

2023年08月28日

23H1 浮法原片承压，光伏玻璃花开 2 朵

金晶科技(600586)

| | | | |
|--------|------|--------------|------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600586 |
| 上次评级: | 买入 | 52 周最高价/最低价: | 12.75/6.88 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 102.30 |
| 最新收盘价: | 7.16 | 自由流通市值(亿) | 102.30 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,428.77 |

事件概述。公司发布半年度报告，23H1 实现营收 37.15 亿元，同比-0.29%，实现归母净利润 2.61 亿元，同比-28.52%，综合毛利率 16.86%，同比-2.16pct；拆分 23Q2 实现营收 18.10 亿元，同比-6.85%，归母净利润 1.73 亿元，同比-21.30%，综合毛利率 20.53%，同比-1.11pct。经营性活动现金净流量 5.17 亿元，同比-31.3%。业绩符合市场预期，上半年业绩保持稳定主要得益于纯碱需求旺盛、原燃成本低位及光伏玻璃业务国内和国外基地的持续开拓进入收获期。

► **浮法玻璃业绩承压，需求成本边际改善。**23Q2 的玻璃产品价格重心稳步上移，开年至 4 月份，结束了长达半年的价格回落，企稳回升，至 6 月末，行业均价较去年末上涨近 400 元/吨，根据卓创资讯，Q2 价格进入 5 月份涨价后同比已经步入正增长，然而绝对位置仍然较低，行业大部分企业利润承压。23H1 滕州金晶实现收入 6.78 亿元，归母净利润-2358 万元，23H1 净利率为-3.48%，判断公司山东基地生产成本相对较高是亏损主要原因之一；需求端在保交楼政策推动下，地产竣工端回暖，家装需求随之增加，推动玻璃价格上行，我们认为纯碱价格自 5 月以来已明显回落，叠加燃料价格低位，5、6 月份浮法成本因为纯碱价格下跌将有 100-200 元/吨的毛利增长，随着需求逐步回暖，价格年内有望继续修复带动盈利回升。

► **供需偏紧原燃低位，纯碱支撑业绩。**23H1 子公司海天公司收入 17.80 亿元，占总收入的 47.93%，实现净利润 2.79 亿元，净利率为 15.69%。23H1 末国内纯碱产能约 3178 万吨，较 22Q2 年末下降 2%，23H1 供应偏紧，行业盈利保持高位。23 年 1-6 月纯碱行业产量 1569.5 万吨，同比+7.4%。**1) 库存低位：**虽然 23 年 5 月纯碱市场价格脱离短期供需因素出现大幅下降，23H1 库存维持低位且持续下降，根据隆众资讯统计，8 月 24 日库存水平是过去 3 年最低点；**2) 价格端：**重质纯碱价格由今年年初约 2700 元/吨，稳步上升至 4 月末近 3000 元/吨的价格高点，5 月初，受情绪影响，价格快速回落至约 2000 元/吨，高低点价差 1000 元/吨。目前价格相对 6 月上涨 200 元/吨；我们认为得益于 23H1 原燃料价格下滑使成本下行，产能减弱库存下降、下游需求企稳等多因素助力公司纯碱业务实现高盈利水平。我们预计后续在低库存加持下，今年纯碱 Q3 利润有望持续修复。

► **光伏玻璃国内业务扭亏为盈，海外业务盈利可观。**宁夏金晶实现收入 3.74 亿元，实现净利润 1330 万元，净利率为 3.55%，实现扭亏。国内光伏玻璃市场面临行业竞争加剧压力，23H1 光伏玻璃产能增加较快，产能自 8.4 万吨/天（22M12 末）已提升至 9 万吨/天（23M7 初），均价低位运行，23H1 尺寸为 2mm/3.2mm 的光伏玻璃均价为 18.5/25.6 元/平米，同比-11.7%/5.4%。**从长期维度看：**光伏玻璃行业处于上行期，需求支持仍存，盈利水平存上行空间；此外加上公司在新能源领域的拓展，公司 TCO 产品在国内钙钛矿、碲化镉市场份额的领先优势，未来需求确定性高。**马来盈利释放：**马来金晶 23H1 实现收入 2.63 亿元，实现净利润 2524 万元，净利率为 9.59%，盈利能力明显高于国内光伏业务。今年 5 月，马来金晶薄膜光伏组件玻璃背板二线点火，产量 600t/d。截至 23M6，公司马来基地光伏玻璃生产线建设进度已达 96.12%，下半年双线开始运行业绩贡献有望更加明显。展望未来，我们判断国内和国外基地都有进一步扩大线产能的可能。

投资建议

考虑到玻璃需求和价格现阶段仍然承压等因素影响，下调公司 2023-2024 年营业收入预测至 89.25/101.77 亿元（原 113.9/129.8 亿元），下调归母净利润至 7.13/8.47 亿元（原 16.16/19.94 亿元），EPS 0.50/0.59 元（原 1.13/1.40 元），新增 2025 年营业收入及归母净利润预测 116.59/10.00 亿元，EPS 0.70 元，2023-2025 年 EPS 对应 8 月 28 日 7.16 元收盘价 13.95/11.75/9.94xPE，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期、成本高于预期、投产不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,922 | 7,459 | 8,925 | 10,177 | 11,659 |
| YoY (%) | 41.7% | 7.8% | 19.7% | 14.0% | 14.6% |
| 归母净利润(百万元) | 1,307 | 356 | 713 | 847 | 1,000 |
| YoY (%) | 295.1% | -72.8% | 100.2% | 18.8% | 18.1% |
| 毛利率 (%) | 34.3% | 16.7% | 17.7% | 18.1% | 18.0% |
| 每股收益 (元) | 0.92 | 0.25 | 0.50 | 0.59 | 0.70 |
| ROE | 23.8% | 6.6% | 11.8% | 12.3% | 12.7% |
| 市盈率 | 7.57 | 27.84 | 13.95 | 11.75 | 9.94 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 7,459 | 8,925 | 10,177 | 11,659 | 净利润 | 345 | 713 | 841 | 992 |
| YoY (%) | 7.8% | 19.7% | 14.0% | 14.6% | 折旧和摊销 | 468 | 404 | 463 | 513 |
| 营业成本 | 6,216 | 7,348 | 8,333 | 9,556 | 营运资金变动 | -57 | 207 | 332 | 319 |
| 营业税金及附加 | 66 | 106 | 114 | 128 | 经营活动现金流 | 967 | 1,389 | 1,703 | 1,893 |
| 销售费用 | 52 | 63 | 71 | 81 | 资本开支 | -458 | -1,001 | -902 | -915 |
| 管理费用 | 317 | 391 | 463 | 511 | 投资 | 9 | -97 | -75 | -68 |
| 研究费用 | 104 | 18 | 15 | -3 | 投资活动现金流 | -449 | -1,029 | -901 | -909 |
| 财务费用 | 207 | 249 | 285 | 325 | 股权募资 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -73 | -6 | -3 | -3 | 债务募资 | 488 | 121 | 157 | 190 |
| 投资收益 | 1 | 69 | 76 | 74 | 筹资活动现金流 | -462 | -6 | 66 | 91 |
| 营业利润 | 410 | 858 | 1,006 | 1,178 | 现金净流量 | 51 | 355 | 868 | 1,075 |
| 营业外收支 | -14 | -21 | -22 | -21 | | | | | |
| 利润总额 | 396 | 836 | 984 | 1,157 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 50 | 123 | 143 | 165 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 345 | 713 | 841 | 992 | 营业收入增长率 | 7.8% | 19.7% | 14.0% | 14.6% |
| 归属于母公司净利润 | 356 | 713 | 847 | 1,000 | 净利润增长率 | -72.8% | 100.2% | 18.8% | 18.1% |
| YoY (%) | -72.8% | 100.2% | 18.8% | 18.1% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.25 | 0.50 | 0.59 | 0.70 | 毛利率 | 16.7% | 17.7% | 18.1% | 18.0% |
| | | | | | 净利率 | 4.8% | 8.0% | 8.3% | 8.6% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 3.1% | 5.5% | 5.8% | 6.2% |
| 货币资金 | 2,186 | 2,540 | 3,408 | 4,483 | 净资产收益率 ROE | 6.6% | 11.8% | 12.3% | 12.7% |
| 预付款项 | 81 | 93 | 107 | 122 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 1,370 | 1,375 | 1,916 | 1,828 | 流动比率 | 0.74 | 0.77 | 0.85 | 0.93 |
| 其他流动资产 | 574 | 931 | 818 | 934 | 速动比率 | 0.48 | 0.54 | 0.59 | 0.71 |
| 流动资产合计 | 4,211 | 4,939 | 6,249 | 7,367 | 现金比率 | 0.38 | 0.40 | 0.46 | 0.57 |
| 长期股权投资 | 430 | 529 | 605 | 675 | 资产负债率 | 52.6% | 52.5% | 52.5% | 50.9% |
| 固定资产 | 5,214 | 5,814 | 6,350 | 6,850 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 578 | 690 | 763 | 845 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.73 | 0.74 | 0.76 |
| 非流动资产合计 | 7,250 | 7,904 | 8,376 | 8,803 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 11,461 | 12,842 | 14,625 | 16,170 | 每股收益 | 0.25 | 0.50 | 0.59 | 0.70 |
| 短期借款 | 1,619 | 1,739 | 1,894 | 2,084 | 每股净资产 | 3.76 | 4.23 | 4.83 | 5.53 |
| 应付账款及票据 | 3,402 | 3,829 | 4,579 | 4,925 | 每股经营现金流 | 0.68 | 0.97 | 1.19 | 1.32 |
| 其他流动负债 | 660 | 824 | 859 | 877 | 每股股利 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 5,681 | 6,392 | 7,333 | 7,885 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 304 | 304 | 304 | 304 | PE | 27.84 | 13.95 | 11.75 | 9.94 |
| 其他长期负债 | 42 | 42 | 42 | 42 | PB | 2.31 | 1.64 | 1.44 | 1.26 |
| 非流动负债合计 | 345 | 345 | 345 | 345 | | | | | |
| 负债合计 | 6,026 | 6,737 | 7,678 | 8,231 | | | | | |
| 股本 | 1,429 | 1,429 | 1,429 | 1,429 | | | | | |
| 少数股东权益 | 56 | 57 | 52 | 44 | | | | | |
| 股东权益合计 | 5,435 | 6,106 | 6,947 | 7,940 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 11,461 | 12,842 | 14,625 | 16,170 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

朱昊冉：建筑建材+新材料行业研究助理，香港理工大学理学硕士，北京交通大学工科学士，曾任职于百强房企战略部、上市公司投资部总监；主导多个基金管理和收并购项目，拥有5年建筑建材行业研究与4年投资经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|------------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。