

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 16.64 元

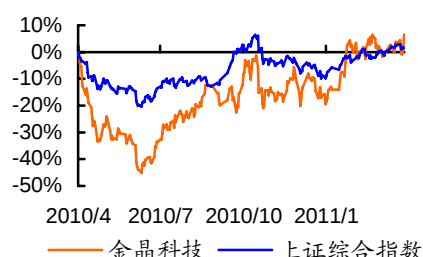
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3010.52
总股本(百万)	711
流通股本(百万)	362
流通市值(亿)	60
EPS (TTM)	0.33
每股净资产(元)	3.42
资产负债率	59.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金晶科技	4.79	26.83	25.68
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《金晶科技-超白玻璃为未来业绩增长点》

2011-2-25

《金晶科技-全年业绩预增两倍, 纯碱与超白玻璃为两大功臣》2011-1-6

《金晶科技-子公司“开源节流”, 关注公司主业拓展》2010-12-27

金晶科技

600586

推荐

今年关注超白玻璃销量及纯碱均价提升

公司今日发布 2010 年与 2011 年 1 季度业绩。公司 2010 年实现收入 31.5 亿元, 同比增长 36%; 实现归属上市公司净利润 3.6 亿元, 同比增长 206.9%, 对应每股收益 0.61 元, 拟每 10 股转增 10 股。2011 年 1 季度, 公司实现收入 7.9 亿元, 同比增长 12.8%; 实现归属上市公司净利润为 7217.9 万元, 同比增长 19.52%, 对应 EPS 为 0.11 元。

■ **玻璃与纯碱共同支撑业绩超预期, 今年业绩增长来自超白玻璃技改产能增加。**2010 年 8 月份以后行业旺季需求拉动玻璃价格回升, 价格增幅超过 10%。全年营业利润中约 2 亿元来自浮玻; 超白玻璃受益太阳能行业高景气, 全年生产 11 个月, 销量 320 万重箱, 贡献营业利润约 1 亿元。纯碱业务受益行业限电及玻璃旺季需求, 11 月华东地区价格达至高点 2350 元/吨, 较年初均价增幅 90%, 全年贡献利润约 1 亿元。我们预计今年玻璃行业供给压力仍较大、纯碱行业高价情况也不可持续, 预计各业务业绩贡献为: 浮法玻璃 1.5 亿元、超白玻璃 1.5 亿元 (公司将技改一条线为超白线)、纯碱 2 亿元。

■ **去年四季度为盈利高点, 一季度已出现快速下滑。**去年四季度在纯碱价格的快速上升带动下, 单季毛利率达到 25.7%, 净利率更是达到 18.4% 的高点。但今年一季度, 随着玻璃价格下调、油价的快速上升, 毛利率下滑 3 个百分点至 22.7%, 净利率回到 9.1%。在目前原材料等成本高企、银行利率不断上调的情况下, 盈利能力的下滑符合预期, 去年四季度应该为中短期的盈利高点。

■ **超白玻璃与 LOWE 玻璃为未来看点。**公司今年计划将本部防紫外线生产线技改为超白线, 使超白玻璃产能增长 50%。另外, 公司将利用 15.76 亿元募集资金开拓建筑节能与太阳能领域。项目包括 2 条 600T/D 的太阳能电池基板生产线以及 1000 万 m² 的 LOW-E 生产线, 将分别于 2012 年二季度与四季度投产, 业绩将于 2013 年得到较大程度释放。

■ **公司现金流情况良好。**公司目前公司负债率仅 44%, 较前两年有明显下降, 主要是募集资金到位影响。从现金流情况看, 去年经营性现金流 4.8 亿元, 与 6.1 亿元的资本性支出相关 1.3 亿元。公司募投资金到账后, 现金流较为充裕。

■ **维持“推荐”投资评级。**我们预计公司 11-13 年的 EPS 为 0.55、0.70、0.96 元。维持对公司“推荐”的投资评级。

风险提示: 玻璃行业与纯碱行业供求压力对业绩的影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3146	3624	4375	5280
同比(%)	34%	15%	21%	21%
归属母公司净利润(百万元)	360	391	498	683
同比(%)	206%	9%	27%	37%
毛利率(%)	22.9%	22.5%	23.1%	24.8%
ROE(%)	13.4%	8.4%	9.7%	11.8%
每股收益(元)	0.51	0.55	0.70	0.96
P/E	33.23	30.59	24.04	17.51
P/B	4.44	2.58	2.33	2.06
EV/EBITDA	16	16	13	10

资料来源: 中投证券研究所

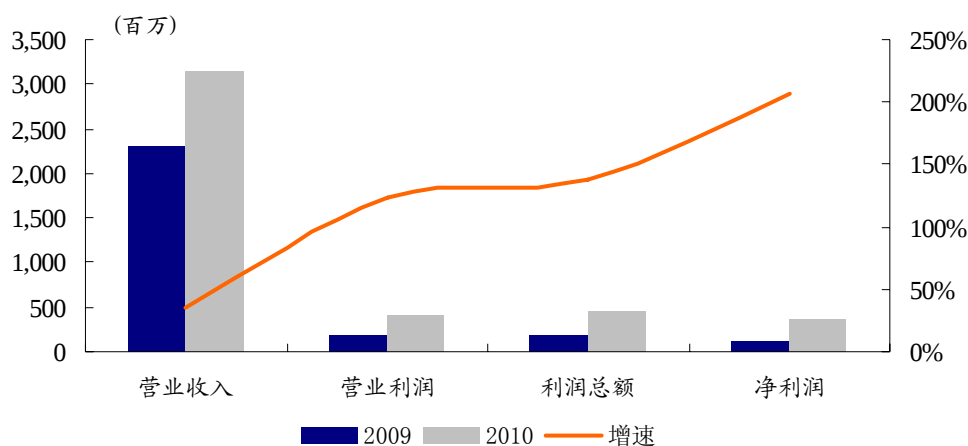
一、玻璃与纯碱行业景气，盈利超预期。

1.1 玻璃行业高景气与纯碱价格猛涨支撑下半年盈利高企。

公司 2010 年收入实现 31.5 亿，仅四季度收入就达到 9 亿元，为全年的 30%。公司净利润达 3.6 亿元，增速 206.9%，远高于收入增速的 36%。一方面得益于去年下半年玻璃旺季到来引起的价格上涨，另一方面则是因为纯碱受限电影响行业出现价格普遍的暴涨。

2010 年 8 月份以后行业旺季需求拉动玻璃价格回升，普通浮法玻璃价格增幅超过 10%。超白玻璃则受益太阳能行业高景气，公司去年超白玻璃年产 11 个月，实现满产满销，销量约 320 万重箱。纯碱业务上，11 月华东地区价格达至高点 2350 元/吨，较年初均价增幅 90%，由于成本变动不大，因此利润率提升明显。

图 1 公司 2010 年营业情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 去年四季度为盈利高点，今年一季度盈利能力已出现明显下滑。

从单季度业绩看，去年四季度单季毛利率达到 25.7%，净利率更是达到 18.4% 的高点。我们认为短期内玻璃与纯碱行业再同时出现价格快速上涨的可能性不大，去年四季度应该是中短期的盈利高点。

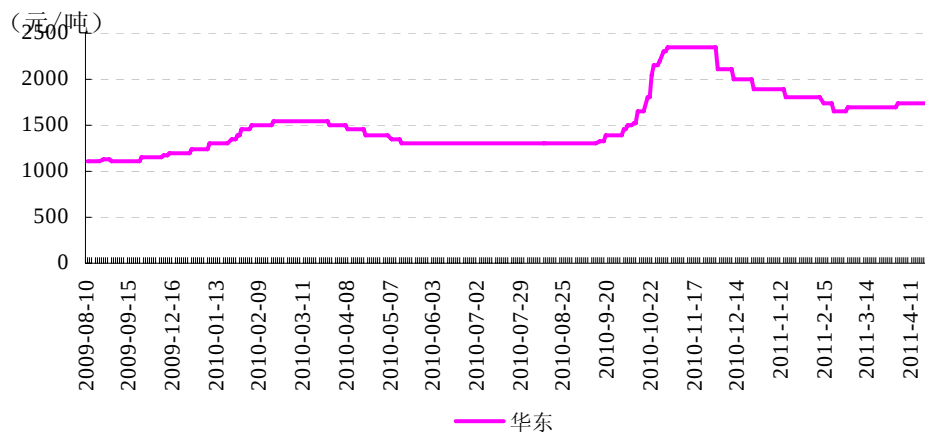
从今年一季度情况看，公司盈利能力已经出现明显回落，主要原因在于玻璃行业产能增长引起的供给压力增大、油价不断上升引起的成本快速提升、以及纯碱行业在限电后恢复正常状态下价格回落。一季度毛利率毛利率下滑 3 个百分点至 22.7%，净利率回到 9.1%。我们认为今年玻璃行业整体盈利能力下滑将成为大概率事件，而纯碱行业也不可能维持去年底的高价格，因此今年总体盈利能力将会较去年减弱。

图 2 公司单季度运营情况

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
收入 (亿元)	3.53	4.06	5.13	3.57	5.55	4.75	6.85	5.99	7.03	7.20	8.27	8.97	7.93
环比增速	-6.8%	14.9%	26.2%	-30.4%	55.4%	-14.3%	44.1%	-12.6%	17.3%	2.5%	14.8%	8.5%	-11.6%
				%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
毛利率	24.3%	24.7%	22.5%	12.3%	13.1%	22.0%	19.9%	23.2%	19.7%	23.3%	22.1%	25.7%	22.7%
费用率	9.8%	9.5%	11.8%	16.7%	10.5%	15.1%	10.4%	10.8%	11.5%	11.4%	11.4%	8.8%	11.2%
归属股东净利润 (亿元)	0.40	0.61	0.41	-0.28	0.09	0.25	0.43	0.40	0.60	0.68	0.67	1.65	0.72
环比增速	-16.0%	51.5%	-32.7%	-168.4%	-132.3%	173.8%	74.8%	-7.5%	50.6%	12.7%	-1.8%	146.6%	-56.2%
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
净利率	11.4%	15.0%	8.0%	-7.9%	1.6%	5.2%	6.3%	6.7%	8.6%	9.4%	8.1%	18.4%	9.1%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 华东地区纯碱价格走势



数据来源：隆众石化商务网

二、未来高端产品比重有望上升。

从近几年公司业务比例看，高端的超白玻璃占比在不断缩小。而其它浮法玻璃与纯碱的比重则在不断攀升，这是公司盈利能力一直处于较低水平的重要原因。由于 2010 年公司未披露细分玻璃领域的具体情况，我们从半年报数据仍可看中，超白玻璃占收入比重 12.5%，但占利润比重达到 23%，毛利率高达 39.3%，为最高附加值的产品。

公司今年计划将本部防紫外线超薄线技改为超白线，预计可贡献约半年的超白玻璃量。因此今年超白玻璃销量计划为 500 万重箱，较去年的 320 万重箱增长约一半。

另外，公司募投项目的两条超白玻璃线与 LOWE 加工线将于明年 2 季度与 4 季度投产。届时，公司超白玻璃及深加工玻璃产品在收入中占有有望超过 50%，公司的整体盈利能力将会得到提升。

图 4 金晶科技收入比例

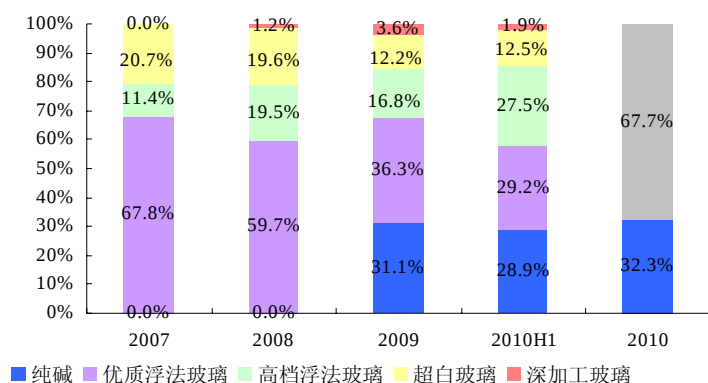
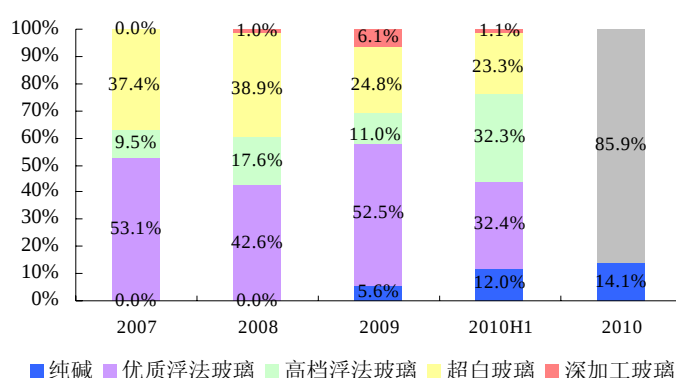


图 5 金晶科技营业利润比例



数据来源：公司公告

三、募投项目将于明年投产，业绩后年全面体现。

公司今年定向增发拓展太阳能与节能玻璃产品，即募集 15.76 亿元，在北京大兴新建两条 600T/D 的超白生产线及 1000 万 m² 的 LOW-E 玻璃深加工线。

募投项目中，一条超白线将用于生产 330 万重箱建筑超白玻璃，为 1000 万 m² 的 LOW-E 生产线提供基板，预计将于 2012 年 2 季度投产；另一条将生产太阳能超白玻璃 390 万重箱，为薄膜电池提供玻璃基片，预计将于 2012 年四季度投产。

由于公司原有超白玻璃主要用于建筑方面，此次产能扩张有利于公司在具有潜力的太阳能与节能玻璃市场占有一席之地。从技术上看，超白生产线引入了 PPG 的全氧燃烧技术，可节约燃烧成本约 25%。我们预计募投项目所贡献的业绩将于 2013 年得到全面释放。

表 1 公司生产线汇总

生产线	日熔量 (t/d)	产能 (万 重箱)	产能		权益比 例	燃料	产品	投产时间
			(万 吨)	(万 吨)				
超白	本部超白浮法和 高档	600	360	18.0	100%	天然气	高档、超 白	2004 年 12 月 2012 年 2 季度、4 季度
	北京超白线	600+600	720	36.0	100%	天然气	超白	
	本部防紫外线超 薄线	600	360	18.0	100%	天然气	高档	2008 年 11 月, 2011 年将技改为超白线
浮法	本部一线	525	315	15.8	100%	天然气	优质	2009 年 9 月技改
	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100%	天然气	优质	2009 年 6 月技改
	滕州金晶	600	360	18.0	90%	煤焦油	优质	
	滕州福民	600	360	18.0	90%	煤焦油	优质	

	廊坊金彪一线	600	360	18.0	45%	优质	2006 年 6 月收购
	廊坊金彪二线	600	360	18.0	45%	优质	2006 年 7 月收购
建筑玻璃	中空玻璃						2010 年 7 月收购
	LOW-E 镀膜 (离线)		230 万 m ²		100%		2010 年 7 月收购
	北京 LOW-E 生产线 (离线)		1000 万 m ² /年		100%		2012 年 2 季度
	海天生化纯碱项目			100	100%		2009 年 1 月
小苏打	海天生化小苏打项目			5	100%		2012 年
	海天生化制碱余热综合利用项目				100%		2012 年
玻纤	中材金晶			6	49%		

数据来源：公司公告、中投证券研究所

四、公司运营情况

公司近两年资产负债率一直处于下降通道，2010 年比 2009 年下降 5.6 个百分点。目前公司负债率仅 44%，主要是募集资金到位影响。从现金流情况看，去年经营性现金流 4.8 亿元，与 6.1 亿元的资本性支出相关 1.3 亿元。公司募投资金到账后，现金流将会较为充裕。

表 2 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营运能力						
存货周转率 (次)	6.7	4.2	5.4	4.2	4.5	11.3
应收账款周转率 (次)	32.5	26.4	33.8	26.4	27.6	27.6
资金状况						
资产负债率 (%)	68.9	71.6	45.0	54.0	59.7	54.1
经营活动现金流 (亿元)	0.7	0.9	2.7	2.3	2.5	4.8
增长率 (%)	(65.4)	26.9	194.8	(13.6)	5.3	95.2
资本性支出						
资本性支出 (亿元)	1.6	0.8	5.9	8.5	4.3	6.1
增长率 (%)	(74.0)	(49.7)	649.5	43.7	(49.6)	42.8

四、盈利预测

公司 2011 年盈利增长主要来自于超白玻璃销量的增加、以及纯碱整体价格较去年的提升。具体假设参见下表。

表 1 金晶科技盈利预测假设

	2010	2011E	2012E	2013E
优质浮法玻璃				
营业收入（百万元）	1,258	1,205	1,258	1,258
+/-	51.5%	-4.3%	4.4%	0.0%
销量（万重量箱）	1,700	1,650.00	1,700.00	1,700.00
价格(元)	74	73.00	74.00	74.00
营业成本（百万元）	956	974	1,003	1,003
单位成本（元）	56.24	59.00	59.00	59.00
毛利率	24.0%	19.2%	20.3%	20.3%
毛利	302	231	255	255
高档浮法玻璃				
营业收入（百万元）	320	166	167	167
+/-	-17.1%	-48.2%	1.1%	0.0%
销量（万重量箱）	340	180.00	180.00	180.00
价格	94	92.00	93.00	93.00
营业成本（百万元）	238	131	132	133
单位成本	70.00	73.00	73.50	74.00
毛利率	25.5%	20.7%	21.0%	20.4%
毛利	82	34	35	34
超白浮法玻璃				
营业收入（百万元）	448	695	994	1,534
+/-	60.4%	55.1%	43.0%	54.3%
销量（万重量箱）	320	500.00	700.00	1080.00
价格	140	139.00	142.00	142.00
营业成本（百万元）	269	430	616	950
单位成本	84.00	86.00	88.00	88.00
毛利率	40.0%	38.1%	38.0%	38.0%
毛利	179	265	378	583
纯碱				
营业收入（百万元）	1,007	1,216	1,184	1,127
+/-	41.5%	20.8%	-2.6%	-4.8%
销量（万吨）	76	76.00	74.00	70.00
价格	1,325	1,600.00	1,600.00	1,610.00
营业成本（百万元）	906	1,034	1,021	973
单位成本	1193	1,360.00	1,380.00	1,390.00
毛利率	10.0%	15.0%	13.8%	13.7%
毛利	100	182	163	154
深加工玻璃				
营业收入（百万元）	100	360	801	1,222

	+/-	20.1%	260.0%	122.4%	52.6%
销量 (万 m ²)			130.00	380.00	600.00
价格 (元/m ²)			200.00	197.00	195.00
营业成本 (百万元)	67	256	597	920	
单位成本		145.00	144.00	145.00	
毛利率	33.0%	29.0%	25.4%	24.7%	
毛利	33	105	203	302	
合计收入(百万元)	3,146.41	3,641.10	4,404.00	5,308.00	
合计成本 (百万元)	2,425.47	2,824.00	3,369.70	3,979.60	
综合毛利率	22.91%	22.44%	23.49%	25.03%	

五、投资建议：推荐

根据我们的盈利预测，公司 11-13 年的 EPS 为 0.55、0.70、0.96 元。维持对公司“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1855	4452	5106	6542	营业收入	3146	3624	4375	5280
现金	622	3114	3534	4673	营业成本	2425	2808	3363	3969
应收账款	133	148	179	216	营业税金及附加	21	24	29	35
其它应收款	51	69	83	100	营业费用	83	94	116	137
预付账款	264	253	269	318	管理费用	111	127	153	185
存货	603	646	773	913	财务费用	141	132	145	151
其他	183	223	268	322	资产减值损失	2	3	4	4
非流动资产	4184	4836	5348	5530	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	310	300	310	320	投资净收益	35	35	35	35
固定资产	3433	3700	4070	4320	营业利润	397	471	600	834
无形资产	180	180	180	180	营业外收入	50	36	41	39
其他	261	656	788	711	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	6039	9288	10454	12072	利润总额	444	508	641	873
流动负债	1987	2993	3446	4165	所得税	69	102	128	175
短期借款	789	1000	900	900	净利润	375	406	513	698
应付账款	428	562	673	794	少数股东损益	15	15	15	15
其他	770	1432	1874	2472	归属母公司净利润	360	391	498	683
非流动负债	1280	1573	1773	1973	EBITDA	836	852	1033	1315
长期借款	868	1168	1368	1568	EPS（元）	0.61	0.55	0.70	0.96
其他	412	405	405	405	主要财务比率				
负债合计	3267	4566	5219	6139	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	77	92	107	122	成长能力				
股本	590	711	711	711	营业收入	34.4%	15.2%	20.7%	20.7%
资本公积	1163	2585	2585	2585	营业利润	122.4%	18.8%	27.3%	38.9%
留存收益	942	1333	1831	2515	归属于母公司净利润	206.0%	8.6%	27.3%	37.3%
归属母公司股东权益	2695	4630	5127	5811	获利能力				
负债和股东权益	6039	9288	10454	12072	毛利率	22.9%	22.5%	23.1%	24.8%
现金流量表					净利率	11.4%	10.8%	11.4%	12.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	13.4%	8.4%	9.7%	11.8%
经营活动现金流	482	1443	1239	1566	ROIC	11.1%	11.9%	14.1%	19.8%
净利润	375	406	513	698	偿债能力				
折旧摊销	297	248	288	330	资产负债率	54.1%	49.2%	49.9%	50.9%
财务费用	141	132	145	151	净负债比率	59.51%	53.61%	48.82%	44.76%
投资损失	-35	-35	-35	-35	流动比率	0.93	1.49	1.48	1.57
营运资金变动	-306	698	317	420	速动比率	0.63	1.27	1.26	1.35
其它	9	-6	12	1	营运能力				
投资活动现金流	-734	-857	-775	-475	总资产周转率	0.52	0.47	0.44	0.47
资本支出	609	900	800	500	应收账款周转率	27	25	25	25
长期投资	0	-10	10	10	应付账款周转率	5.54	5.68	5.45	5.41
其他	-126	33	35	35	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-77	1906	-45	49	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.70	0.96
短期借款	-410	211	-100	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	2.03	1.74	2.20
长期借款	61	300	200	200	每股净资产(最新摊薄)	3.79	6.51	7.21	8.17
普通股增加	0	121	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	1422	0	0	P/E	33.23	30.59	24.04	17.51
其他	271	-148	-145	-151	P/B	4.44	2.58	2.33	2.06
现金净增加额	-329	2492	420	1140	EV/EBITDA	16	16	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434