

分析师： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

纯碱走价，超白跑量，全年业绩大幅上扬

事件描述

金晶科技今日公布 2010 年全年业绩预增公告，主要内容如下：

- 预计 2010 年全年实现净利润超过 3.52 亿，同比增长超过 200%，业绩略超预期
- 综合考虑公司经营现状和未来发展以及募投项目建设周期，我们预计公司 10 年、11 年、12 年每股收益（未考虑摊薄）分别为 0.610 元、0.682 元、0.833 元，给予公司“谨慎推荐”评级

事件评论

第一，业绩大幅预增，略超市场预期

与 09 年相比，公司预计 2010 年全年业绩将有超过 200% 的增长。从公司全年的表现来看，符合市场预期，增长原因分析如下：

- 纯碱产品价格同比上涨，利润增加。节能减排压力下的停电限产使得纯碱行业的供给大为减少，而市场需求依然旺盛，供需形势的改善，拉动价格四季度出现大幅上涨：10 年 11 月纯碱价格较 09 年上涨约 1000 元/吨，涨幅接近 85%。

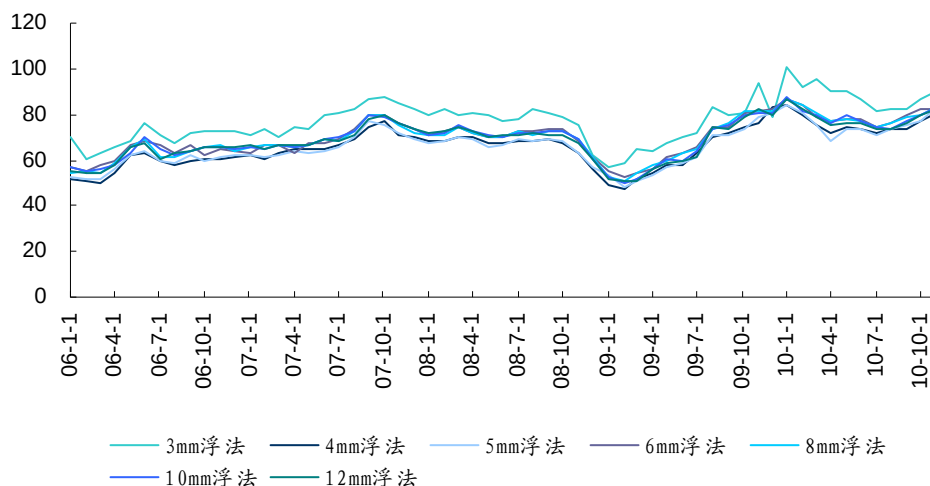
图 1：纯碱价格变化情况



资料来源：CEIC，长江证券研究部

- 各种规格浮法玻璃价格维持高位。09 年随着金融危机的淡去，地产开工和汽车销量均保持两旺，玻璃价格一路上行。

图 2: 各种规格浮法玻璃价格维持高位



资料来源：中国建材信息总网，长江证券研究部

- 超白玻璃产品产销量同比增幅较大。今年上半年超白玻璃实现销量的大幅增加，在上海苹果旗舰店等标志性建筑的应用进一步扩大了公司超白玻璃产品的市场影响力。太阳能超白玻璃一直是稳中上升，特别是国内客户，需求量增长较快，我们认为下半年这一态势得到了保持。
- 收购金晶节能部分资产，并表增厚利润。今年 7 月，公司收购金晶节能的中空玻璃、Low-E 镀膜玻璃等玻璃深加工生产线及其相关资产。上述资产在 2010 年 1-4 月份实现营业收入 1,255.89 万元，利润总额 293.21 万元。并表后预计全年贡献利润约 1000 万元。

第二，纯碱“上下求索”，长期优势“接力”短期价格刺激

今年纯碱价格上涨更多是限电带来的供需形势的改善，属于短期刺激因素，难以持续。不过随着公司对其纯碱业务的“上下求索”，长期优势将逐步形成。

“向下求索”——在全资子公司海天生化投资建设 50kt/a 食品级小苏打项目。目前，小苏打的用途已从食品添加剂和灭火剂领域拓展到医药、饲料、环保净化剂等方面。多用途的开发使其在 08-09 年经济危机之时仍保持产销两旺。此次年产 5 万吨食品级小苏打项目的投产，将分享未来几年内小苏打行业的快速增长，减轻纯碱行业的波动影响。

“向上求索”——在全资子公司海天生化投资建设制碱余热综合利用项目。国内纯碱生产行业的大型企业大都利用氨碱法纯碱生产工艺，制碱过程中产生大量的热能，尽管采取了一些回收利用措施，但对高位热能仍有很多可利用的余热放空，低位热能余热则基本没有利用，余热回收潜力巨大。

山东海天生物化工有限公司每年生产 100 万吨纯碱，是国内生产规模最大的企业之一。此次余热利用项目的实施响应了国家对于纯碱行业的节能要求，并将有效提高公司的经济效益和社会效益。

- ✓ 年可回收蒸汽 16 万吨，每吨蒸汽按 135 元计算，年增加收益 2160 万元。
- ✓ 增加采暖面积 18917m²，每平方米采暖按 25 元计算，年增加收益 47.25 万元。
- ✓ 余热浓缩海水 260 万 m³，其中 160 万 m³ 可提取溴素、晒盐，出售后按 5 元/ m³，可增加效益 800 万元；100 万 m³ 回用到制碱生产系统，年节约固体原料盐 10 万吨，按每吨 100 元计算，年可节约 1000 万元成本费用。

- ✓ 减少海水外排 6320 万 m³，按 0.1 元/ m³，年减少排污费 632 万元；减少一次性海水采购量 5090 万 m³，按 0.11 元/ m³ 计算，节省生产成本 600 万元。
- ✓ 利用石灰废砂 1 万吨，减少了堆放面积，年减少缴纳的环保费 100 万元。

第三，关注太阳能玻璃与 Low-e 玻璃拓展

太阳能超白玻璃空间巨大。太阳能电池主要分为两类，晶硅电池和薄膜电池，两者均需要使用太阳能超白玻璃作为电池基板。目前，晶硅电池的产业化已具有一定的水平，薄膜电池也日益成熟。随着光伏产业的高速发展、晶硅电池技术的不断进步以及薄膜电池市场份额的上升，太阳能超白玻璃产品及其深加工产品的市场空间将快速增加。

LOW-E 玻璃市场广阔。《节能中长期专项规划》指出我国建筑节能目标是在“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 14,800 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》也指出“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。”目前，我国 Low-E 中空玻璃的使用率仅为 8%。

目前公司的主要收入和利润来源仍是浮法与超白玻璃，10 年上半年收入占比达到 69%，而深加工玻璃的收入占比仅为 2%。不过，7 月公司对金晶节能玻璃部分资产的收购和 9 月公告的募投项目情况，昭示着公司将向需求广阔的太阳能与建筑节能领域拓展。

表 1：公司将向太阳能玻璃和 Low-e 玻璃拓展

方式	公司	投产时间	控股比例	熔化量(T/D)	生产能力(万重箱/年)	产品	备注
收购	金晶节能	2010 年 7 月收购	100%		230 万平方米	LOW-E 玻璃	
募投	北京金晶智慧太阳能（拟建）	2012 年中期	100%	600*2		太阳能特种玻璃	年产太阳能电池基板 36 万吨
募投	北京金晶智慧太阳能（拟建）	2012 年底	100%		1000 万平方米	离线硬膜 LOW-E	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

预计新产线将分别于 2012 年中和年底投产，预计产能的释放对 12 年影响不大，13 年将出现业绩的跳跃。

第四，给予金晶科技的“谨慎推荐”评级

综合考虑公司经营现状和未来发展以及募投项目建设周期，我们预计公司 10 年、11 年、12 年每股收益（未摊薄）分别为 0.610 元、0.682 元、0.833 元，对应 1 月 5 日股价 14.19 元，PE 分别为 23.3、20.8 和 17 倍，给予公司“谨慎推荐”评级

表 2: 公司生产线汇总情况

序 号	地点	投产时间	控股比例	熔 化 量 (T/D)	生 产 能 力 (万重 箱/年)	产 品	备 注	燃 料
1	北京金晶智慧太 阳能 (拟建)	2012 年中期	100%	600*2		太阳能特种玻璃	年产太阳能电池基 板 36 万吨	
2	北京金晶智慧太 阳能 (拟建)	2012 年底	100%		1000 万平	离线硬膜 LOW-E		
3	本部	2005 年 7 月 8 日	100%	600	340	超白玻璃	2003 年 7 月由美国 天然气 PPG 公司引进, 开 工建设, 2004 年 12 月 26 日成功投产	
4	本部	2008 年 1 月 23 日	100%	600	370	防紫外线汽车玻璃 (超白玻璃也可)		焦化煤气
5	本部	2009 年 5 月 31 日	100%	550	340	吸热节能玻璃	2009 年 3 月收购淄 焦化煤气 博金星, 并进行冷修 技改, 原熔化量 500	
6	本部	2009 年 9 月 27 日	100%	525	330	太阳能温室玻璃	2009 年 7 月 4 日停 天然气 产 技 改, 原 为 500T/D	
7	滕州金晶	2006 年 4 月 5 日	90%	600	370	浮法玻璃、镀膜玻 璃、深加工玻璃	2006 年 4 月 5 日与 煤焦油 滕州金州合资设立, 持股 60%。2007 年 4 月 1 增持至 90%	
8	滕州福民建材	2007 年 4 月 1 日	81%	600	370	浮法玻璃	07 年 4 月 1 日受让, 煤焦油 滕州金晶控股 90%	
9	廊坊金彪玻璃	06/6/29 受让	45%	600*2	680	浮法玻璃	06 年 6 月 29 日受让 天然气	
10	中材金晶玻纤	06/4/27 受让	49%		6 万吨	玻璃纤维制品		
11	山东海天生物化 工	2009 年	100%		100 万吨	纯碱、小苏打、水玻 璃、氯化钙	09 年产量 98 万吨, 其中自用 40 万吨	
12	山东海天生物化 工	2010/12/23 董事 会决议通过	100%		5 万吨	食品级小苏打	预计年产食品级小 苏打 5 万吨	
13	山东海天生物化 工	2010/12/23 董事 会决议通过	100%		1	余热综合利用项目		
14	金晶节能	2010 年 7 月收购	100%		230 万平	中空玻璃、lowe 玻 璃		

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2314	3930	4995	5865	货币资金	1097	393	500	586
营业成本	1862	2903	3706	4255	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	452	1027	1289	1610	应收账款	162	275	350	411
% 营业收入	19.5%	26.1%	25.8%	27.5%	存货	428	668	852	978
营业税金及附加	12	20	26	31	预付账款	102	160	204	234
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	66	111	142	166	流动资产合计	2106	2027	2579	2999
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	76	129	164	192	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	长期股权投资	279	279	279	279
财务费用	125	190	317	441	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	4.8%	6.4%	7.5%	固定资产合计	2377	5553	8493	11157
资产减值损失	2	12	8	6	无形资产	168	160	201	190
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	31	31	31	31
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	2	3	2	2
营业利润	179	565	632	774	其他非流动资产	1066	1066	1066	1066
% 营业收入	7.7%	14.4%	12.7%	13.2%	资产总计	6030	9119	12651	15724
营业外收支	9	9	9	9	短期贷款	1501	3596	6225	8456
利润总额	187	574	641	783	应付款项	1076	1677	2141	2457
% 营业收入	8.1%	14.6%	12.8%	13.3%	预收账款	86	147	186	219
所得税费用	50	155	173	211	应付职工薪酬	2	3	4	4
净利润	136	419	468	572	应交税费	46	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	117.3	360.1	402.3	491.3	其他流动负债	70	110	140	161
少数股东损益	19	59	66	80	流动负债合计	2782	5532	8696	11297
EPS (元/股)	0.20	0.61	0.68	0.83	长期借款	807	727	627	527
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	247	1011	1495	1955	其他非流动负债	9	9	9	9
取得投资收益					负债合计	3597	6268	9332	11833
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	2371	2731	3133	3625
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	-50	0	少数股东权益				
固定资产投资	-425	-3539	-3550	-3559	股东权益	62	120	186	266
其他	-30	0	0	0	负债及股东权益	2433	2851	3319	3891
投资活动现金流净额	-455	-3539	-3600	-3559	基本指标	6030	9119	12651	15724
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.199	0.610	0.682	0.833
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.02	4.63	5.31	6.14
银行贷款增加 (减少)	859	2014	2529	2131	PE	55.73	18.16	16.25	13.31
筹资成本	159	-190	-317	-441	PEG	0.91	0.30	0.27	0.22
其他	-287	0	0	0	PB	2.76	2.39	2.09	1.80
筹资活动现金流净额	730	1825	2211	1690	EV/EBITDA	14.08	9.29	8.22	7.04
现金净流量	522	-704	106	87	ROE	4.9%	13.2%	12.8%	13.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。