

2011年8月15日

金晶科技

短期受益于纯碱价格上涨，中长期关注募投玻璃项目

A**未有评级**

600586.SS- 人民币 7.20

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	6	(13)	(10)	25
相对新华富时	14	(6)	(1)	30
A50 指数(%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	5,225
3个月日均交易额(人民币 百万)	315
净负债比率(%)	63
主要股东(%)	
山东金晶节能玻璃有限公司	32

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李大振是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资资讯业务资格

金晶科技主营业务包括纯碱和玻璃两部分，公司生产的纯碱除自用外还有约 65% 外销，上半年受益于价格上涨纯碱业务盈利大幅提升。从玻璃行业来看，行业新增产能压力较大，目前玻璃行业库存较高，而价格呈现下降的趋势，在地产调控的背景下，下游需求堪忧，浮法玻璃仍为公司目前最主要业务，不可避免受到行业景气度下降的影响。公司未来盈利的主要增长点在于募投项目的投产，预计募投项目将于 2013 年开始贡献业绩，目前看仍需等待。

主要发现：

- 纯碱为玻璃提供较稳定的原料，外销业务同比盈利大幅增长。公司生产的纯碱约有 35% 作为自身生产玻璃的原料，其余外销。纯碱价格自去年四季度大幅上涨以来一直维持在高位，上半年盈利能力同比大幅提升。
- 平板玻璃行业景气度不乐观。2010 年平板玻璃产量 6.3 亿重量箱，而今年上半年在建、拟建生产线对应待释放产能达 1 亿重量箱。目前行业库存较高，而价格呈现下降的趋势，公司浮法玻璃仍为公司最主要业务，不可避免受到行业景气度下降的影响。
- 募投项目将于 2013 年起全面释放，对业绩有较强增厚作用，但毛利率存在下行风险。公司募投项目将建设两条 600T/D 太阳能电池基板玻璃，建成后相对于原有生产线新增近 25% 产能，同时新增年产 1,000 万平方米 Low-E 镀膜玻璃生产线，但超白玻璃同样面临因新增生产线过快导致毛利率下行的风险。

图表 1. 投资摘要

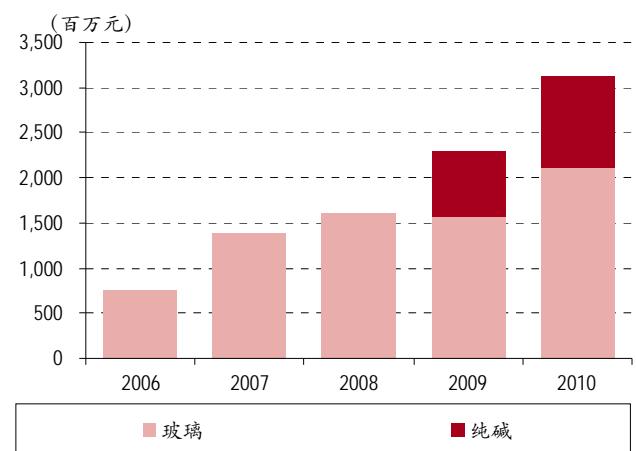
年结日：12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	2,314	3,146	3,611	4,034	5,469
增长率(%)	42	36	15	12	36
归属母公司股东净利润(百万元)	117	360	458	536	811
增长率(%)	3	207	27	17	51
摊薄每股收益(元)	0.199	0.506	0.322	0.377	0.570
市盈率(倍)	36.2	14.2	22.4	19.1	12.6
每股经营现金流量(元)	0.419	0.678	0.430	0.542	0.684

资料来源：公司数据及万得资讯

公司主要业务情况

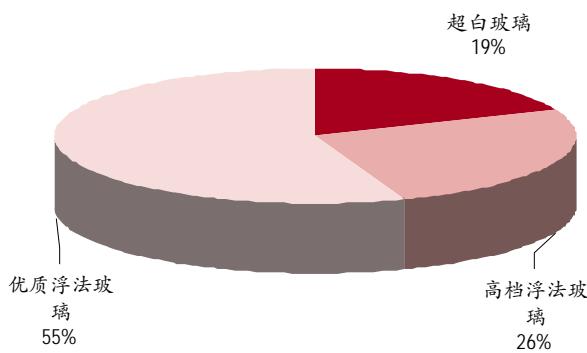
金晶科技是国内玻璃行业的龙头企业之一，主营业务包括玻璃和纯碱两部分，其中玻璃业务以 2010 年收入计算占公司总收入比重为 67%，公司生产的玻璃包括浮法玻璃、超白玻璃和 LOW-E 玻璃，其中 LOW-E 玻璃为 2010 年通过收购所得，超白玻璃为公司的传统优势所在，公司是国内第一家生产超白玻璃的公司，在技术、品牌方面居于行业龙头地位。

图表 2. 金晶科技玻璃与纯碱业务收入



资料来源：公司公告

图表 3. 金晶科技玻璃业务中主要品种所占比例



资料来源：公司公告

注：公司未公布 2010 年细分情况，故以 09 年收入计算

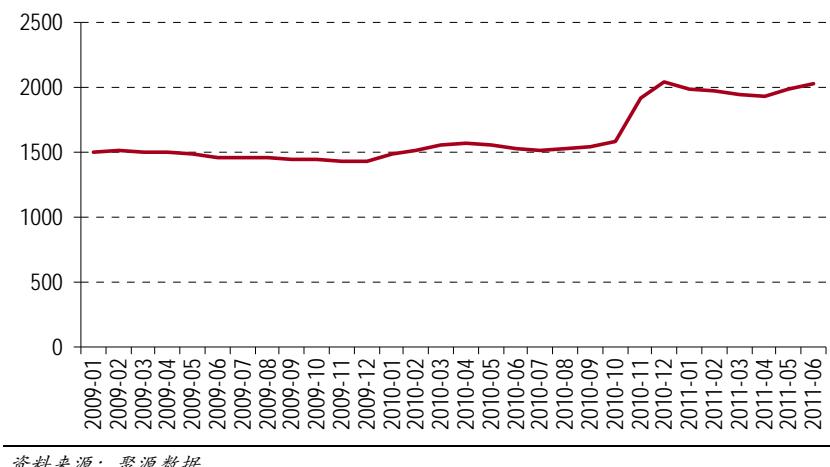
上半年纯碱价格同比大幅上涨 对整体业绩提升作用明显

公司拥有纯碱产能为 120 万吨，2010 年实际生产 106 万吨，其中轻质纯碱约占 1/3，其余为重质纯碱。公司生产的重质纯碱一部分作为生产玻璃的原料自产自用，这部分量约为 40 万吨左右，其余部分外销。

纯碱价格在 2010 年 10 月份出现一轮快速上涨行情，受到限电和下游需求旺盛影响，纯碱价格在两个月左右时间内由 1,500 元/吨上涨至 2,100 元/吨左右。从今年上半年的情况看，纯碱价格虽然较去年四季度价格高点有所下滑，但是仍然维持在高位。从纯碱业务的成本来看，盐、焦炭和蒸汽三项大概占成本的 60%-70%，公司生产的纯碱成本相对稳定，预计今年上半年纯碱业务毛利率在 25% 以上，如果上半年销售全年的预计总销量一半，则毛利润在 1.5 亿左右，去年同期仅为三千多万，同比改善明显。

从产业链角度来看，公司的玻璃业务由于拥有上游的纯碱供应，因此与同类企业相比具有成本方面的相对竞争优势，另一方面，由于公司扣除自给玻璃部分仍有大量外销纯碱，对公司整体毛利率的提升有较明显的作用。

图表 4. 纯碱价格走势



优质浮法玻璃行业景气下行

从公司现有产能情况来看，淄博本部有一条日熔量为 600 吨的生产线，另有一条可以生产超白或者防紫外线玻璃的生产线，可以根据订单的情况选择性生产。该条生产线的转换工艺已经比较成熟，刚开始的时候转换需要两周到三周，目前仅需一两天的时间即可实现品种的转换。除这两条超白生产线和一条 Low-E 生产线外，公司目前主要产品种类仍是优质浮法玻璃。

图表 5. 公司玻璃产能情况

		日熔量(t/d)	产能(万重箱)	产能(万吨)	权益比例	备注
超白	淄博本部超白玻璃	600	360	18	100%	
	淄博本部超白/紫外线玻璃	600	360	18	100%	根据需要生产超白或紫外线玻璃
浮法	北京超白线	600	360	18	100%	预计 2013 年初投产(募投项目)
	北京超白线	600	360	18	100%	预计 2013 年初投产(募投项目)
浮法	淄博本部	560	336	16.8	100%	
	淄博金星	550	330	16.5	100%	
	滕州金晶	600	360	18	90%	
	滕州福民	600	360	18	81%	
	廊坊一线	600	360	18	45%	
	廊坊二线	600	360	18	45%	
建筑玻璃	本部中空镀膜 LOW-E(离线)			230(万平米)	100%	
	北京 LOW-E 生产线(离线)			1000(万平米)	100%	预计 2013 年初投产(募投项目)

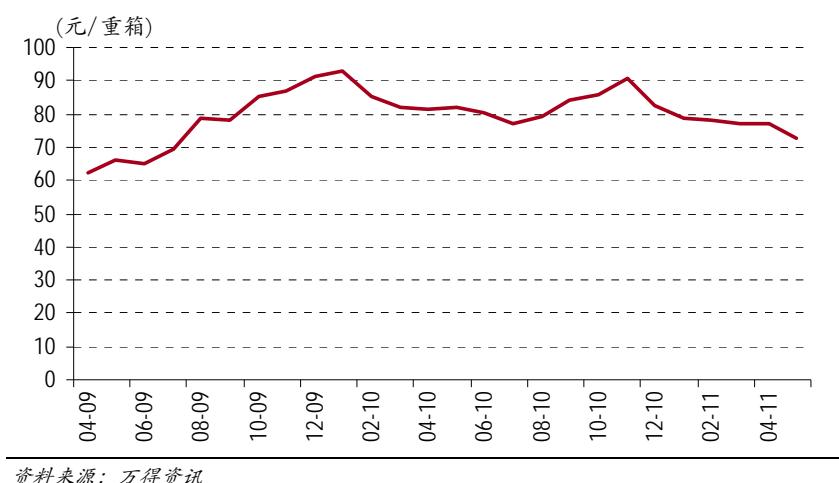
资料来源：公司数据

今年5月工业和信息化部发布《关于抑制平板玻璃产能过快增长引导产业健康发展的通知》，通知中提到我国平板玻璃产业产品同质化较高、重复建设严重，存在低端产品过剩、高端产品短缺的结构性问题。从数据上看，2010年新增平板玻璃生产线34条，新增产能1.3亿重量箱，全国平板玻璃产能已达8.9亿重量箱。2010年平板玻璃产量6.3亿重量箱，产能利用率已降至70%左右。而在2011年上半年目前各地尚有在建、拟建生产线30余条，待释放产能高达1亿重量箱。

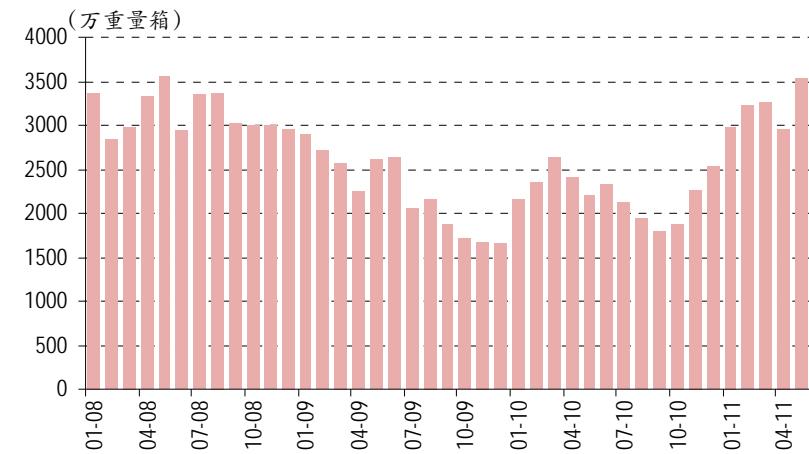
从目前已反映出来的情况来看，平板玻璃行业的情况不容乐观，浮法玻璃的价格在旺季出现了下降，单月产量虽然增长明显，但是从库存来看，库存量达到近三年的最高水平。从下游需求来看，房地产市场由于正在经历严厉的调控政策，预计未来一段时间玻璃需求仍然会比较平淡。

从公司目前的销售价格来看，目前普通浮法玻璃约80元/重箱，高档浮法玻璃约为90-100元/重箱，超白玻璃约150-160元/重箱。

图表6. 浮法玻璃加权平均价格走势向下

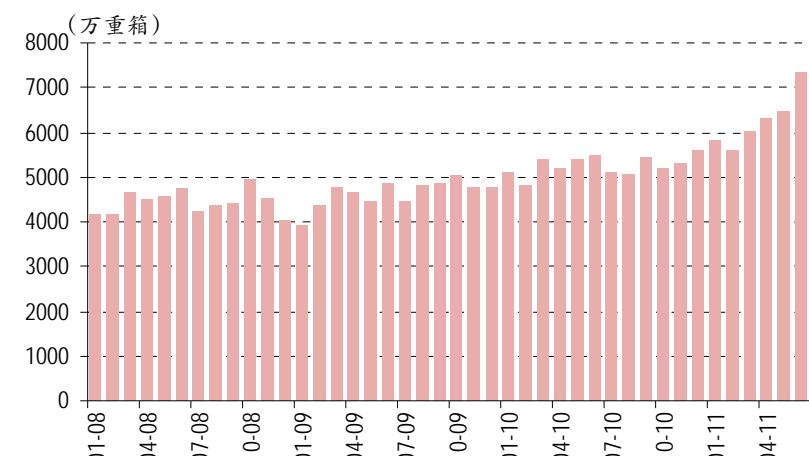


图表 7. 浮法玻璃库存量处于高位



资料来源：万得资讯

图表 8. 平板玻璃单月产量呈现上升趋势



资料来源：万得资讯

超白玻璃行业利润率下滑可能性较大

公司上半年通过非公开增发募集 15.7 亿元资金，募集资金将用于建设两条 600T/D 的太阳能电池基板生产线和年产 1,000 万平方米 Low-E 镀膜玻璃生产线及配套设施。根据目前的建设进度情况，预计太阳能基板生产线和 Low-E 镀膜玻璃生产线于 2013 年全面投产的可能性较大。两条太阳能电池基板生产线建成后将能够年产 720 万重箱超白玻璃，预计其中的 220 万重箱将为 Low-E 镀膜玻璃提供基板，其余 500 万重箱可以实现对外销售。

长期来看，公司募投的超白玻璃有广阔的市场空间。金晶科技生产的超白玻璃可以作为晶体硅太阳能电池和薄膜太阳能电池的电池基板，太阳能电池基板是太阳能光伏电池的重要组成部分，随着我国太阳能光伏产业的高速发展，超白玻璃需求广阔。根据欧盟联合研究中心的预测，到 2030 年可再生能源占总能源结构的比例将达到 30% 以上，太阳能光伏发电在世界总电力的供应中达到 10% 以上，太阳能电池行业仍有较大的发展空间。

短期来看，太阳能超白光伏玻璃由于有较高的毛利率，有大量的新增产能进入，根据我们的不完全统计，今年上半年新投产的超白光伏玻璃即有 108 万吨，未来行业毛利率很有可能呈现下行趋势，从目前公司的情况来看，超白销量较好，但是价格也难以上调，预计随着新增产能的释放，公司超白光伏玻璃业务的毛利率也会有所下调。

对于募投超白玻璃项目，从投产时间选择来看，原计划两条太阳能玻璃生产线上有一条将于 2012 年二季度投产，另一条于 2012 年四季度投产，但是目前来看，除了燃料供给进展低于预期以外，我们认为另一个比较重要的原因是公司根据市场选择投产时机。考虑到公司在超白玻璃领域有较强的品牌和技术优势，我们预计未来超白玻璃的毛利率小幅下行的概率较大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推測仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371