

金晶科技(600586.sh)

纯碱、超白玻璃双管齐下，业绩大增

黄立图 建筑材料 分析师
电话: 020-87555888-832
eMail: hlt2@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260210090009

业绩大增高于市场预期，与我们之前预期相吻合

2011 年 1 月 5 日，金晶科技发布了业绩预增公告，预计 2010 年净利润同比增长 200%以上，这与我们之前的预期相吻合。我们在 2010 年 11 月 02 日发布的报告《纯碱带来超预期，看好募投项目前景》中，对公司的各部分业务进行了仔细分析，在此基础上给出了高于市场预期的比较乐观的预测。现在我们维持原来的判断，预计公司 2010、2011、2012 年末摊薄 EPS 分别为 0.65、0.83、1.03 元。考虑其新能源概念、龙头地位和募投项目投产后的成长性，给予目标价为 20.75 元，对应于 2011 年 25 倍市盈率，维持“买入”评级。

纯碱、超白玻璃双管齐下，公司业绩大幅增长

公司业绩大增主要源于两个原因：其一，主营产品尤其是纯碱产品价格同比上涨。纯碱价格进入第四季度来持续上涨，上涨幅度达到 1000 元/吨，仅此一项就将使公司 2010 年 EPS 增厚 0.27 元。其二，超白玻璃产品产销量同比增幅较大。该部分业务在 2009 年营业收入为 2.79 亿元，占总营业收入的 12.07%，毛利率为 39.52%。由于 2010 年该部分产品销量增加，预计该部分收入将直接贡献近 4 亿元，同时毛利率维持高位，拉动公司业绩明显提升。

风险提示

- 1, 薄膜电池用超白玻璃对技术依赖性较强，具有一定的风险。
- 2, 公司募投项目 Low-E 玻璃投产后，竞争更加激烈，作为新进入者，市场拓展情况值得密切关注。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,629.00	2,313.64	3,141.87	3,528.42	4,244.00
增长率(%)	15.04%	42.03%	35.80%	12.30%	20.28%
EBITDA(百万元)	366.95	558.52	894.95	1,118.13	1,396.44
净利润(百万元)	114.14	117.32	419.83	542.71	710.11
增长率(%)	-44.76%	2.79%	226.01%	28.70%	29.84%
每股收益(元)	0.193	0.199	0.648	0.834	1.083
市盈率	24.82	81.74	23.30	18.10	13.94
市净率	1.26	4.04	3.24	2.75	2.29
EV/EBITDA	10.34	19.45	10.68	8.07	5.95

数据来源: 山东金晶科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	14.19
目标价格(元)	20.75
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.01%	13.34%	-14.27%
沪深 300	0.55%	8.18%	-10.90%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	590.08/362.28
主要股东:	山东金晶节能玻璃有限公司
主要股东持股比例	38.69%

财务比率

ROE	4.95%
ROA	5.62%
资产负债率	59.66%
每股净资产(元)	4.02
2009 年报数据	

业绩大增与我们之前的判断相吻合

2011年1月5日，金晶科技发布了业绩预增公告，预计2010年度净利润同比增长200%以上。我们在2010年11月02日发布的报告《纯碱带来超预期，看好募投项目前景》中，对公司的各部分业务进行了充分估计，在此基础上给出了高于市场预期的比较乐观的估计。当初我们预计公司2010、2011、2012年末摊薄EPS分别为0.65、0.83、1.03元，现在我们维持原来的判断。具体的假设及预测如下：

按照Low-E玻璃1年的建设期，3个月调试期；太阳能基板玻璃1.5年建设期，3个月调试期来测算；并假设超白玻璃在2010年毛利率下降至39%，以及纯碱价格相对稳定，而浮法玻璃毛利率下降，对应未摊薄EPS分别为0.65、0.83、1.08元。

考虑其新能源概念、龙头地位和2012年募投项目投产后的成长性，给予目标价为20.75元，对应于2011年25倍市盈率，维持“买入”评级。

表1：金晶科技各类产能分布

地点	产品类型	生产线规模	产能（重量箱）	股权（%）	权益产能（重量箱）	主要产品	投产日期	燃料
淄博总部	优质	525 T/D	315	100	315	太阳能温室、颜色玻璃	09年9月技改	天然气
淄博总部	超白	600 T/D	360	100	360	超白、高档	04年12月投产	天然气
淄博总部	超白	600 T/D	360	100	360	防紫外线	08年11月投产	天然气
淄博金星	优质	550 T/D	330	100	330	建筑、光学	09年5月技改	天然气
滕州金星	优质	600 T/D	360	90	324	浮法、镀膜		煤焦油
滕州福民	优质	600 T/D	360	90	324	浮法玻璃		煤焦油
廊坊金彪	优质	600 T/D	360	45	162	浮法玻璃		
廊坊金彪	优质	600 T/D	360	45	162	浮法玻璃		
金晶节能		230万平米				Low-E玻璃	10年7月收购	
大兴	超白	600 T/D	360	100	360	太阳能电池	2012年投产	天然气
大兴	超白	600 T/D	360	100	360	基板	2012年投产	天然气
大兴		1000万平米				Low-E玻璃	2012年投产	天然气
中材金晶	玻纤	6万吨		49		玻璃纤维		
海天	纯碱	100万吨		100		纯碱	2009年1月	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

纯碱价格上涨大幅提升业绩

公司目前拥有纯碱产能100万吨，其中35%为公司生产玻璃自用，其余65万吨为外销。进入2010年10月份以来，纯碱价格不断上涨。目前上涨幅度达到1000元/吨以上，目前价格2800元/吨，第四季度纯碱价格保持在高位的概率非常大。据此估算，公司第四季度拟销售16万吨纯碱，价格上涨将直接带动超预期收入1.6亿元，按照当前股本数5.9亿计算，每股将增厚0.27元左右。

纯碱价格上涨对普通玻璃企业不是好消息（占成本17-20%），进一步支持玻璃价格维持高位，但由于金晶科技公司使用自有纯碱，对成本基本不造成影响。从当前玻璃行业的运行趋势来看，普通玻璃需求依然旺盛。综合考虑需求和成本等因素，预计2011年上半年之前，平板玻璃将维持当前的高位价格且相对平稳。

超白玻璃销量增长拉动业绩

目前，金晶科技超白玻璃在国内建筑领域主要应用于高档饭店、城市标志性建筑、政府财政工程、大型的高档展览厅等，占到总用量的65%左右；用于太阳能电池占到10%左右；超白玻璃经镀膜后用于家用电器（供货比较稳定，占到15%左右）。

公司拥有两条超白玻璃生产线，同时可以生产高档浮法玻璃，目前根据市场需求情况来确定生产量。目前超白玻璃正处于市场新一轮的开发期，全球超白玻璃市场每年保持10%左右的增长速度。公司以前在一线城市拥有较大的市场，目前陆续得到了一些二、三线城市的订单，渗透率不断提升符合我们的预期，并认为未来3-5年，超白玻璃普及率在中国越来越多城市中提升。超白玻璃业务将为公司带来新的业绩增长。

募投项目比较乐观

公司募投项目中，拟投资总额157,655 万元在北京市大兴区新设全资子公司北京金晶智慧太阳能材料有限公司，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。该项目投产后，将充分利用公司在超白玻璃生产技术的优势，拓展太阳能薄膜电池业务，有望成为新的利润增长点。

募投项目之二，公司将在北京大兴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。公司过去在Low-E玻璃方面不具备绝对的竞争优势，但由于公司拥有良好的研发实力和市场开拓能力，我们对此保持谨慎乐观态度。

风险提示

- 1、薄膜电池用超白玻璃对政策、技术依赖性较强，具有一定的风险。
- 2、Low-E玻璃投产后，竞争更加激烈，市场拓展情况值得密切关注。

广发建材行业研究小组

黄立图，分析师，中山大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-650。

相关研究报告

金晶科技(600586.sh)_公司跟踪研究报告	程振江	2010-11-02
金晶科技（600586.SH）_公司跟踪研究报告	黄立图	2010-09-27
金晶科技（600586.SH）_年报点评	黄立图	2010-03-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。