

证券研究报告

玻璃制造

分析师 张忆东



中性 (首次)

SAC:S0190510110012

联系人: 陈文 王挺

021-38565950

chenwyf@xyzq.com.cn

金晶科技 (600586)

调研信息速递: 行业严冬仍将持续

2012年2月16日

投资要点

我们于 2.15 拜访了公司, 就公司近期经营状况进行了交流, 主要内容如下:

- **产能盘点。**公司目前已投产生产线如下: 8 条优质浮法玻璃生产线 (淄博本部 2 条、滕州 4 条、河北廊坊 2 条)、1 条高档浮法玻璃生产线、1 条超白浮法玻璃生产线、230 万 m² 的离线 LOWE 生产线; 100 万吨纯碱产能、5 万吨小苏打产能。在建生产线如下: 2 条超白浮法玻璃生产线、1000 万 m² 离线 LOWE 中空玻璃生产线。其中, 位于北京大兴的 2 条增发募投超白玻璃线将分别于今年年中、年底投产。1000 万 m² 的离线 LOWE 生产线将于 2013 年 1 季度投产。除了新建生产线外, 公司不排除继续择机收购来扩张产能。伴随平板玻璃行业的持续低迷, 部分企业可能出现现金流断裂的危机, 这为公司提供了较好的收购时机。公司于 2006 年收购的滕州福民建材 (600T/D)、2011 年收购的滕州汇业 (2*800T/D) 都是在行业低谷期遇到了资金流问题。我们发现公司在行业低谷期的收购成本都不高, 而资产质量却不错, 福民建材 2006 年后单独核算的 ROE 都超过了 20% (来自公司披露的公开资料中的子公司财务数据), 而滕州汇业的单线生产规模处在行业上游水平。

表 1、公司相关产能盘点

生产线	权益	类型	燃料	日熔量	产能 (万重量箱)	隐含成品率	投产时间	备注
浮法生产线: 本部1#	100%	优质浮法	天然气	525	330	86.1%	1996/7/1	2003.2~2003.6第一次检修; 2009.7~2009.9技改为太阳能温室玻璃
本部2# (金星玻璃)	100%	优质浮法	天然气	550	340	84.7%	2000/10/1	2009.3并入母公司; 2009.3~2009.6技改, 改造为吸热玻璃
本部防紫外线汽车玻璃线	100%	超白、高档	天然气	600	370	84.5%	2008/1/23	2008年上半年调试进度低于预期, 亏损1000多万
本部超白玻璃线	100%	超白、高档	天然气	600	340	77.6%	2004/12/1	IPO募投线, 引进PPG技术; 主要用于建筑市场
滕州金晶	90%	优质浮法	混合燃料	600	370	84.5%	2004/3/15	2004投产, 2006年收购, 2011.10冷修
滕州福民建材	81%	优质浮法	混合燃料	600	370	84.5%	2005/3/1	2007.3收购福民建材90%股权, 2、3、4季度合并报表
滕州汇业1#	90%	优质浮法	混合燃料	800	500	85.6%	2010/9/1	2011.12收购
滕州汇业2#	90%	优质浮法	混合燃料	800	500	85.6%		2011.12收购
金晶智慧1#超白线	100%	超白	天然气	600	360	82.2%	2012年中	建筑用超白玻璃, 为lowe镀膜线提供镀膜基板
金晶智慧2#超白线	100%	超白	天然气	600	360	82.2%	2012年底	太阳能用超白玻璃, 为薄膜电池玻璃提供基板
廊坊金彪1#	45%	优质浮法	天然气	600	360	82.2%		2006.6收购
廊坊金彪2#	45%	优质浮法	天然气	600	360	82.2%		2006.7收购
深加工: 博山分公司	100%	离线lowe			230万m ²			2010.7收购; 受让金晶节能旗下中空玻璃、镀膜玻璃深加工资产
北京离线lowe	100%	离线lowe			1000万m ²		2013年1季度	2012.1季度投产
化工: 海天生化纯碱线	100%	纯碱			100万吨		2009/1/1	2008年6月19试产, 2009年开始合并利润表
海天生化小苏打项目	100%	小苏打			5万吨			已投产

数据来源: 兴业证券研究所

- **行业严冬可能持续较长时间。**公司旗下的浮法生产线中，滕州的几条线盈利能力较好（主要由于投资较少，运输便利），而本部和廊坊的生产线盈利能力稍弱。目前公司优质浮法玻璃含税出厂价格约在 65 元/重量箱，成本也大概在此水平，已经处在亏损境地，库存水平还算合理。公司预计今年玻璃行业的形势仍然严峻，至少等到年中之后才可能好一些，这一轮宏观经济的衰退类似于 2005 年的缓跌。高档浮法玻璃现在的出厂含税价大概为 80 元/重量箱，价格、成本都比优质浮法略高。
- **超白玻璃竞争趋于激烈，盈利空间缩窄，但竞争优势仍存。**公司的超白浮法技术来自 PPG，而 PPG 从公司的销售收入中提成，提成被纳入公司销售费用。到目前为止，PPG 的提成基本已经完毕。金晶智慧的 2 条在建超白线无需再给 PPG 提取技术使用费。公司目前的超白玻璃需求仍以高档建筑用为主，光伏领域由于薄膜电池市场不好，出货很少。超白浮法生产线的投资约是普通线的 3 倍，所用的低铁硅砂价格（含税价大概 500 元/吨）也大大超出普通砂（含税价大概 200 元/吨），整体成本高出普通浮法较多（往年财报数据显示，大概高出 30~40 元/重量箱）。超白玻璃出厂价格约为 120-130 元/重量箱，据此判断，公司超白玻璃的毛利率可能较往年 40% 出现了不小下滑。随着新进入者的不断冲击，未来超白玻璃领域的竞争将更趋激烈，公司的盈利空间将可能进一步收窄。公司作为国内的先进者，产品品质仍是国内最佳，而长期以来的销售渠道优势以及对相关设计人员形成的品牌信任感仍是公司的优势所在。另一个不可忽视的事实是，国内建筑领域的超白玻璃需求的容量和增速都是有限的，公司 2012 年将投产的 2 条超白线的产能完全达产可能需要一个较长的过程。公司预计，今年淄博本部的超白线将 100% 生产超白玻璃，而北京的生产线将可能根据市场情况分阶段生产超白及高档玻璃。
- **首次给予公司“中性”投资评级。**房地产投资增速持续向下、较大的新增产能压力将使整个玻璃行业较长时间徘徊在低谷期。我们预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.14、0.12、0.21 元，对 PE 分别为 36、44、25 倍，首次给予公司“中性”投资评级。

表 2、营业收入、成本预测假设

	单位	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
优质浮法玻璃：产能	万重量箱	1310	1410	1410	1410	1320	2390	2410
产能利用率		95%	96%	87%	106%	100%	100%	100%
产量	万重量箱	1248	1348	1233	1498	1320	2390	2410
产销率		100%	98%	110%	94%	100%	100%	100%
销量	万重量箱	1246	1322	1359	1403	1320	2390	2410
销售均价	元/重箱	75.3	72.2	61.1	78.4	67.0	63.0	72.0
营业收入	万元	93806	95490	83032	110000	88440	150570	173520
单位成本	元/重箱	58.9	61.4	43.9	58.8	60.0	55.0	60.0
营业成本	万元	73387	81152	59686	82500	79200	131450	144600
毛利率		21.8%	15.0%	28.1%	25.0%	10%	13%	17%
超白浮法玻璃：产能	万重量箱	340	340	340	340	340	520	1060
产能利用率		49%	43%	74%	85%	100%	82%	50%
产量	万重量箱	166	146	250	288	340	425	531
产销率		87%	116%	88%	114%	100%	100%	100%
销量	万重量箱	144	169	221	329	340	425	531
YOY		153%	17%	31%	49%	3%	25%	25%
销售均价	元/重箱	199	185	126	146	130	120	120
营业收入	万元	28647	31181	27928	48000	44200	51000	63750
单位成本	元/重箱	99	108	76	86	90	85	90
单位成本（超白-优质）	元/重箱	40	47	33	27	30	30	30
营业成本	万元	14287	18287	16890	28200	30600	36125	47813
毛利率		50.1%	41.4%	39.5%	41.3%	31%	29%	25%
高档浮法玻璃：产能	万重量箱		330	370	370	370	370	370
超白浮法剩余产能	万重量箱	174	194	90	52	0	95	529
高档浮法合计产能	万重量箱	174	524	460	422	370	465	899
产能利用率		105%	99%	100%	103%	100%	100%	100%
产量	万重量箱	183	518	460	436	370	465	899
产销率		99%	75%	111%	122%	100%	100%	100%
销量	万重量箱	181	388	509	530	370	465	899
销售均价	元/重箱	87.3	80.3	75.8	77.0	77.0	73.0	82.0
价差（高档-优质）		12.0	8.1	14.7	(1.4)	10	10	10
营业收入	万元	15806	31164	38558	40800	28490	33945	73698
单位成本	元/重箱	67.1	65.1	66.1	55.1	65	60	65
成本差（高档-优质）		8.3	3.7	22.2	(3.7)	5	5	5
营业成本	万元	12154	25241	33655	29200	24050	27900	58419
毛利率		23.1%	19.0%	12.7%	28.4%	16%	18%	21%
玻璃深加工：营业收入	万元		1938	8329	12400	20000	20000	80000
营业成本	万元		1600	5616	11200	17000	17000	68000
毛利率			17.4%	32.6%	9.7%	15%	15%	15%
纯碱板块：产量	万吨			98	106	106	106	106
销量	万吨			97	104	104	104	104
其中：对内销售	万吨			24	26	23.3	37.7	44.2
其中：对外销售	万吨			73	78	80.7	66.3	59.8
营业收入	万元			94590	134177	161200	140400	150800
其中：对外销售营业收入	万元			71148	100667	125015	89478	86768
吨均价	元/吨			975	1290	1550	1350	1450
营业成本	万元			91262	120823	124800	119600	124800
其中：对外销售营业成本	万元			68645	90648	96786	76222	71808
吨成本	元/吨			941	1162	1200	1150	1200
毛利率				3.5%	10.0%	22.6%	14.8%	17.2%
其他业务：收入	万元	3341	2926	2369	2799	2799	2799	2799
成本	万元	1844	2035	1677	1831	1960	1960	1960
毛利率		45%	30%	29%	35%	30.0%	30.0%	30.0%
合计：营业收入	万元	141600	162900	231364	314641	308945	347792	480535
营业成本	万元	101672	128316	186169	242547	249596	290657	392599
综合毛利率		28.2%	21.2%	19.5%	22.9%	19.2%	16.4%	18.3%

数据来源：兴业证券研究所

表 3、金晶科技盈利预测假设

	单位	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合计：营业收入	万元	141600	162900	231364	314641	308945	347792	480535
营业成本	万元	101672	128316	186169	242547	249596	290657	392599
综合毛利率		28.2%	21.2%	19.5%	22.9%	19.2%	16.4%	18.3%
营业税金及附加	万元	1055	803	1204	2084	1854	2087	2883
营业税金及附加/营业收入		0.75%	0.49%	0.52%	0.66%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用	万元	4431	5242	6561	8316	8898	9669	12878
销售费用率		3.13%	3.22%	2.84%	2.64%	2.88%	2.78%	2.68%
管理费用	万元	5775	6511	7575	11098	9577	10434	13936
管理费用率		4.1%	4.0%	3.3%	3.5%	3.10%	3.00%	2.90%
财务费用	万元	5908	7614	12473	14117	14000	15500	20600
财务费用率		4.2%	4.7%	5.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.3%
资产减值损失		386	978	204	244	263	276	348
投资净收益	万元	3011	1585	643	3459	2102	3024	4260
营业利润	万元	25384	15022	17821	39695	26860	22194	41551
营业外收入	万元	2683	956	920	4954	500	500	500
营业外支出	万元	96	75	54	219	200	200	200
利润总额	万元	27970	15903	18687	44430	27160	22494	41851
所得税	万元	5001	3406	5039	6931	6790	5624	10463
实际税率		17.9%	21.4%	27.0%	15.6%	25%	25%	25%
净利润	万元	22969	12497	13648	37499	20370	16871	31388
归属母公司股东净利润	万元	20663	11414	11732	36009	20370	16871	30133
少数股东损益比例		10.0%	8.7%	14.0%	4.0%	0.0%	0.0%	4.0%
总股本	万股	29504	59008	59008	59008	142271	142271	142271
EPS	元	0.70	0.19	0.20	0.61	0.14	0.12	0.21

数据来源：兴业证券研究所

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。