

玻璃制造



王金祥 王雪峰

建材，新能源研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

金晶科技（600586）

超白在光伏领域应用有望超预期

强烈推荐（维持）

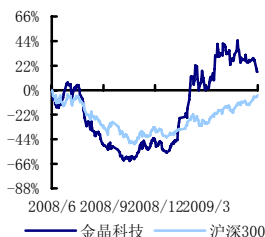
市场数据

报告日期	2009-6-11
收盘价(元)	12.70
52周最高/最低(元)	15.78/4.01
总股本(百万股)	590.08
流通股本(百万股)	362.28
总市值(百万元)	7494.06
流通市值(百万元)	4601.02
每股净资产(元)	3.83

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1629	2463	3202	3918	1154
同比增长(%)	15.0%	51.2%	30.0%	22.3%	51.8%
净利润(百万元)	114	224	489	860	59
同比增长(%)	-44.8%	96.1%	118.7%	75.6%	-41.7%
毛利率(%)	21.2%	21.7%	27.8%	34.3%	20.5%
净利率(%)	7.0%	9.1%	15.3%	21.9%	8.5%
每股收益(元)	0.19	0.38	0.83	1.46	0.10
每股经营现金流(元)	0.40	0.64	1.03	1.68	-

股价走势



相关报告

《业绩低于预期不改强烈看好公司》2009-4-30

《超白浮法玻璃在晶硅领域有突破》2009-4-27

《预料中的预减不改公司长期价值》2009-4-14

投资要点

- **我们对公司的整体评价：**公司各项目业务都在朝着积极方向演变：（1）超白玻璃业务：太阳能超白市场拓展顺利，应用领域在不断拓宽中，从长期来看，公司未来超白销售有超我们预期的可能，从短期来看，超白玻璃销售 5 月份呈现放量态势，下半年随着太阳能电池领域订单的逐渐落实，我们认为 09 年销售能够达到我们 250 万重箱的预测。（2）纯碱业务：纯碱行业在逐渐复苏，公司纯碱业务已经实现盈亏平衡，我们认为随着房地产恢复及浮法玻璃生产线的复产，纯碱盈利仍将逐渐回升，达到我们的盈利预期也是值得期待，而且公司纯碱业务对业绩弹性极大，值得我们密切关注。（3）浮法玻璃业务：浮法玻璃价格反弹在预期之中，但价格反弹幅度明显超出我们预期，如果参照目前普通浮法玻璃的盈利情况，我们预计仅 09 年二季度就有可能完成我们此前的全年盈利预期，但由于后市停产的浮法玻璃生产线可能陆续复产，对玻璃价格可能产生一定压力，基于此，我们暂时对普通浮法玻璃的盈利预期不做调整。
- **光伏超白采取“以点带面”及“自上而下”的销售策略。**公司建筑超白通过国内、国际打造样板工程（包括北京银泰中心、国贸三期、国家大剧院、水立方、鸟巢、迪拜塔等）来打造金晶超白品牌，并建立了市场领导者地位，这种策略目前证实是非常有效的，公司利用建筑超白的成功销售经验，太阳能超白销售将“以点带面”，拿下最有标志性太阳能企业，在核心区域选择重点合作伙伴，国内通过与天威薄膜、浙江正泰合作；台湾通过与绿能、富阳、宇通展开合作；其它区域包括对 First Solar 都在密切的跟踪。同时，公司采取“自上而下”的销售策略，通过与设

备商密切合作，如与美国应用材料、瑞士欧瑞康及日本真空等设备提供商深入合作，获得设备提供商的认可，通过设备提供商指定应用金晶超白。

● **超白玻璃在光伏领域应用不断拓宽，长期需求有望超我们预期。**

✓ 从公司建筑超白的市场拓展来看，从传统的建筑装饰不断往灯饰品、鲜花大棚、家电等领域拓展，建筑超白的应用领域不断拓宽，我们认为太阳能超白应用领域也将逐渐拓宽，其在光伏领域的应用范围超出我们预期。我们前期一直认为超白浮法主要应用于薄膜电池领域，但据我们这次了解，公司的潜在太阳能客户包括晶硅系与薄膜系两大类，而且超白玻璃在晶硅电池的应用也有成功案例，例如前期公司与 Solar World 的订单就是晶硅系电池，同时，超白浮法也不仅应用于硅薄膜电池，包括如碲化镉、铜铟硒电池也都将是超白浮法的潜在客户。

✓ 我们在这里特别强调，我们前期对公司太阳能超白主要是考虑硅薄膜电池，如果应用拓宽至晶硅系、碲化镉及铜铟硒薄膜电池等领域的话，那么需求将会得到极大的提升。例如美国 FirstSolar 今年碲化镉电池的产量就将达到 1.1GW，其对超白玻璃需求量就超过 300 万重箱，如果未来能成功开发，那么超白玻璃的需求情况将大大超出我们预期。

✓ 此外，太阳能热水器也将是超白玻璃很大的潜在客户，国内目前太阳能热水器主要是管式热水器，其中盒式热水器只占 20% 左右，在欧洲盒式热水器占 95% 以上，由于美观、实用等因素，国内未来盒式热水器将会占据主导，按照目前太阳能热水器的市场容量来看，如果用盒式热水器替换管式热水器，其超白玻璃的需求量将超过 1000 万平米，折合超白玻璃约 180 万重箱，这对于国内市场而言又将是一个新的领域。

● **超白玻璃 5 月份销售开始放量，我们此前的销量预期可以实现。**

✓ 公司上一轮超白生产了约半年产量，合计产量约 180 万重箱，5 月份公司超白玻璃销售开始明显放量，出货量突破 20 万重箱，公司计划于 7 月中下旬再组织新一轮的超白生产。

✓ 经过前期大量的工作，公司太阳能超白玻璃销售将逐渐进入收获期。对于太阳能领域，公司目前批量供货的企业有 8 家，更多的太阳能企业处于打样送测阶段，如 5 月份的销售当中就在 20% 左右的是太阳能订单，目前 SolarWorld 已经成为公司稳定的客户，目前每个月向 SolarWorld 的供货都超过 5000 重箱。

✓ 我们认为参照目前这种趋势，09 年可以完成我们预期的 250 万重箱销量，随着太阳能超白的应用不断拓宽，10-11 年完成 432 万重箱、712 万重箱的销售也是可以期待。

● **超白玻璃有望维持高盈利能力。**公司此前一般销售超白玻璃原片，但公司未来在光伏领域将极少销售原片，公司将提供系统化的解决方案，提供钢化、切割、磨边一体化的服务，将明显提升超白玻璃的盈利能力；此外，随着超白玻璃规模的扩大，公司的成本将呈现下降太势。综合来判断，我们认为公司超白仍将维持高盈利能力。

● **纯碱业务盈利有所回升，后市仍将逐渐回升**

✓ 公司纯碱项目两大优势日益显现。第一：自用部份大大降低销售压力，提升产能利用率。公司玻璃生产线每年需消耗 30 多万吨的纯碱，目前公司纯碱全部自给，因此，公司纯碱的销售压力较小，从 08 年四季度以来，公司纯碱的产能利用率一直高于行业平均水平 10-15 个百分点。第二：由于公司地处昌邑，海盐资源极其丰富，再考虑公司最新的装置及精简的员工队伍，公司目前成本基本是业内氨碱法企业中最底的，公司生产成本较山东海化低 50 多元/吨，较青岛碱业低 70 多元/吨。

✓ 加大出口销售，提升盈利能力。从 09 年 4 月纯碱出口退税从零税率提升至 9%，目前纯碱出口的盈利能力高于内销超过 100 元/吨，基于此公司自 4 月份加大出口，目前纯碱出口量达 2 万吨/月，公司计划提升至 3-4 万吨/月，公司计划未来自用、内销、出口的比例将各占 1/3。

✓ 09 年初以来纯碱行业盈利逐渐回升。从公司纯碱的开工率来看，公司纯碱目前开工率在 90%左右，开工率较之前提高约 10 个百分点；从价格及盈利情况来看，公司目前纯碱出厂均价在 1200 元/吨（含税），目前制造成本约 880 元/吨（不含税），基本可实现盈亏平衡。我们认为随着房地产恢复及浮法玻璃生产线的复产，纯碱行业的景气仍有望逐渐回升，后市只有纯碱价格还有回升都将转化为利润，我们认为公司纯碱能够实现我们的盈利预期。

● **浮法玻璃价格反弹在预期之中，但反弹强度高于我们预期。**

✓ 我们此前一直提到：浮法玻璃价格在成本线以下运行属于非理性的情形，由于国内有 40 多条的浮法玻璃生产线停产冷修，如果后期由于房地产回暖或季度性需求回升等因素使得需求有所启动，可能会引起短期供不应求而使得价格有所修复。

✓ 目前来看，浮法玻璃价格反弹在我们预期之中，但价格反弹幅度明显强于我们预期，目前公司浮法玻璃价格达 70 元/重箱（不含税），快接近 08 年的高位水平，但由于重油、纯碱价格同比大幅回落，公司目前浮法玻璃的毛利率近 20%。

✓ 公司浮法玻璃业务自 4 月份开始实现盈利，如果参照 5 月份的盈利情况，我们预计仅 09 年二季度，浮法玻璃业务就有可能实现 1000 多万的净利润，即可达到我们此前对普通浮法玻璃的全年盈利预期，但由于后市停产的浮法玻璃生产线可能陆续复产，对玻璃价格可能产生一定压力，基于此，我们暂时对公司普通玻璃业务的盈利不做调整。

● **维持盈利预测及投资评级。**我们暂时维持 09-11 年 EPS 分别为 0.38 元、0.83 元、1.46 元的盈利预测，我们仍非常看好公司未来的发展前景，我们认为 2 年内公司达到 30 元的目标价位仍是是可以期待的，继续维持公司“强烈推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1255	1717	2535	3751
货币资金	560	891	1456	2519
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	72	82	122	149
其他应收款	55	70	106	130
存货	408	482	578	644
非流动资产	3798	3712	3590	3475
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	243	250	250	250
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3211	3132	3037	2933
在建工程	40	20	10	5
油气资产	0	0	0	0
无形资产	177	170	162	155
资产总计	5053	5429	6125	7226
流动负债	2258	2251	2236	2156
短期借款	900	850	750	650
应付票据	480	695	763	772
应付账款	607	347	347	309
其他	271	359	377	425
非流动负债	470	619	819	1119
长期借款	460	610	810	1110
其他	9	9	9	9
负债合计	2727	2870	3056	3276
股本	590	590	590	590
资本公积	1161	1161	1161	1161
未分配利润	440	641	1081	1855
少数股东权益	71	81	102	123
股东权益合计	2325	2559	3069	3950
负债及权益合计	5053	5429	6125	7226

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	114	224	489	860
折旧和摊销	132	187	192	197
资产减值准备	10	-8	4	3
无形资产摊销	8	7	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	76	77	80	83
投资损失	-16	-10	-20	-35
少数股东损益	11	10	21	21
营运资金的变动	-473	89	172	136
经营活动产生现金流量	777	376	605	991
投资活动产生现金流量	-1081	-69	-60	-45
融资活动产生现金流量	78	24	20	118
现金净变动	-225	331	565	1063
现金的期初余额	909	560	891	1456
现金的期末余额	684	891	1456	2519

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1629	2463	3202	3918
营业成本	1283	1930	2311	2574
营业税金及附加	8	15	19	24
销售费用	52	65	80	91
管理费用	65	108	124	135
财务费用	76	77	80	83
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	16	10	20	35
营业利润	150	278	608	1046
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	159	278	608	1046
所得税	34	44	97	165
净利润	125	234	511	881
少数股东损益	11	10	21	21
归属母公司净利	114	224	489	860
EPS (元)	0.19	0.38	0.83	1.46

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.0%	51.2%	30.0%	22.3%
营业利润增长率	-40.8%	85.1%	118.7%	72.0%
净利润增长率	-44.8%	96.1%	118.7%	75.6%
盈利能力(%)				
毛利率	21.2%	21.7%	27.8%	34.3%
净利率	7.0%	9.1%	15.3%	21.9%
ROE	5.1%	9.0%	16.5%	22.5%

偿债能力(%)

资产负债率	54.0%	52.9%	49.9%	45.3%
流动比率	0.56	0.76	1.13	1.74
速动比率	0.37	0.55	0.88	1.44

营运能力(次)

资产周转率	0.36	0.47	0.55	0.59
应收帐款周转率	25.1	30.3	29.9	27.5

每股资料 (元)

每股收益	0.19	0.38	0.83	1.46
每股经营现金	0.40	0.64	1.03	1.68
每股净资产	3.82	4.20	5.03	6.48

估值比率 (倍)

PE	72.17	36.81	16.83	9.58
PB	3.66	3.32	2.78	2.15

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。