

率先受益行业回暖的全产业链玻璃企业

买入 评级

投资要点:

- 公司主营业务以浮法玻璃和纯碱为主,年底玻璃产能将达到4000万重箱,处于国内领先地位;同时积极拓展超白玻璃和玻璃深加工业务,为公司增长提供新动力。
- 公司玻璃业务净利润对于价格变化的弹性系数高达5.94,将率先受益于房地产启动带来的玻璃行业回暖。

报告摘要:

- 浮法玻璃的领先企业,打造全产业链。**公司早年主要从事浮法玻璃业务,2009年开始实现纯碱收益,并且逐年提升占比。2011年公司玻璃和纯碱的销售占比分别为60%和40%。公司浮法玻璃业务处于国内领先地位,涉足上游纯碱业务有利于抵御原材料价格波动带来的成本压力。预计公司年底将拥有浮法玻璃产能4000万重箱,其中高档汽车玻璃360万重箱,超白玻璃约1000万重箱。
- 玻璃行业处于绝对底部,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投产,届时市场有望回暖。
- 玻璃业务弹性大,受益“保增长”带来的房地产产业链机会。**我们的主要逻辑是今年作为政府换届承前启后的一年,“保增长”必然成为当前的首要任务,受益货币政策逐渐放宽,房地产和基建复苏将带动玻璃行业向上。公司对于玻璃价格具有较大弹性,业绩有望在今明两年得到快速增长。预计公司2012-2014年每股收益分别为0.24、0.65和0.70元,对应目前股价的PE为21、8和7倍,给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百)	3296	3300	4278	5134
营业利润(百)	209	460	1349	1440
净利润(百万)	188	338	932	994
每股收益(元)	0.13	0.24	0.65	0.70

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

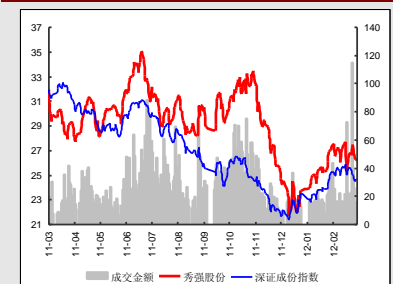
沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20111231		
20110930	1563.96	
20110630	1538.97	79.73%

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110930
基金持股		1458104
占流通A股比		6.23%
持股家数及进出情况		3

数据来源: 港澳资讯

目录

一、公司概况	4
(一) 股权结构: 增发股上市流通, 面临减持压力	4
(二) 主营业务: 玻璃+纯碱	4
(三) 玻璃产能集中在山东和北京	6
二、浮法玻璃业务弹性大, 价格底部回升	7
(一) 优质浮法玻璃和高档浮法玻璃价格企稳盈利	7
(二) 超白玻璃具有较强盈利能力和增长潜力	9
三、玻璃深加工业务带来新增长点	11
四、纯碱业务受益下游玻璃回暖	12
五、盈利预测和投资建议	14

插图

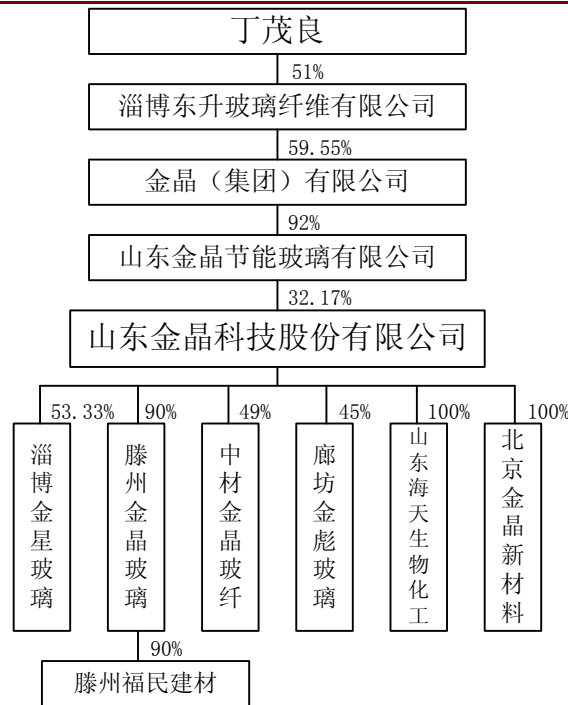
图 1-1: 公司股权结构	4
图 1-2: 公司近几年的解禁股份	4
图 1-3: 公司纯碱和玻璃业务收入占比变化	5
图 1-4: 公司 2011 年分业务营业收入和利润	5
图 1-5: 分产品的主营业务销售收入 (百万元)	5
图 1-6: 分地区主营业务销售收入 (百万元)	5
图 1-7: 平板玻璃制造行业毛利率不断下降	5
图 1-8: 公司各项产品的毛利率水平	5
图 1-9: 全国平板玻璃产量	6
图 1-10: 全国内公司生产线布局	6
图 1-11: 山东地区公司主要产能分布	6
图 1-12: 全国内公司生产线布局	6
图 2-1: 浮法玻璃月度库存变化	7
图 2-2: 平板玻璃产量和房屋施工面积的月度同比值	7
图 2-3: 主要城市浮法玻璃价格数据	7
图 2-4: 主要城市浮法玻璃价格数据	7
表 2-1: 优质浮法玻璃的销量价格及利润测算	8
表 2-2: 2012 年优质浮法玻璃贡献 EPS 敏感性分析	8
表 2-3: 2012 年优质浮法玻璃贡献利润弹性分析	8
表 2-4: 高档浮法玻璃的销量价格及利润测算	9
表 2-5: 2012 年高档浮法玻璃贡献利润敏感性分析(百万元)	9
图 2-1: 超白玻璃	10
图 2-2: 太阳能超白玻璃	10
表 2-6: 超白玻璃的销售价格及净利润	10
图 2-3: 超白玻璃利润敏感性分析(百万元)	10
图 2-4: 超白玻璃 EPS 敏感性分析(百万元)	10
图 3-1: Low-E 镀膜玻璃	11
图 3-2: Low-E 中空玻璃产品	11
图 3-3 阳光控制膜玻璃	12
图 3-4: 彩釉玻璃	12
表 2-8: low-e 玻璃的销售价格及净利润	12
图 4-2: 重质纯碱	13
图 4-3: 轻质纯碱	13
图 4-1: 重质纯碱价格走势	13
图 4-2: 轻质纯碱价格走势	13
图 5-1: 三项费用率预测	14
图 5-2: 公司净利润预测及增速	14
公司 2012-2014 年公司利润预测	15

一、公司概况

(一) 股权结构：增发股上市流通，面临减持压力

金晶科技组建于1999年，位于山东省淄博市，由山东玻璃总公司发起设立。2002年在上海证券交易所上市，目前，控股股东是山东金晶节能玻璃有限公司，实际控制人是丁茂良。

图 1-1: 公司股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券

公司2011年3月15日非公开增发行12127万股，分红转增后为24254万股，摊薄增发价6.5元。该部分股票于今年3月15日上市流通，占流通股数的25%，占总股本的17%，其股东存在减持可能，对公司股价造成一定压力。

图 1-2: 公司近几年的解禁股份

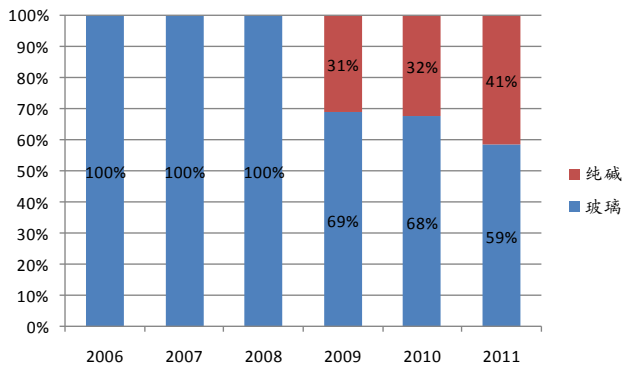
解禁日期	股东名称	解禁股份数量(万股)	占已流通股数量比例	占总股本比例	限售股份数量(万股)	解禁股份类型
2014-01-10	山东金晶节能玻璃有限公司	31,333	32.40%	22.02%	7,113.5	股权分置限售股份
2013-01-10	山东金晶节能玻璃有限公司	7,114	7.36%	5.00%	38,446.3	股权分置限售股份
2012-03-15		24,254	25.08%	17.05%	45,559.8	定向增发机构配售股份
2008-08-11		14,438	39.85%	24.47%	22,779.9	定向增发机构配售股份

数据来源：WIND，宏源证券研究所

(二) 主营业务：玻璃+纯碱

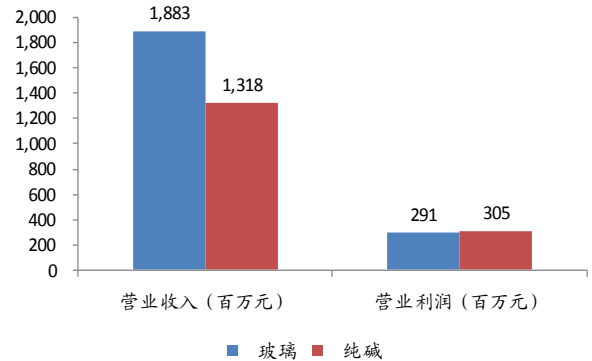
公司早年主要从事浮法玻璃业务，2007年非公开增发募集资金开拓玻璃上游的纯碱业务，主要通过子公司山东海天经营，2009年开始实现销售，并且占比逐年提升。2011年公司玻璃销售收入占60%，纯碱的销售收入占40%。

图 1-3: 公司纯碱和玻璃业务收入占比变化



资料来源: 宏源证券

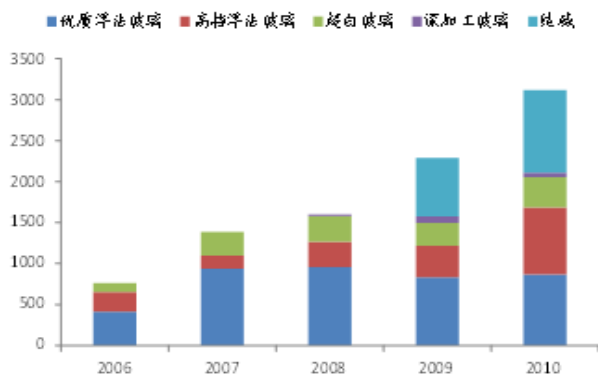
图 1-4: 公司 2011 年分业务营业收入和利润



资料来源: WIND, 宏源证券

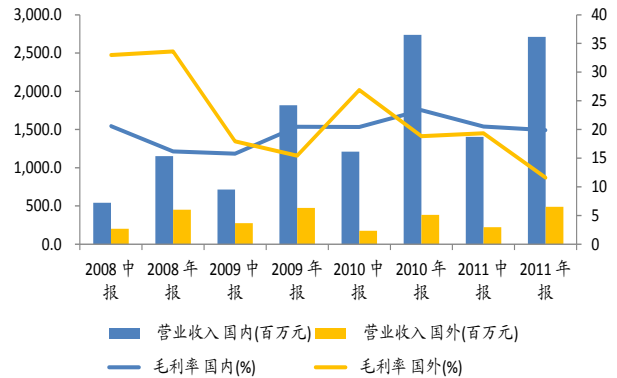
公司 2011 年实现净利润主营业务收入 32.96 亿元、净利润 1.88 亿元, 分别同比增长 4.74% 和 -47.88%。业绩下滑的主要原因是玻璃售价下滑和原材料价格上涨, 导致毛利率下滑 4.2 个百分点至 18.7%。2012 年 1 季度, 公司综合毛利率继续下滑至 9.8%, 进入 2 季度以来, 行业已经见底反弹, 玻璃售价有所回升。

图 1-5: 分产品的主营业务销售收入 (百万元)



资料来源: WIND, 宏源证券

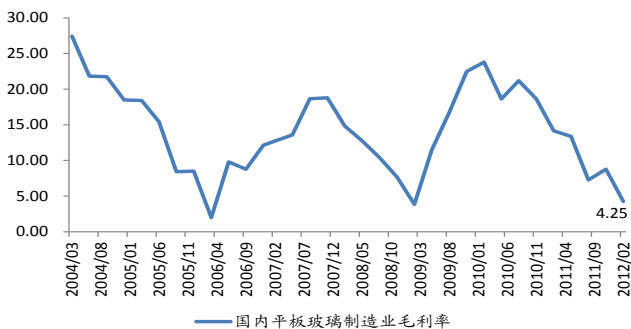
图 1-6: 分地区主营业务销售收入 (百万元)



资料来源: WIND, 宏源证券

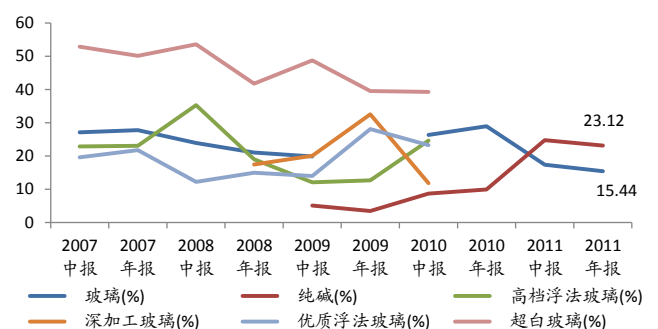
平板玻璃制造业的盈利能力存在较强的周期性, 近两年由于产能过剩, 毛利率水平不断降低。公司在国内超白玻璃领域拥有寡头地位, 超白玻璃具有高毛利率和需求高增长, 竞争主要来自于海外的公司和产品。但近年来随着国内公司进入超白玻璃生产领域, 销售价格和毛利率有所降低。

图 1-7: 平板玻璃制造行业毛利率不断下降



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 1-8: 公司各项产品的毛利率水平

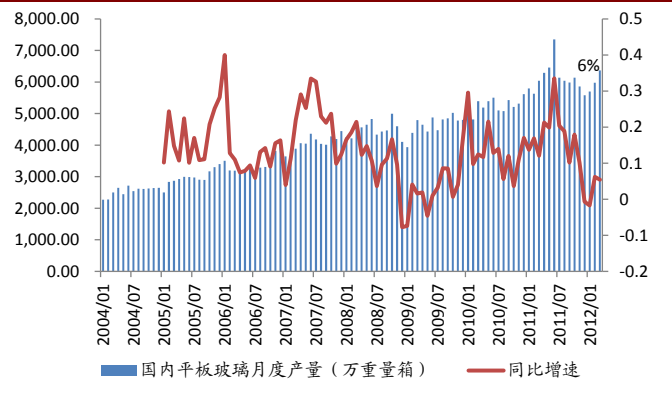


数据来源: WIND, 宏源证券研究所

(三) 玻璃产能集中在山东和北京

截止至 2012 年公司的优质浮法玻璃的产能是 2960 万重量箱，高档浮法玻璃（汽车玻璃原片生产线）的产能是 360 万重量箱，超白玻璃产能共有 1080 万重量箱，另有 low-e 玻璃本部 230 万平方米和北京 1000 万平方米。

图 1-9: 全国平板玻璃产量



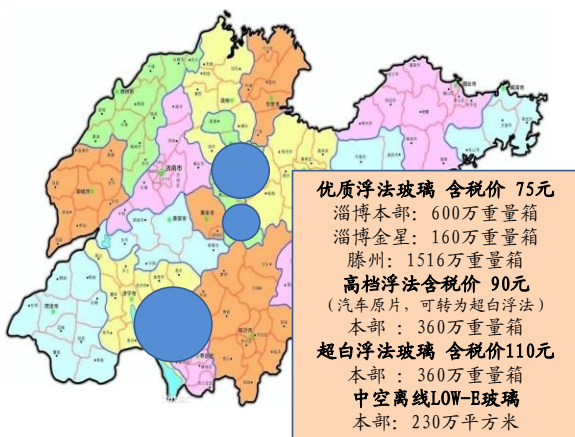
数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 1-10: 全国内公司生产线布局

序号	公司	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

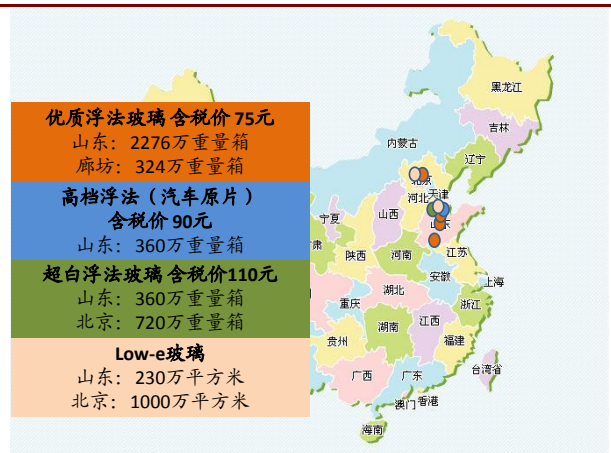
资料来源: 金晶科技, 宏源证券

图 1-11: 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 1-12: 全国内公司生产线布局



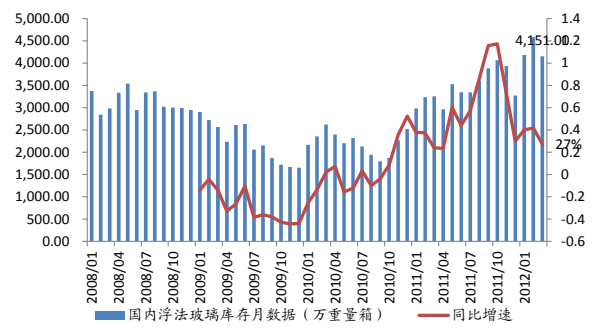
资料来源: 金晶科技, 宏源证券

二、浮法玻璃业务弹性大，价格底部回升

(一) 优质浮法玻璃和高档浮法玻璃价格企稳盈利

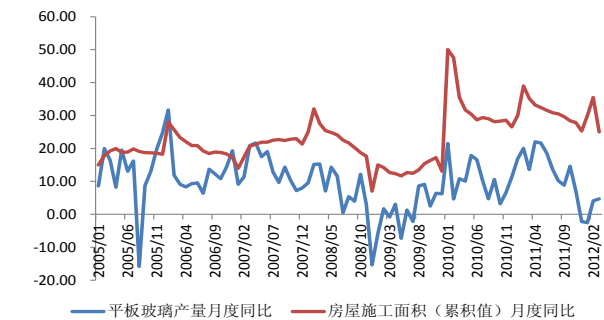
公司目前年产优质浮法玻璃的产能为3340万重量箱，高档浮法玻璃只有一条生产线，在本部生产汽车玻璃原片。由于2011年玻璃产能增长较快，并且玻璃行业下游房地产受压制使下游需求收缩，浮法玻璃库存不断增加，价格由年初持续下降。2011年玻璃行业内现在已有部分企业出现亏损，公司的浮法玻璃业务处于盈亏边缘。目前，天气回暖下游基建开工带动玻璃需求复苏，玻璃库存有所下降。

图 2-1: 浮法玻璃月度库存变化



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

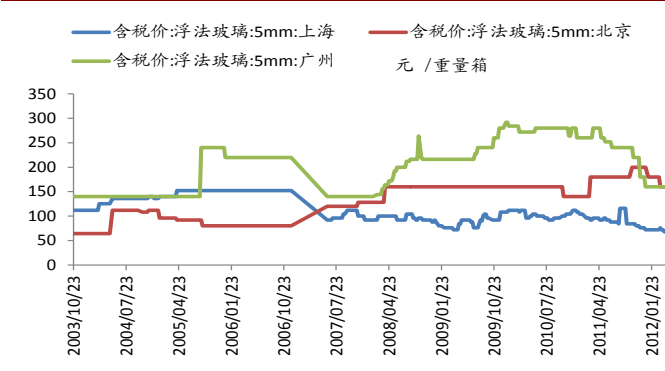
图 2-2: 平板玻璃产量和房屋施工面积的月度同比值



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

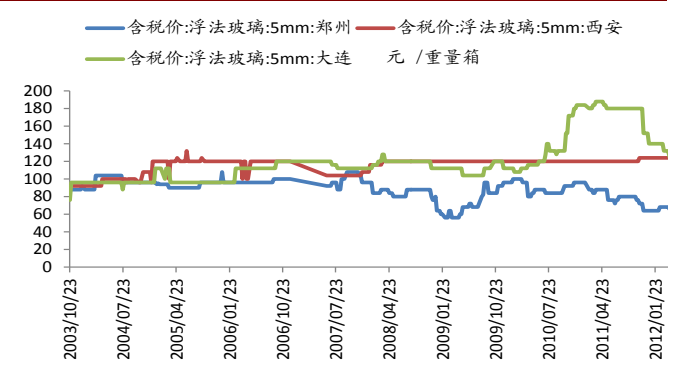
上海和郑州的浮法玻璃价格为60元/重量箱，其他城市的浮法玻璃价格约为120元/重量箱，2011年全国平板玻璃的总产量约为7亿重量箱。

图 2-3: 主要城市浮法玻璃价格数据



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-4: 主要城市浮法玻璃价格数据



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

浮法玻璃行业处于亏损边缘，去年优质浮法玻璃的不含税价67元，营业成本60元，基本盈亏平衡。2012年优质浮法玻璃的价格“先低后高”逐渐走出低谷，目前公司优质浮法含税价75元/重量箱，不含税价格为64元/重量箱，预计全年的不含税价格回升到68元。去年营业成本在60元，今年计划降低成本15%，则成本为51元。毛利为17元/吨，公司优质浮法玻璃产能为3340万重量箱，假定销售2000万重量箱，毛利3.13亿元。三项费用率保持在12%，所得税30%，计算得净利润为1.1亿元。

表 2-1: 优质浮法玻璃的销量价格及利润测算

优质浮法玻璃	2011	2012E	2013E	2014E
单位售价 (元/重量箱)	67.0	67.7	74.4	75.2
增长率 (YOY)	-14.54%	1.49%	4.41%	4.23%
产能 (万重量箱)	1,320.00	3,340.00	3,340.00	3,340.00
产量 (万重量箱)	1,320.00	2,000.00	2,400.00	2,800.00
产能利用率	100.00%	59.88%	71.86%	83.83%
销量 (万重量箱)	1,320.00	2,000.00	2,400.00	2,800.00
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	884.4	1,353.4	1,786.5	2,105.1
增长率 (YOY)	-19.60%	53.78%	25.29%	21.60%
毛利率	10.45%	25.00%	26.76%	27.03%
单位成本 (元/重量箱)	60	52	52	54
销售成本 (百万元)	792.0	1,040.0	1,248.0	1,512.0
增长率 (YOY)	-4.32%	28.79%	22.35%	21.15%
毛利 (百万元)	92.4	313.4	538.488	593.07836
增长率 (YOY)	-66.05%	267.97%	34.12%	22.81%
净利润 (百万元)	-4.5	110.4	270.5	277.3
EPS	0.00	0.08	0.19	0.19

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

EPS对于优质浮法玻璃的价格变化弹性系数高达**5.94**, 如果玻璃价格回升10%, 则EPS回升59.4%。一旦下游需求复苏, 玻璃价格上升, 公司的利润将大幅上涨。

表 2-2: 2012 年优质浮法玻璃贡献 EPS 敏感性分析

含税价	不含税价	1,600.0	2,000.0	2,400.0
74.9	64.0	0.03	0.04	0.05
79.6	68.0	0.06	0.08	0.09
84.2	72.0	0.09	0.12	0.14
86.6	74.0	0.11	0.14	0.17
88.9	76.0	0.13	0.16	0.19

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

表 2-3: 2012 年优质浮法玻璃贡献利润弹性分析

价格变动百分比	EPS变动百分比		
	-5.73%	-34.12%	-34.07%
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
6.18%	36.67%	36.73%	36.60%
10.74%	63.73%	63.89%	63.66%
15.29%	90.78%	90.89%	90.85%
EPS对价格变动的弹性	5.95	5.94	5.95
	5.94	5.95	5.93
	5.94	5.95	5.93
	5.94	5.94	5.94

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

目前公司有一条高档浮法玻璃生产线, 产能为360万重量箱, 含税价格在95元。随着玻璃行业回暖, 预期今年不含税均价在99元, 对应含税价格103元。成本去年为68元/重量箱, 公司计划降低成本15%至57.8元。毛利45.2元, 销售高档浮法玻璃360万重量箱, 则毛利1.63亿元。

表 2-4: 高档浮法玻璃的销量价格及利润测算

高档浮法玻璃	2011	2012E	2013E	2014E
单位售价 (元/重量箱)	84.0	88.2	97.0	96.0
增长率 (YOY)	9.09%	-8.33%	1.30%	2.56%
产能 (万重量箱)	360	360	360	360
产量 (万重量箱)	360	360	360	360
产能利用率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万重量箱)	370	360	360	360
产销率	102.78%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	310.8	317.52	349.272	345.77928
增长率 (YOY)	-23.84%	-10.81%	1.30%	2.56%
毛利率	19.05%	24.94%	25.64%	27.50%
单位成本 (元/重量箱)	68	57.8	58	58
销售成本 (百万元)	251.6	208.08	208.8	208.8
增长率 (YOY)	-13.69%	-17.30%	0.35%	0.00%
毛利 (万元)	59.2	109.44	140.472	136.97928
增长率 (YOY)	-49.23%	16.76%	4.17%	10.00%
净利润 (百万元)	12.58	61.81	88.08	85.11
EPS	0.009	0.043	0.062	0.060

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

当下高档浮法玻璃的不含税价为90元左右, 如果按照公司预计降低成本85%, 含税价103元, 销量360万重量箱, 则高档浮法玻璃净利润8800万元, 对应EPS为0.043元; 如果公司成本降低90%, 含税价103元, 销量360万重量箱, 则高档浮法玻璃净利润3400万元, 对应EPS为0.024元。

表 2-5: 2012 年高档浮法玻璃贡献利润敏感性分析(百万元)

含税价	不含税价	成本85%--57.8	EPS	成本90%---61.2	EPS
98.3	84.0	48.96	0.034	26.93	0.019
100.6	86.0	55.08	0.039	30.29	0.021
103.0	88.0	61.81	0.043	34.00	0.024
105.3	90.0	67.32	0.047	37.03	0.026
107.6	92.0	73.44	0.052	40.39	0.028

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

(二) 超白玻璃具有较强盈利能力和增长潜力

公司是国内的超白玻璃龙头, 产品主要应用于建筑、太阳能与家电。目前公司超白浮法价格140元/重量箱(含税), 生产成本96-97元/重量箱。一重量箱大约赚30块钱毛利, 毛利率30%左右。由于超白玻璃中约8成用于建筑方面, 2011年受制房地产调控, 再加上成本上升, 盈利能力下滑。目前进入超白浮法的企业在增多, 因此超白玻璃较高的毛利率未来将回归正常。公司表示国内高档超白浮法用量公司占比高, 销路不愁, 大部分客户会选择公司的超白浮法。

超白玻璃是利用高新技术制作的一种健康、环保、绿色的高档玻璃产品, 具有晶莹剔透水晶质感和高清晰度, 可塑性好, 便于加工。太阳能超白玻璃是一种高透光率的低铁玻璃, 透光率在91%以上, 是一种具有高透光性、高稳定性和良好的可加工性能的太阳能光伏和光热产品的专用玻璃。超白浮法的成本贵在硅砂, 一吨超白砂到厂价要395-400元/吨, 而普通砂只要110元/吨。此外投资成本也高, 公司北京两条超白线600t/d, 投了10个亿。而一个普通浮法玻璃600t/d的投资只要1.5个亿, 每吨的投资是普通浮法的3.3倍。

图 2-1: 超白玻璃


数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 2-2: 太阳能超白玻璃


数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

超白玻璃目前含税价格约为 115 元/重量箱, 已出现上涨趋势, 预计全年均价在 123 元。公司目前有三条超白玻璃生产线, 3*360 万重量箱共计 1080 万重量箱。预计 2012 年销量为 500 万重量箱, 2013 年销量为 750 万重量箱, 销量变动对净利润影响的分析如表 2-6。2011 年成本为 92 元/重量箱, 如果按照公司的计划成本降低 15%, 为 77 元/重量箱。2012 年超白浮法玻璃每重量箱的毛利为 38 元, 贡献毛利 1.9 亿元。

表 2-6: 超白玻璃的销售价格及净利润

超白浮法玻璃	2011	2012E	2013E	2014E
单位售价 (元/重量箱)	140.0	115.0	126.5	126.5
增长率 (YOY)	-4.11%	-29.79%	1.74%	2.00%
产能 (万重量箱)	340.00	500.00	1,200.00	1,200.00
产量 (万重量箱)	340.00	500.00	1,150.00	1,200.00
产能利用率	100.00%	100.00%	95.83%	100.00%
销量 (万重量箱)	340.00	500.00	1,150.00	1,200.00
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	476.0	575.0	1,454.8	1,518.0
增长率 (YOY)	-0.90%	3.25%	52.61%	46.88%
毛利率	34.29%	21.66%	22.00%	21.57%
单位成本 (元/重量箱)	92	77	78	80
销售成本 (百万元)	312.8	385.0	897.0	960.0
增长率 (YOY)	10.55%	23.08%	51.95%	47.69%
毛利 (百万元)	163.2	190.0	557.8	558.0
增长率 (YOY)	-17.33%	-34.77%	55.00%	44.00%
净利润 (百万元)	91.8	103.8	339.5	330.3
EPS	0.06	0.07	0.24	0.23

数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 2-3: 超白玻璃利润敏感性分析(百万元)

含税价	不含税价	500万重量箱	600.0	700.0
110.0	94.0	12.00	14.50	17.10
115.0	98.3	18.00	21.70	25.50
120.0	102.6	24.00	28.90	33.90
125.0	106.8	29.90	36.10	42.30
130.0	111.1	35.90	43.30	50.70

数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 2-4: 超白玻璃 EPS 敏感性分析(百万元)

含税价	不含税价	500万重量箱	600.0	700.0
110.0	94.0	0.008	0.010	0.012
115.0	98.3	0.013	0.015	0.018
120.0	102.6	0.017	0.020	0.024
125.0	106.8	0.021	0.025	0.030
130.0	111.1	0.025	0.030	0.036

数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

三、玻璃深加工业务带来新增长点

目前玻璃深加工业务已LOW-E玻璃为主，并逐步拓展到阳光控制膜玻璃、机车玻璃、彩釉玻璃等。玻璃深加工是技术进步和消费升级的必然选择，将为公司带来新的增长点。

1、低辐射镀膜玻璃(Low-E玻璃)，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。提供单银Low-E玻璃、双银Low-E玻璃、阳光控制Low-E玻璃、可异地钢化加工Low-E玻璃以及相关节能复合玻璃产品。

2、Low-E中空玻璃产品，已成为现代建筑的首选，它的功能不再是简单的挡风遮雨，而是集保温、隔热、节能、安静等多种功能与一身，为人们提供冬暖夏凉，四季宜人，节能环保而又通透明亮的舒适生活空间。

3、阳光控制膜玻璃（也称热反射玻璃），是在优质浮法玻璃表面镀一层或多层金属或其他化合物组成的薄膜，使产品呈现丰富的色彩，对可见光透过率有较宽的调节范围，对近红外有一定的反射率，是较理想的建筑装饰材料，广泛应用于建筑玻璃幕墙。

4、机车玻璃：公司有着十多年机车玻璃生产经验，并拥有自己生产原片、有色玻璃、low-e镀膜玻璃等资源优势，工艺成熟，技术先进，经验丰富，除普通机车玻璃外，还为北京地铁5号线，10号线，13号线，天津城轨，天津滨海二期，上海地铁6号线，8号线，武汉城轨，深圳地铁以及出口伊朗地铁延长线，泰国地铁等配套各种结构的车窗，门玻璃。

5、工程玻璃用途众多，有夹胶玻璃、彩釉玻璃、钢化玻璃、防弹玻璃等。

在建筑能耗中，通过玻璃门窗造成的能耗占到了建筑总能耗的40%-50%，幕墙建筑中高达90%以上。Low-E玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。其镀膜层具有对可见光高透及对中远红外线高反射的特性（能将80%以上的远红外热辐射反射回去），使其与普通玻璃及传统的建筑用镀膜玻璃相比，具有优异的隔热效果和良好的透光性。冬季，它对室内暖气及室内物体散发的热辐射，可以像一面热反射镜一样，将绝大部分反射回室内，保证室内热量不向室外散失，从而节约取暖费用。夏季，它可以阻止室外地面、建筑物发出的热辐射进入室内，节约空调制冷费用。正是由于LOW-E玻璃的这些优良特性，所以称其为环保的建材产品。

新的产品是遮阳低辐射玻璃（又称为SUN-E玻璃，是在LOW-E玻璃的基础上开发的新产品，属于LOW-E系列产品），阻断热传递效果更佳，适宜南方炎热地区选用。这种玻璃可以在生产时根据不同地区的年均气温，调整太阳辐射透过率，降低遮阳系数，达到最佳节能效果。从能源政策意义上讲，遮阳低辐射玻璃更为重要，因为在同样温差下，用于制冷的能量比用于采暖的能量大得多（室内温度每降低1℃所需能量是升高1℃的两倍），因而在夏季室外温度较高地区使用遮阳低辐射玻璃或由遮阳低辐射玻璃制成的中空玻璃更为有利。

图 3-1: Low-E 镀膜玻璃



数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 3-2: Low-E 中空玻璃产品



数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 3-3 阳光控制膜玻璃



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 3-4: 彩釉玻璃



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

离线 LOW-E 产品膜技术相对多样, 需根据客户不同要求变化产品技术指标, 需要花时间和精力调整生产线生产不同膜系的产品, 有可能导致生产线不能全天候满负荷运转。北京地区 1000 万平方米 low-e 镀膜玻璃预计二季度投产, 由于我们保守预计全年只能贡献一个季度左右的产品, 销售 250 万平方米左右, 市场价格 180 元/平米, 对应 155 元/平 (不含税), 计算 Low-e 业务贡献利润 2380 万元。

表 2-8: low-e 玻璃的销售价格及净利润

LOW-E玻璃	2011	2012E	2013E	2014E
单位售价 (元/平米)	160.0	155.0	170.5	168.8
销量 (万平米)	100	250	500	750
销售收入 (百万元)	160	387.5	852.5	1265.9625
增长率 (YOY)		142.19%	120.00%	48.50%
毛利率	12.50%	16.13%	26.69%	25.95%
单位成本 (元/平米)	140.0	130.0	125.0	125.0
销售成本 (百万元)	140	325	625	937.5
增长率 (YOY)		132.14%	92.31%	50.00%
毛利 (百万元)	20.00	62.50	227.50	328.46
增长率 (YOY)		212.50%	264.00%	44.38%
净利润 (百万元)	4.0	23.8	142.3	201.9
EPS	0.003	0.017	0.100	0.142

数据来源: 公司公告, 宏源证券研究所

四、纯碱业务受益下游玻璃回暖

纯碱即碳酸钠 (Na_2CO_3), 大部分用于工业, 小部分为民用。在工业用纯碱中, 下游主要是轻工、建材、化学工业, 约占 2/3。玻璃工业是纯碱的最大消费部门, 每吨玻璃消耗纯碱 0.2 吨。一重量箱浮法约等于 50 千克玻璃需要用纯碱 10 公斤, 一吨玻璃需要 0.2 吨纯碱。公司纯碱业务主要在全资子公司山东海天生物化工有限公司, 拥有 100 万吨纯碱生产能力, 此外山东海天在建 5 万吨小苏打项目。预计到 2012 年底, 我国纯碱生产能力将达到 3000 万吨。海天生化年产 100 万吨纯碱项目, 为优质低盐重质纯碱 40 万吨/年, 普通重碱 40 万吨/年, 普通轻质纯碱 20 万吨/年。

图 4-2: 重质纯碱



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

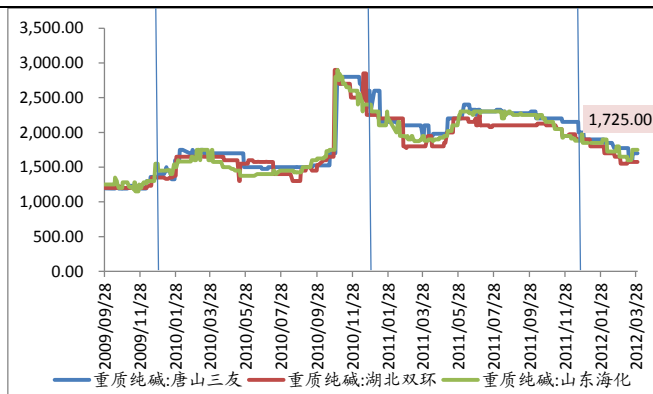
图 4-3: 轻质纯碱



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

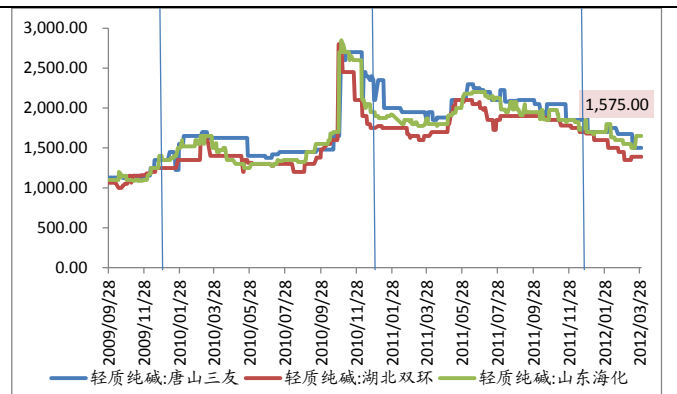
纯碱 2011 年的产能为 106 万吨, 2012 年产能维持 106 万吨; 2011 年纯碱销售价格相比 2010 年明显上涨。2012 年纯碱销售价格走低, 近期价格逐步回升, 公司生产重碱为主, 预计全年含税均价 1790 元/吨, 对应不含税价格 1530 元/吨。

图 4-1: 重质纯碱价格走势



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 4-2: 轻质纯碱价格走势



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

一重量箱的浮法玻璃需要 10kg 纯碱, 2012 年公司增加 600 万重量箱浮法玻璃产量对应需要 6 万吨纯碱, 即对内销售纯碱增加 6 万吨, 对外销售纯碱减少 6 万吨到 78 万吨。纯碱板块 2012 年盈利下滑, 吨毛利约为 294 元, 预计实现净利润 4100 万元; 2013 年纯碱价格将随玻璃行业复苏而回升, 但由于公司玻璃产量增加, 对外纯碱销售进有所减少, 预计实现净利润在 8710 万元。

表 4-1: 纯碱的销量价格及净利润估算

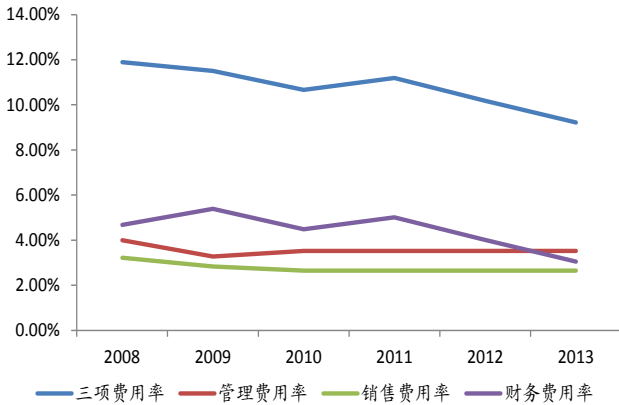
纯碱业务	2011	2012E	2013E	2014E
单位售价 (元/吨)	1600.00	1530.00	1600.00	1600.00
增长率 (YOY)	65.30%	-4.38%	4.58%	0.00%
产量 (万吨)	106.00	106.00	106.00	106.00
销量 (万吨)	106.00	106.00	106.00	106.00
产销率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	1,344.00	1,193.40	1,120.00	1,120.00
对外销售纯碱 (万吨)	84.00	78.00	70.00	70.00
毛利率	25.00%	18.43%	22.78%	23.55%
单位成本 (元/吨)	1,200.00	1,248.00	1,235.52	1,223.16
销售成本 (百万元)	1,008.00	973.44	864.86	856.22
增长率 (YOY)	11.20%	-3.43%	-11.15%	-1.00%
毛利 (百万元)	336.00	219.96	255.14	263.78
增长率 (YOY)	235.36%	-34.54%	15.99%	3.39%
净利润 (百万元)	80.6	41.0	87.1	95.8
EPS	0.057	0.029	0.061	0.067

数据来源: WIND, 宏源证券研究所

五、盈利预测和投资建议

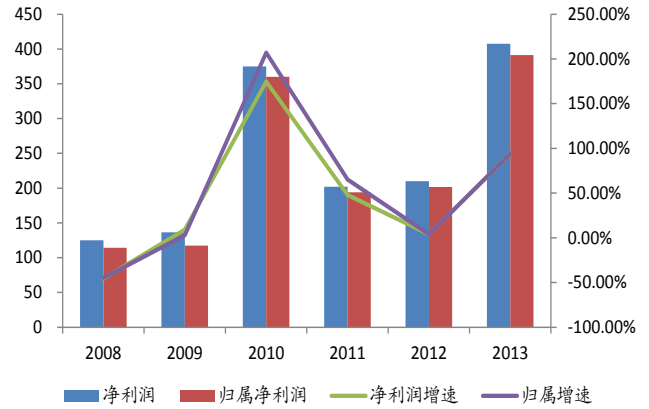
公司期间费用率呈逐年下降趋势，我们认为随着玻璃行业回暖，公司盈利能力增加，费用率还有进一步下降的空间。我们的主要逻辑是今年作为政府换届承前启后的一年，“保增长”必然成为当前的首要任务，受益货币政策逐渐放宽，房地产和基建复苏将带动玻璃行业向上。公司对于玻璃价格具有较大弹性，业绩有望在今明两年得到快速增长。

图 5-1：三项费用率预测



数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 5-2：公司净利润预测及增速



数据来源：WIND，宏源证券研究所

根据以上分析，公司各项业务贡献 EPS 如表 5-1 所示，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.24、0.65 和 0.70 元，对应目前股价的 PE 为 21、8 和 7 倍。

表 5-1：公司各项业务 EPS 预测

	2011	2012E	2013E	2014E
优质浮法玻璃	-0.003	0.078	0.190	0.195
高档浮法玻璃	0.009	0.043	0.062	0.060
超白浮法玻璃	0.065	0.073	0.239	0.232
low-e玻璃	0.003	0.017	0.100	0.142
纯碱	0.057	0.029	0.061	0.067
EPS	0.13	0.24	0.65	0.70

数据来源：宏源证券研究所

公司 2012-2014 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
营业利润	209	460	1349	1440	长期股权投资				
营业外收入	75	50	53	55	投资	329	329	329	329
营业外支出	3	3	3	3	固定资产	3738	4278	4247	4220
利润总额	282	507	1399	1492	无形资产	250	225	202	182
所得税	87	156	432	461	其他	665	133	133	133
净利润	195	350	967	1031	资产总计	8209	7096	7924	9052
少数股东损益	7	13	35	38	流动负债	2308	1700	1700	1943
归属于母公司净利润	188	338	932	994	短期借款	745	789	789	789
EPS (元)	0.13	0.24	0.65	0.70	应付账款	679	640	640	818
年成长率					预收账款	106	107	104	132
营业收入	5%	0%	30%	20%	其他	779	164	168	204
营业利润	-47%	120%	194%	7%	长期负债	1389	585	586	588
净利润	-48%	80%	176%	7%	长期借款	570	570	570	570
获利能力					其他	820	15	17	19
毛利率	18.7%	23.5%	41.0%	37.1%	负债合计	3698	2285	2287	2532
净利率	5.7%	10.2%	21.8%	19.4%	股本	1423	1423	1423	1423
ROE	4.2%	7.1%	16.9%	15.6%	资本公积				
偿债能力					金	1885	1885	1885	1885
资产负债率					留存收益	1130	1417	2209	3053
净负债比率	45.0%	32.2%	28.9%	28.0%	少数股东权益				
流动比率	22.2%	19.1%	17.1%	15.0%	权益	85	97	133	170
					归属于母公司所有者权益				
					益	4437	4724	5516	6361
					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

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。

注: 宏源证券建材行业实习生秦闻对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

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。