

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 5.50元

当前股价: 5.33元

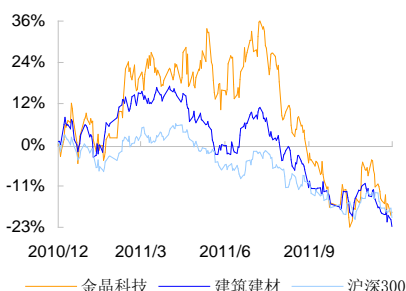
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2325.91
总股本(百万)	1422
流通股本(百万)	724
流通市值(亿)	39
EPS	0.61
每股净资产(元)	4.57
资产负债率	54.10%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金晶科技	-1.61	-21.01	-27.38
建筑建材	-13.78	-17.32	-23.27
沪深300指数	-8.77	-10.07	-15.57



相关报告

金晶科技-纯碱利润率升到历史高点, 业绩占比近一半 2011-08-30

金晶科技-浮法玻璃景气下行, 纯碱均价提升 2011-08-22

金晶科技-金晶科技-公司以能源管理模式转让余热发电项目 2011-07-10

金晶科技

600586

推荐

子公司滕州金晶资产收购点评

12月5日公司召开董事会, 审议通过了关于控股子公司滕州金晶收购滕州汇业玻璃二条800T/D优质浮法玻璃线及相关资产的议案。

投资要点:

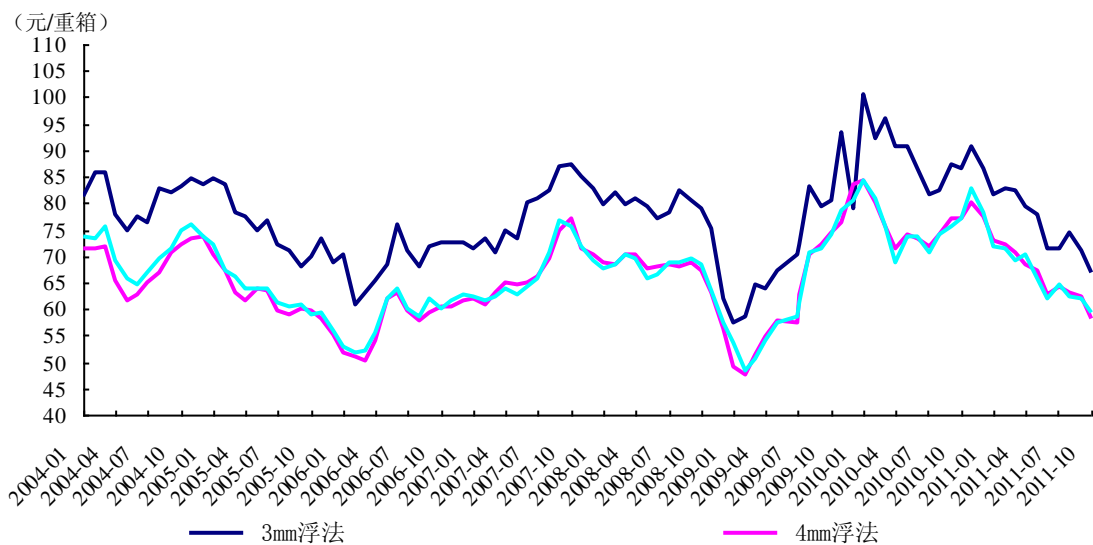
- **滕州金晶拟收购滕州汇业二条800T/D优质浮玻线及相关资产, 公司玻璃产能增长36%。**公司持有滕州金晶90%股权, 本次收购的两条玻璃线规模均为800T/D, 年产量合计1000万重箱。公司目前产能共2085万重箱(包括参股的廊坊二线), 本次收购相当于公司玻璃规模增长36%。
- **两条新线价格4.5亿元, 收购为低成本扩张。**两条玻璃线于2010年10月至2011年4月间投产, 为规模较大的新线; 公司以账面价值44927万元收购, 而评估价为49386万元, 增值率9.92%。参考南玻今年投产的吴江两线8.46亿元的投资额而言, 公司本次收购至少可节约40%的资金。在行业低迷时进行收购, 公司实现了低成本扩张。
- **收购玻璃线短期业绩贡献有限, 行业低迷预计明年下半年才能好转。**今年以来玻璃产能增长快速导致玻璃价格持续下跌。公司收购的两线上半年实现收入2.43亿元, 净利润仅125万元, 预计下半年已经亏损; 因此短期内对公司业绩贡献有限。目前玻璃价格较年初下跌近20%, 大多数玻璃企业处于亏损, 且企业停窑数目在增多。我们预计行业要在明年下半年才会有所好转。
- **关注公司募投项目进展情况。**公司10月28日将滕州金晶600T/D的生产线停产冷修, 一是由于窑炉到了设计窑龄, 二是借行业低迷时停产。公司募投项目原本计划一条太阳能超白玻璃线于明年一季度投产, 另一条建筑超白与1000万m²LOWE线将于明年四季度投产, 但是目前行业低迷情况下, 项目进展值得关注。
- **维持“推荐”投资评级。**我们预计公司11-13年的EPS为0.15、0.18、0.35元。维持对公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 行业需求低迷, 企业停窑进度慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3146	3192	3769	5808
收入同比(%)	34%	1%	18%	54%
归属母公司净利润	360	212	262	491
净利润同比(%)	206%	-41%	24%	87%
毛利率(%)	22.9%	18.8%	19.6%	21.4%
ROE(%)	13.4%	4.6%	5.4%	9.2%
每股收益(元)	0.25	0.15	0.18	0.35
P/E	20.82	35.38	28.61	15.28
P/B	2.78	1.64	1.55	1.41
EV/EBITDA	11	14	11	8

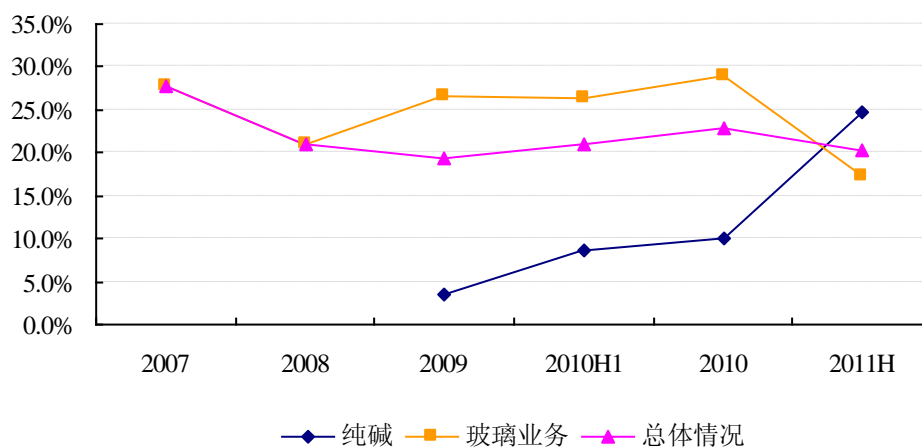
资料来源: 中投证券研究所

图 1 全国浮法玻璃价格情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司生产线汇总

生产线	日熔量 (t/d)	产能 (万重箱)	产能 (万吨)	权益比例	燃料	产品	投产时间
超白						高档、超白	
本部超白浮法和高档	600	360	18.0	100%	天然气		2004 年 12 月
	600+						
北京超白线	600	720	36.0	100%	天然气	超白	2012 年 1 季度、4 季度
紫外						高档	
线							
本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100%	天然气		2008 年 11 月
浮法						优质	
本部一线	525	315	15.8	100%	天然气		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	2004 年投产, 2011 年 10 月冷修
滕州福民	600	360	18.0	90%	煤焦油	优质	
滕州汇业一线	800	500	25.0	90%		优质	2011 年 12 月收购
滕州汇业二线	800	500	25.0	90%		优质	2011 年 12 月收购
廊坊金彪一线	600	360	18.0	45%	天然气	优质	2006 年 6 月收购
廊坊金彪二线	600	360	18.0	45%	天然气	优质	2006 年 7 月收购
中空玻璃							2010 年 7 月收购
建筑 LOW-E 镀膜 (离线)		230 万 m ² /年		100%			2010 年 7 月收购
玻璃 北京 LOW-E 生产线 (离线)		1000 万 m ² /年		100%			2012 年 1 季度
纯碱 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%			2011 年 4 月
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

表 2 盈利预测假设

	2010	2011E	2012E	2013E
优质浮法玻璃				
营业收入 (百万元)	1,095	810	1,245	1,540
+/-	31.9%	-26.0%	53.7%	23.7%
销量 (万重量箱)	1,369	1,209.00	1,779.00	2,139.00
价格(元)	80	67.00	70.00	72.00
营业成本 (百万元)	821	768	1,103	1,337
单位成本 (元)	60.00	63.50	62.00	62.50
毛利率	25.0%	5.2%	11.4%	13.2%
毛利	274	42	142	203
高档浮法玻璃				
营业收入 (百万元)	408	317	331	335
+/-	5.8%	-22.4%	4.5%	1.1%
销量 (万重量箱)	400	360.00	360.00	360.00
价格	102	88.00	92.00	93.00
营业成本 (百万元)	292	274	270	266
单位成本	73.00	76.00	75.00	74.00
毛利率	25.5%	13.6%	18.5%	20.4%
毛利	104	43	61	68

超白浮法玻璃

营业收入（百万元）		480	457	932	970
	+/-	71.9%	-4.8%	103.9%	4.1%
销量（万重量箱）		320	360.00	740.00	770.00
价格		150	127.00	126.00	126.00
营业成本（百万元）		282	335	673	708
单位成本		88.00	93.00	91.00	92.00
毛利率		41.3%	26.8%	27.8%	27.0%
毛利		198	122	259	262

纯碱

营业收入（百万元）		1,007	1,254	1,024	943
	+/-	41.5%	24.6%	-18.4%	-7.9%
销量（万吨）		76	76.00	63.00	58.00
价格		1,330	1,650.00	1,625.00	1,625.00
营业成本（百万元）		906	942	794	754
单位成本		1198	1,240.00	1,260.00	1,300.00
毛利率		10.0%	24.8%	22.5%	20.0%
毛利		100	312	230	189

深加工玻璃

营业收入（百万元）		124	354	236	2,020
	+/-	48.9%	185.5%	-33.3%	755.9%
销量（万m ² ）			230.00	230.00	1,230.00
价格（元/m ² ）			100.00	80.00	160.00
营业成本（百万元）		112	273	188	1,501
单位成本			70.00	60.00	118.00
毛利率		10.0%	23.0%	20.3%	25.7%
毛利		12	81	48	519

合计收入(百万元)		3,146.41	3,192.03	3,768.65	5,807.58
合计成本（百万元）		2,425.47	2,591.12	3,028.18	4,567.08
综合毛利率		22.91%	18.83%	19.65%	21.36%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1855	4251	4562	6471
现金	622	3034	3166	4354
应收账款	133	130	154	237
其他应收款	51	61	72	110
预付账款	264	233	242	365
存货	603	596	696	1050
其他流动资产	183	197	232	354
非流动资产	4184	4836	5348	5530
长期投资	310	300	310	320
固定资产	3433	3700	4070	4320
无形资产	180	180	180	180
其他非流动资产	261	656	788	711
资产总计	6039	9087	9910	12001
流动负债	1987	2868	3217	4585
短期借款	789	1000	900	900
应付账款	428	518	606	913
其他流动负债	770	1349	1712	2771
非流动负债	1280	1573	1773	1973
长期借款	868	1168	1368	1568
其他非流动负债	412	405	405	405
负债合计	3267	4441	4990	6558
少数股东权益	77	75	86	119
股本	590	1423	1423	1423
资本公积	1163	1995	1995	1995
留存收益	942	1154	1416	1907
归属母公司股东权益	2695	4572	4834	5325
负债和股东权益	6039	9087	9910	12001

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	482	1257	967	1632
净利润	375	209	273	524
折旧摊销	297	248	288	330
财务费用	141	132	146	153
投资损失	-35	-20	-20	-20
营运资金变动	-306	704	269	640
其他经营现金流	9	-17	11	5
投资活动现金流	-734	-872	-790	-490
资本支出	609	900	800	500
长期投资	0	-10	10	10
其他投资现金流	-126	18	20	20
筹资活动现金流	-77	2027	-46	47
短期借款	-410	211	-100	0
长期借款	61	300	200	200
普通股增加	0	833	0	0
资本公积增加	1	832	0	0
其他筹资现金流	271	-149	-146	-153
现金净增加额	-329	2412	132	1189

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3146	3192	3769	5808
营业成本	2425	2591	3028	4567
营业税金及附加	21	21	25	38
营业费用	83	83	100	157
管理费用	111	112	132	215
财务费用	141	132	146	153
资产减值损失	2	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	20	20	20
营业利润	397	270	354	693
营业外收入	50	5	10	15
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	444	275	364	708
所得税	69	66	91	184
净利润	375	209	273	524
少数股东损益	15	-3	11	33
归属母公司净利润	360	212	262	491
EBITDA	836	651	788	1176
EPS (元)	0.25	0.15	0.18	0.35

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	34.4%	1.4%	18.1%	54.1%
营业利润	122.4	-31.9%	31.0%	95.8%
归属于母公司净利润	206.0	-41.2%	23.7%	87.3%
获利能力				
毛利率	22.9%	18.8%	19.6%	21.4%
净利率	11.4%	6.6%	7.0%	8.5%
ROE	13.4%	4.6%	5.4%	9.2%
ROIC	11.1%	7.5%	8.7%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	48.9%	50.4%	54.6%
净负债比率	59.51	55.12%	51.05	41.90%
流动比率	0.93	1.48	1.42	1.41
速动比率	0.63	1.27	1.20	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.42	0.40	0.53
应收账款周转率	26	23	25	28
应付账款周转率	5.54	5.48	5.39	6.01
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.15	0.18	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.88	0.68	1.15
每股净资产(最新摊薄)	1.89	3.21	3.40	3.74
估值比率				
P/E	20.82	35.38	28.61	15.28
P/B	2.78	1.64	1.55	1.41
EV/EBITDA	11	14	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-08-30	金晶科技-纯碱利润率升到历史高点，业绩占比近一半
2011-08-22	金晶科技-浮法玻璃景气下行，纯碱均价提升
2011-07-10	金晶科技-金晶科技-公司以能源管理模式转让余热发电项目
2011-04-26	金晶科技-今年关注超白玻璃销量及纯碱均价提升
2011-02-25	金晶科技-超白玻璃为未来业绩增长点
2011-01-05	金晶科技-全年业绩预增两倍，纯碱与超白玻璃为两大功臣
2010-12-26	金晶科技-子公司“开源节流”，关注公司主业拓展

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, 7 年证券行业从业经验。

王海青, 王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711