

建材行业

报告原因：公司调研

2011 年 2 月 24 日

基础数据：2010 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	4.29
资产负债率%	28.17
总股本/流通 A 股（百万）	590/362
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

《金晶科技（600586）业绩预告点评：纯碱价格提升和超白玻璃销量增加推动业绩高速增长》；

《金晶科技（600586）三季报点评：玻纤项目亏损拖累公司业绩》；

《金晶科技（600586）定向增发点评：进军太阳能玻璃项目 投产后收益增厚明显》；

《金晶科技（600586）调研简报：超白玻璃销售超预期 上调盈利预测》

分析师

赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

Http://www.i618.com.cn

金晶科技 (600586)

超白和 LOW-E 定位高端，将迈入转型期和成长期

买入

维持评级

公司研究/点评报告

投资要点：

- **提高玻璃深加工比例符合未来行业规划。**根据玻璃行业“十二五”规划草案，提高深加工比例是未来的玻璃行业发展方向，未来国家将重点大力支持太阳能玻璃、LOW-E 玻璃、电子玻璃和导电膜玻璃等。公司目前的产品如高附加值的超白玻璃或 LOW-E 玻璃等主要以玻璃原片为主，深加工比例不高，公司将借助本次定向增发，提高深加工比例，致力于打造中国的功能玻璃生产基地。
- **超白玻璃：高品质与高端建筑相得益彰。**
 - **超白玻璃成品率高、自爆率低（迄今为止自爆率为零）、通透性好。**公司超白玻璃低自爆率保证了玻璃使用过程中的安全性，尤其是在超高层建筑和公共建筑等对玻璃安全要求极高的建筑上。凭借公司超白玻璃已有的质量和口碑，经典工程和案例也越来越多。继之前应用在鸟巢、水立方、迪拜塔等知名建筑后，公司去年又成功应用在阳光谷、中国馆等世博会上多个场馆。目前公司正在提供或计划供给伦敦奥运场馆、中东火焰塔、上海中心等建筑使用。
 - **超白的建筑应用领域受房地产调控政策影响很小。**公司的超白玻璃应用领域多集中在高层建筑、商业地产、旅游地产、体育场馆、机场等高档建筑和基础设施上，而这些领域并未受到房地产调控，相反，未来市场空间还会有很大增长。
 - **除高端建筑外，公司未来超白玻璃市场定位将提高工业品和太阳能领域应用。**公司目前超白玻璃用在建筑市场占比在 65%左右，未来公司将实施“横向布局、纵向拉伸、整合资源做营销”的基本策略，未来将形成工业品、高端建筑和太阳能领域三个核心市场。
- **LOW-E 玻璃节能玻璃：与超白玻璃结合，定位高起点。**相比目前的 LOW-E 玻璃生产线，我们认为公司定向增发的 1000 万平米的 LOW-E 生产线定位更加高端，该项目的镀膜玻璃原片是以超白玻璃为基片，可以做到比普通的 LOW-E 看起来更加通透、品质更高，可以做到超白和节能的完美结合。
- **上游纯碱+油改气，成本优势提升。**纯碱是玻璃生产的必要原材料，纯碱盈利好转是去年公司盈利增长的重要引擎，我们认为今年纯碱价格维持稳定的可能性较大。公司纯碱的吨完全成本在 1350 元左右，预计今年纯碱毛利率约 25%。在燃料上，目前所有玻璃生产线所用燃料已经全部改成天然气和城市煤焦气，相对于重油价格，天然气和煤焦气价格相对比较稳定，所占玻璃成本在 30%，而以目前的重油价格对应的燃料成本要在 40%以上，成本占比下降 10 个百分点。
- **盈利预测和估值。**我们预计公司 2011/2012/2013 年净利润为 5.5 亿元、7.63 亿元和 9.72 亿元，按照发行 1 亿股算，EPS 为 0.8/1.11/1.41 元，公司目前股价 15.7 元，PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍，对应未来三年 32%的复合增长率，我们认为公司处于转型期和成长期，估值较低，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

目录

公司致力于打造中国的功能玻璃产业基地。	3
超白玻璃：高品质与高端建筑相得益彰	4
LOW-E玻璃节能玻璃：与超白玻璃结合，定位高起点	8
上游纯碱+油改气，成本优势提升	9
参股玻纤：有望获得正收益	10
盈利预测与估值	11
风险提示	13

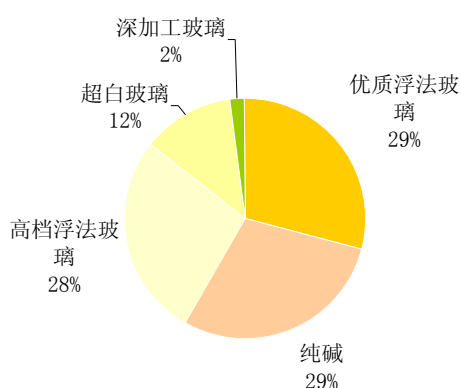
图表目录

图：2010年中，公司各业务收入占比	3
图：公司超白玻璃应用领域的经典工程	5
图：公司超白玻璃应用领域占比	6
图：2007年制定的全国民用机场布局规划分布图（2020年）	6
图：每MW太阳能电池超白玻璃用量比较	7
图：全球太阳能电池装机容量及增速	7
图：中国太阳能装机容量增长变化（单位：MW）	7
图：公司超白玻璃销量预计（万重量箱）	8
图：超白玻璃价格变化（不含税）	8
图：中国与国外发达国家low-e中空玻璃普及率比较	9
图：国内low-e玻璃用量变化	9
图：纯碱价格变化	9
图：重油价格走势	9
图：公司参股的中材金晶玻纤组织结构图	10
图：玻璃纤维及制品行业毛利率变化	11
表：公司生产线明细表	3
表：公司核心业务盈利预测	11
表：盈利预测表（单位：万元）	12

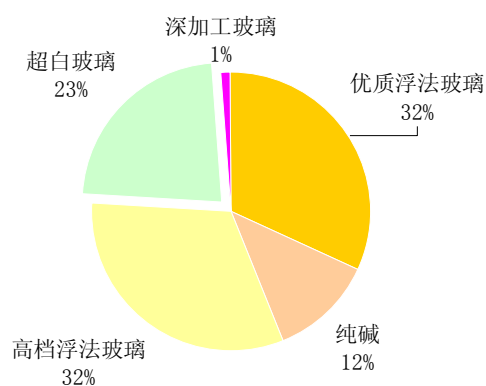
公司致力于打造中国的功能玻璃产业基地。

公司位于中国玻璃工业的发源地山东淄博，主要产品以中高档玻璃和纯碱为主，其中中高端玻璃包括超白玻璃、LOW-E 玻璃、家电玻璃、汽车玻璃、太阳能温室玻璃等，应用领域多样，集中在高端建筑、家电、太阳能电池、汽车、生态农业等领域。

图：2010 年中，公司各业务收入占比



图：2010 年中，公司各业务毛利占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

根据玻璃行业“十二五”规划草案，提高深加工比例是未来的玻璃行业发展方向，未来国家将重点大力支持太阳能玻璃、LOW-E 玻璃、电子玻璃和导电膜玻璃等。公司目前的产品如高附加值的超白玻璃或 LOW-E 玻璃等主要以玻璃原片为主，深加工比例不高，公司将借助本次定向增发，提高深加工比例，致力于打造中国的功能玻璃生产基地。

公司募投项目的太阳能基本玻璃和 LOW-E 玻璃均是以超白浮法玻璃为基片，其中，太阳能基板玻璃均可以用在晶硅电池和薄膜电池上；本次增发的 low-E 玻璃项目以超白玻璃为原片加工，比目前投产的 230 万平米 low-e 产品品质更高端。

表：公司生产线明细表

	产品	产能(t/d)	投产时间	控股比例	权益产能(万重量箱)
本部	优质浮法玻璃	525	1996 年	本部	380
	超白玻璃	600	2004 年 12 月		360
	高档浮法玻璃	600	2008 年 11 月		360
	中空玻璃、Low-E 镀膜玻	230 万平米	2010 年 4 月		230 万平米

	璃				
控股子公司					
淄博金星玻璃公司	优质浮法玻璃	550	2009 年 2-5 月技改后投产	100%	440
滕州金晶浮法玻璃	优质浮法玻璃	600	已投产（2006 年 6 月收购）	90%	324
滕州福民浮法玻璃	优质浮法玻璃	600	已投产（2007 年 3 月）	81%	311.04
山东海天生物化工公司	纯碱	100 万吨/年	2008 年 7 月	100.00%	100
北京金晶智慧太阳能材料公司	太阳能电池基板玻璃	2*600	2012 年一季度和三季度投产	100%	720
	low-e 玻璃	1000 万平米	2012 年二季度投产	100%	1000 万平米
参股子公司					
廊坊金彪玻璃公司	优质浮法玻璃	600	已投产（2006 年 6 月收购）	45%	175.5
	优质浮法玻璃	600	已投产	45%	175.5

资料来源:公司公告, 山西证券研究所

超白玻璃：高品质与高端建筑相得益彰

公司超白玻璃毛利率在 40%左右, 是公司各项业务中毛利率最高的, 以 12%的收入比贡献了 23%的毛利。我们认为公司最大的竞争优势来自超白玻璃的品种、规模、高端客户, 看好公司未来超白玻璃的前景和竞争实力。

- **品质卓越, 经得起时间的检验。**公司的第一条超白玻璃生产线于 2005 年 7 月投产, 同时也是国内第一条超白玻璃生产线, 采用国际最先进的生产技术和设备, 生产的超白玻璃成品率高、自爆率低（迄今为止自爆率为零）、通透性好。以阳光谷为例, 公司共提供超白玻璃 13 万平米, 近 2 万种不同规格的超白玻璃片, 自 2008 年安装至今没有出现任何问题。公司超白玻璃销量连续 4 年全国第一, 产销率达到 100%。
- **公司的超白玻璃总是与最著名的地标性建筑相关联。**公司超白玻璃以自爆率低著称, 保证了玻璃使用过程中的安全性, 尤其是在超高层建筑和公共建筑等对玻璃安全要求极高的建筑上。同时, 凭借公司超白玻璃已有的质量和口碑, 经典工程和案例也越来越多。继之前应用在鸟巢、水立方、迪拜塔、国家大剧院、上海国际金融中心等知名建筑后, 公司去年又成功应用在阳光谷、中国馆、法国馆等世博会上多个场馆。目前公司正在提供或计划供给伦敦奥运场馆、中东火焰塔、上海中心等建筑使用。

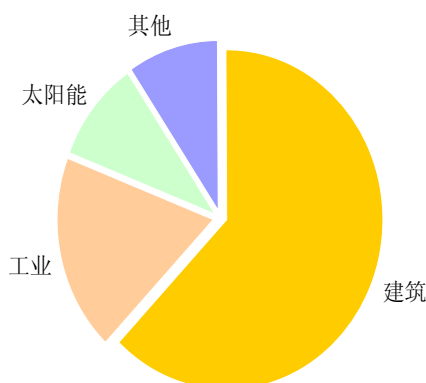
图：公司超白玻璃应用领域的经典工程



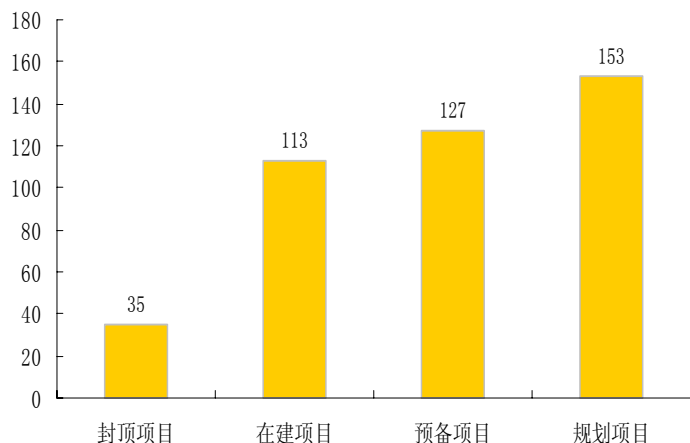
资料来源：公司公告，山西证券研究所

- 公司超白的建筑应用领域不包括住宅，受房地产调控政策影响很小。公司的超白玻璃应用领域多集中在高层建筑、商业地产、旅游地产、体育场馆、机场等高档建筑和基础设施上，而这些领域并未受到房地产调控，相反，未来市场空间还会有很大增长。1) 有资料显示，目前我国新建的 200 米以上高层建筑项目 400 多个，越来越多采用超白玻璃作为外墙与内部装修材料使用。2) 随着奥运、亚运等重大体育赛事举办，体育事业发展很快，很多省市建立了体育事业“十二五”规划，“十一五”期间我国新建、改造的体育场馆达到 1 万个，“十二五”将超过 1 万个。3) 高铁：高铁已被列入战略性新兴产业，车站作为高铁投资的重要组成部分，也将受益未来大规模的高铁投资建设，北京南站、武汉高铁站、上海虹桥站、成都东站等车站均使用或计划使用超白玻璃。4) 机场：“十一五”我国新增机场 42 个，机场数量总数已经达到 192 个，未来 5 年-10 年将新建设 40 个以上。5) 既有幕墙改造：据城乡建设部统计，2013 年我国既有幕墙需要改造市场规模将超过 400 亿，其中玻璃规模将达到 120 亿元。

图：公司超白玻璃应用领域占比



2010 年底，我国新建 200 米以上高层建筑项目数量（个）



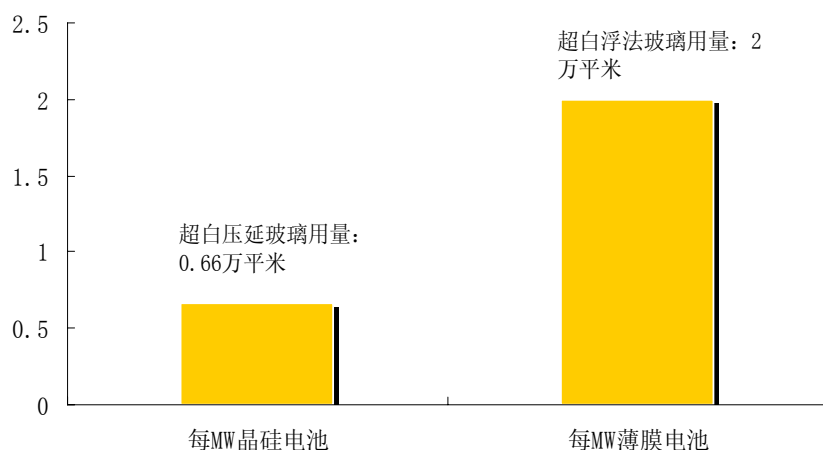
图：2007 年制定的全国民用机场布局规划分布图（2020 年）



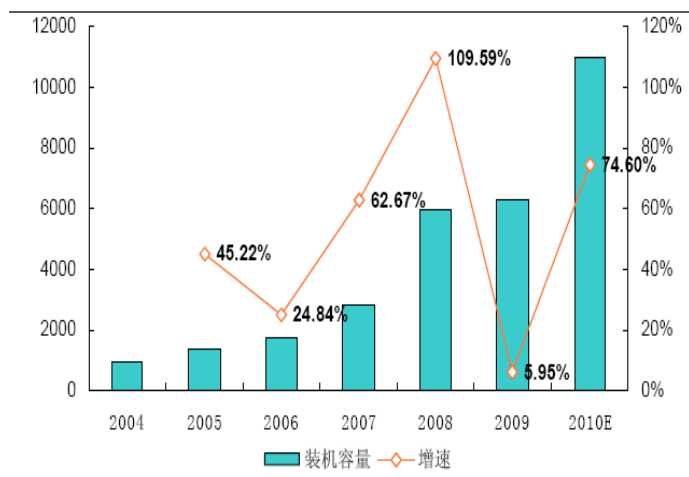
- 除高端建筑外，公司未来超白玻璃市场定位将提高工业品和太阳能领域应用。公司目前超白玻璃用在建筑市场占比在 65%左右，未来公司将实施“横向布局、纵向拉伸、整合资源做营销”的基本策略，未来将形成工业品、高端建筑和太阳能领域三个核心市场。1）工业品：以家电领域为例，公司超白玻璃提供给国内最大的家电玻璃生产企业秀强股份，是秀强股份的第一大供应商 2）太阳能：太阳能电池用超白玻璃指标与建筑超白玻璃不同，公司此次定向增发的募投项目之一是 600T/D 太阳能电池用基板玻璃。据统计，每 MW 晶硅电池和薄膜电池

的超白玻璃用量分别为 0.66 万平米和 2 万平米，超白玻璃成本平均占到太阳能电池总成本的 20%。该项目生产的太阳能超白玻璃既能用在晶硅电池也可以用在薄膜电池上，将充分受益庞大的太阳能市场。

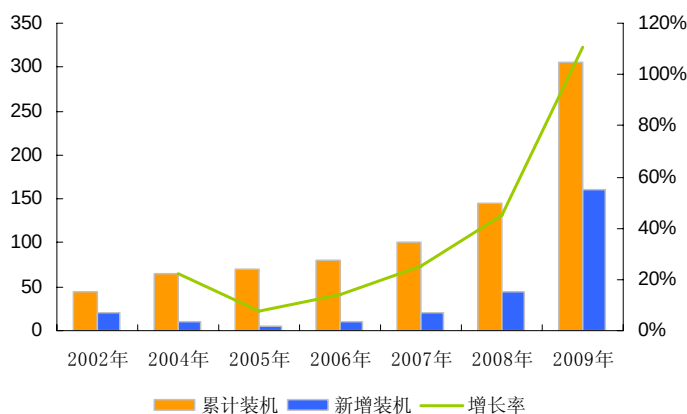
图：每 MW 太阳能电池超白玻璃用量比较



图：全球太阳能电池装机容量及增速

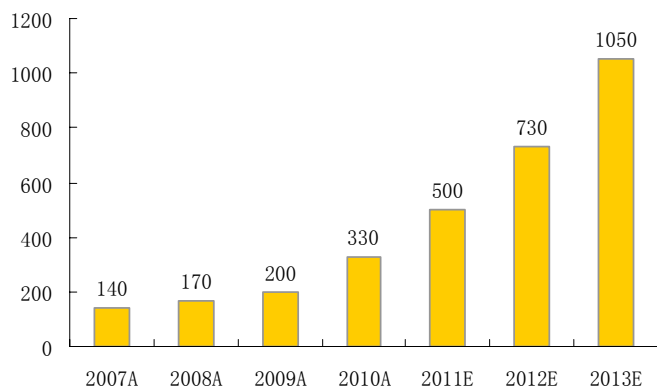


图：中国太阳能装机容量增长变化（单位：MW）

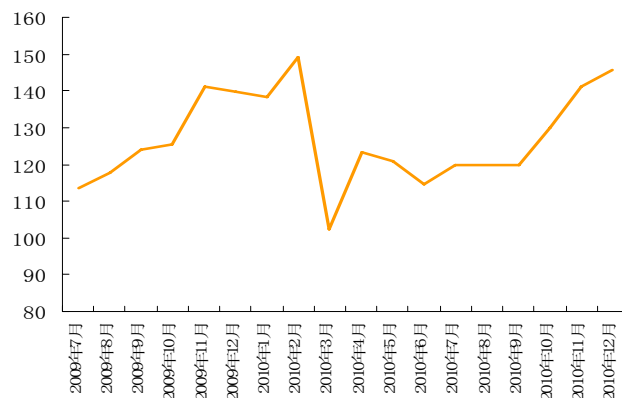


- **改造+在建投产，公司未来超白玻璃产能将是目前的 4 倍。**公司目前只有一条 600T/D 年产 360 万重量箱的超白玻璃生产线，因产品供不应求，公司今年 3 月将把 600T/D 的防紫外线生产线改造成超白玻璃生产线，加之本次定向增发项目 2 条线将于明年投产后，产能将扩张到目前的四倍。

图：公司超白玻璃销量预计（万重量箱）



图：超白玻璃价格变化（不含税）

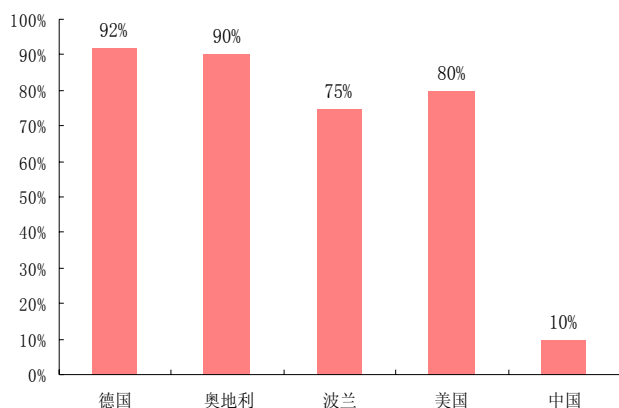


注：公司定向增发项目中 2*600T/D 太阳能电池基板玻璃项目，其中一条与 LOW-E 相配套，预计达产后外销量为 100 万重量箱，其余为自用。

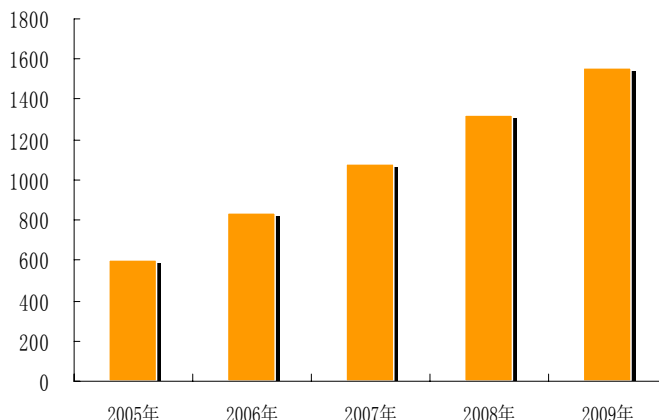
LOW-E 玻璃节能玻璃：与超白玻璃结合，定位高起点

- 公司目前的 230 万平米 LOW-E 镀膜玻璃生产线，是去年 4 月投产的，可生产四大类共二十几个品种 LOW-E 玻璃。LOW-E 镀膜玻璃是公司向下游深加工领域延伸的重要举措，符合公司发展战略和国家产业布局。
- 相比目前的 LOW-E 玻璃生产线，我们认为公司定向增发的 1000 万平米的 LOW-E 生产线定位更加高端，该项目的镀膜玻璃原片是以超白玻璃为基片，可以做到比普通的 LOW-E 看起来更加通透、品质更高，可以做到超白和节能的完美结合。
- **LOW-E 玻璃：最理想的节能建筑门窗材料。** Low-E 玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。普通浮法玻璃的辐射率高达 0.84，当镀上一层以银为基础的低辐射薄膜后，其辐射率可降至 0.15 以下，可减少或避免白天室内人工照明和室外玻璃幕墙“光污染”。实践表明，当 LOW-E 玻璃加工合成为中空玻璃后，与普通单体玻璃比较，夏季可以节省降温能源 60% 以上，冬季可以节省采暖能源 70% 以上。因此，使用 LOW-E 中空玻璃可以有效节省空调费或取暖费。
- **LOW-E 玻璃在我国起步晚，使用率不足 10%，未来前景值得看好。** LOW-E 玻璃在国外使用已有 30 多年历史，发达国家均以立法的手段强制新建的建筑物必须采用 LOW-E 中空玻璃以减少能源消耗。但 LOW-E 中空玻璃在我国起步较晚，仅 10 年历史，普及率仍较低，但 2005-2009 年销量复合增长率达到 26.9%。我们认为在国家的大力提倡绿色建材和节能环保的大趋势下，低辐射镀膜中空玻璃必将在未来的中国住宅市场中进入普及状态。

图：中国与国外发达国家 low-e 中空玻璃普及率比较



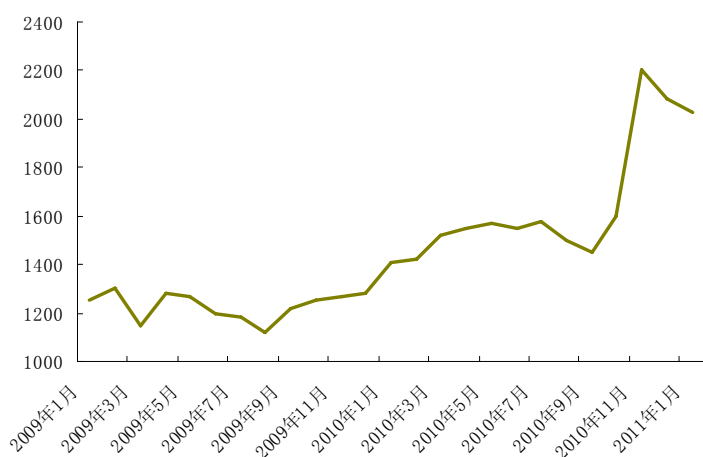
图：国内 low-e 玻璃用量变化



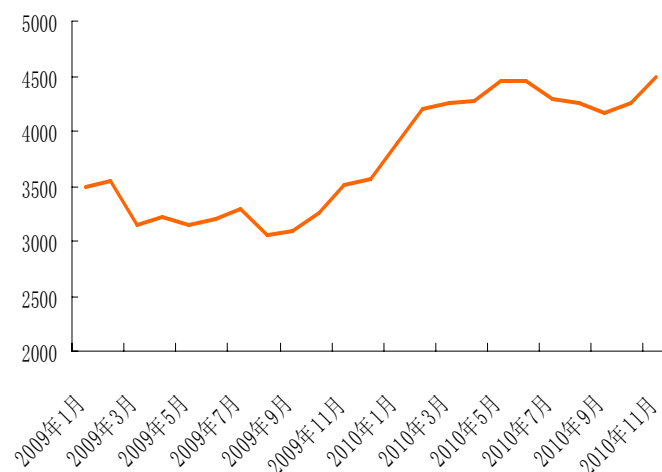
上游纯碱+油改气，成本优势提升

- 纯碱是玻璃生产的必要原材料，单位重量箱的纯碱用量 10-12 公斤左右。在去年尤其是四季度原材料大幅上涨的背景下，公司因拥有上游原材料的纯碱获得了明显的成本优势，而且随着纯碱毛利率提升，纯碱盈利好转是去年公司盈利增长的重要引擎。
- 公司目前纯碱产能 100 万吨/年，2010 年纯碱产量 106 万吨，其中轻质纯碱 30 万吨，重质纯碱 66 万吨，产能利用率超过 100%，目前公司玻璃所用纯碱量是纯碱产能的三分之一。

图：纯碱价格变化



图：重油价格走势



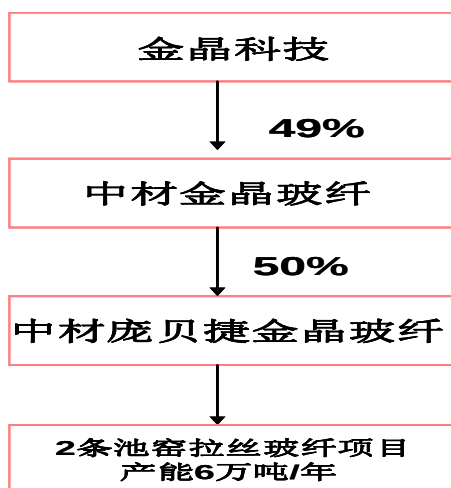
- 根据我们跟踪的数据显示，随着限产结束，1 月纯碱平均价格已回落到 2029 元/吨，环比 12 月下降 7.77%。我们认为，今年纯碱价格维持稳定的可能性较大。公司纯碱的吨完全成本在 1350 元左右，我们预计今年公司纯碱的毛利率约 25%。

- 公司目前本部的玻璃生产线所用燃料已经全部改成天然气和城市煤焦气，相对于重油价格，天然气和煤焦气价格相对比较稳定，所占玻璃成本在 30%，而以目前的重油价格对应的燃料成本要在 40%以上，成本占比下降 10 个百分点。

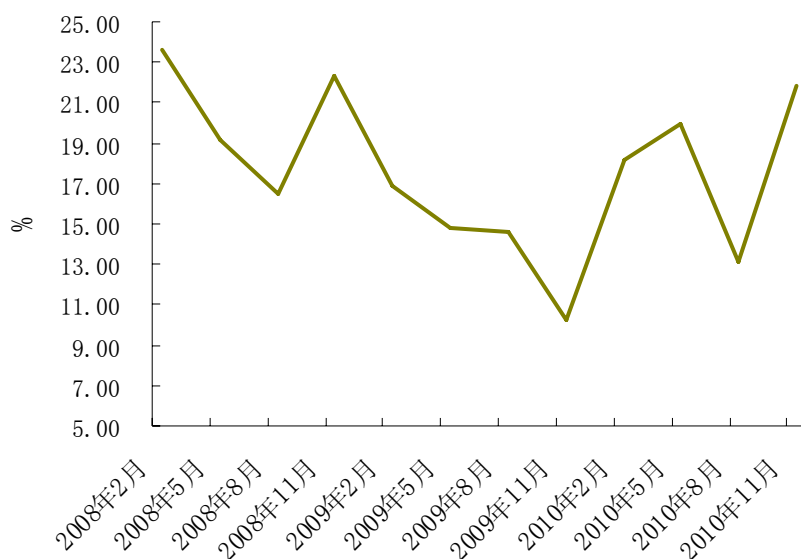
参股玻纤：有望获得正收益

- 公司参股的中材金晶成立于 2004 年 1 月，经营范围包括：玻璃纤维、复合材料和其他非金属材料及制品的研究、开发、生产、销售与技术服务。中材金晶持股 50%的子公司中材庞贝捷金晶玻纤拥有 2 条池窑拉丝生产线，产能为 6 万吨/年，公司享有的权益产能 1.47 万吨。
- 玻纤正进入景气上升周期。随着金融危机结束，2010 年以来，国内外对玻纤需求正在回升，行业整体经营情况好转，统计局数据显示，2010 年前 11 月玻纤行业毛利率达到 21.86%，比去年同期提高 10.6 个百分点。
- 今年将会贡献受益。2009 年中材金晶因受玻纤行业景气下降影响亏损 2700 多万，我们认为随着玻纤盈利好转，按照玻纤价格 6000（不含税）估算，公司今年将会获得投资收益 1500-2000 万，增厚 EPS0.03 元左右。

图：公司参股的中材金晶玻纤组织结构图



图：玻璃纤维及制品行业毛利率变化



盈利预测与估值

假设一：公司今年3月末完成高档浮法与超白玻璃的转换；

假设二：公司目前增发价还没有确定，我们暂时按照前10日均价15.3元，估算增发股本约为1亿股；

假设三：增发的项目之一的2*600T/D太阳能基板玻璃生产线分别于明年一季度和三季度投产；

假设四：增发项目中的LOW-E玻璃于明年中期投产；

假设五：纯碱价格稳定，毛利率稳定在25%左右

表：公司核心业务盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
纯碱业务						
销量（万吨）		60	60	60	60	60
价格（元/吨）		1200	1600	1800	2000	2200
营业收入（万元）		71148	96000	108000	120000	132000
毛利率		3.52%	27%	25%	25%	25%
优质浮法玻璃						
销量（万重量箱）	1300	1216	1350	1400	1400	1400
价格（元/重量箱）	73.5	78	80	85	90	90
收入（万元）	95,489.71	83031.68	108000	119000	126000	126000



毛利率	15.01%	28%	25%	27%	27%	27%
超白玻璃						
销量（万重量箱）	169.00	200	330.00	500.00	730.00	1,050.00
价格（元/重量箱）	185.00	130	127.00	150.00	150.00	150.00
收入（万元）	31,381.24	27928	41910	75000	109500	157500
毛利率	41.73%	39.52%	40%	40%	40%	40%
low-e 玻璃项目						
产能（万平米）				230.00	1,230.00	1,230.00
产量（万平米）				230.00	730.00	1,107.00
销售价格				80.00	180	180
营业收入（万元）				18,400.00	131400	199260
毛利率				20%	25%	25%
深加工玻璃						
收入	1,938.49	8329	9161.9	9161.9	9161.9	9161.9
毛利率	17.49%	33%	21%	21%	21%	21%
营业成本	1,599.45	5,615.41	7,237.90	7,237.90	7,237.90	7,237.90

表：盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	162,899.90	231,364.48	297,821.900	338,561.900	496,061.900	623,921.900
二、营业总成本	149,463.10	214,186.27	252,955.80	266,462.20	394,889.07	494,260.38
营业成本	128,315.62	186,169.31	217,663.90	241,577.90	353,467.90	442,162.90
营业税金及附加	802.56	1,203.89	1,042.38	1,184.97	1,736.22	2,183.73
销售费用	5,242.04	6,561.43	8,636.84	8,464.05	13,889.73	17,469.81
管理费用	6,511.02	7,575.06	11,317.23	11,849.67	15,873.98	19,965.50
财务费用	7,614.32	12,473.06	14,295.45	3,385.62	9,921.24	12,478.44
资产减值损失	977.55	203.52	0	0		
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
投资净收益	1,584.88	642.92	4,000.00	4,400.00	4,840.00	5,324.00
四、营业利润	15,021.68	17,821.13	48,866.10	76,499.70	106,012.83	134,985.52
加：营业外收入	956.01	920.47	0	0	0	0
减：营业外支出	74.51	54.49	0	0	0	0
五、利润总额	15,903.18	18,687.11	48,866.10	76,499.70	106,012.83	134,985.52
减：所得税	3,406.02	5,039.02	9,773.22	15,299.94	21,202.57	26,997.10
六、净利润	12,497.16	13,648.09	39,092.88	61,199.76	84,810.26	107,988.42
减：少数股东损益	1,083.18	1,916.16	3,909.29	6,119.98	8,481.03	10,798.84
归属于母公司所有者的净利润(万元)	11,413.98	11,731.93	35,183.59	55,079.78	76,329.24	97,189.57
股本	69,000.00	69,000.00	69,000.00	69,000.00	69,000.00	69,000.00



每股收益	0.17	0.17	0.51	0.80	1.11	1.41
------	------	------	------	------	------	------

我们预计公司 2011/2012/2013 年净利润为 5.5 亿元、7.63 亿元和 9.72 亿元，按照发行 1 亿股算，EPS 为 0.8/1.11/1.41 元，公司目前股价 15.7 元，PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍，对应未来三年 32%的复合增长率，我们认为公司将借助于募投项目迈入转型期和成长期，估值较低，给予“买入”评级。

风险提示

- 房地产投资大幅下降导致玻璃价格明显回落；
- 天然气价格涨价；
- 超白玻璃竞争日趋激烈；
- 纯碱产能过剩导致的价格回落

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。