

金晶科技 (600586.SH)

玻璃行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

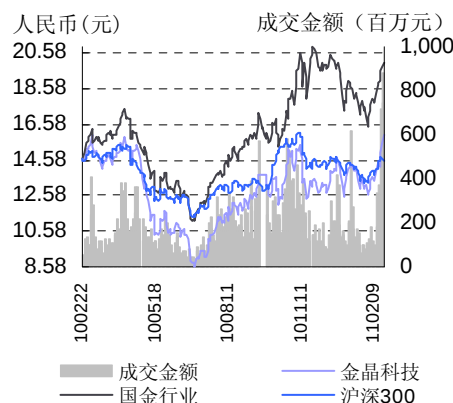
市价(人民币): 16.01元

目标(人民币): 20.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	362.28
总市值(百万元)	9,447.24
年内股价最高最低(元)	16.02/8.58
沪深 300 指数	3211.88
上证指数	2899.79



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.193	0.199	0.639	0.968	1.232
每股净资产(元)	3.82	4.02	4.66	6.83	7.86
每股经营性现金流(元)	0.40	0.42	1.54	1.25	1.52
市盈率(倍)	24.82	81.73	21.46	14.17	11.14
行业优化市盈率(倍)	23.81	63.00	63.00	63.00	63.00
净利润增长率(%)	-44.76%	2.79%	221.56%	51.43%	27.26%
净资产收益率(%)	5.06%	4.95%	13.73%	11.78%	13.03%
总股本(百万股)	590.08	590.08	590.08	590.08	590.08

来源: 公司年报、国金证券研究所 (以上是此次增发摊薄前 EPS)

(假定最终发行 1.2 计算, 则 2011~2012 年的摊薄后 EPS 分别为 0.80、1.02 元)

投资逻辑

- 玻璃行业整体运营生态环境或正在发生悄悄的变化: 虽然玻璃行业的产能控制与落后产能淘汰在过去总体执行情况不如水泥行业理想, 但展望未来, 尤其在十二五期间, 落后产能淘汰速度有望加快 (我们预计未来 3 年行业将淘汰玻璃行业绝大部分落后产能), 而行业整合速度有望超出市场的预期, 集中度有望得到快速提高, 我们有理由期待, 在整个十二五期间玻璃行业的总体生态环境有望较十一五期间发生质变。而从与水泥行业比较来看, 玻璃行业投资逻辑中更加重视差异化和高端化 (高端玻璃由于良好的性能和视觉效果, 其领域不断拓展态势), 以金晶科技和南玻为代表的公司坚持高端化、差异化战略, 在十二五期间都面临较大发展机会!
- 就金晶科技本身而言, 之前由于超白玻璃而被市场认识和深度挖掘, 虽然 2010 年由于薄膜太阳能电池行业的发展滞后, 公司在太阳能领域的超白销量并不大, 但在高端建筑领域 (高楼建设等等) 和工业品领域的发展速度非常快, 有望在未来与太阳能领域成为超白玻璃三大并驾齐驱的下游领域, 使公司在超白玻璃领域的优势充分发挥!
- 另外一个亮点在于公司过去 1~2 年对普通玻璃生产线冷修技改后, 生产线的定位更加高端, 这是来自于公司生产经营层面的一个变化——其直接效果就是公司产品的盈利稳定性更强, 盈利能力有所提高!

盈利预测、投资建议

- 我们对公司的盈利预测如下: 2010~2012 年营业收入分别为 3226、3830、4515 百万元, 同比增长 39.4%、18.7%、17.9%, 归属母公司净利润分别为 377、571、727 百万元, 同比增长 221.56%、51.43%、27.26%, 摊薄前 EPS 分别为 0.639、0.968、1.232 元 (假定最终发行 1.2 亿股计算, 则 2011~2012 年的摊薄后 EPS 分别为 0.80、1.02 元)
- 参照公司的业务特点及同行业的估值水平, 我们给予公司未来 12 月的目标价格为 20 元, 给予买入投资评级, 同时建议投资者参与公司本次增发。

风险

- 风险在于商品房投资增速下降幅度超乎预期影响玻璃行业的总体需求。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

我们对金晶科技的投资逻辑.....	4
玻璃业务：坚持高端化，超白将继续发力	4
公司产能盘点	4
调整后的生产线定位更高端：盈利能力将提升	5
2011 年玻璃行业供需并不悲观	5
供给面：行业运营的生态环境或将发生积极的变化.....	7
超白玻璃仍将在未来发力	9
公司超白玻璃是公司投资逻辑中最重要一级，快速发展已经在逐渐验证	9
超白玻璃的下游需求仍将非常旺盛，应用领域不断拓宽	9
高档建筑市场的领先者	10
太阳能领域：太阳能行业即将迎来爆发式增长，引爆光伏玻璃需求	12
成本下降推动太阳能行业未来五年内爆发式增长	12
太阳能发电装机量的爆发增长，将带来巨大的光伏玻璃需求	13
快速发展的工业品领域.....	14
纯碱业务：2011 年纯碱价格将回归至合理水平，但同比有增长.....	15
2010 年四季度受节能减排影响，价格先扬后抑	15
2011 年纯碱价格将回归合理水平，但由于去年上半年基数低，同比将有增长	16
增发项目：LOWE 玻璃和太阳能玻璃贡献 2013 年以后的增长.....	17
盈利预测与估值.....	18
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：金晶科技玻璃产能盘点表.....	4
图表 2：金晶科技各玻璃生产线的市场定位.....	5
图表 3：行业内某企业的普通玻璃和颜色玻璃价格对比（单位：元/重量箱）.5	
图表 4：行业内某企业的普通玻璃和颜色玻璃成本对比.....	5
图表 5：商业营业房和办公楼新开工近年呈持续上升趋势	6
图表 6：玻璃下游需求结构.....	6
图表 7：2011 年玻璃需求量的敏感性分析.....	7
图表 8：2011 年玻璃需求量增速的敏感性分析	7
图表 9：历史上玻璃产能增长情况统计.....	7
图表 10：我国大企业行业集中度明显落后于国际水平	8
图表 11：大中型平板玻璃企业总产值占行业比重变化情况	8
图表 12：公司超白玻璃的产销趋势（万重量箱）	9

图表 13: 国内超白玻璃目前的下游需求结构.....	10
图表 14: 武广高铁武汉站使用超白玻璃.....	10
图表 15: 公司超白的建筑应用: 水立方.....	11
图表 16: 公司超白的建筑应用: 上海世博会阳光谷、中国馆	11
图表 17: 公司超白的建筑应用: 济南济源大厦.....	11
图表 18: 全国在建及规划的超过 200 米的高楼未来几年将超过 400 座	12
图表 19: 上海中心将成为中国超高层建设的代表	12
图表 20: 太阳能行业的两阶段高速增长.....	13
图表 21: 未来五年光伏发电装机增长的推动力将主要来自成本的下降 (元/度)	13
图表 22: 光伏超白玻璃需求与市场容量测算.....	14
图表 23: 家电用玻璃实例	14
图表 24: 金晶科技 (含控股公司) 常年是秀强股份的第一大玻璃供应商 (从金晶科技采购的金额/秀强股份的所有采购金额) (%)	15
图表 25: 超白玻璃在秀强股份的总体采购比例在 2010 年快速提升 (%) ...	15
图表 26: 华东地区纯金价格变化趋势图 (元/吨)	16
图表 27: 我国纯碱行业供需情况 (万吨)	17
图表 28: 纯碱行业下游消费结构	17
图表 29: 增发募投项目的情况	18
图表 30: 销售预测表	19
图表 31: 销售预测表	19
图表 32: 销售预测表	20

我们对金晶科技的投资逻辑

- 玻璃行业整体运营生态环境或正在发生悄悄的变化：虽然玻璃行业的产能控制与落后产能淘汰在过去总体执行情况不如水泥行业理想，但展望未来，尤其在十二五期间，落后产能淘汰速度有望加快（我们预计未来 3 年行业将淘汰玻璃行业绝大部分落后产能），而行业整合速度有望超出市场的预期，集中度有望得到快速提高，我们有理由期待，在整个十二五期间玻璃行业的总体生态环境有望较十一五期间发生质变。而从与水泥行业比较来看，玻璃行业投资逻辑中更加重视差异化和高端化（高端玻璃由于良好的性能和视觉效果，其领域不断拓展态势），以金晶科技和南玻为代表的公司坚持高端化、差异化战略，在十二五期间都面临较大发展机会！
- 就金晶科技本身而言，之前由于超白玻璃而被市场认识和深度挖掘，虽然 2010 年由于薄膜太阳能电池行业的发展滞后，公司在太阳能领域的超白销量并不大，但在高端建筑领域（高楼建设等等）和工业品领域的发展速度非常快，有望在未来与太阳能领域成为超白玻璃三大并驾齐驱的下游领域，使公司在超白玻璃领域的优势充分发挥！
- 另外一个亮点在于公司过去 1~2 年对普通玻璃生产线冷修技改后，生产线的定位更加高端，这是来自于公司生产经营层面的一个变化——其直接效果就是公司产品的盈利稳定性更强，盈利能力有所提高！

玻璃业务：坚持高端化，超白将继续发力

公司产能盘点

- 金晶科技产能盘点：合并 2100 万重量箱的玻璃产能，其中包括 720 万重量箱的超白、高档浮法（防紫外线玻璃）；参股 720 万重量箱的玻璃产能；考虑参股部分的玻璃产能，则玻璃业务的权益产能大约 2350 万重量箱左右；纯碱业务 2008 年 6 月 19 日点火投产，总共年产能 100 万吨；参股的中材金晶玻纤年产能 6 万吨。

图表1：金晶科技玻璃产能盘点表

	主体&规模	权益比例	总体产能 (万重箱)	权益产能 (万重箱)	使用燃料	重要备注
玻璃	本部—1×600t/d超白和高档	100%	360	360	以天然气为主	国内第一条超白线
	本部—1×600t/d防紫外线玻璃（高档）	100%	360	360		
	本部—1×525t/d优质	100%	330	330		09年7月4日冷修，9月27日成功点火
	本部—1×550t/d优质	100%	330	330		09年2月17日停产冷修，5月31日正式点火
	LOW-E镀膜等深加工	100%	200万平米	200万平米		2010年下半年收购
	滕州金晶—1×600t/d优质	90%	360	324	以天然气为主	
	滕州福民—1×600t/d优质	90%	360	324		
	参股产能—廊坊金彪公司—2×600t/d优质	45%	720	324		
	北京大兴2×600t/d	100%	720	720	天然气	2012年投产上下半年先后投产
	北京大兴LOW-E镀膜（离线）	100%	1000万平米	1000万平米		2012年投产
纯碱	海天生化纯碱项目	100%	100	100		
玻纤	中材金晶	49%	6	3		

来源：国金证券研究所，公开资料整理

调整后的生产线定位更高端：盈利能力将提升

- 经过 2009~2010 年的生产线冷修、改造、以及生产线市场定位更加明确，我们认为目前金晶科技玻璃生产线对应的市场稳定性更强，盈利能力也将得到提升。

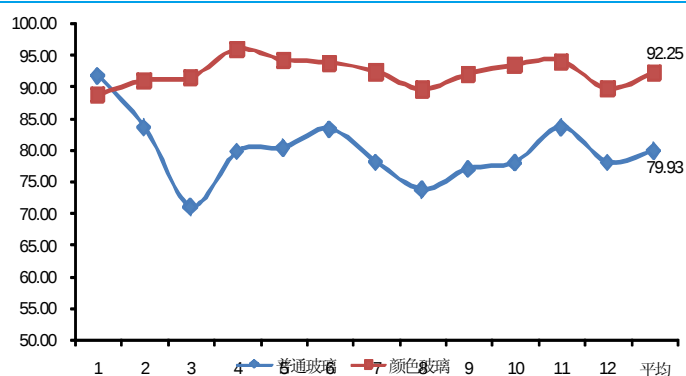
图表2：金晶科技各玻璃生产线的市场定位

生产线	产品功能定位
本部—1×600t/d超白和高档—五线	主要生产高端超白玻璃，过去会根据订单情况阶段性生产高档浮法，未来预计将满负荷生产超白。
本部—1×600t/d防紫外线玻璃（高档）—六线	主要生产汽车配套玻璃（主要是原装车）以及部分高端工业品领域玻璃，该线具备超白玻璃生产能力，预计未来将根据超白订单情况生产超白玻璃。
本部—1×525t/d优质—二线	主要生产颜色玻璃，以灰系列玻璃为主
本部—1×550t/d优质—一线	生产中档汽车配套玻璃，主要对应汽车维护市场
滕州金晶—1×600t/d优质	主要生产普通建筑玻璃
滕州福民—1×600t/d优质	主要生产颜色玻璃，以茶系列玻璃为主
参股产能—廊坊金彪公司—2×600t/d优质	普通建筑玻璃

来源：国金证券研究所，调研资料

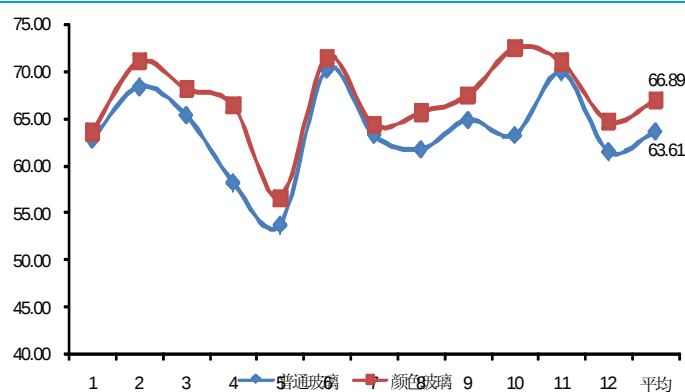
- 在上述生产线的功能定位中，最重要的变化在于公司在 2009~2010 年中将二线和滕州福民的生产线定位于颜色玻璃，通过我们对玻璃行业内颜色玻璃的研究，我们发现颜色玻璃的盈利能力稳定性高于普通白玻（国内主要颜色玻璃厂家包括秦皇岛耀华、威海蓝星、洛玻等），而根据我们对公司使用的燃料（天然气有助于稳定玻璃的质量）、制镜级率（制镜级处于玻璃质量层级的最高级）的了解，我们认为公司的颜色玻璃质量处于业内高端水平。

图表3：行业内某企业的普通玻璃和颜色玻璃价格对比（单位：元/重量箱）



来源：国金证券研究所，行业数据

图表4：行业内某企业的普通玻璃和颜色玻璃成本对比（单位：元/重量箱）

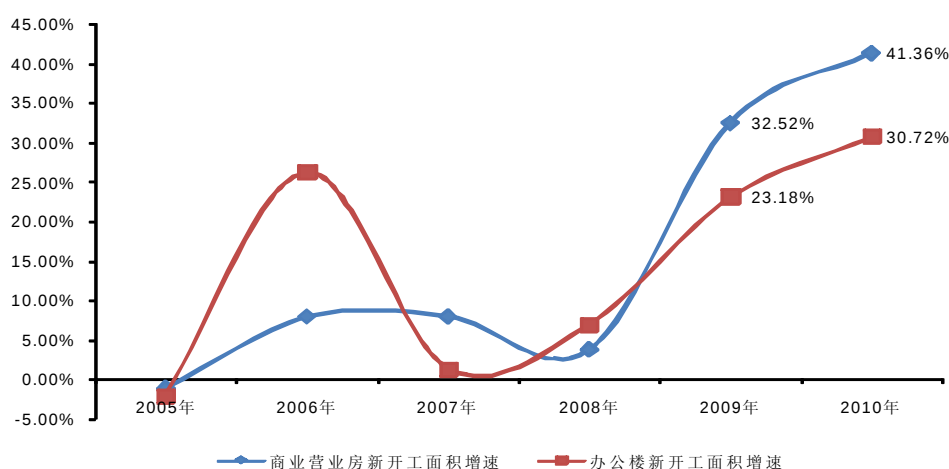


2011 年玻璃行业供需并不悲观

- 房价调控背景下的保障房建设值得期待，而商业地产和办公楼的开发也不悲观：玻璃行业大约 65% 的需求来自于房地产行业，因此房地产投资的数据将直接左右玻璃行业总体需求形势，与我们研究水泥需求的逻辑一样，我们比较看好保障房建设的新开工量，而且目前来看办公楼、商业地产的新开工还将呈现增长态势，房地产领域的总体需求不会快速下降！

- **滞后效应导致 2011 年上半年的玻璃需求尚可：**2010 年 16.4 亿平方米的新开工面积和 40.7% 的同比增速，按照新开工到玻璃需求 3~6 个月的滞后期，我们认为 2011 年上半年的需求尚可。
- **保障房建设有望带来后续持续的需求看点：**虽然市场还对保障房建设的可行性充满质疑，但我们认为在目前房地产调控和重视民生工程建设的背景下，保障房建设超预期是大概率事件。
- 另外，在住宅商品房新开工面积增速下降预期比较一致的情况下，商品房构成中的办公楼和商业营业房的新开工面积和销售面积向上趋势还很明显，这些高楼（幕墙和内饰部分）的玻璃使用比例将大于普通住宅（普通住宅的玻璃使用一般是门窗，比例大约相当于建筑面积的 1/5，而办公楼等高楼外墙大部分都是玻璃幕墙），是玻璃需求的重要组成部分。

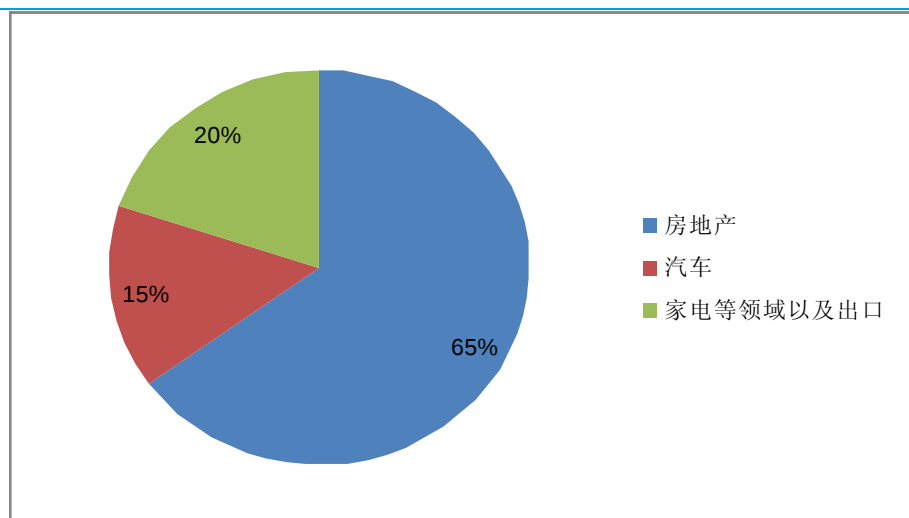
图表5：商业营业房和办公楼新开工近年呈持续上升趋势



来源：国金证券研究所，中经网

- 对于玻璃在汽车和出口领域的需求，我们认为也会呈现稳定走好的态势，尤其目前时点美国经济复苏的确定性在不断走强，玻璃出口的总体环境较以前有所改善，而值得强调的是高端玻璃在家电等领域的应用比例较以前有所提高。

图表6：玻璃下游需求结构



来源：国金证券研究所，调研数据

- 综合来看，我们认为玻璃需求保持稳定增长的趋势不会发生改变，未来玻璃需求将保持约 9% 的增速水平，其中保障房建设有望成为玻璃需求超预期增长的重要因素。
- 为了量化 2011 年玻璃需求的变化趋势，我们分别针对房地产、汽车进行敏感性分析，假设二者在悲观、中性、乐观三种预期下 2011 年保持 5%、10%、15% 增长速度，且其他玻璃需求保持不变，测得未来玻璃总需求的增速约为 9%。

图表7：2011 年玻璃需求量的敏感性分析

2011年玻璃需求 (亿重箱)		房地产需求		
		乐观15%	中性10%	悲观5%
汽车需求	乐观15%	7.3	7.1	6.9
	中性10%	7.3	7.0	6.8
	悲观5%	7.2	7.0	6.7

来源：国金证券研究所

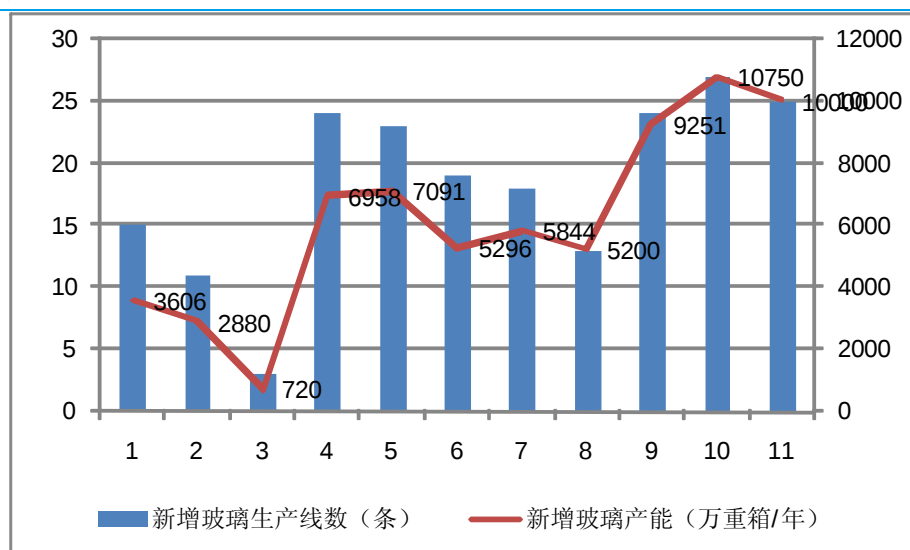
图表8：2011 年玻璃需求量增速的敏感性分析

2011年玻璃需求 增速		房地产需求		
		乐观15%	中性10%	悲观5%
汽车需求	乐观15%	13.8%	10.3%	6.8%
	中性10%	12.7%	9.2%	5.7%
	悲观5%	11.6%	8.1%	4.6%

供给面：行业运营的生态环境或将发生积极的变化

- 新增产能较快一直是玻璃投资逻辑中的软肋，即使被国家列为严控产能行业，但执行得不如水泥好，我们认为 2011 年的产能增速可能还有 13% 左右的增长。

图表9：历史上玻璃产能增长情况统计

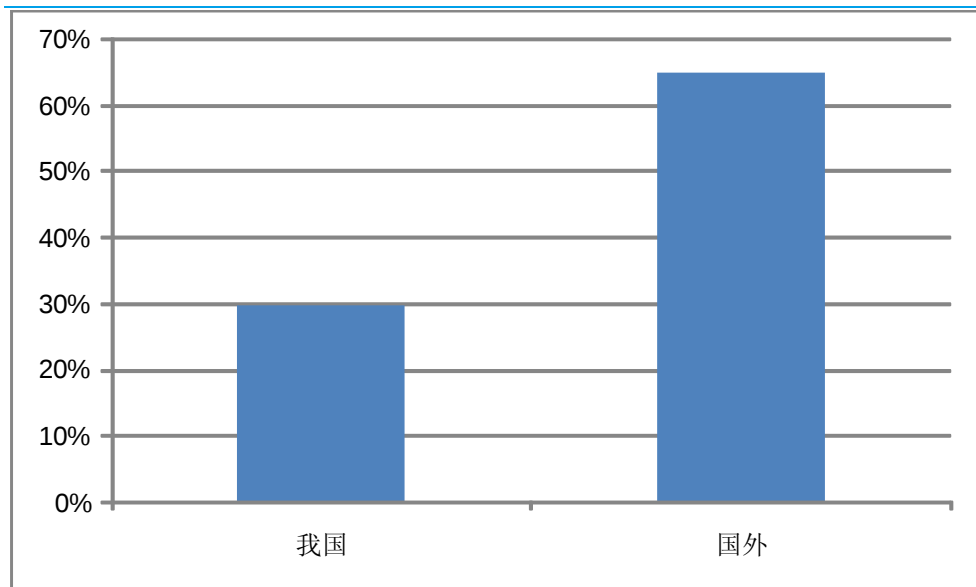


来源：中国玻璃信息网、国金证券研究所

- 玻璃行业的落后产能淘汰将在 2011 年加速，目前行业的落后产能大约 7000 万重量箱左右，如果未来三年全部淘汰完的话，则每年淘汰对供给面减量的影响幅度大约在 4%，我们期待十二五期间将从严颁布和执行玻璃行业落后产能淘汰政策。

- **玻璃行业的并购重组速度将在未来加快：**过去多年来平板玻璃价格的大幅波动除了供求关系失衡的因素外，市场集中度不高，小企业充斥其中，恶性竞争时现等因素也成为制约行业健康发展的重要原因。
- 考虑到国家兼并重组、淘汰落后产能等政策的贯彻执行，我们认为未来玻璃行业的集中度有望获得明显提升，进而使行业盈利大幅波动的风险明显降低。
 - 一方面，与国外玻璃行业巨头的对比看，2009 年我国前 5 位大的玻璃集团总产能仅占全国的 30%左右，而国际上前 4 位跨国玻璃集团就拥有全世界（不包括中国）65%以上的产能，未来企业兼并重组的空间还很大，我们预计未来 3~5 年国内的集中度可能达到 70%以上。

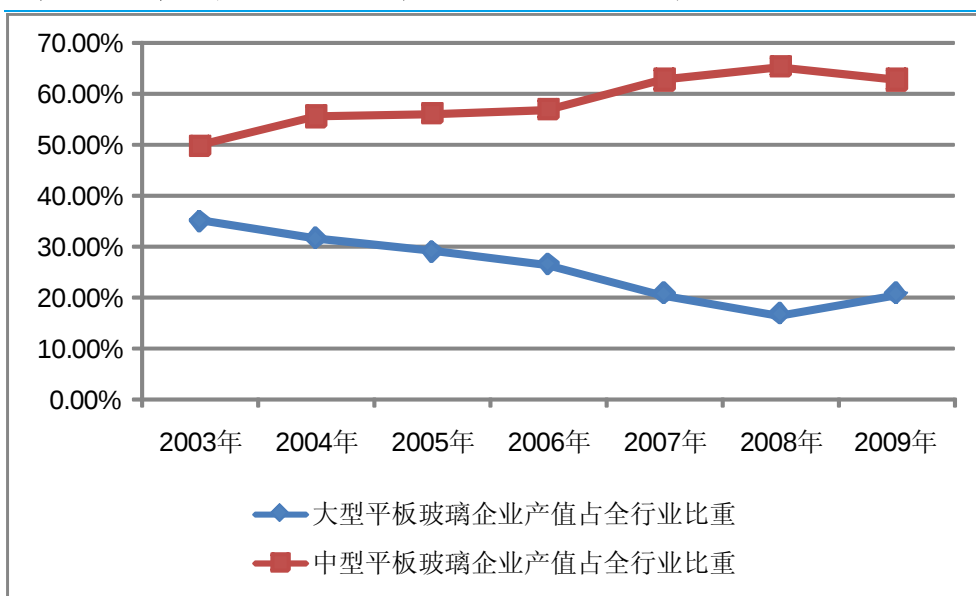
图表10：我国大企业行业集中度明显落后于国际水平



来源：国金证券研究所

- 另一方面，近几年来我国平板玻璃行业中中型规模企业占比不断提升，这也为未来大企业兼并重组提供了充足的选择空间。

图表11：大中型平板玻璃企业总产值占行业比重变化情况



来源：统计局、国金证券研究所

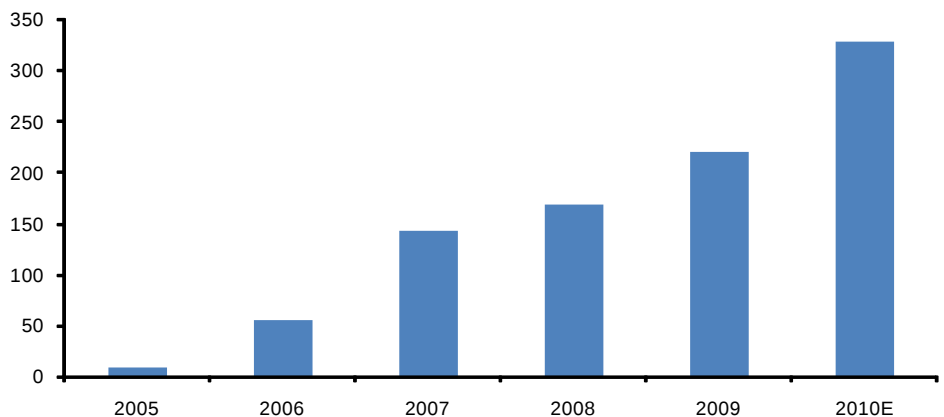
- 未来在国家加大兼并重组力度、大企业运作区域整合的大背景下，平板玻璃行业集中度有望得到快速提升，这也是我们对未来平波玻璃行业景气不悲观的原因之一。

超白玻璃仍将在未来发力

公司超白玻璃是公司投资逻辑中最重要一级，快速发展已经在逐渐验证

- 超白玻璃由于具备含铁率低、透光率高、视觉效果好、安全性能好（即自爆率低的特点尤其被大家重视），属于玻璃中的高端品种，而且该类产品具备一定的技术门槛，主要技术掌握在 PPG、圣戈班、皮尔金顿、金晶科技、南玻等公司手中，而国内又以金晶较早切入市场，目前在品牌影响力、技术指标等方面处于领先者地位。
- 公司 2005 年下线第一片超白玻璃，经过多年的市场拓展，我们预计其超白玻璃销量已经由 2005 年开始的 10 万重量箱左右，产销量已经在 2010 年突破了 300 万重量箱，快速增长的逻辑已经在得到验证。

图表12：公司超白玻璃的产销趋势（万重量箱）

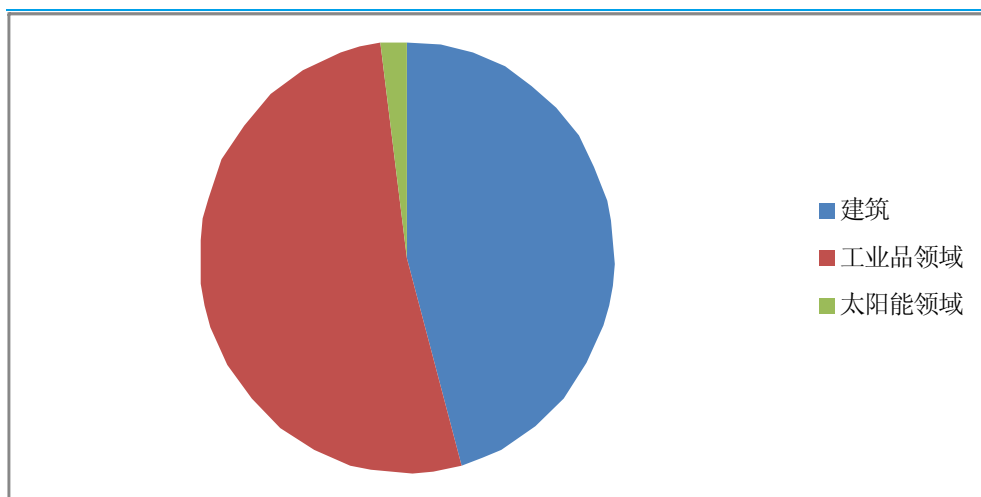


来源：国金证券研究所

超白玻璃的下游需求仍将非常旺盛，应用领域不断拓宽

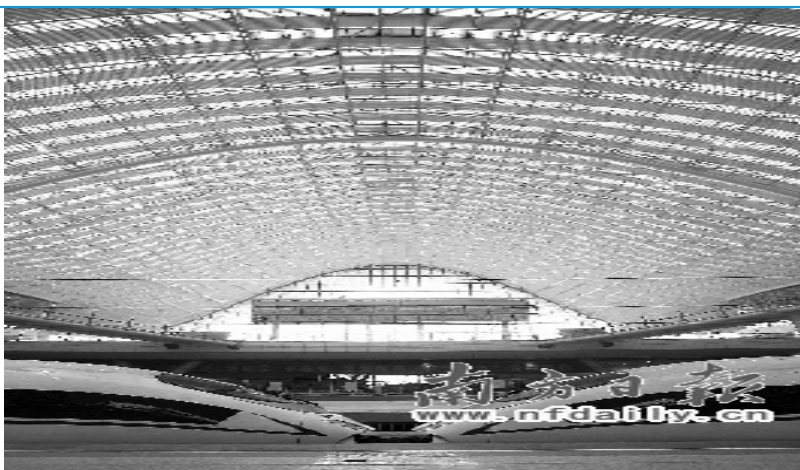
- 超白玻璃作为一种高端的新型玻璃材料，随着市场对该产品的认知程度进一步加深，其应用领域是不断拓宽。目前来看主要下游领域分为三块，主要包括建筑领域、工业品领域、太阳能领域，尤其在建筑领域，未来中国的高楼建设、高铁车站建设（比如武汉站、北京南站、成都东站等都采用超白玻璃作为高铁车站的使用玻璃）将明显加快，可能是超白玻璃在建筑玻璃领域的重要增量。

图表13：国内超白玻璃目前的下游需求结构



来源：国金证券研究所

图表14：武广高铁武汉站使用超白玻璃

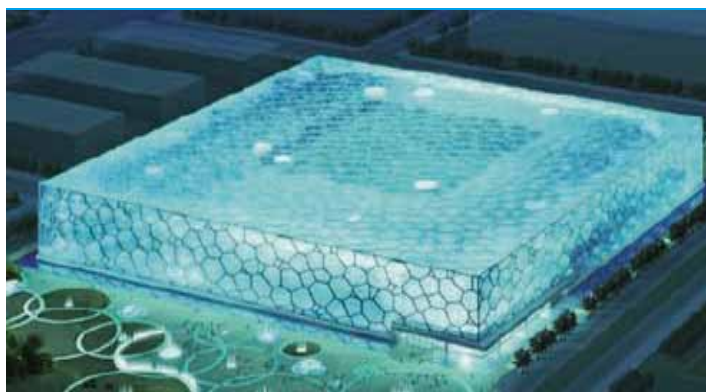


来源：国金证券研究所

高档建筑市场的领先者

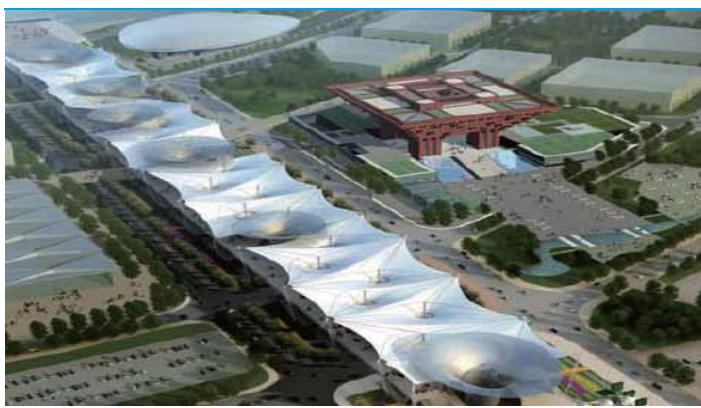
- 得益于金晶较早进入超白建筑领域形成的品牌影响力，以及公司较为成熟稳定的超白技术（除了正常良好的视觉效果之外，公司产品的安全性能已经得到市场充分的认可，从 2006 年进入高端建筑领域，从未发生过自爆事故），在国家级建筑领域的地位非常突出，目前用超白玻璃的高楼建筑绝大部分都采用金晶的产品。

图表15：公司超白的建筑应用：水立方



来源：国金证券研究所

图表16：公司超白的建筑应用：上海世博会阳光谷、中国馆



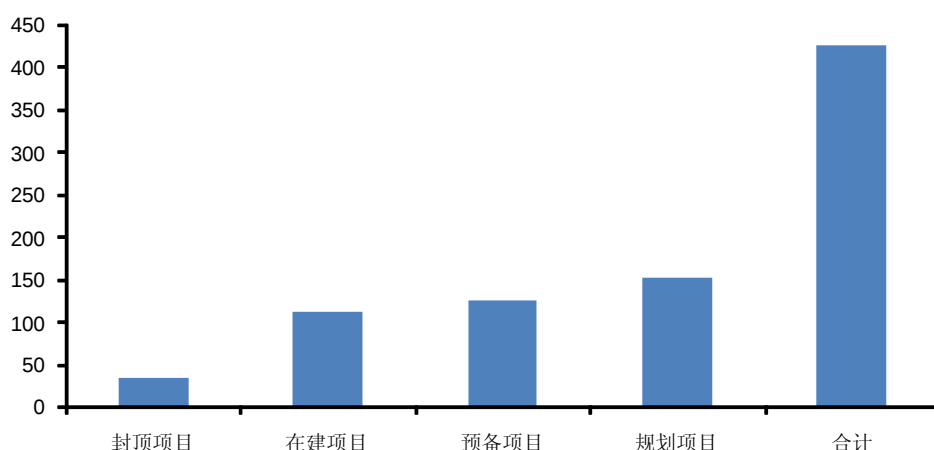
图表17：公司超白的建筑应用：济南济源大厦



来源：国金证券研究所

- 高楼建设随着全国各城市超高层迅速发展，楼层的高度也不断发生变化，预计截止 2010 年底，全国在建、规划的 200 米以上的高楼总计超过 400 座，涉及资金达万亿，将大量带动玻璃幕墙的需求，从而拉动超白玻璃的需求量。

图表18: 全国在建及规划的超过200米的高楼未来几年将超过400座



来源: 国金证券研究所

图表19: 上海中心将成为中国超高层建设的代表



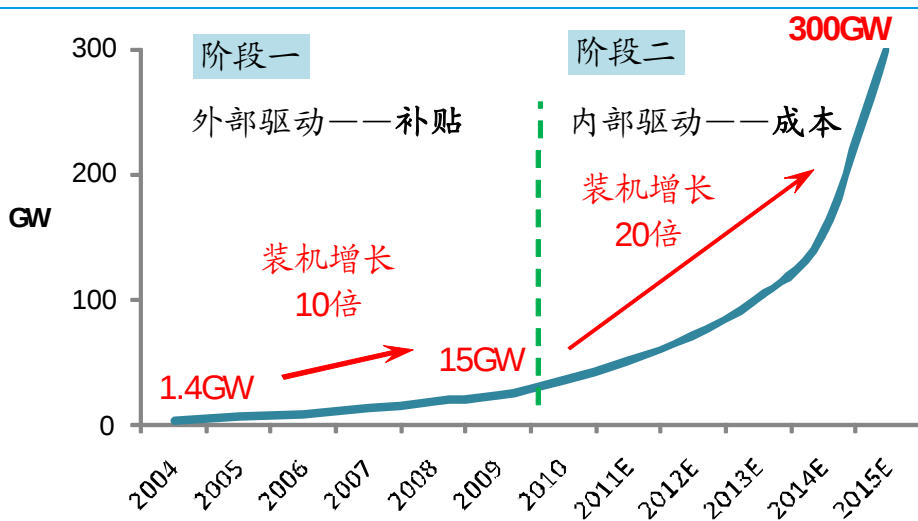
来源: 国金证券研究所

太阳能领域: 太阳能行业即将迎来爆发式增长, 引爆光伏玻璃需求

成本下降推动太阳能行业未来五年内爆发式增长

- 从2004年到2015年的十余年间, 太阳能将经历两轮爆发式增长, 两个阶段的推动力分别是补贴政策的实施和发电成本的下降。
 - 第一波高速增长发生在2004年至今, 标志是以德国为代表的欧洲各国光伏上网电价补贴政策的不断落实, 全球年新增光伏发电装机容量从2005年的1.4GW增长到2010年的15GW, 五年间增长了十倍多;
 - 与补贴落实推动了过去五年的光伏高速发展相对应的, 我们认为太阳能发电成本的进一步下降并最终低于火电成本将是未来五年行业第二波高速成长的推动因素, 触发点将是实现光伏上网平价。

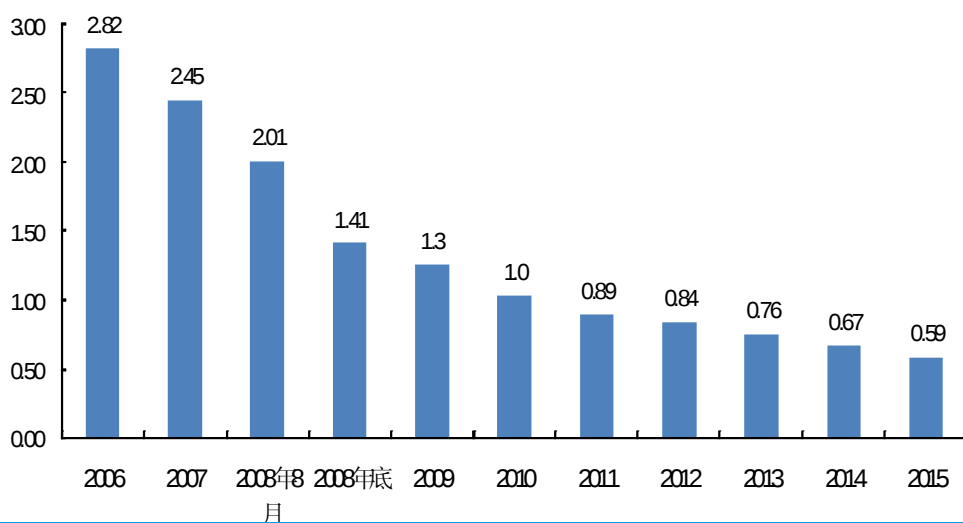
图表20: 太阳能行业的两阶段高速增长



来源: 国金证券研究所

- 2010年, 在一些光照条件较好的地区, 光伏发电的成本已降至 1 元/kWh 以下, 未来随着光伏组件效率的进一步提高、原材料价格的下降、以及生产工艺的进步, 在 3~5 年内, 度电成本继续下降 40%是可以预见的, 届时在全球很多地区, 光伏发电成本将低于火电, 从而实现“平价上网”。

图表21: 未来五年光伏发电装机增长的推动力将主要来自成本的下降 (元/度)



来源: 国金证券研究所

太阳能发电装机量的爆发增长, 将带来巨大的光伏玻璃需求

- 我们以相对保守的态度预测 2015 年全球光伏新增装机量达到 150GW (即 5 年内增长十倍), 届时, 光伏组件用超白玻璃的需求将达到 8.4 亿平方米, 对应 378 亿元的市场容量。
- 虽然光伏组件转化效率的提升会降低单位装机容量的组件面积, 从而减少对光伏玻璃的需求, 产品单价也有较大可能呈现逐渐下降的趋势, 但这些不利因素与新增装机量的快速增长相比, 可谓微不足道。

图表22：光伏超白玻璃需求与市场容量测算

	2009	2010E	2011E	2012E	...	2015E
全球光伏新增装机量 (GW)	7.2	15.0	22.0	35.0		150.0
晶体硅组件						
装机占比	80%	85%	84%	83%		80%
装机量 (GW)	5.8	12.8	18.5	29.1		120.0
组件平均转化率	14%	15%	16%	17%		20%
组件平均面积 (平方米/KW)	7.5	7.0	6.6	6.2		5.3
薄膜组件						
装机占比	20%	15%	16%	17%		20%
装机量 (GW)	1.4	2.3	3.5	6.0		30.0
组件平均转化率	8%	9%	10%	11%		15%
组件平均面积 (平方米/KW)	12.9	11.5	10.4	9.4		7.0
光伏玻璃需求量 (亿平方米)	0.8	1.4	1.9	2.9		10.5
光伏玻璃价格 (元/平方米)	65.0	60.0	55.0	52.0		45.0
光伏玻璃市场容量 (亿元)	52.3	84.6	106.8	151.5	...	472.5

注：玻璃需求量按晶体硅组件使用一层，薄膜组件使用两层计算

来源：国金证券研究所

快速发展的工业品领域

- 公司在工业品领域的增长与建筑领域用玻璃呈现并驾齐驱的态势，工业品领域主要包括家电、电子面板、办公用品等诸多方面，其中又以家电为主，包括三星、LG、飞利浦、海信等重要家电厂商都是其重要客户。

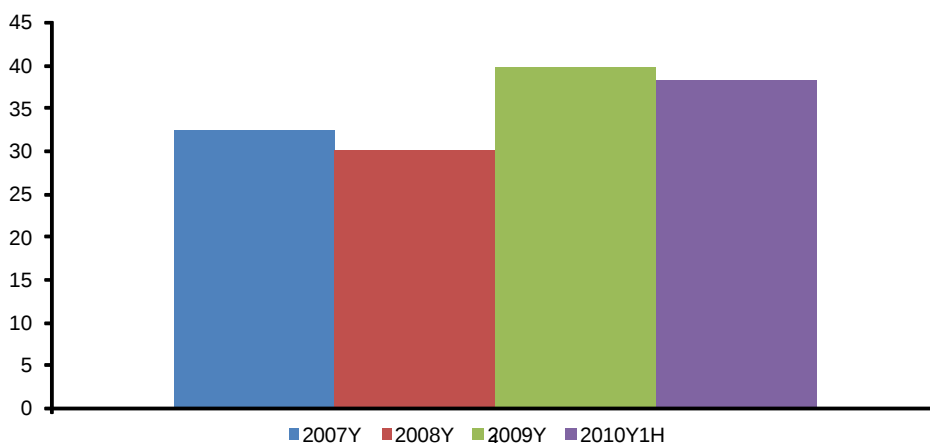
图表23：家电用玻璃实例



来源：国金证券研究所

- 从家电深加工玻璃龙头企业秀强股份的公开资料显示：秀强 2009 年层架/盖板玻璃的市场占有率为 31.7%，彩晶玻璃为 38.33%，排名第一。而从过去几年的情况来看，金晶科技是秀强股份的第一大玻璃供应商。

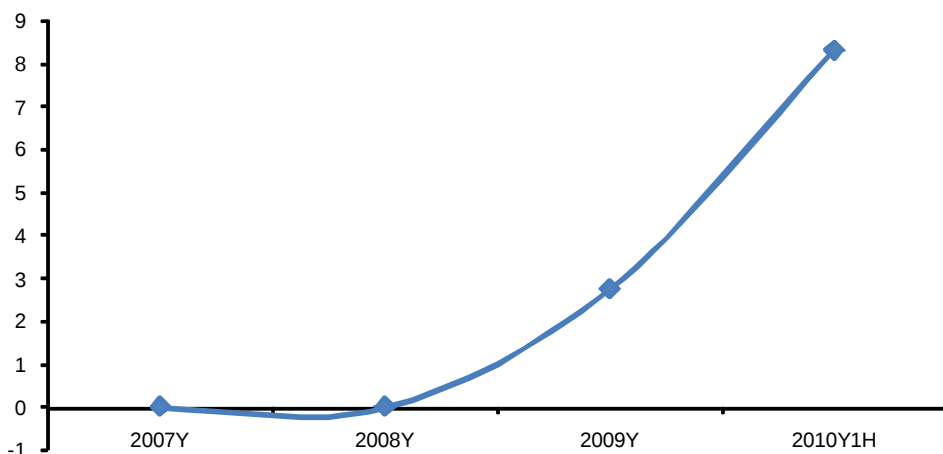
图表24：金晶科技（含控股公司）常年是秀强股份的第一大玻璃供应商（从金晶科技采购的金额/秀强股份的所有采购金额）（%）



来源：国金证券研究所，秀强股份招股书

- 随着社会高端家电的消费比例不断提高，家电行业的超白玻璃用量已经呈现明显的加速态势，从秀强股份的超白玻璃采购量来看，到 2010 年已经呈现飞跃式发展。

图表25：超白玻璃在秀强股份的总采购比例在 2010 年快速提升 (%)



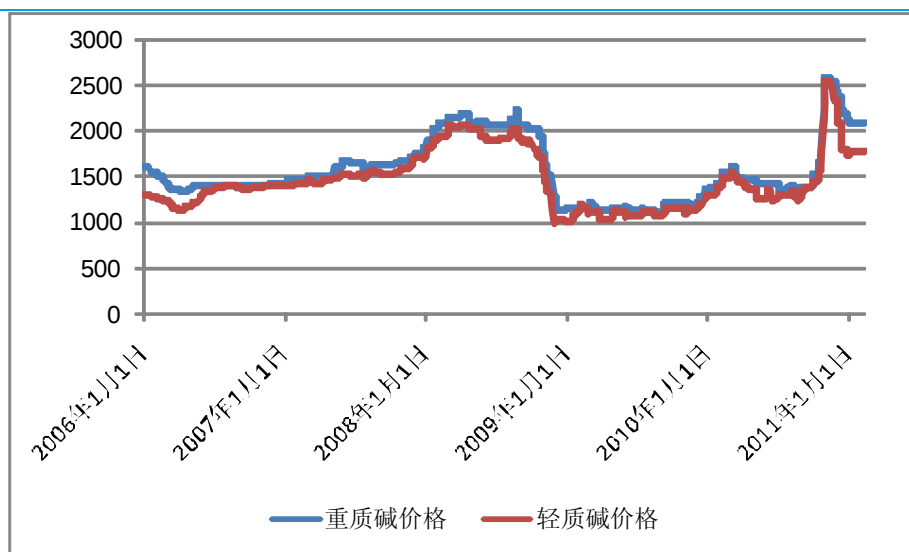
来源：国金证券研究所，秀强股份招股书

纯碱业务：2011 年纯碱价格将回归至合理水平，但同比有增长

2010 年四季度受节能减排影响，价格先扬后抑

- 2010 年前三季度，纯碱市场整体平淡，价格在 1300-1500 元之间。尽管一季度出现回暖迹象，但是受到产能过剩等影响，二三季度纯碱价格再次走跌。

图表26：华东地区纯碱价格变化趋势图（元/吨）



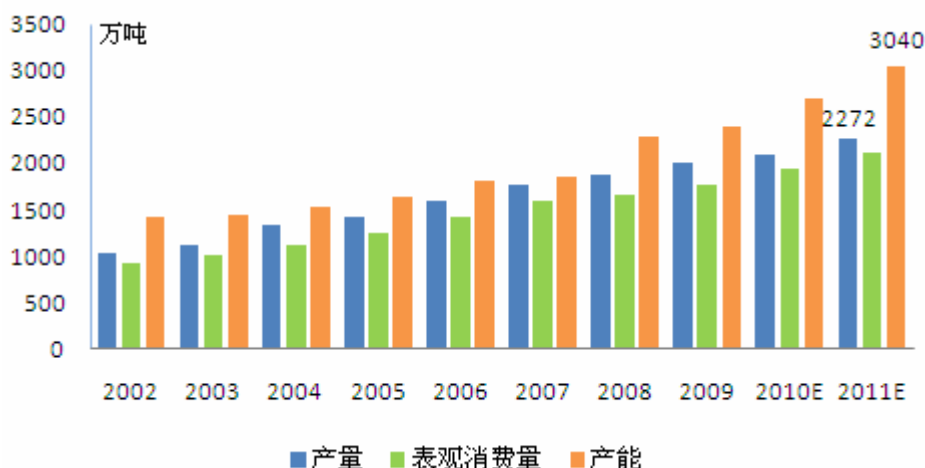
来源：国金证券研究所，化工网

- 四季度是纯碱行业近年波动最大的时期。由于执行节能减排政策，再加上西南等地天然气供应紧张，纯碱产量大幅下降，供应出现缺口，价格急速攀升至历史新高，一度涨至轻质碱 2500 元/吨，重质碱 2700 元/吨。进入 12 月份，随着节能减排任务提前完成，纯碱生产企业的开工率普遍提高，供应量明显增加，在下游需求没有明显变化的情况下，纯碱的价格有所回落。

2011 年纯碱价格将回归合理水平，但由于去年上半年基数低，同比将有增长

- 从行业的供需形势来看，我们不对纯碱价格持续走高寄予很高预期，但由于 2010 年前三季度纯碱价格一直在成本线附近徘徊（1300~1500 元/吨），处于较低的位置，因此，从目前接近 2000 元/吨的价格来看，我们认为 2011 年纯碱价格同比出现增长的确定性比较强，同比价格的上涨将对金晶科技纯碱业务提供业绩增量。

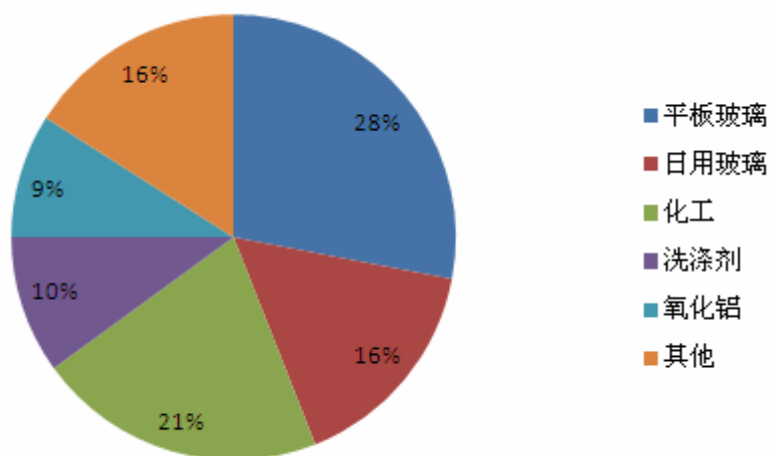
图表 27：我国纯碱行业供需情况（万吨）



来源：wind、百川资讯、国金证券研究所

- 我国纯碱行业的下游需求以玻璃为主，占总需求的 44%。我们预计 2011 年玻璃行业产销量增速 9%左右，详细的玻璃供需形势请参照前面玻璃部分的分析。

图表 28：纯碱行业下游消费结构



来源：国金证券研究所

增发项目：LOWE 玻璃和太阳能玻璃贡献 2013 年以后的增长

- 公司的增发事宜已经于 2011 年 2 月 12 日获得证监会的批文，虽然根据项目进度，该等项目不会对 2012 年前利润贡献较多，但这两个项目的实施，非常符合公司战略定位：定位于节能型、新能源领域的高端玻璃公司。

图表29：增发募投项目的情况

项目	投产进度	备注
2*600D/T太阳能基板电池生产线	2012年上半年分别投产	该类项目定位非常高端, 尤其LOWE玻璃生产线（无论从技术、设备还是从原片使用）。
1000万平米的LOWE玻璃生产线	2012年下半年	

来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们按业务分类的假设如下：

图表30: 销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
超白玻璃						
平均售价 (元/重量箱)				126.00	135.00	135.00
增长率 (YOY)				N/A	7.14%	0.00%
销售数量 (千重量箱)				3,300.00	5,200.00	7,000.00
增长率 (YOY)				N/A	57.58%	34.62%
销售收入 (百万元)	286.47	313.81	279.28	415.80	460.00	600.00
增长率 (YOY)	N/A	9.54%	-11.00%	48.88%	10.63%	30.43%
毛利率	50.13%	41.73%	39.52%	40.00%	42.00%	42.00%
销售成本 (百万元)	142.86	182.86	168.91	249.48	266.80	348.00
增长率 (YOY)	N/A	28.00%	-7.63%	47.70%	6.94%	30.43%
毛利 (百万元)	143.61	130.95	110.37	166.32	193.20	252.00
增长率 (YOY)	N/A	-8.81%	-15.72%	50.69%	16.16%	30.43%
占总销售额比重	20.23%	19.26%	12.07%	12.89%	12.01%	13.29%
占主营业务利润比重	35.97%	37.87%	24.42%	22.47%	20.51%	21.92%

来源: 国金证券研究所

图表31: 销售预测表

高档浮法玻璃						
平均售价 (元/重量箱)				93.00	96.00	96.00
增长率 (YOY)				N/A	3.23%	0.00%
销售数量 (千重量箱)				8,400.00	9,200.00	7,400.00
增长率 (YOY)				N/A	9.52%	-19.57%
销售收入 (百万元)	158.06	311.64	385.58	781.20	800.00	1,100.00
增长率 (YOY)	N/A	97.17%	23.73%	102.60%	2.41%	37.50%
毛利率	23.10%	19.01%	12.72%	23.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	121.55	252.40	336.53	601.52	592.00	814.00
增长率 (YOY)	N/A	107.65%	33.34%	78.74%	-1.58%	37.50%
毛利 (百万元)	36.51	59.24	49.05	179.68	208.00	286.00
增长率 (YOY)	N/A	62.26%	-17.21%	266.34%	15.76%	37.50%
占总销售额比重	11.16%	19.13%	16.67%	24.22%	20.89%	24.36%
占主营业务利润比重	9.14%	17.13%	10.85%	24.27%	22.08%	24.88%

优质浮法玻璃						
平均售价 (元/重量箱)				79.00	82.00	82.00
增长率 (YOY)				N/A	3.80%	0.00%
销售数量 (千重量箱)				11,000.00	7,500.00	7,500.00
增长率 (YOY)				N/A	-31.82%	0.00%
销售收入 (百万元)	938.06	954.90	830.32	869.00	950.00	1,000.00
增长率 (YOY)	N/A	1.80%	-13.05%	4.66%	9.32%	5.26%
毛利率	21.77%	15.01%	28.12%	22.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	733.84	811.57	596.83	677.82	731.50	770.00
增长率 (YOY)	N/A	10.59%	-26.46%	13.57%	7.92%	5.26%
毛利 (百万元)	204.22	143.33	233.49	191.18	218.50	230.00
增长率 (YOY)	N/A	-29.81%	62.90%	-18.12%	14.29%	5.26%
占总销售额比重	66.25%	58.62%	35.89%	26.94%	24.80%	22.15%
占主营业务利润比重	51.15%	41.45%	51.66%	25.83%	23.20%	20.01%

来源: 国金证券研究所

图表32：销售预测表

深加工玻璃						
销售收入（百万元）	0.00	19.38	83.29	90.00	150.00	300.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	329.77%	8.06%	66.67%	100.00%
毛利率	0.00%	17.49%	32.58%	25.00%	26.00%	25.00%
销售成本（百万元）	0.00	15.99	56.15	67.50	111.00	225.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	251.17%	20.20%	64.44%	102.70%
毛利（百万元）	0.00	3.39	27.14	22.50	39.00	75.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	700.57%	-17.08%	73.33%	92.31%
占总销售额比重	0.00%	1.19%	3.60%	2.79%	3.92%	6.64%
占主营业务利润比重	0.00%	0.98%	6.00%	3.04%	4.14%	6.52%
纯碱						
平均售价（元/吨）				1,300.00	1,600.00	1,650.00
增长率（YOY）				N/A	23.08%	3.13%
销售数量（万吨）				80.00	90.00	90.00
增长率（YOY）			N/A	N/A	12.50%	0.00%
销售收入（百万元）			711.48	1,040.00	1,440.00	1,485.00
增长率（YOY）			N/A	46.17%	38.46%	3.13%
毛利率			3.52%	16.50%	19.00%	20.00%
销售成本（百万元）			686.44	868.40	1,166.40	1,188.00
增长率（YOY）			N/A	26.51%	34.32%	1.85%
毛利（百万元）			25.04	171.60	273.60	297.00
增长率（YOY）			N/A	585.19%	59.44%	8.55%
占总销售额比重			30.75%	32.24%	37.60%	32.89%
占主营业务利润比重			5.54%	23.18%	29.04%	25.83%
其他						
销售收入（百万元）	33.41	29.27	23.69	30.00	30.00	30.00
增长率（YOY）	N/A	-12.40%	-19.05%	26.63%	0.00%	0.00%
毛利率	44.75%	30.44%	29.19%	30.00%	32.35%	32.35%
销售成本（百万元）	18.46	20.36	16.78	21.00	20.30	20.30
增长率（YOY）	N/A	10.28%	-17.59%	25.18%	-3.36%	0.00%
毛利（百万元）	14.95	8.91	6.92	9.00	9.71	9.71
增长率（YOY）	N/A	-40.41%	-22.37%	30.14%	7.83%	0.00%
占总销售额比重	2.36%	1.80%	1.02%	0.93%	0.78%	0.66%
占主营业务利润比重	3.74%	2.58%	1.53%	1.22%	1.03%	0.84%
销售总收入（百万元）	1416.00	1629.00	2313.64	3226.00	3830.00	4515.00
销售总成本（百万元）	1016.71	1283.17	1861.64	2485.72	2888.00	3365.30
毛利（百万元）	399.28	345.82	452.00	740.28	942.01	1149.71
平均毛利率	28.20%	21.23%	19.54%	22.95%	24.60%	25.46%

来源：国金证券研究所

- 我们对公司的盈利预测如下：2010~2012 年营业收入分别为 3226、3830、4515 百万元，同比增长 39.4%、18.7%、17.9%，归属母公司净利润分别为 377、571、727 百万元，同比增长 221.56%、51.43%、

27.26%，摊薄前 EPS 分别为 0.639、0.968、1.232 元（假定最终发行 1.2 亿股计算，则 2011~2012 年的摊薄后 EPS 分别为 0.80、1.02 元）

- 参照公司的业务特点及同行业的估值水平，我们给予公司未来 12 月的目标价格为 20 元，给予买入投资评级，同时建议投资者参与公司本次增发。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,416	1,629	2,314	3,226	3,830	4,515
增长率		15.0%	42.0%	39.4%	18.7%	17.9%
主营业务成本	-1,017	-1,283	-1,862	-2,486	-2,888	-3,365
% 销售收入	71.8%	78.8%	80.5%	77.1%	75.4%	74.5%
毛利	399	346	452	740	942	1,150
% 销售收入	28.2%	21.2%	19.5%	22.9%	24.6%	25.5%
营业税金及附加	-11	-8	-12	-16	-19	-23
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-44	-52	-66	-84	-100	-117
% 销售收入	3.1%	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-58	-65	-76	-106	-126	-149
% 销售收入	4.1%	4.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	287	220	299	534	697	861
% 销售收入	20.2%	13.5%	12.9%	16.5%	18.2%	19.1%
财务费用	-59	-76	-125	-121	-53	-32
% 销售收入	4.2%	4.7%	5.4%	3.8%	1.4%	0.7%
资产减值损失	-4	-10	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	16	6	30	30	30
% 税前利润	10.8%	10.0%	3.4%	6.6%	4.4%	3.5%
营业利润	254	150	178	443	674	859
营业利润率	17.9%	9.2%	7.7%	13.7%	17.6%	19.0%
营业外收支	26	9	9	10	10	10
税前利润	280	159	187	453	684	869
利润率	19.8%	9.8%	8.1%	14.0%	17.9%	19.2%
所得税	-50	-34	-50	-72	-109	-139
所得税率	17.9%	21.4%	27.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	230	125	136	380	574	730
少数股东损益	23	11	19	3	3	3
归属于母公司的净利润	207	114	117	377	571	727
净利率	14.6%	7.0%	5.1%	11.7%	14.9%	16.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	230	125	136	380	574	730
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	119	142	249	196	193	210
非经营收益	31	67	123	107	56	52
营运资金变动	-108	-99	-261	228	67	85
经营活动现金净流	271	235	247	911	890	1,076
资本开支	-589	-846	-425	161	-549	-1,000
投资	-83	-32	-30	-1	0	0
其他	2	0	0	30	30	30
投资活动现金净流	-670	-878	-455	190	-519	-970
股权募资	1,289	0	0	0	1,531	0
债权募资	157	169	859	-752	-306	186
其他	-356	-152	-129	-146	-96	-92
筹资活动现金净流	1,090	18	730	-898	1,129	94
现金净流量	692	-625	522	203	1,500	200

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	909	560	1,097	1,300	2,800	3,000
应收款项	133	154	470	833	988	1,165
存货	203	408	428	545	633	738
其他流动资产	99	133	111	176	204	238
流动资产	1,345	1,255	2,106	2,853	4,626	5,140
% 总资产	33.4%	24.8%	34.9%	44.4%	54.0%	52.0%
长期投资	175	243	279	280	279	279
固定资产	2,266	3,253	3,349	3,057	3,419	4,214
% 总资产	56.2%	64.4%	55.5%	47.6%	39.9%	42.6%
无形资产	182	208	199	236	242	247
非流动资产	2,685	3,798	3,924	3,575	3,941	4,742
% 总资产	66.6%	75.2%	65.1%	55.6%	46.0%	48.0%
资产总计	4,030	5,053	6,030	6,429	8,567	9,882
短期借款	938	989	1,501	758	452	636
应付款项	492	1,250	1,232	1,961	2,284	2,665
其他流动负债	43	19	48	90	106	125
流动负债	1,473	2,258	2,782	2,809	2,842	3,426
长期贷款	342	460	807	807	807	808
其他长期负债	0	9	9	0	0	0
负债	1,815	2,727	3,597	3,616	3,649	4,234
普通股股东权益	2,154	2,254	2,371	2,748	4,851	5,578
少数股东权益	61	71	62	65	68	71
负债股东权益合计	4,030	5,053	6,030	6,429	8,567	9,882

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.700	0.193	0.199	0.639	0.968	1.232
每股净资产	7.302	3.819	4.018	4.658	6.831	7.855
每股经营现金净流	0.920	0.398	0.419	1.543	1.253	1.516
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.59%	5.06%	4.95%	13.73%	11.78%	13.03%
总资产收益率	5.13%	2.26%	1.95%	5.87%	6.67%	7.36%
投入资本收益率	6.74%	4.59%	4.60%	10.24%	9.48%	10.19%
增长率						
主营业务收入增长率	86.01%	15.04%	42.03%	39.43%	18.72%	17.89%
EBIT 增长率	149.50%	-23.16%	35.53%	78.80%	30.55%	23.51%
净利润增长率	242.51%	-44.76%	2.79%	221.56%	51.43%	27.26%
总资产增长率	52.71%	25.38%	19.34%	6.61%	33.26%	15.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	13.8	13.2	13.5	13.5	13.5
存货周转天数	67.4	86.9	82.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	66.5	107.5	103.4	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	258.0	719.5	514.6	330.5	265.2	248.8
偿债能力						
净负债/股东权益	16.73%	38.23%	49.77%	9.42%	-31.34%	-27.55%
EBIT 利息保障倍数	4.9	2.9	2.4	4.4	13.1	27.2
资产负债率	45.04%	53.98%	59.66%	56.25%	42.59%	42.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	2	5
买入	0	0	1	1	5
持有	0	0	2	2	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.07

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-26	买入	15.21	N/A

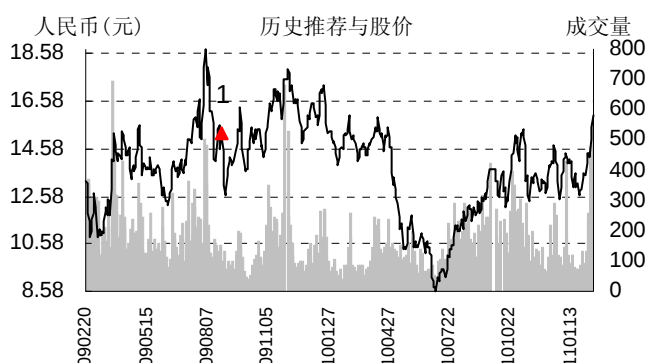
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室