



产销趋于平衡，市场大回暖待时日 增持 维持评级

投资要点:

5月16日我们组织了前往山东淄博金晶科技的联合调研，与公司管理层进行深入交流。我们了解到，随着玻璃价格开始回升，公司经营状况也逐步好转，目前浮法玻璃价格达到62元/重量箱，并仍在缓慢上涨。但目前基本产销平衡，没有明显去库存的现象发生，公司认为行业回暖还有待于需求的复苏和产能的进一步减少。

报告摘要:

公司1-4月份业绩大幅下滑，期待涨价带来改善：平板玻璃1-4月份持续亏损，4月有所好转，仍亏损100多万；LOW-E玻璃一季度盈利70多万，相比去年全年的6-7百万大幅缩水；超白玻璃的毛利率由去年的20%多继续下滑；纯碱目前销售价格在1550元/吨，也处于亏损状态。公司普通浮法玻璃盈亏平衡点为不含税60元/重箱，目前价格达到62元，并仍在缓慢上涨，盈利能力有所改善，公司全年经营目标定为净利润1.5个亿，同比下滑20%。

行业处于绝对底部，3季度有望回暖。目前玻璃价格低于很多小型企业盈亏平衡点，已经处于绝对底部，不存在降价空间，未来主要看需求的增长，但行业性机会还是在于产能减少。去年有约60条停产，但建成和待投产的也60多条，今年到目前为止有4条线点火投产，还有20多条待点火。我们判断到3季度还会有十几条生产线停产，届时市场有望回暖。

超白浮法投放，改善产品结构。公司位于北京的两条600T/D超白浮法玻璃生产线将于今年投产，新增超白浮法产能约720万重量箱，将主要用于生产LOW-E玻璃原片。两条线投产后公司超白浮法玻璃的占比将达到25%，超白浮法玻璃具有较高的毛利率，将改善公司产品结构。

燃料成本有望进一步下降。公司大部分生产线使用天然气燃料，滕州的部分生产线采用天然气和石油焦混合燃料，较使用重油为燃料的企业具有一定成本优势。目前石油焦成本1000多/吨；天然气成本2.8元/m³，相当于3000多元/吨的重油。公司认为天然气价格有进一步下降的空间，有利于公司降低生产成本。

预计公司2012-2014年EPS分别为0.24、0.65和0.70元，对应当前股价的PE分别为20、7.5和7.0倍，给予“增持”评级。

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

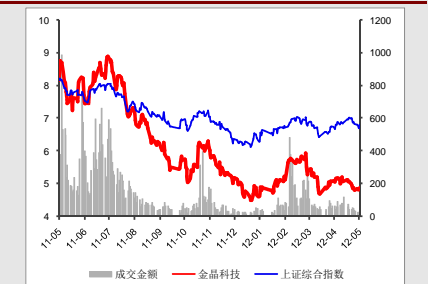
沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120331	123658	11505 股
20111231	125034	11378 股
20110930	126649	11233 股

数据来源: 港澳资讯

一、产销及价格情况

公司一季度业绩大幅下滑目前基本产销平衡，库存维持不变，没有明显去库存的现象发生。

平板玻璃 1-4 月都是亏的，4 月比一季度好些，只亏了 100 多万。目前普通浮法玻璃价格为 62 元/重箱（不含税），仍在微涨；颜色玻璃价格在 90 多块（含税）；超白玻璃的价格在 110 元（含税）。平板玻璃 60 元/吨（不含税）是盈亏平衡点。

深加工和 LOW-E 的销量同比也有所减少，去年 LOW-E 盈利 6-7 百万，今年一季度才 70 多万。下游市场不是很好，例如淄博当地几个大型房地产楼盘停工，银行惜贷很厉害，严重程度超过 09 年。

超白玻璃去年卖了 300 多万重箱，毛利率 20 多，今年会下降。北京项目投产后公司超白玻璃销售占比将达到 25%，公司超白生产线主要生产 low-e 原片，公司能够实现大板镀膜。公司超白产品做光伏没问题，但现在下游没需求，目前超白产品更多用于大型标志性建筑，在行业内具有一定技术优势，南玻的产品也不错。

目前纯碱销售价格在 1550 元/吨，还处于亏损状态。

公司今年经营目标定为净利润 1.5 个亿，同比下滑 20%。

二、产能情况

公司新收购的两条线都已经开工。今年北京有两条超白浮法玻璃生产线投产，为定向增发募投项目，预计其中一条 2 季度投产，另一条 4 季度投产，两条线投产后公司浮法玻璃总产能将达到 4000 万重箱。

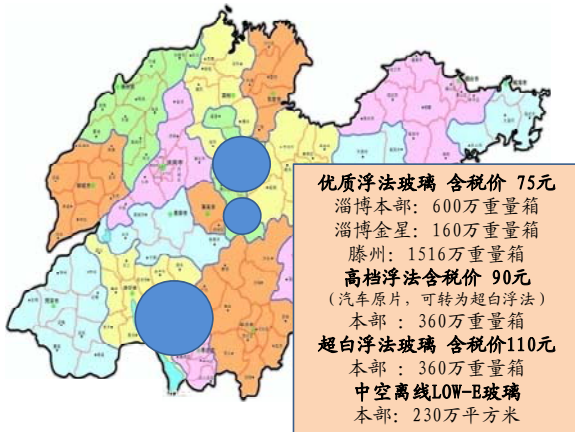
公司滕州有两条生产线处于正常冷修状态，目前不急于重新点火投产，但一旦市场情况好转就会重新投产。

图 1：全国内公司生产线布局

		生产线	股权比	规模	产能	权益产能	主要燃料
1	本部	一线优质浮法生产线	100%	550T/D	300	300	天然气
2		二线茶色玻璃生产线	100%	550T/D	300	300	天然气
3		五线超白浮法生产线	100%	600T/D	360	360	天然气
4		六线汽车玻璃原片	100%	600T/D	360	360	天然气
5		分公司（中空离线LOW-E玻璃）			230万平米	230万平米	
6	淄博金星	优质浮法	53.33%	550T/D	300	160	天然气
7	滕州金晶	优质浮法	90%	600T/D	360	324	混合燃料
8	滕州汇业	优质浮法	90%	800T/D	500	450	混合燃料
9		优质浮法	90%	800T/D	500	450	混合燃料
9	滕州福民	优质浮法	81%	600T/D	360	292	混合燃料
10	廊坊金彪	优质浮法	45%	600T/D	360	162	天然气
11		优质浮法	45%	600T/D	360	162	天然气
12	北京金晶太阳能	超白浮法	100%	600T/D	360	360	天然气
13		超白浮法	100%	600T/D	360	360	天然气
14		LOW-E玻璃	100%		1000万平米	1000万平米	天然气

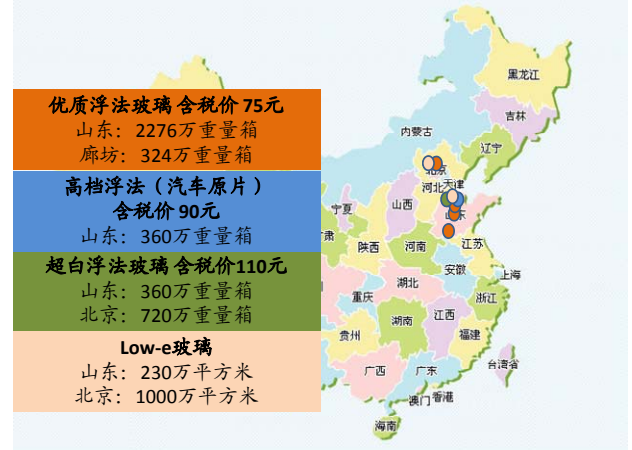
资料来源：金晶科技，宏源证券

图 2: 山东地区公司主要产能分布



资料来源: 金晶科技, 宏源证券

图 3: 全国内公司生产线布局



资料来源: 金晶科技, 宏源证券

三、行业情况

去年由于行业非常好, 上了很多生产线。

去年有约 60 条停产, 但建成和待投产的也 60 多条, 今年到目前为止有 4 条线点火投产, 还有 20 多条待点火。09 年玻璃产能才 6 亿重箱产能, 11 年 8 个亿重箱的产量, 产能更多。

目前玻璃价格已经在底部, 不存在降价空间, 未来主要看需求的增长, 但行业性机会还是在于产能减少。现在市场集中度也太低, 这次开会商量协议价格的全国 7 大玻璃集团, 总产能才占全国产能的 15%。

公司判断今年 3 季度玻璃会起来, 到时候可能又会有十几条线陆续停产, 导致市场改善。

华南地区玻璃涨到 1560-1580 元/吨, 准备涨到 1600, 原因是很多停产, 另有一些线改做颜色玻璃, 导致原片供给不足, 但担心北方玻璃运过去。

当前最艰难的企业是前两年投入了扩产基建项目, 现在又贷款困难没有钱的, 甚至有破产的可能。

公司增发融资了 15 亿元, 又做了 8 亿元的短融, 现金流充足, 能承受 2 年以上的亏损。公司希望市场低迷维持 2 年, 以便彻底洗牌。

认为减反玻璃市场不会大, 现在压花玻璃都要镀减反膜。南玻和中航三鑫的超白产品还不错, 旗滨还需要积累。公司和山东大学合作, 做了个双面减反射, 现在还没正常化生产。

四、燃料成本

公司大部分生产线使用天然气燃料, 滕州的部分生产线采用天然气和石油焦混合燃料。

石油焦成本 1000 多/吨; 天然气成本 2.8 元/m³, 相当于 3000 多元/吨的重油。公司一天天然气用量是全市居民一个月的用量。认为天然气价格还会往下走。

图 4：各种燃料燃烧状况及对玻璃生产影响比较

燃料	重油	煤焦油	天然气	石油焦粉
燃料的存储	易贮存	易贮存	靠外部管道供气	不宜大量贮存，易自燃
操作	易操作，自动化水平高	易操作	受供气流量、气压影响，不易稳定	操作环节多，不易稳定
对炉窑的影响	较其他燃料，能延长炉窑的寿命	火根温度高，喷火部分易受侵蚀	火飘，喧顶易受侵蚀	火浑，蓄热室温度高，格子体易堵塞
对燃烧器的影响	稍好	易积炭，燃烧器更换频繁	燃烧器使用时间最长	易积炭，燃烧器更换频繁，稍好于煤焦油
对玻璃生产的影响	符合质量标准，能够确保玻璃质量	结焦物严重时，易引起玻璃夹杂物缺陷	对玻璃质量好，相比其他燃料玻璃透明度高	燃料含铁高，易引起玻璃透光率低

资料来源：宏源证券

图 5：日熔量 600 吨/天玻璃熔窑各种燃料单耗和成本对比

燃料	重油	煤焦油	天然气	石油焦粉（高硫焦）
主要成分	C:83~87%; H:11~14%	葱油:30~50%; 沥青:50%以上	甲烷	炭
热值	41000KJ/kg	36400KJ/kg	33500KJ/立方米	33700KJ/kg
价格	5010元/吨	2700元/吨	2.88元/立方米	1400元/吨
用量	90吨/天	110吨/天	103000立方米/天	140吨/天
热量单耗 (KJ/kg玻璃液)	6200	6300	6400	7300
燃料成本 (万元/天)	45.09	29.7	29.6	19.6

资料来源：宏源证券

表 1：公司 2012、2013 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3296	3300	4278	5134	流动资产	3226	2131	3013	4188
营业成本	2679	2525	2525	3228	现金	1671	863	1581	2373
营业税金及附加	20	20	26	31	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	96	96	124	149	应收票据	214	215	278	334
管理费用	141	141	183	220	应收款项	144	142	184	221
财务费用	161	85	86	81	其它应收款	51	67	74	91
资产减值损失	3	(12)	0	0	存货	704	624	638	820
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	442	221	257	348
投资收益	14	15	15	15	非流动资产	4982	4964	4911	4864
					长期股权投资				
营业利润	209	460	1349	1440	投资	329	329	329	329

营业外收入	75	50	53	55	固定资产	3738	4278	4247	4220
营业外支出	3	3	3	3	无形资产	250	225	202	182
利润总额	282	507	1399	1492	其他	665	133	133	133
所得税	87	156	432	461	资产总计	8209	7096	7924	9052
净利润	195	350	967	1031	流动负债	2308	1700	1700	1943
少数股东损益	7	13	35	38	短期借款	745	789	789	789
归属于母公司					应付账款	679	640	640	818
净利润	188	338	932	994	预收账款	106	107	104	132
EPS (元)	0.13	0.24	0.65	0.70	其他	779	164	168	204
年成长率					长期负债	1389	585	586	588
营业收入	5%	0%	30%	20%	长期借款	570	570	570	570
营业利润	-47%	120%	194%	7%	其他	820	15	17	19
净利润	-48%	80%	176%	7%	负债合计	3698	2285	2287	2532
获利能力					股本	1423	1423	1423	1423
毛利率	18.7%	23.5%	41.0%	37.1%	资本公积				
净利率	5.7%	10.2%	21.8%	19.4%	金	1885	1885	1885	1885
ROE	4.2%	7.1%	16.9%	15.6%	留存收益	1130	1417	2209	3053
偿债能力					少数股东权益	85	97	133	170
资产负债率					归属于母公司所有者权益				
净负债比率	45.0%	32.2%	28.9%	28.0%	益	4437	4724	5516	6361
流动比率	22.2%	19.1%	17.1%	15.0%	负债及权益合计	8220	7107	7935	9063
速动比率	1.4	1.3	1.8	2.2					
营运能力									
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9					
存货周转率	6.9	7.2	6.5	6.2					
应收帐款周转率	5.1	5.2	5.3	5.0					
应付帐款周转率	9.0	9.3	10.2	9.7					
每股资料 (元)									
每股收益	0.13	0.24	0.65	0.70					
每股经营现金	0.37	0.68	0.93	0.99					
每股净资产	3.12	3.32	3.88	4.47					
每股股利	0.08	0.04	0.10	0.10					

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
金流	523	973	1327	1407
投资活动现金流				
金流	-1027	-400	-400	-400
筹资活动现金流				
金流	1666	-1381	-210	-214
现金净增加额	1162	-808	718	793

资料来源：宏源证券

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华东 区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com		
	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。