

金晶科技(600586)调研报告

短期看纯碱涨价，中长期看募投增效和技术优势

原材料/玻璃

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2010 年 11 月 4 日

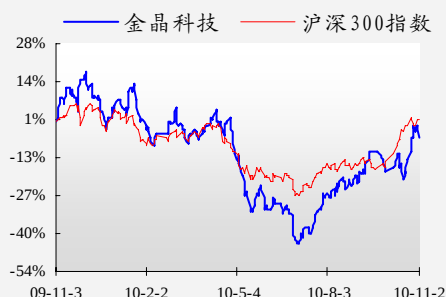
投资要点:

- 公司是国内玻璃行业龙头企业，主要生产浮法玻璃、超白玻璃、工程玻璃和纯碱等产品。2010 年 1-9 月，公司收入实现 22.49 亿元，同比增长 32.58%，净利润 1.95 亿元，同比增长 153.24%。
- 浮法玻璃景气度好于市场预期，受到下游房地产投资开发较高增速和汽车消费需求旺盛影响，浮法玻璃的价格高位有望延续到明年中期，并对公司的浮法玻璃业务产生积极影响。
- 受停电限产和需求推动影响，四季度纯碱价格超预期上涨。目前公司纯碱产能为 100 万吨左右，预计四季度纯碱毛利可达 1.5 亿元左右，前三季度纯碱业务贡献毛利大约在 8000 万左右，因此我们上调全年纯碱业务毛利在 2.3 亿元左右。
- 公司的超白玻璃技术目前还是领先于国内同行，需求分布中，建筑领域占到 65%左右，家电领域占到 10%-20%左右，太阳能占到 10%左右。目前下游应用区域和领域正在逐步扩展。增发项目（预计 11 年底投产）将进一步打开公司的成长空间，强化公司在光伏和玻璃深加工方面的竞争优势。
- 考虑到纯碱价格四季度出现超预期的上涨，我们进一步上调公司 10 年、11 年的盈利预测。另外，通过跟公司对经营现状和未来发展的交流，并考虑增发项目建设周期，我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益（未考虑增发摊薄）为 0.57 元、0.63 元、0.80 元，对应目前的股价 14.02 元，相应的市盈率为 24.6 倍、22.3 倍、17.5 倍，市净率为 3.26 倍。维持“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	231,364	42.0	11,732	2.8	0.2	5	70.1	-
2010E	331,149	43.1	33,797	188.1	0.57	12	24.6	-
2011E	381,162	15.1	36,931	9.3	0.63	12	22.3	-
2012E	476,201	24.9	47,022	27.3	0.80	13	17.5	-

走势图



市场数据

2010-11-3

收盘价:	14.02 元
52 周最高价:	19.32 元
52 周最低价:	8.34 元
平均持仓成本:	13.44 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	59,008
流通 A 股 (万股):	59,008
每股收益 (元):	0.33
每股净资产 (元):	4.29
每股经营现金流 (元):	0.35
市净率:	3.26

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550210100003

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

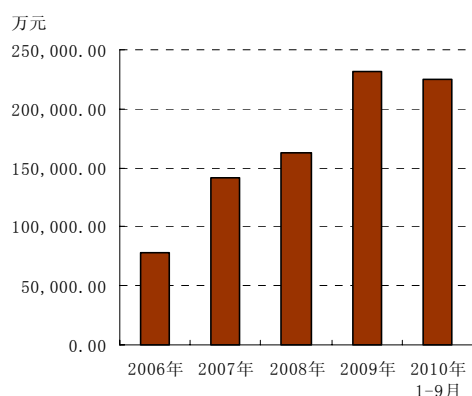
邮 编: 200002

一、公司主营业务概况

公司是国内玻璃行业龙头企业之一，主要生产包括浮法玻璃、超白玻璃、工程玻璃、纯碱等产品，公司是国内第一家生产超白玻璃的企业，目前技术依然领先于行业。

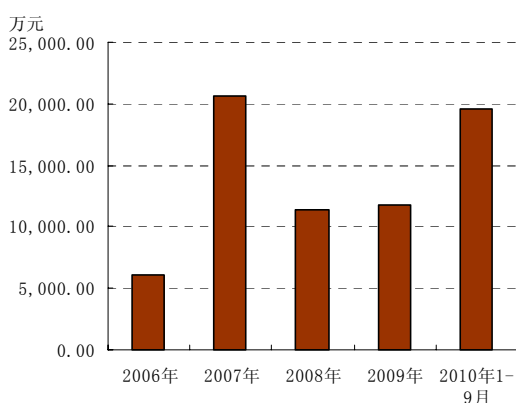
公司收入近些年来稳步增长，但利润随着行业周期性、特别是浮法玻璃周期性变化波动较大，今年在浮法景气不断回升的情况下，公司净利润同比快速增长，2010年1-9月，公司收入实现22.49亿元，同比增长32.58%，净利润1.95亿元，同比增长153.24%。从产品收入结构和毛利结构来看，目前浮法玻璃、超白玻璃、纯碱、玻璃深加工业务的收入占比57%（优质浮法29%+高档浮法28%）：12%：29%：2%左右；产品毛利占比64%（优质浮法32%+高档浮法32%）：23%：12%：1%左右。

图 1：公司收入变化



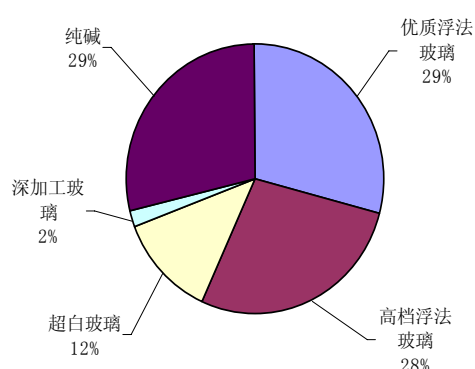
资料来源：东北证券

图 2：公司净利润变化



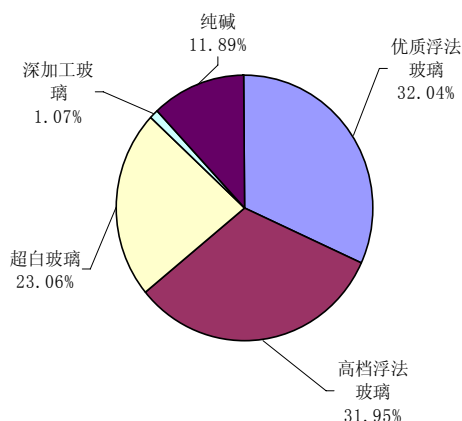
资料来源：东北证券

图 3：公司 2010 年上半年产品收入结构



资料来源：东北证券

图 4：公司 2010 年上半年产品毛利结构



资料来源：东北证券

二、浮法景气度好于预期，有望延续到明年中期

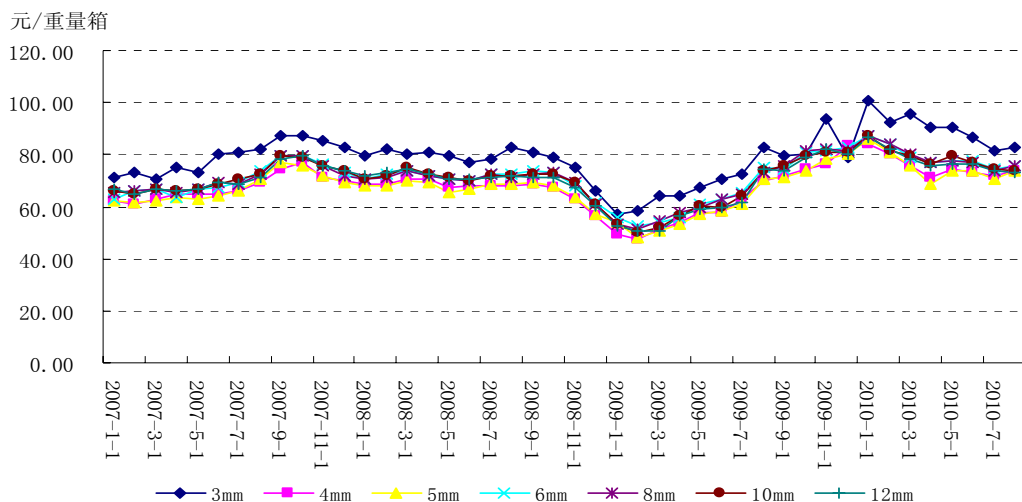
受金融危机影响玻璃行业下游需求锐减，08年下半年玻璃价格大幅下挫，到08年底、09年初跌至40元-50元/重量箱的低点。同时很多企业生产线开始放水停产，供给也随之大幅减少。

09年以来，随着金融危机影响逐步褪去，在国内和国际经济刺激政策影响下，下游行业逐步复苏，房地产销售和投资回暖，汽车消费增速加快，推动玻璃行业产销迅速增长，价格也随之一路上行，并在10年初达到100元/重量箱左右。同时放水停产的生产线也逐步重新点火生产，去年全国在产线大约在170-180条左右，目前大约在210条，预计今年年底普通浮法可能达到230条左右，供给也逐步增加，价格也比年初有所下滑。

今年4月份国家出台房地产调控措施，市场预期房地产市场将迅速降温并影响玻璃行业产销情况，但是宏观经济实际运行情况好于预期，房地产开发投资和新开工继续保持高位运行，汽车市场也保持产销两旺态势，使得浮法玻璃市场价格继续保持在高位运行。近期公司浮法玻璃价格又上调了2元/重量箱，普通达到92元/重量箱，优质的达到105元/重量箱。

根据公司方面判断，本轮浮法玻璃价格高位运行有望保持到2011年中期。

图 5：各种规格浮法玻璃价格



资料来源：东北证券

三、四季度纯碱价格上涨超预期，调高今、明两年纯碱业务利润贡献

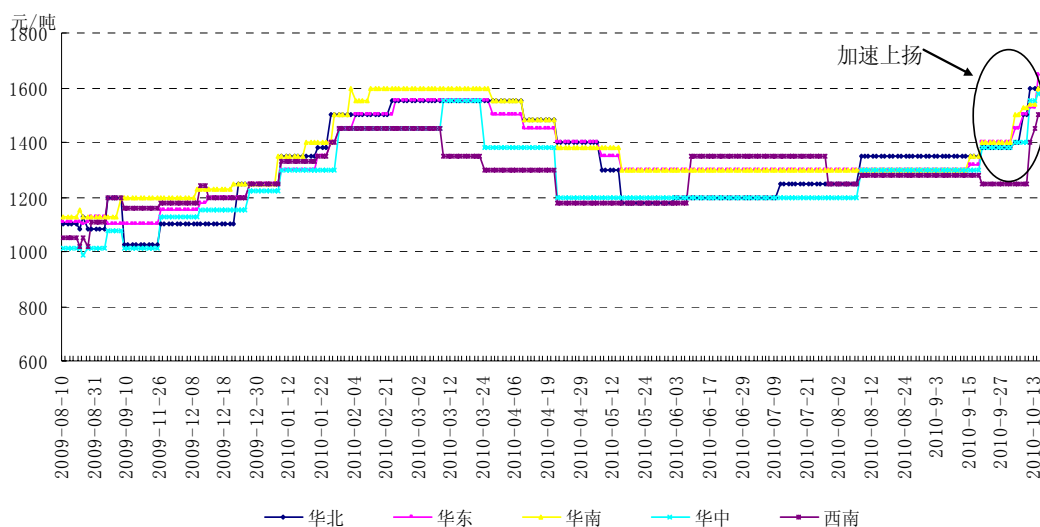
国内纯碱行业今年以来受到下游行业复苏回暖拉动，需求和价格稳步回升，自9月份以来，在节能减排压力下，各地停电限产使得中小纯碱生产厂商受到一定影响，小企业关停了，市场供给大为减少，而市场需求依然旺盛，企业基本没有库存，供需压力凸显，加上中间商囤货等原因，拉动价格出现大幅上涨，进入10月以来，价格更是出现了加速上扬的格局，目前每吨纯碱的价格已达到2600-2800元，而9月份只有1450左右，价格不可思议的上涨了1000多元每吨。

关于此次纯碱涨价，我们认为除了基于行业供需等基本面因素外，还有一些关停、限电停产等一些非市场的原因。公司方面的观点是维持一个季度的高价或许有可能，但

是维持半年到一年可能性不大。而且从历史上看，纯碱价格的变动比较迅速，2008 年初从 1700-1800 元每吨上涨到 2300 元每吨基本也是只用了 2 个月时间，但金融危机出来后，没多久时间就跌到了 800 元每吨。因此对本轮纯碱价格上涨的实际效益，特别是对明年的利润影响不能做过高的估计。

目前公司纯碱产能为 100 万吨左右，其中 35%自用，65%外销，纯碱成本大约在 1300 元/吨左右，我们假设四季度均价 2200 元左右（三季报点评的估计可能略为保守，经过交流和判断，我们调高四季度纯碱均价），那么四季度纯碱毛利可达 $100 \times 65\% \times 1/4 \times (2200 - 1300) \approx 1.5$ 亿元左右，前三季度纯碱业务贡献毛利大约在 8000 万左右，因此我们上调全年纯碱业务毛利在 2.3 亿元左右（我们预计全年纯碱业务毛利率有望达到 22%左右）。

图 6：纯碱价格



资料来源：东北证券

四、超白玻璃下半年毛利率将回升，体现长远竞争力

4.1、超白玻璃公司技术领先，毛利率高，利润贡献度大

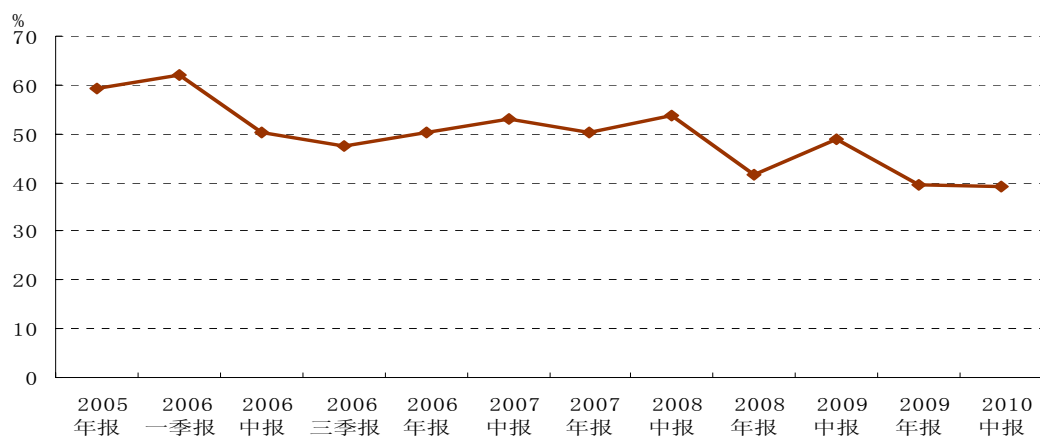
公司为国内首家生产超白玻璃的厂商，技术实力雄厚。与其他公司相比，公司超白玻璃性能：安全性高，自爆率为 0，而竞争对手出现过自爆现象；晶莹剔透、凸显本色；高透光率、低紫外线；绿色节能、循环经济。目前全球 PPG、旭硝子、皮尔金顿在做，技术壁垒比较高；国内也有厂家在做，但质量与金晶相比还是存在一定的差距。之前市场曾经预期，金晶的超白技术方面其他厂商有可能在这两年会赶超突破，现在看起来技术优势还会在未来一段时间内继续领先，而且更为关键的是，在这几年里，金晶的超白玻璃凭借过硬的质量和良好的品牌在市场上已经建立了良好的声誉和营销渠道，未来即使竞争对手质量上赶上了，但是在市场拓展方面已经落后于公司了。

目前国内大多数厂商生产的太阳能超白压花玻璃仅能用于晶体硅太阳能电池的制造，而公司生产的太阳能特种浮法玻璃生产技术则可用于晶体硅和薄膜所有太阳能光伏电池的制造，而太阳能电池基本的基础材料为太阳能超白玻璃。

按照 09 年来看，超白玻璃以占 12%左右的收入份额贡献了 25%左右的利润份额。

公司超白玻璃业务上半年毛利率下滑主要跟生产中的原因有关，拖累整体毛利率水平，现在相关问题已经稳定解决，成品率达到 90% 左右，我们判断下半年毛利率将有所回升，有望维持在 40%。

图 7：公司超白玻璃毛利率变化



资料来源：东北证券

4.2、超白玻璃下游需求区域和应用领域正在逐步打开

超白玻璃作为比较高档的玻璃材料，原来应用主要集中在北京、上海、深圳等一线城市，现在我们了解到需求正逐步向二线城市蔓延，湖南、湖北、重庆等地的需求市场正在形成，不少当地的中高端大厦已经采用公司的超白玻璃产品。目前在建筑设计市场中，很多中高级的建筑设计过程中，建筑设计师对公司产品比较偏爱，品牌效应十分显著。

另外，通过调研，我们也了解到，公司目前正在整合下游建筑装饰行业，原来只做超白玻璃原片，现在整合幕墙、装饰等下游资源，通过项目运行来改变之前只卖产品的做法。我们认为公司这个行为非常好，通过整合产业链，能够提高市场控制能力和盈利能力。

目前超白玻璃的下游需求分布中，基本集中在建筑、家电、卫浴、太阳能等领域。其中建筑领域占到 65% 左右，家电领域占到 10%-20% 左右，太阳能占到 10% 左右。家电领域供货比较稳定，主要应用于微波炉面板、冰箱面板、冰箱隔断、等离子电视保护屏幕等。

4.3、太阳能超白玻璃市场空间广阔，增发将强化公司在太阳能超白玻璃方面优势

太阳能光伏产业的核心器件就是光伏电池，而光伏电池的电池基本需要用太阳能超白玻璃。目前光伏电池这块主要分为晶体硅太阳能电池（单晶硅电池、多晶硅电池）和薄膜太阳能电池（非晶体硅太阳能电池、铜铟镓硒太阳能电池和碲化镉太阳能电池），公司自主开发的太阳能超白玻璃产品已经通过瑞士奥瑞康公司相关检测，能够提供晶体硅和薄膜两种太阳能电池两种电池使用，而国内其他厂商产品普遍只能用于晶体硅太阳能电池。

多晶硅和薄膜太阳能电池各有优劣，晶硅电池目前还是成本高、能耗大，薄膜电池理论上能够节能降耗，但目前的问题是转换率还比较低（实验室数据单结非晶硅薄膜电

池能达到 16.6%，多结的 30%左右，但现实中普遍在 7%-8%，杜邦的 9%左右），如果转换率过低就存在和多晶硅电池的成本比较问题，稳定性稍差，衰减率高，这些技术都有待于进一步完善解决。近期多晶硅价格大约为 90 美元/公斤，根据专家预测，年底有望达到 100 美元。随着多晶硅价格的上涨，薄膜的优势渐渐显现。但从未来 3 年来看，还是以多晶硅为主，市场份额占到 75%-80%左右。

我国 2009 年太阳能光伏电池累计装机容量仅为 305MW，仅为欧盟的百分之二、日本的十分之一左右，未来发展空间十分广阔。根据欧盟联合研究中心（JRC）的预测，到 2030 年可再生能源占总能源结构的比例将达到 30%以上，太阳能光伏发电在世界总电力的供应中达到 10%以上；2040 年可再生能源占总能耗 50%以上，太阳能光伏发电占总电力的 20%以上；到二十一世纪末可再生能源在能源结构中占 80%以上，太阳能发电占总电力的 60%以上。光伏产业空间广阔。

公司增发计划在北京投资兴建 2 条 600T/D 太阳能电池基板生产线（电池基板就是在太阳能特种浮法玻璃基础上加工的太阳能导电膜玻璃），将扩大公司在太阳能超白玻璃方面的产能，强化竞争优势。

五、增发项目打开未来公司成长空间，明年产能增长有限，投产主要集中在后年

2010 年 9 月，公司公布新的增发方案，建设 2 条 600T/D 太阳能电池基板生产线，年产太阳能电池基板 36 万吨，主要用于太阳能等领域及镀膜玻璃深加工；建设一个深加工玻璃生产线，年产 Low-E 镀膜玻璃等深加工玻璃 1000 万平方米。此次增发项目由之前的光伏太阳能玻璃业务变更为光伏太阳能玻璃业务和 Low-E 工程玻璃业务。

公司此次继续计划投资建设 2 条 600T/D 太阳能电池基板生产线将进一步增强竞争优势，抢占市场份额。而太阳能电池基本的基础材料为太阳能超白玻璃，公司为国内首家生产超白玻璃的厂商，技术实力雄厚，此次增发一方面能够有效加强产业链的延伸，加强产品竞争力，另一方面也是公司逐步加强新能源业务的重要战略。

公司新建的 Low-E 玻璃生产线采用离线工艺，用的是国外技术，规模 1000 万平米。Low-E 玻璃被证明是当今最好的建筑节能玻璃。目前发达国家普遍采用 Low-E 玻璃，德国 Low-E 中空玻璃的使用率达到 92%，法国、英国等超过 80%，美国 75%的住宅和三分之一的公共建筑采用 Low-E 镀膜玻璃。欧美发达国家 Low-E 镀膜玻璃的生产能力占世界总量的 90%。但我国目前 Low-E 中空玻璃的使用率仅为 8%，未来前景广阔。

目前建筑领域能耗占到社会能耗的 30%左右，而门窗能耗占到建筑能耗的 40%-50%，建筑节能必将成为我国节能减排的一个重点领域，因此选择更加节能的建筑材料将成为未来推动建筑节能的重要手段。可以预计，在“十二五”规划中，推动以新型建材为主的建筑节能将会得到高度重视。

目前公司拥有 9 条生产线，其中包括本部四条（一条生产超白玻璃、一条生产紫外玻璃用于汽车，两条高档优质浮法），滕州两条（一条颜色、一条浮法），廊坊两条（都是浮法玻璃），另外加金晶节能 230 万 m² Low-E 玻璃。目前在建的还有北京的两条，一条生产超白玻璃、一条生产 Low-E 玻璃，要等到 2011 年底才能投产。

因此，从产能释放来看，明年基本没有产能增量，后年起白产能有望扩大 2 倍，有望从目前的 18 万吨年产能扩大到 54 万吨。LOW-E 玻璃产能有望从目前的 230m²，扩大到 1230m²，届时将对公司业绩起到重大提升作用。

表 1: 部分文件和规划对建筑节能的相关规定

文件规划	相关内容
《节能中长期专项规划》	在“十二五”期间公共建筑和住宅 Low-E 镀膜玻璃的使用总量达到 14800 万平方米。
《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》	总体目标: 我国住宅和公共建筑建造和使用的能源资源消耗水平要接近或达到现阶段中等发达国家的水平。 具体目标: 到 2010 年, 我国城镇新建建筑实现节能 50%; 既有建筑节能改造逐步开展, 大城市完成应改造面积的 25%, 中等城市完成 15%, 小城市完成 10%。到 2020 年, 北方和沿海发达地区和特大城市新建建筑实现节能 65% 的目标, 绝大部分既有建筑完成节能改造,

资料来源: 东北证券

表 2: 公司生产线一览

地点	生产企业	生产线	产能规模	投产日期
山东本部	超白玻璃	600t/d	18 万吨	2004 年
	紫外玻璃	600t/d	18 万吨	2008 年
	金星玻璃	550t/d	16.5 万吨	2009 年
	优质浮法一线	525t/d	15.7 万吨	2009 年
	金晶节能 LOW-E	230m ²	230 万 m ²	2010 年收购
山东滕州	滕州金晶	600t/d	18 万吨	2007 年收购
	滕州福民	600t/d	18 万吨	2007 年收购
河北廊坊	廊坊一线	600t/d	18 万吨	2006 年收购
	廊坊二线	600t/d	18 万吨	2006 年收购
北京大兴	超白玻璃	2*600t/d	36 万吨	预计 2011 年底
	LOW-E 玻璃	1000m ²	1000 万 m ²	预计 2011 年底

资料来源: 东北证券整理

六、估值及投资建议

考虑到纯碱价格四季度出现超预期的上涨, 我们进一步上调公司 10 年、11 年的盈利预测, 同时下半年超白玻璃质量问题已经解决, 毛利率也将出现回升。另外, 通过跟公司对经营现状和未来发展的交流, 并考虑增发项目建设周期, 我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益 (未考虑增发摊薄) 为 0.57 元、0.63 元、0.80 元, 对应目前的股价 14.02 元, 相应的市盈率为 24.6 倍、22.3 倍、17.5 倍, 市净率为 3.26 倍。

我们认为就目前股价来看, 公司 2010 年、2011 年的估值优势并不明显, 且浮法的景气高点或已过去, 对此要谨慎对待 (公司业务受浮法玻璃周期性影响较大), 但考虑后续纯碱价格可能进一步上涨以及公司增发项目涉足节能玻璃和光伏太阳能业务所具有的广阔空间, 维持“谨慎推荐”评级。

七、风险因素

- 1、玻璃行业景气下滑快于预期, 影响玻璃价格下滑;
- 2、纯碱价格回落快于预期, 对纯碱业务的利润贡献低于预期;

3、募投项目进展慢于预期，对产能释放和业绩提升产生影响；

表 3：公司盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	162900	231364	331149	381162	476201
营业成本	128316	186169	247659	289956	366015
营业税金及附加	803	1204	1656	1906	2381
销售费用	5242	6561	7948	8767	10953
管理费用	6511	7575	11590	12578	15238
财务费用	7614	12473	14520	15384	13319
投资收益	1585	643	3000	3000	3000
资产减值及公允价值变动	978	204	522	568	431
其他收入	(1955)	(407)	0	0	0
营业利润	15022	17821	51299	56139	71725
营业外净收支	882	866	900	900	900
利润总额	15903	18687	52199	57039	72625
所得税费用	3406	5039	13050	14260	18156
少数股东损益	1083	1916	5352	5849	7447
归属于母公司净利润	11414	11732	33797	36931	47022

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。