完善产业布局及上下游产业链, 竞争优势不断强化。但同时, 中诚信证评评估有限公司(以下简称“中诚信评估”) 还关注到平板玻璃行业产能过剩、下游需求增速趋缓、成本上涨以及公司债务规模继续扩大等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信评估维持南玻集团主体信用等级 AA<sup>+</sup>, 维持“中国南玻集团股份有限公司 2010 年公司债券”信用等级 AA<sup>+</sup>, 评级展望稳定。

## 正面

- 通过产能布局调整, 玻璃板块产业链进一步完善, 竞争优势持续加强。公司在建成了石英砂矿-平板玻璃-玻璃深加工的玻璃产业链的基础上, 完成了工程玻璃和平板玻璃在华东、华南、西南、华北的战略布局, 并通过调整区域规模分布完善产能布局, 在中国工程及建筑玻璃行业继续保持领先地位, 同时在超薄及超厚浮法玻璃方面拥有成熟的生产技术, 整体竞争实力持续增强。
- 太阳能产业规模不断扩大, 成为公司新的盈利增长点。目前公司太阳能业务板块已实现上下游贯通, 有利于增强成本控制能力。随着太阳能消费市场的不断发展, 太阳能业务逐渐成为公司新的盈利增长点。
- 财务实力进一步增强。随着玻璃行业景气回升和太阳能光伏产业链优势的发挥, 公司盈利能力显著提升, 2010 年营业毛利率为 36.16%, EBITDA 为 25.50 亿元, 综合财务实力持续提升, 良好的盈利能力及获现水平增强了公司的偿债能力。

## 关 注

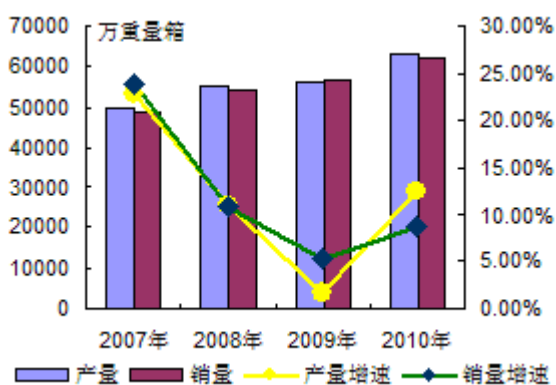
- 短期内，房地产等下游市场需求增速趋缓，海外需求复苏尚不确定，中国平板玻璃行业内部竞争激烈、集中度低、产能过剩问题仍存在，这些因素都将阻碍行业景气度的持续回升。
- 未来公司债务规模扩张将一定程度增加公司的偿债压力。公司在建项目投资较大，面临一定的资本支出压力。

## 行业关注

### 在房地产投资增长带动下，2010年我国平板玻璃行业量价齐升，全行业实现销售收入与净利润双增

2010年在持续复产以及新增产能的带动下，我国平板玻璃产量快速增长；同期，由于房地产投资超预期增长，玻璃行业的市场需求得到提振。2010年全年我国平板玻璃产量6.3亿重量箱，较2009年增长了12.4%；全年销售收入约为690亿元，同比增长32.8%；利润超70亿元，同比增长13%。

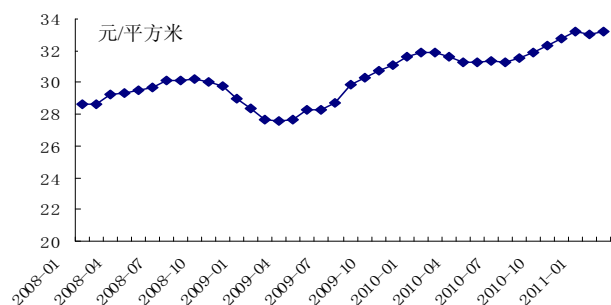
图1：2007~2010年我国平板玻璃产销情况



资料来源：国家统计局，中诚信评估整理

从销售价格来看，供需关系的转变推动了平板玻璃价格自2009年起开始反弹，其中浮法玻璃价格增幅较大。2010年我国5mm浮法玻璃的零售平均价格为31.86元/平方米，较2009年平均值上涨了9.18%。

图2：2008~2010年我国浮法玻璃（5mm）零售平均价格



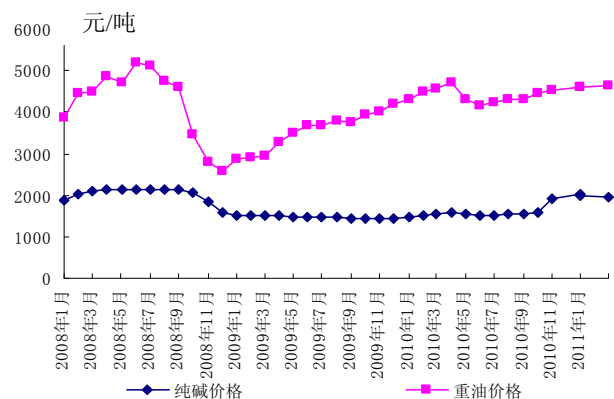
资料来源：聚源数据，中诚信评估整理

### 市场供给压力依然存在，且原材料价格的波动仍将成为影响玻璃企业盈利的主要因素

2011年，国家房地产调控政策将继续对房地产市场产生影响，从而对平板玻璃的需求造成一定的压力。虽然政府1,000万套保障性住房的建设可为

平板玻璃的市场需求提供一定支持，但仍需要关注政策的实际实施情况以及未来的政策走向。从供给层面来看，2011年我国浮法玻璃产能预计增加1.08亿重量箱，若0.2亿落后产能可全部淘汰，则2011年底玻璃产能预计新增0.88亿重量箱，占2010年产量的14%。在新增产能释放的同时，如果需求不能够有效跟进，供给的压力将会显现。

图3：2008~2010年纯碱和重油价格变化



资料来源：聚源数据，中诚信评估整理

成本方面，2010年以来纯碱受自身行业产能调控的影响，价格持续上涨，而燃油及煤炭价格也在高位攀升。2010年第四季度纯碱平均价格为1,838.13元/吨，较上年同期上涨54.06%；重油年内累计涨幅达18.05%。各种原燃材料价格不断攀升加重了平板玻璃企业的成本负担，企业盈利随之受到较大影响。

### 十二五期间玻璃行业总体发展环境将得到较大程度的改善，节能玻璃市场发展前景良好

十二五规划将玻璃行业列入重点调整的目标行业，淘汰落后产能，提高产业集中度，增加产品附加值是未来玻璃行业调整的主要方向。随着国家节能减排政策力度的加大，各类具有节能性能的建筑材料将受到直接的带动。在玻璃细分产品中，低辐射玻璃(Low-E)在光学性能与热性能上具有显著的节能优势。目前欧美国家在建筑中对Low-E中空玻璃等节能玻璃的使用率高达90%以上，而我国尚不足10%。在国家推广节能材料，鼓励发展低辐射镀膜等高技术含量玻璃的背景下，节能玻璃发展空间巨大。

## 太阳能光伏产业市场需求旺盛，多晶硅价格波动性较大

在发展低碳经济环境下，随着石油价格的不断攀升以及能源短缺的加剧，各国政府对光伏行业的支持力度逐渐加大。2010年9月中国财政部、科技部、住建部、能源局四部委联合发布《关于加强金太阳示范工程和太阳能光电建筑应用示范工程建设管理的通知》，对2009年出台的金太阳工程和太阳能光电建筑政策内容进行了调整，包括扩大装机规模、新增补贴项目等。2010年10月国务院下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，新能源产业十年后将作为国民经济的先导产业，国家将加快太阳能热利用技术推广应用，开拓多元化太阳能光伏光热发电市场。2011年3月日本地震导致的核辐射危机增加了市场对核电未来发展的担心，提升了光伏作为新能源之一迅速发展的预期。

随着全球对清洁可再生可持续利用能源的日益重视，尤其是新兴市场政府推动的力度加大，太阳能光伏市场将保持旺盛的需求，同时技术进步使成本降低更有利于产业推广，在未来较长时期内太阳能光伏产业将保持较高的增速。

多晶硅作为太阳能光伏产业的上游，是多晶硅太阳能电池的关键原材料。在长期看好太阳能利用的前景基础上，未来多晶硅的消费量也将随之增长。但由于多晶硅供给的释放明显滞后于需求的增长，多晶硅价格呈现出一定的周期性。2006-2007年多晶硅的高峰值达到500美元/千克，2008-2009年又跌落至40美元/千克。至2010年，随着光伏行业的景气度迅速提高，市场对多晶硅需求量呈现恢复性增长，多晶硅价格开始触底大幅反弹，9月达到85美元/千克。目前受日本地震、光伏电池出货量较高等影响，多晶硅现货市场价格持续攀高，现货价已超过100美元/千克。

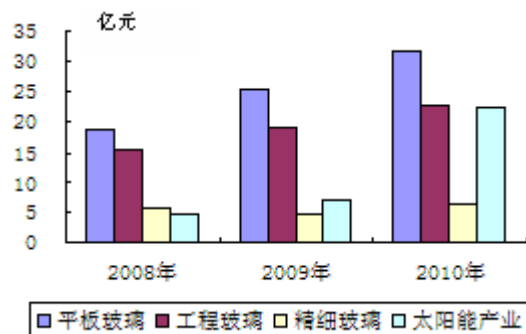
长期来看，强劲的市场需求为多晶硅的价格提供了一定支撑，但新增产能也抑制了其涨幅，而且上网电价的约束以及技术的进步也使得多晶硅价格不可能长时间非理性上涨。因此，中诚信评估认为，多晶硅价格将在合理的利润率范围内波动。在此背景下，具有技术优势并能将其转化为成本和规模优势的厂商将具有长期的竞争能力。另外，2011

年1月工信部《多晶硅行业准入条件》出台，对多晶硅生产企业在环保方面提出了较高的要求，未来中小企业将受到一定的冲击，而具备良好成本控制能力的龙头企业将逐步巩固行业地位，从而取得稳定的市场份额和毛利率。

## 业务运营

通过多年的发展，公司的四大产业板块——平板玻璃<sup>①</sup>、工程玻璃、精细玻璃以及太阳能产业均在其所处的行业形成了较强的竞争优势。玻璃产业系公司的传统优势业务，占据了公司收入的绝大部分，而随着太阳能产业板块相关产能的陆续释放，该业务也逐渐成为公司新的收入和利润增长点。

图4：2008~2010年公司主营业务收入情况



注：公司主营业务收入未考虑产业间收入抵消的情况；

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

2010年公司主营业务收入76.98亿元，较2009年上涨了近47%，其中平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃的占比分别为41.35%、29.40%和8.36%。太阳能产业板块的收入占比明显增加，由2009年的13.13%提升至29.36%。

## 凭借高技术含量和先进的生产工艺，公司平板玻璃业务稳步发展，盈利处于较高水平

浮法玻璃是公司的传统产品，主要定位于高档产品。公司是目前国内唯一一家拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业，拥有高于同行业竞争对手的质量标准和成品率。目前，公司的平板玻璃占国内平板玻璃市场份额的6%左右，是国内最大的平板玻璃生产商之一。

<sup>①</sup>公司于2010年上半年将太阳能玻璃从平板玻璃产业划入太阳能产业，本报告中将以前年度相关财务数据均进行了调整。

表 1: 2007~2010 年公司浮法玻璃产能情况

指标	2007	2008	2009	2010
生产线(条)	6	6	9	9
产能(万吨)	126	126	220	220
销售收入(亿元)	19.2	18.8	25.5	31.8

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

公司平板玻璃的主要消费群体为中高档建筑、汽车、装饰、家私等玻璃加工客户, 产品市场及产能配套均已形成全国性布局。截至 2010 年底, 公司共有浮法玻璃生产线 9 条, 分布于深圳、广州、成都、廊坊(除成都有 3 条生产线外, 其余地区均各有 2 条生产线), 合计年产能 220 万吨。公司计划 2011 年在吴江建成 2 条高档浮法玻璃生产线, 年产能 49 万吨左右; 在廊坊建成 1 条超薄浮法玻璃生产线, 年产能约 3 万吨。随着产能的陆续释放, 公司平板玻璃的销售规模也随之增长。2010 年公司的平板玻璃业务销售收入为 31.8 亿元, 较 2009 年增长了 24.71%。

2010 年原燃料价格均出现了一定程度的上涨, 但公司依靠较高的产品技术含量及生产工艺, 有效化解了相关成本的上涨压力: 一方面, 公司通过高端差异化的产品结构保持相对较高的玻璃价格水平, 如自主研发的浮法超白玻璃、蓝灰玻璃、翡翠绿玻等高附加值产品; 另一方面, 公司通过对工艺流程的改进降低生产成本, 如公司目前新建的浮法玻璃生产线均使用天然气作为燃料, 并且采用了行业内首创的天然气侧烧工艺, 降低了生产成本。2010 年公司的平板玻璃业务毛利率为 34.18%, 取得了很好的盈利水平。

### 工程玻璃板块市场竞争力较强, 业务稳健成长且前景较好, 但成本上升的压力仍需关注

公司工程玻璃业务系仅次于平板玻璃业务的第二大业务板块, 产品包括中空玻璃和镀膜玻璃两大类, 主要用于高档建筑。2010 年以来公司先后参与了大运会场馆、康佳研发大厦、天津西站、重庆金融中心等项目。目前, 公司的 LOW-E 玻璃在国内高端市场占有率超过 55%, 在行业中位列前列。

近年公司在工程玻璃方面产能扩张的步伐较快, 随着对深圳、东莞工厂的整合以及天津、吴江、成都节能玻璃项目的建成投产, 公司共拥有东莞、吴江、成都和天津四个工程玻璃生产基地, 完成了

产能的全国性布局。截至 2010 年底, 公司共有 37 条中空玻璃生产线以及 11 条镀膜玻璃生产线, 中空镀膜复合玻璃的年产能已超过 1,000 万平方米。此外, 公司还相继推出了便于运输的第二代节能玻璃和可钢化的第三代节能玻璃等新产品。在现阶段节能环保及低碳经济的驱动下, 国内工程玻璃的市场发展前景较好, 公司将进一步拓展其产能。中诚信评估认为, 节能玻璃在中国的应用尚处于起步阶段, 市场需求呈现强劲增长, 公司产能的投放正是应对市场发展的有效手段。

表 2: 公司工程玻璃在建、拟建项目情况

地区	产能	生产线	预投产时间
东莞	300 万平米镀膜大板	镀膜线	2011 年 4 季度
吴江	120 万平米镀膜中空 300 万平米镀膜大板	中空线 镀膜线	2011 年 3 季度 2013 年
成都	300 万平米镀膜大板	镀膜线	2013 年上半年
湖北	120 万平米镀膜中空 300 万平米镀膜大板	中空线 镀膜线	2013 年 2013 年

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

随着公司工程玻璃产业布局优势及规模效益的日益显现, 节能玻璃的产销量逐步提升。2010 年公司工程玻璃业务实现销售收入 22.63 亿元, 同比增长 18.48%。然而, 从盈利情况来看, 当年公司工程玻璃的毛利率水平较 2009 年下降了 3.48 个百分点, 主要原因是成本占比最大的平板玻璃原片采购价格上涨。

公司工程玻璃的原片成本占比在 40% 以上。虽然目前公司已形成了石英砂-平板玻璃-工程玻璃的产业链, 而且为保证原片供应, 公司相应在广州、深圳、成都、廊坊、吴江(在建)配套兴建了平板玻璃生产基地, 浮法玻璃原片自给率基本能达到 100%。尽管 2010 年公司工程玻璃盈利有所下滑, 但是在节能环保及低碳经济的大趋势下, 未来工程玻璃仍将是国家重点支持的建筑节能产品, 中诚信评估仍看好公司工程玻璃未来的发展空间。

### 在触摸屏产品市场需求高速增长带动下, 公司精细玻璃业务大幅提升, 但也面临一定的技术升级压力

公司计划将精细玻璃业务打造成从基片生产到电容式触摸屏及模组生产的完整产业链, 产品包

括透明导电玻璃、滤光片等，客户群体主要为彩屏手机、MP3、PDA 及车载系统等移动通讯产品和掌上资讯产品制造企业。公司是全球低电阻导电膜玻璃的主要供应商之一。

目前公司精细玻璃的产能主要集中在深圳，截至 2010 年底，公司已经形成了 ITO 玻璃 1,500 万片、TP 玻璃 140 余万片的生产能力，同时，公司还有 1 条 ITO FILM 生产线。公司多年来不断对引进生产线进行技术的消化吸收和改进，较高的技术水平保证了公司产品质量和较高成品率，提升了公司的竞争能力。

2010 年，公司应用于高端手机的电容式触摸屏产品实现量产，生产与销售取得了较大进展。在其带动下，公司精细玻璃业务大幅提升，2010 年共实现 6.43 亿元营业收入，同比增长 43.21%。

公司精细玻璃加工所需原片为超薄的基片，由于品牌以及质量方面的原因，目前超薄基片的全面国内采购仍有一定的难度，因此公司部分原片从日本的板硝子和旭硝子进口，采购对象较为集中，而且价格持续高位。2010 年公司超薄基片的前 5 名供应商占比约为 50%（2009 年占比为 68%）。目前公司正在河北廊坊建设一条超薄浮法玻璃生产线，该生产线主要生产 0.33~0.7mm 的超薄玻璃，每年可生产超薄电子玻璃 3 万吨左右，预计将于 2011 年底建成投产，建成后公司精细玻璃加工所需原片将能够实现自给。

随着国内显示产品的更新换代，智能手机、3G 手机的不断普及，公司精细玻璃的发展空间广阔。但由于电子信息产业技术升级较快，公司该业务也面临一定的技术升级压力。

### 公司太阳能产业形成了完整的产业链，具有较强的技术和成本控制能力，未来将为公司规模实力和盈利能力的提升提供新的契机

公司太阳能产业主要包括多晶硅、硅片、光伏电池组件以及太阳能玻璃四个环节，形成了较完整的上下游产业链。随着该产业链的贯通以及各环节技术工艺水平的不断提升，公司太阳能产业的优势逐步显现。2010 年实现主营业务收入 22.60 亿元，同比增长 228%，成为公司的业务支柱之一。

2010 年公司光伏一体化产业链的各环节产能分别为：多晶硅 1,500 吨、硅片 100MW、光伏电池片和组件 100MW、太阳能玻璃 12 万吨，产能配套情况较好。公司 2010 年对多晶硅项目进行技改，目前年产能已提升至 2500 吨。未来随着光伏产业市场需求的逐步增加，公司将在现有基础上继续打造太阳能光伏产业链，使其形成上下游一体化的优势，计划于 2013 年中期实现从硅片至组件 1GW 产能，公司完整化光伏产业链后有望进一步降低其成本。

表 3：2010~2012E 公司太阳能产业产能情况

	2010	2011E	2012E
多晶硅	1,500 吨	2,500 吨	3,600 吨
硅片	100MW	275MW	600 MW
光伏电池组件	100MW	275MW	600 MW
超白压延玻璃	12 万吨	12 万吨	27.6 万吨

注：公司 2011 年及 2012 年产能均为按生产线预计完成日期折算  
资料来源：公司提供，中诚信评估整理

目前公司计划投资约 72 亿用于太阳能领域的新建产能及技术改造，其顺利实施将为公司未来的业绩增长奠定基础。

表 4：公司太阳能产业在建及拟建项目情况

项目名称	金额 (万元)
东莞南玻太阳能玻璃三期扩建项目	49,893
东莞光伏 200MW 太阳能电池及组件扩产项目	69,700
宜昌南玻一期 160MW 硅片项目	69,500
宜昌南玻二期 140MW 硅片扩产项目	49,650
宜昌南玻多晶硅生产线冷氢化技术改造项目	50,000
宜昌南玻三期 700MW 硅片扩产项目	198,000
宜昌南玻 700MW 晶体硅电池片项目	169,330
东莞光伏 500MW 光伏组件扩产项目	63,600
总计	719,673

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

### 发展战略

公司的发展战略是以节能产业和可再生能源产业为主线，全力打造玻璃产业、太阳能光伏产业完整的产业链，通过技术创新及规模效应，巩固和确立公司在节能玻璃领域和太阳能光伏领域的技术优势和市场地位，提升各产业的核心竞争力及可持续发展能力。

未来公司将太阳能产业、工程玻璃、精细玻璃

作为扩张的主要方向，主要扩产产品将充分受益国家低碳经济政策。按公司目前的产能扩张规划，有如下在建、拟建产能：浮法玻璃 49 万吨、超薄玻璃 3 万吨、TCO 玻璃 400 万平米；镀膜大板 900 万平米、中空玻璃 240 万平方米；480 万片的 ITO 玻璃、ITO 柔性膜 72 万平米、电容式触摸屏玻璃 84 万片；超白压延玻璃 12 万吨、900MW 硅片项目、900MW 太阳能电池与组件生产线。项目总投资规模约 124 亿元。2011 年公司的资本计划支出约 38 亿元。目前公司主要依靠自有资本及借款筹集资金，面临一定的资本支出压力。

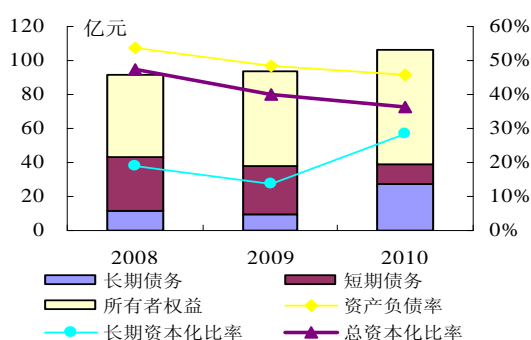
## 财务分析

下列财务分析主要基于普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司 2008 年~2010 年财务报告。

### 资本结构

2009 年以来，公司业务稳健运营，在建项目稳步推进，资产规模逐步增长。截至 2010 年 12 月末，公司资产总额 124.70 亿元，较 2009 年末增加了 14.26%。由于玻璃和太阳能产业扩产新建和生产线的升级改造持续进行，公司总资产中非流动资产的占比一直维持在较高水平，2010 年为 83.40%。

图 5：2008~2010 年公司资本结构分析



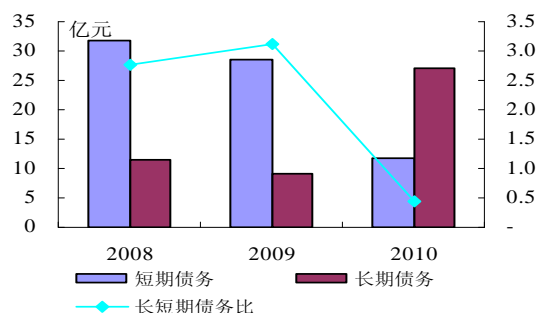
资料来源：公司提供，中诚信评估整理

为满足项目投资的资金需求，公司于 2010 年 10 月 25 日发行了 20 亿元公司债券。虽然此次债券发行使得公司总债务和负债规模均有所增长，但受益于经营业绩大幅增长形成较多的利润累积，公司自有资本实力逐步增强，总体负债规模仍保持在较为合理的水平。2010 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 45.79% 和 36.57%，较 2009 年末分别

下降了 2.8 和 3.5 个百分点。未来公司对太阳能及玻璃产业的投资规模仍然较大，对外部债务融资的依赖程度将进一步加大。

债务期限结构方面，2010 年公司债券发行之前，公司的债务一直以短期债务为主。20 亿元公司债券发行成功改善了公司的债务期限结构，有利于公司运营资金的稳定性。

图 6：2008~2010 年公司长短债务结构



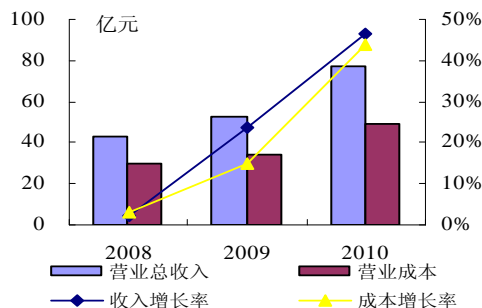
资料来源：公司提供，中诚信评估整理

总体来看，受益于经营业绩的增长和在建项目的稳步推进，公司资本结构稳健，负债水平降低。公司债券的发行一定程度缓解了在建项目的资金需求，改善了债务结构，但未来固定资产项目的建设将增加公司的整体债务规模。

### 盈利能力

公司玻璃业务经营成熟，收入保持稳步增长，2010 年在太阳能光伏产业产能释放的带动下，公司经营业绩大幅提升，当年公司实现营业收入 77.44 亿元，较 2009 年增长 46.69%。

图 7：2008~2010 年公司收入成本分析

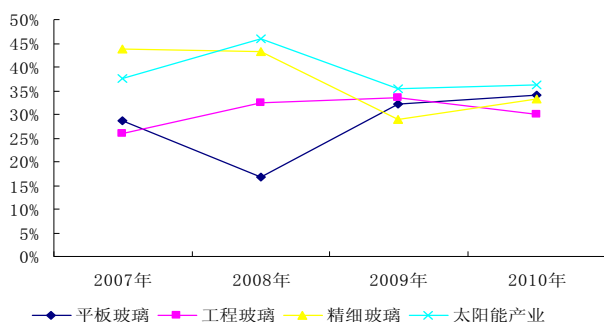


资料来源：公司提供，中诚信评估整理

毛利率方面，2010 年受益于浮法玻璃价格的持续高位运行，公司平板玻璃业务表现良好，毛利率为 34.18%，比 2009 年上升 2.01 个百分点；工程玻璃业务虽然由于浮法玻璃原片价格上升导致毛利率下降 3.48 个百分点，但依然达到 30.05%；受下

游电子行业复苏带动，精细玻璃业务净利有所回升，毛利率为 33.12%；受益多晶硅、太阳能超薄压延玻璃等相关产品的价格复苏，同时随着运行效率提高降低成本，太阳能产业的毛利率达到 36.18%。在此四大板块的拉动下，2010 年公司的营业毛利率为 36.16%，较上年提升 1.24 个百分点。

图 8：2007~2010 年公司各产业毛利率情况



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

利润方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2010 年由于玻璃需求和价格的上升以及太阳能板块的产能释放提升了公司的获利能力，当期公司实现利润总额 18.65 亿元，较上年大幅提升 88.57%。

获现能力方面，2010 年公司实现 EBITDA 25.50 亿元，同比增长 63.52%；EBITDA/营业收入 32.93%，同比增长 3.39 个百分点。2010 年公司实现经营性净现金流 23.66 亿元，较上年净流入增加 6.96 亿元。总体获现能力提升。

总体来看，在玻璃行业景气度上涨，公司玻璃产能提升和太阳能产业链不断完善、产能释放的背景下，2010 年公司整体盈利能力大幅提升。未来随着节能工程玻璃和太阳能光伏等业务在建项目的完工投产，公司整体收入规模和盈利能力将受益提升，但同时我们注意到，未来房地产市场需求的波动将在一定程度影响公司玻璃板块的经营业绩。

## 偿债能力

2010 年以来公司的偿债能力提升，偿债指标持续改善。2010 年公司总债务/EBITDA 降至 1.53，EBITDA 利息倍数升至 18.24。现金流方面，截至 2010 年末，公司经营净现金流/总债务升至 0.61、经营活动净现金/利息支出升至 16.93，公司通过自身经营对债务和利息的偿还能力提升。

表 5：2008~2010 年公司主要财务能力指标

	2008	2009	2010
短期债务（亿元）	31.71	28.43	11.91
长期债务（亿元）	11.42	9.08	27.07
总债务（亿元）	43.13	37.51	38.97
经营性净现金流（亿元）	10.30	16.70	23.66
经营活动净现金/利息支出（X）	4.91	10.33	16.93
经营净现金流/总债务（X）	0.24	0.45	0.61
EBITDA（亿元）	10.25	15.59	25.50
总债务/EBITDA	4.21	2.41	1.53
EBITDA 利息倍数（X）	4.88	9.64	18.24

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

从长期借款到期分布来看，截至 2010 年末，公司长期借款 7.28 亿元，较为均匀的分布于未来 4 年，集中偿还压力较小。

或有负债方面，公司无对外担保，所有担保均为对控股子公司的担保。截至 2010 年末，公司对控股子公司担保余额为 4.87 亿元，占公司归属母公司净资产的 7.63%，或有风险较小。

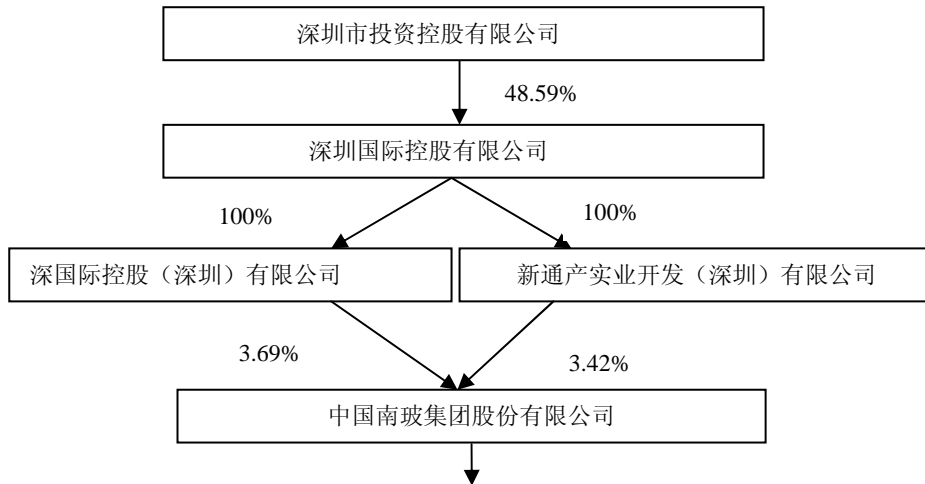
银行授信方面，截至 2010 年末，公司授信总额为 132.98 亿元，尚未使用授信额度 104.07 亿元，具有较大财务弹性。

总体看，公司偿债能力改善，融资渠道通畅，财务弹性较大。

## 结论

中诚信证券评估有限公司维持中国南玻集团股份有限公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“中国南玻集团股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

附一：中国南玻集团股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



序号	全资及控股子公司名称	持股比例	
		直接	间接
1	深圳南玻浮法玻璃有限公司	100%	-
2	广州南玻玻璃有限公司	75%	25%
3	成都南玻玻璃有限公司	75%	-
4	河北南玻玻璃有限公司	75%	25%
5	河北视窗玻璃有限公司	100%	-
6	吴江南玻玻璃有限公司	100%	-
7	江油南玻矿业发展有限公司	100%	-
8	河源南玻矿业有限公司	-	75%
9	英德鸿盛石英砂加工有限公司	-	75%
10	深圳市南玻伟光镀膜玻璃有限公司	90%	10%
11	深圳南玻南星玻璃加工有限公司	100%	-
12	深圳南玻工程玻璃有限公司	100%	-
13	深圳南玻彩釉钢化玻璃有限公司	100%	-
14	东莞南玻工程玻璃有限公司	75%	25%
15	吴江南玻华东工程玻璃有限公司	75%	25%
16	天津南玻节能玻璃有限公司	75%	25%
17	天津南玻工程玻璃有限公司	75%	25%
18	南玻（香港）有限公司	100%	-
19	南玻（澳洲）有限公司	100%	-
20	深圳南玻显示器件科技有限公司	65.45%	-
21	深圳南玻伟光导电膜有限公司	70%	-
22	深圳新视界光电技术有限公司	-	65.45%
23	深圳市南玻结构陶瓷有限公司	100%	-
24	东莞南玻陶瓷科技有限公司	100%	-
25	东莞南玻太阳能玻璃有限公司	75%	25%
26	宜昌南玻硅材料有限公司	68.97%	25%
27	东莞南玻光伏科技有限公司	75%	25%
28	天津南玻实业发展有限公司	75%	25%
29	四川南玻实业发展有限公司	100%	-
30	海南南玻实业发展有限公司	100%	-
31	北海南玻物业发展有限公司	65%	35%

## 附二：中国南玻集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	103,377.99	65,355.53	78,748.13
应收账款净额	23,657.67	28,791.29	24,220.13
存货净额	32,570.14	37,129.62	47,873.58
流动资产	180,000.62	169,374.45	207,041.18
长期投资	4,013.01	3,472.86	6,550.13
固定资产合计	816,349.45	868,680.47	961,697.29
总资产	1,037,606.11	1,091,335.00	1,246,961.92
短期债务	317,070.60	284,296.76	119,071.48
长期债务	114,212.83	90,830.99	270,668.30
总债务（短期债务+长期债务）	431,283.42	375,127.74	389,739.79
总负债	556,304.39	530,227.70	571,040.08
所有者权益（含少数股东权益）	481,301.71	561,107.30	675,921.83
营业总收入	427,337.59	527,910.01	774,394.17
三费前利润	127,375.40	183,839.40	279,367.60
投资收益	4,355.75	1,908.07	5,410.15
净利润	50,023.18	91,460.95	159,695.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	102,459.88	155,945.20	254,995.84
经营活动产生现金净流量	103,021.18	167,023.74	236,631.39
投资活动产生现金净流量	-256,318.61	-100,577.38	-185,767.01
筹资活动产生现金净流量	67,975.95	-42,618.54	-48,257.85
现金及现金等价物净增加额	-86,468.29	24,069.45	2,459.56
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	29.93	34.92	36.16
所有者权益收益率（%）	10.39	16.30	23.63
EBITDA/营业总收入（%）	23.98	29.54	32.93
速动比率（X）	0.34	0.31	0.57
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.45	0.61
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.59	1.99
经营活动净现金/利息支出（X）	4.91	10.33	16.93
EBITDA 利息倍数（X）	4.88	9.64	18.24
总债务/EBITDA（X）	4.21	2.41	1.53
资产负债率（%）	53.61	48.59	45.79
总资本化比率（%）	47.26	40.07	36.57
长期资本化比率（%）	19.18	13.93	28.59

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性资产+油气资产

### 附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出<sup>2</sup>+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））/ 营业总收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益合计

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

<sup>2</sup> 该处的“利息支出”为“营业总成本”下的“利息支出”科目，非“财务费用”下“利息支出”科目。

#### 附四：信用等级的符号及定义

##### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

##### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

##### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。