



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 032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。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年四月二十二日

中国南玻集团股份有限公司 2010 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	7 年期：2010/10/20—2017/10/20		
上次评级时间	2015/04/25		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

南玻集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	84.01	86.53	78.77
总资产（亿元）	150.79	151.17	154.90
总债务（亿元）	41.23	44.64	56.63
营业总收入（亿元）	77.34	70.44	74.31
营业毛利率（%）	28.87	24.43	21.61
EBITDA（亿元）	28.68	19.31	18.13
所有者权益收益率（%）	19.94	10.86	8.12
资产负债率（%）	44.29	42.76	49.14
总债务/EBITDA（X）	1.44	2.31	3.12
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	7.65	6.30

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

莫蕾 lmo@ccxr.com.cn

魏建中 jzqian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 22 日

基本观点

2015 年，行业延续弱势整理态势，中国南玻集团股份有限公司（以下简称“南玻集团”或“公司”）平板、工程玻璃板块业务规模下滑，但在产能规模、技术工艺等方面仍具备较强的竞争优势，且光伏板块业务规模大幅增长亦对公司的稳步发展起到了较大的支撑作用。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）仍将持续关注平板玻璃行业产能过剩、市场供需态势、光伏产业波动及贸易争端加剧等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持南玻集团主体信用等级 AA⁺，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⁺，评级展望稳定。

正面

- 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，公司在高端浮法玻璃、节能玻璃等产品上具备较强的技术和产品创新能力，保障了其在行业内的竞争优势。目前公司系国内唯一拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业，且高品质的节能环保 LOW-E 中空玻璃目前在国内高端市场占有率在 55% 以上。
- 完整的产业链布局以及不断完善的产品结构。公司在平板玻璃、工程玻璃以及光伏产业方面公司均已形成了较为完整的产业链，同时不断完善产品结构，增加产品市场竞争力，整体抗风险能力增强。

关注

- 目前国内房地产市场仍处于调整期，平板玻璃行业产能过剩等严重，价格竞争激烈，公司平板及工程玻璃板块的业务风险仍存。
- 光伏产业对外依存对较高，贸易争端加剧对国内光伏企业经营产生一定的冲击。同时，国家政策对光伏行业影响较大，政策性风险较高，中诚信证评将对未来公司光伏产业业务经营发展状态保持持续关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

基本概况

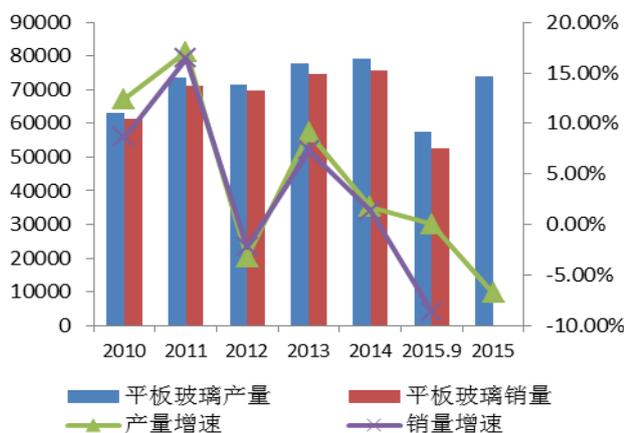
跟踪期内，公司第一大股东发生变化。截至 2015 年 12 月 31 日，前海人寿保险股份有限公司持有公司股票 357,379,060 股，占公司总股份比例的 17.22%，为公司第一大股东。深圳市钜盛华股份有限公司为前海人寿保险股份有限公司一致行动人，持有公司股份 59,552,120 股，占公司总股份比例的 2.87%；其一致行动人承泰集团有限公司通过中国银河国际证券（香港）有限公司及国信证券（香港）经纪有限公司共计持有公司 B 股 35,544,999 股，占公司总股份比例的 1.71%。前海人寿及其一致行动人合计持股比例占公司总股本的 21.80%。

行业关注

受房地产市场调整及行业产能过剩影响，平板玻璃价格疲软，行业整体延续弱势整理的态势

2015 年我国经济增长趋缓，房地产投资增速持续偏弱，平板玻璃市场新增需求有限，据国家统计局数据显示，当年平板玻璃产销量较上年同期均有所下滑。2015 年 1~9 月，平板玻璃销量 5.25 亿重量箱，同比下降 8.62%；2015 年全年我国平板玻璃产量 7.39 亿重量箱，同比下降 6.81%。

图 1：2010~2015 年我国平板玻璃产销情况

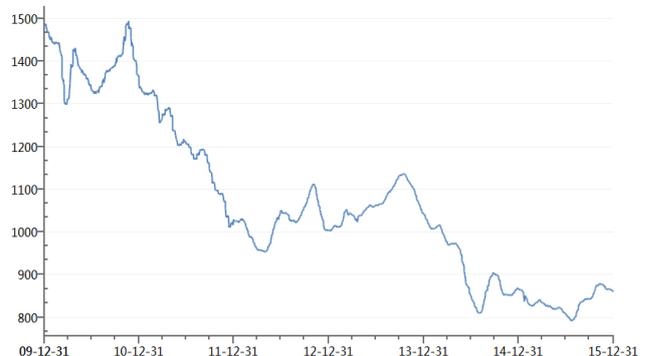


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从供给面看，平板玻璃行业产能过剩压力依然严峻。2011 年、2012 年两年国内共关停浮法生产线 48 条，但进入 2013 年，产能控制步伐放缓，当年仅关停 7 条生产线，同期新建、复产 30 条生产线，平板玻璃产能再次过快增长。2014 年，行业产

能过剩情况进一步加剧，全国在产平板玻璃生产线 239 条，在产产能 11.6 亿重量箱。从产量上来看，2014 年我国平板玻璃产量为 7.93 亿重量箱，同比增长 1.1%，增速大幅下滑。2015 年以来受下游需求持续放缓影响，我国平板玻璃产量增速继续下行，截至 2015 年末，我国运营的浮法玻璃生产线 222 条，平板玻璃总产能 10.87 亿重量箱，较 2014 年下滑 6.86%，年末产能利用率在 68% 左右，库存量依然保持高位。

图 2：2009~2015 年我国玻璃价格指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

销售价格方面，2015 年我国经济增长继续下行，受下游需求疲软的影响，2015 年玻璃市场开局平庸，市场价格低位震荡，上行困难，过剩的玻璃产能与相对萎靡的下游需求状况产生较大供需矛盾，整体价格走势短期内无显著改观，对企业的销售造成一定的影响。

成本方面，天然气及纯碱是平板玻璃生产的主要原料，其中纯碱约占生产成本的 25% 左右。原材料价格方面，2015 年以来相关原料价格整体均呈现下滑态势。以华南的纯碱为例，2015 年轻质纯碱市场均价由年初的 1,550 元/吨，下滑至年末的 1,450 元/吨，重质纯碱则由 1,650 元/吨下滑至 1,500 元/吨，跌幅均超过 6%。天然气方面，2015 年 2 月 28 日，国家发展改革委发布了《关于理顺非居民用天然气价格的通知》（以下简称通知），决定自 2015 年 4 月 1 日起，我国天然气存增量气价格正式并轨。本次改革以 2014 年下半年天然气可替代能源价格平均水平为依据，将各省增量气最高门站价格统一下调了 0.44 元/方，与存量气价形成“低挂”，使得存量气最高门站价格仅上调 0.04 元/方，即实现了气价并轨，降低了企业的用气成本。2015 年 11 月，

国家发改委发出通知，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。通知决定，将非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元，每立方最少降 0.7 元。国家这一政策鼓励了企业继续使用清洁能源，对国家环保的可持续发展有很好的推动作用。

图 3：2009 年~2015 年轻质（重质）纯碱价格走势



资料来源：wind 数据，中诚信证评整理

玻璃价格持续低位及玻璃行业供需矛盾突出对相关企业的经营状况造成较大的影响。根据国家统计局公布数据，2015 年 1~10 月平板玻璃行业实

现利润 7.78 亿元，较上年同期下降 35.27%，产品毛利空间有限，企业面临的经营压力进一步加大。

总体来看，受外部环境影响，2015 年玻璃市场需求延续疲软态势，供需失衡加剧导致价格呈不断下滑趋势，业内企业面临的经营压力加大。中诚信证评将持续关注玻璃行业产能调控进程及市场供需变化对行业盈利状况的影响。

2015 年光伏行业持续出台相关扶持政策，但多晶硅价格出现一定波动

针对光伏发电建设、并网、上网电价等方面，国内连续出台了多项扶持光伏行业发展的政策，在财政、税收，金融及土地等方面给予了较强的支持。上述文件的陆续出台进一步促进了光伏企业及应用领域的规范化、市场化，有利于光伏行业整体的良性发展。

表 1：2015 年扶持光伏发展的相关政策

日期	政策	简介
2015.03.18	国家能源局《关于下达 2015 年光伏发电建设实施方案的通知》	为稳定扩大光伏发电应用市场，2015 年下达全国新增光伏电站规模为 1780 万千瓦，对屋顶分布式光伏发电项目及全部自发自用的地面分布式光伏发电项目不限制建设规模，各地区能源主管部门随时受理项目备案，电网企业及时办理并网手续，项目建成后即纳入补贴范围。
2015.04.13	国家能源局《关于进一步做好可再生能源发展“十三五”规划编制工作的指导意见》	从转变能源发展方式、科学论证发展目标、研究重点任务、统筹落实消纳、加快装备产业建设以及研究保障体系等六方面明确了可再生能源发展规划的重点任务。
2015.06.01	工信部、国家能源局、国家认监委《关于促进先进技术产品应用和产业升级的意见》	充分发挥市场配置资源的决定性作用，提高光伏产品市场准入标准，引导光伏技术进步和产业升级。国家支持的解决无电人口用电、偏远地区缺电问题和光伏扶贫等公益性项目、国家援外项目、国家和各级能源主管部门组织实施的各类光伏发电应用示范项目、各级地方政府使用财政资金支持的光伏发电项目以及在各级政府机构建筑设施上安装的光伏发电项目，优先采用“领跑者”先进技术产品。
2015.07.06	《国家发展改革委、国家能源局关于促进智能电网发展的指导意见》	建立健全网源协调发展和运营机制，全面提升电源侧智能化水平；增强服务和技术支撑，积极接纳新能源；加强能源互联，进多种能源优化互补；到 2020 年，初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系，满足电源开发和用户需求。
2015.12.24	《国家发展改革委关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》	下调 2016 年光伏发电上网标杆电价：从原来通行的 I、II、III 类区 0.9 元/0.95 元/1.0 元标杆电价，下调到 2016 年的 0.8 元/0.88 元/0.98 元。确定 2016 年 1 月 1 日以后备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目，执行 2016 年光伏发电上网标杆电价。2016 年以前备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目但于 2016 年 6 月 30 日以前仍未全部投运的，执行 2016 年上网标杆电价。

资料来源：中诚信证评整理

从光伏产品生产来看，2015 年我国多晶硅产量为 16.5 万吨，同比增长 25%。从多晶硅价格走势看，2013 年以来光伏行业回暖，多晶硅价格呈上升趋势，国内外企业大力扩产，国内产量持续增加和进

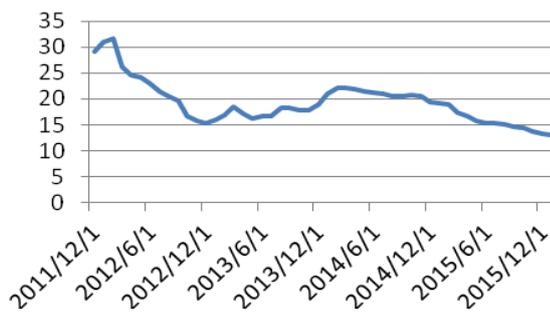
口大幅增加导致光伏行业出现阶段性供应失衡。同时，2014 年 8 月 14 日商务部和海关总署发布《关于暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口的公告》（下称“58 号文”），公告声明我国暂停受理太阳能多晶

硅加工贸易进口业务申请，但考虑到下游企业发展，决定并给予加工贸易一年的延缓期。2015 年延缓期限即将到期，进口倾销对国内市场造成的冲击，致使下游企业积压大量库存。面对进口倾销压制和需求疲软的双重压力，2014 年 2 月以来国内多晶硅价格持续回落，2015 年 12 月国内多晶硅现货价格为 13.18 美元/千克。

总体看，我国出台的一系列政策有利于光伏产业的健康发展，将持续、稳定、健康的发展，并会保持合理的增长速度。但欧盟地区等有关政策对我国光伏组件出口形成了一定不利影响。同时，光伏发电属于新兴行业，受发电设备主要消费国经济和政策影响行业波动较大。

图 4：近年来多晶硅现货价格走势

单位：美元/千克

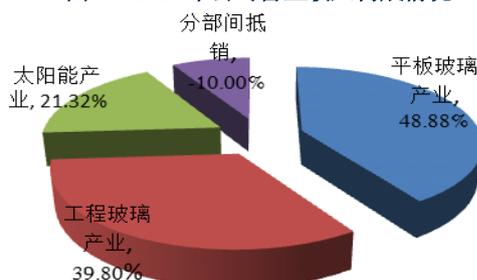


资料来源：wind 数据，中诚信证评整理

业务运营

公司业务主要包括平板玻璃产业、工程玻璃产业和光伏产业三大板块，2015 年各产业分别占当年营业总收入比重为 48.88%、39.80% 和 21.32%。2015 年公司实现营业收入 74.31 亿元，同比增长 5.48%，主要系光伏行业复苏，下游需求增长，光伏产业板块业务收入得以大幅增加，对平板玻璃及工程玻璃市场欠佳所致的业务减少起了较好的平滑作用。

图 5：2015 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

平板、工程玻璃产业

平板玻璃产业和工程玻璃产业是公司的基础业务，也是其收入及利润的两大主要来源。受行业持续低迷影响，平板玻璃及工程玻璃价格呈一定下滑趋势，导致公司近年平板玻璃及工程玻璃板块业务规模有所下滑。2015 年公司实现平板玻璃营业收入 36.32 亿元，同比下滑 1.01%；实现工程玻璃营业收入 29.57 亿元，同比下滑 3.16%。但公司不断完善产品结构，推出差异化的新产品，依托成熟的销售渠道以及较高的产品市场认可度，2015 年工程玻璃及平板玻璃总销量仍保持增长趋势，整体运营保持稳定。

从平板及工程玻璃的毛利情况来看，2015 年以来平板玻璃产品售价继续下滑，当年浮法玻璃的销售均价由 2014 年的 1,319.72 元/吨降至 2015 年的 1,214.19 元/吨；加之原料价格存在一定波动，当年末公司平板玻璃产品毛利率为 13.26%，较上年下降了 1.69 个百分点。但公司持续加强产品创新与转型升级，通过平板玻璃的差异化经营能力，提升该产业的盈利能力，一定程度抵御市场低迷带来的不利影响。

工程玻璃方面，2015 年镀膜大板玻璃价格相对稳定，但中空镀膜复合玻璃继续回落，当年工程玻璃产品的毛利率为 29.53%，较上年下降 2.27 个百分点。

表 2：2014~2015 年公司平板及工程玻璃产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
浮法玻璃	197.00	1319.72	183	1214.19
超薄玻璃	2.43	8112.28	2.23	7054.46
超白压延玻璃	27.03	3220.68	40.62	2918.67

单位：万平方米、元/平方米

中空镀膜复合玻璃	934.00	237.49	942.00	224.98
镀膜大板玻璃	1549.00	34.63	1611.00	34.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从平板玻璃产能布局上看，公司是国内唯一拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业，现拥有 10 条浮法玻璃生产线、2 条太阳能压延玻璃生产线、2 条超薄电子玻璃生产线（其中一条为公司参股的

深圳南玻显示器件科技有限公司的全资子公司宜昌南玻光电玻璃有限公司拥有，公司目前持有深圳南玻显示器件科技有限公司 44.7% 的股权)，1 条高性能超薄玻璃生产线，产业链完善。截至 2015 年末公司拥有各种高档浮法玻璃原片的年产能为 194 万吨；太阳能压延玻璃的年产能 47 万吨；超薄电子玻璃的年产能 6.52 万吨；高性能超薄电子玻璃年产能 1,200 万平方米。公司平板玻璃、太阳能玻璃及超薄玻璃等生产基地分别位于东莞、成都、廊坊、吴江、咸宁和宜昌，现能够生产 1.1~25mm 多种厚度和颜色的高档优质浮法玻璃、超白浮法玻璃以及 0.20~1.1mm 的超薄电子玻璃，产品被广泛用于高档建筑、装潢装饰及家私、制镜、汽车风档、扫描仪、复印机、PDP 电视、背投电视、显示器件以及太阳能领域等，产品的各项性能指标均达到国内先进水平。2015 年，公司成都南玻二线（700T/D）技改项目顺利完成，浮法玻璃产业升级转型的战略得以进一步实施；同时，公司利用在浮法玻璃生产及精细玻璃生产中积累的技术优势，重点发展超薄电子玻璃。2015 年，公司清远高性能超薄玻璃项目正式点火并进入试运营阶段，随着公司超薄玻璃生产线的相继建成投产，公司将成为国内超薄玻璃领域产品最为丰富的超薄电子玻璃供应商之一。

工程玻璃产能布局方面，公司拥有先进的玻璃深加工设备和检测仪器，产品涵盖了工程建筑玻璃的全部种类。同时公司在镀膜技术上的研发与利用保持与世界同步，先后开发出第二代、第三代节能玻璃产品，使产品的节能效果不断提高，其高品质的节能环保 LOW-E 中空玻璃目前国内高端市场占有率在 55% 以上。公司已在天津、东莞、咸宁、吴江及成都设立五大建筑节能玻璃加工中心，截至 2015 年末拥有中空镀膜复合玻璃 1,430 万平方米/年的生产能力，系国内最大的高档工程及建筑玻璃供应商之一。

从公司近两年的各主要平板玻璃及工程玻璃的产能及产量数据（具体数据如表 3 所示）来看，各项产品的产能释放率总体情况较好，超白玻璃的产能释放率在 2015 年有所提升，但超薄玻璃及中空镀膜复合玻璃的产能释放程度相对较低，特别是超薄玻璃的产能释放率近两年维持在 50% 以下的低位水平，中空镀膜复合玻璃的产能释放率则长期维持在 65% 左右的水平。中诚信证评关注到，近年下游行业需求整体增速放缓，甚至出现需求负增长现象，公司相关产能释放率偏低或成为制约其效益好转及增长的长期因素。

表 3：2015 年平板及工程玻璃产能情况

产品	2014 年		2015 年	
	产能	产量	产能	产量
浮法玻璃	168 万吨/年	195.18 万吨	194 万吨/年	181 万吨
超薄玻璃	6.52 万吨/年	2 万吨	6.52 万吨/年	2.6 万吨
超白压延玻璃	36 万吨/年	28 万吨	47 万吨/年	41 万吨
中空镀膜复合玻璃	1430 万平方米/年	922 万平方米	1430 万平方米/年	933 万平方米

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

光伏产业

光伏产业是近年来公司着力打造的业务板块，目前公司光伏产业已形成包括高纯多晶硅材料、硅片加工、电池片及其组件、光伏压延玻璃等完整产业链。截至 2015 年末公司拥有多晶硅产能 6,000 吨/年，硅片 1,000MW/年，光伏电池 200MW/年以及电池组件 200MW/年的生产能力，生产线主要分布在湖北宜昌和广东东莞。得益于近年光伏行业有所回暖，政府对光伏行业支持力度的加大，以及公司宜昌多晶硅生产线技改项目完成投产，2015 年光伏

产业产销量总体保持了较快增长态势，当年实现营业收入 15.84 亿元，同比增长 43.66%。

表 4：公司光伏产品产销情况

单位：吨、兆瓦

产品	2014 年		2015 年	
	产量	销售	产量	销售
多晶硅	3570	2549.26	5596	2764.62
硅片	264	261.23	619	618.64
光伏电池	107	931.53	279	239.25
电池组件	95	96.10	56	53.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着光伏行业的回暖，近年公司产品价格企稳，但受 2015 年多晶硅现货价格有所回落影响，光伏产品价格出现一定下滑，当年公司光伏产业整体毛利率有所下滑，2015 年公司光伏板块毛利率为 15.85%，较上年下降 2.17 个百分点。

表 5：2014~2015 年公司光伏产品销售价格

单位：元/吨、元/瓦

产品	2014 年 销售均价	2015 年 销售均价
多晶硅	131222.32	98617.96
硅片	127.81	119.27
光伏电池	1.84	1.91
电池组件	3.77	3.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，公司在充分利用太阳能产业的优势进一步完善光伏业务产业链，将产业延伸至终端电站业务。目前公司已在吴江、东莞、咸宁、成都等地区建成光伏发电项目，光伏发电装机总量已近 80MW。

总体来看，公司光伏产业已形成较为完整的产业链，并具备一定的技术优势。但同时由于光伏产品需求主要依赖外部因素，贸易争端加剧对国内光伏企业经营产生一定的冲击，或对公司整体经营产生影响。

发展规划

表 6：截至 2015 年末公司重点在建及拟建项目

单位：万元

项目名称	计划投资	截至 2015 年 末已投资
宜昌南玻 700MW 硅片扩产项目	198,000	41,183
清远高性能超薄电子玻璃项目	50,210	49,166
成都浮法 700 吨线技改项目	10,605	9,874
河北浮法 900T 技改项目	12,400	1,369
成都浮法 550T 线技改	20,000	6,730
宜昌南玻电子级多晶硅项目	69,840	2,378
深圳光伏 120WM 光伏电站项目	96,000	0
宜昌南玻硅片三期扩产 500MW 建设项目	59,215	0
东莞光伏 200MW 太阳能电池扩产项目	12,000	0
合计	516,270	110,700

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司未来仍将以节能产业和可再生能源产业

为发展主线，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光伏领域的技术优势和市场地位。

截至 2015 年末，公司在建及拟建项目主要集中在玻璃和光伏行业，包括清远高性能超薄电子玻璃项目、宜昌南玻 700MW 硅片扩产项目以及部分技改扩建项目的建设，总投资达 52.83 亿元，截至 2015 年末已投入 11.07 亿元，预计 2016 年投入约 16.61 亿元。

总的来看，尽管 2015 年受行业环境影响，公司的平板、工程玻璃业务收入有所下降，但其在产能规模、技术工艺等方面仍具备较强的竞争优势，同时光伏板块业务大幅增长亦对公司的稳步发展起到了较大的支撑作用。考虑到公司目前的业务结构及战略规划，中诚信证评将持续关注各类产业政策、行业供需变化以及资本支出等对公司经营状况的影响。

财务分析

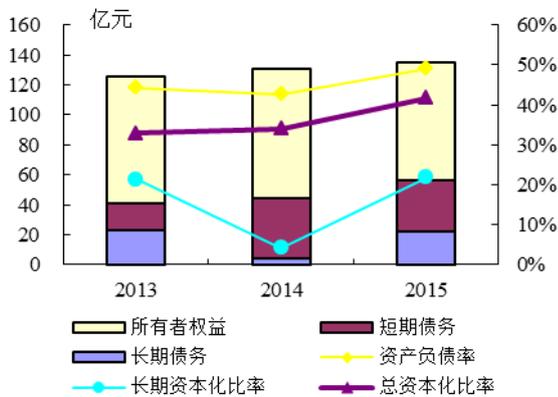
下列财务分析主要基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013 年~2015 年审计报告。

资本结构

近年来随着业务及收入规模的逐步扩大，公司总资产规模呈稳步增长趋势。截至 2015 年末，公司资产总额 154.90 亿元，较 2014 年末增长 2.47%，其中流动资产占比由 2014 年末的 8.95% 增至 14.08%。2015 年末公司流动资产余额为 21.80 亿元，较上年度增加 7.55 亿元，主要系公司应收票据及预付款项增加。同期，公司负债规模持续增长，2015 年末负债规模为 76.12 亿元，同比增长 17.78%。所有者权益方面，2015 年公司向运邦投资有限公司购买了其拥有的公司子公司成都南玻玻璃有限公司 25% 的股权、向锦丰有限公司购买了其拥有的公司之子公司咸宁南玻节能玻璃有限公司 25% 的股权、向运邦投资有限公司购买了其拥有的本公司之子公司四川南玻节能玻璃有限公司 25% 的股权，当年购买少数股东权益导致所有者权益有所减少。截至 2015 年末，公司所有者权益为 78.77 亿元，同比减

少 8.97%，当年末资产负债率为 49.14%，较 2014 年末增加了 6.38 个百分点。

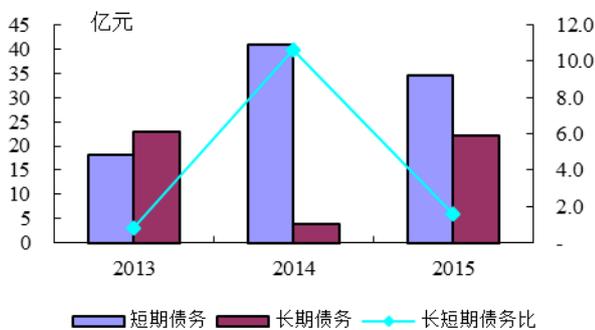
图 6：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2015 年末公司总债务 56.63 亿元，其中短期债务 34.63 亿元，长期债务 22.00 亿元。2015 年，受大量一年内到期的长期债务到期影响，公司短期债务规模大幅下降，短期债务/长期债务指标由 2014 年 10.63 降至 2015 年 1.57。总体看，公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

图 7：截至 2015 年末公司债务结构情况

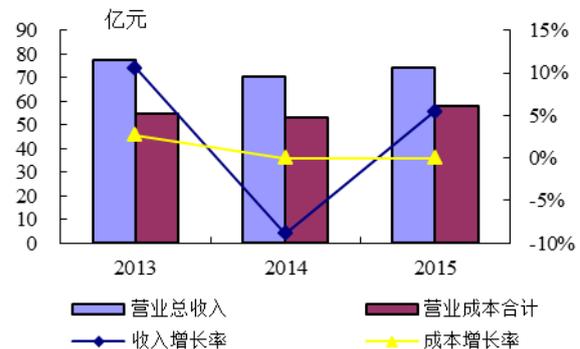


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力

2015 年得益于光伏产业板块业务快速增长，推动当年公司整体业务规模增长，2015 年实现营业收入 74.31 亿元，同比增长 5.48%。凭借较强的技术实力，公司积极创新新产品，且依托成熟的销售渠道，为后续业务发展提供基础，整体经营稳定。

图 8：2013~2015 年公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015 年公司玻璃价格持续下跌、光伏产品出现一定价格调整，且总体原料价格存在一定波动，当年综合毛利率为 21.61%，较上年下降 2.82 个百分点。公司平板玻璃业务的毛利率为 13.26%，较上年下降 1.69 个百分点；工程玻璃毛利率为 29.53%，较上年下降 2.27 个百分点；光伏产业毛利率为 15.85%，较上年下降 2.17 个百分点。

费用方面，近年来研发支出持续上涨，公司管理费用保持在较大规模，2015 年公司管理费用 6.73 亿元，同比增长 12.54%。公司销售费用主要为运费和人工成本，近年来随着公司商品销量的增长，公司销售费用支出较多，2015 年公司销售费用为 2.83 亿元，同比增长 6.39%。财务费用方面，2015 年末公司总债务余额增至 56.63 亿元，同期财务费用为 2.79 亿元，同比增长 20.26%。在上述因素的共同作用下，2015 年公司三项期间费用合计 12.35 亿元，同比增长 12.78%，三费收入占比为 16.62%。总体来看，公司期间费用规模较大，三费收入占比呈上升趋势。

表 7：2013~2015 年公司费用情况

项目	2013	2014	2015
销售费用 (亿元)	2.67	2.66	2.83
管理费用 (亿元)	6.71	5.98	6.73
财务费用 (亿元)	2.38	2.32	2.79
三费收入占比 (%)	15.22	15.54	16.62

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

利润方面，2015 年公司初始获利能力有所下滑，期间费用规模呈上升趋势，导致利润显著下滑。2015 年公司实现利润总额 7.34 亿元，同比下滑 25.41%；扣除所得税费后，取得净利润 6.40 亿元，同期净资产收益率为 7.74%，较上年度下降了 3.28

个百分点。

总体来看，受玻璃行业下行影响，公司平板玻璃及工程玻璃业务板块呈不断下行趋势，但公司光伏产业得到良好发展，2015 年营业收入仍呈增长趋势，整体经营保持稳定。

偿债能力

2015 年公司盈利有所下滑，加之总债务规模有所增长，导致公司各项偿债能力指标均有所弱化。2015 年公司实现 EBITDA 为 18.13 亿元，同比下降 6.11%；总债务/EBITDA 增至 3.12，EBITDA 利息倍数降至 6.30。

现金流方面，截至 2015 年末，公司经营净现金流/总债务为 0.19、经营活动净现金/利息支出增至 3.80。总的来看，公司通过自身经营能够对债务本息的偿还提供相应的保障。

表 8：2013~2015 年公司主要财务能力指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	18.29	40.80	34.63
长期债务（亿元）	22.94	3.84	22.00
总债务（亿元）	41.23	44.64	56.63
经营性净现金流（亿元）	16.99	14.06	10.93
经营活动净现金/ 利息支出（X）	6.29	5.58	3.80
经营净现金流/总债务（X）	0.41	0.32	0.19
EBITDA（亿元）	28.68	19.31	18.13
总债务/EBITDA	1.44	2.31	3.12
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	7.66	6.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年末，公司授信总额为 67.21 亿元，尚未使用授信额度 58.85 亿元，公司具备较大的财务弹性。

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 2015 年末，公司对控股子公司未清担保余额为 1.45 亿元，占当年末公司净资产的 1.84%，或有风险较小。

总的来看，公司不断完善产品结构，增加产品市场竞争力，且在平板玻璃、工程玻璃以及光伏产业方面公司均已形成了较为完整的产业链，整体抗风险能力较强，加之融资渠道通畅，财务弹性较大，经营所得对债务本息偿还能够提供相应的保障。

结论

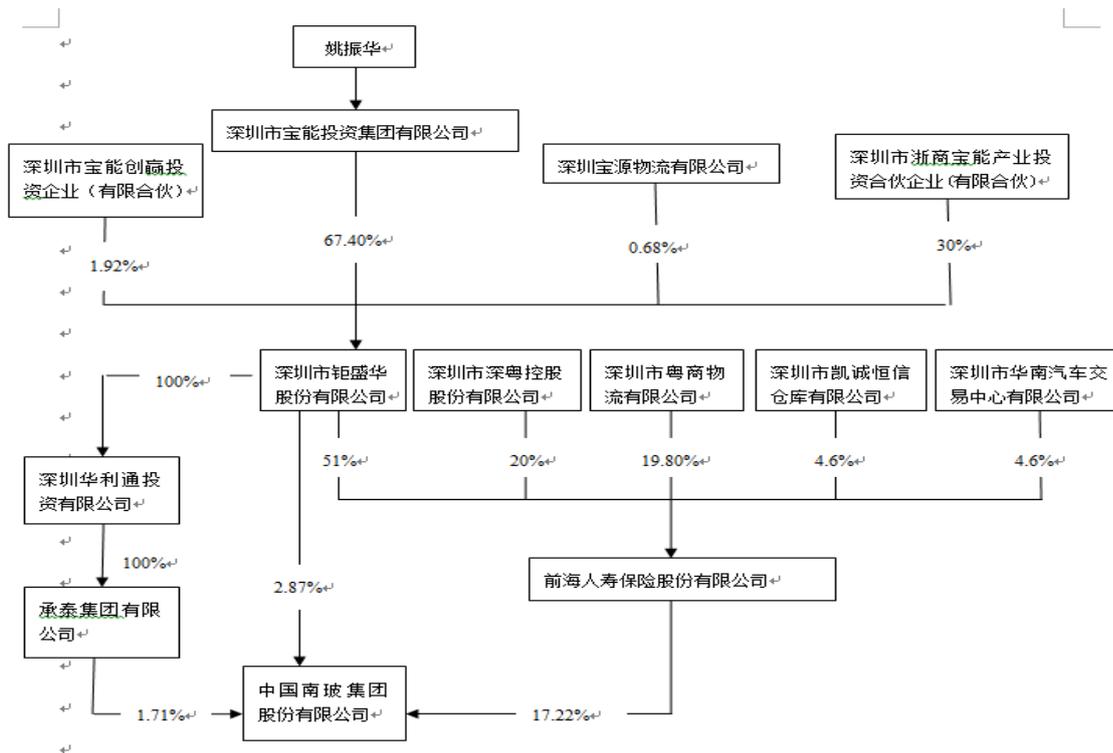
中诚信证券评估有限公司维持中国南玻集团股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，维持“中国南玻集团股份有限公司 2010 年公司债券”信用级别 **AA⁺**，评级展望稳定。

附一：中国南玻集团股份有限公司股东持股情况（截至 2015 年 12 月 31 日）

1、前 10 名股东持股情况表

序号	股东名称	持股总数（股）	持股比例（%）
1	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	229,953,675	11.08
2	前海人寿保险股份有限公司-万能型保险产品	81,405,744	3.92
3	中国北方工业公司	75,167,934	3.62
4	深圳市钜盛华股份有限公司	59,552,120	2.87
5	前海人寿保险股份有限公司-自有资金	40,519,788	1.95
6	中央汇金投资有限责任公司	39,811,300	1.92
7	深国际控股（深圳）有限公司	37,040,200	1.78
8	中国银河国际证券（香港）有限公司	29,072,612	1.40
9	中国证券金融股份有限公司	26,357,447	1.27
10	Haitong International Securities Company Limited-Account Client	23,896,635	1.15

2、公司与第一大股东之间的产权及控制关系



附二：中国南玻集团股份有限公司投资子公司情况（截至 2015 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	成都南玻玻璃有限公司	75.00	25.00
2	四川南玻节能玻璃有限公司	75.00	25.00
3	天津南玻节能玻璃有限公司	75.00	25.00
4	东莞南玻工程玻璃有限公司	75.00	25.00
5	东莞南玻太阳能玻璃有限公司	75.00	25.00
6	东莞南玻光伏科技有限公司	-	100.00
7	宜昌南玻硅材料有限公司	75.00	25.00
8	吴江南玻华东工程玻璃有限公司	75.00	25.00
9	河北南玻玻璃有限公司	75.00	25.00
10	吴江南玻玻璃有限公司	100.00	-
11	南玻（香港）有限公司	100.00	-
12	河北视窗玻璃有限公司	100.00	-
13	咸宁南玻玻璃有限公司	75.00	25.00
14	咸宁南玻节能玻璃有限公司	75.00	25.00
15	清远南玻节能新材料有限公司	100.00	-
16	深圳南玻融资租赁有限公司	75.00	25.00
17	深圳南玻光伏能源有限公司	100.00	-
18	江油南玻矿业发展有限公司	100.00	-
19	清远南玻新能源有限公司	-	100.00
20	苏州南玻光伏能源有限公司	-	100.00
21	江苏吴江南玻新能源有限责任公司	-	100.00

附三：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）	2013	2014	2015
货币资金	27,967.25	15,813.91	57,883.45
应收账款净额	13,643.07	31,827.46	45,296.16
存货净额	37,868.47	39,065.26	35,042.57
流动资产	232,288.59	135,276.83	218,019.32
长期投资	89,279.72	89,719.16	66,821.03
固定资产合计	1,074,235.58	1,178,571.37	1,153,901.57
总资产	1,507,886.68	1,511,680.83	1,548,960.02
短期债务	182,902.27	407,968.99	346,332.67
长期债务	229,394.54	38,381.78	220,000.00
总债务（短期债务+长期债务）	412,296.81	446,350.78	566,332.67
总负债	667,795.42	646,336.02	761,220.87
所有者权益（含少数股东权益）	840,091.26	865,344.82	787,739.15
营业总收入	773,379.61	704,450.26	743,088.91
三费前利润	218,463.55	168,811.95	156,753.38
投资收益	92,737.61	32,843.96	28,804.48
净利润	167,531.44	93,976.47	63,983.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	286,815.83	193,063.19	181,276.38
经营活动产生现金净流量	169,886.75	140,625.92	109,283.25
投资活动产生现金净流量	-105,207.88	-89,960.12	-57,821.86
筹资活动产生现金净流量	-81,758.77	-62,628.44	-10,008.35
现金及现金等价物净增加额	-17,128.57	-11,961.26	41,790.66
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	28.87	24.43	21.61
所有者权益收益率（%）	19.94	10.86	8.12
EBITDA/营业总收入（%）	37.09	27.41	24.39
速动比率（X）	0.50	0.17	0.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.41	0.32	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.93	0.34	0.32
经营活动净现金/利息支出（X）	6.29	5.58	3.80
EBITDA 利息倍数（X）	10.62	7.66	6.30
总债务/EBITDA（X）	1.44	2.31	3.12
资产负债率（%）	44.29	42.76	49.14
总资本化比率（%）	32.92	34.03	41.82
长期资本化比率（%）	21.45	4.25	21.83

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

附四：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¹+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）

¹ 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。

附五：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，中诚信证评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。