



未有评级

600586.SS

价格: 人民币 4.01

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13)	(17)	(20.9)	(49.2)
相对新华富时 A50 指数	(14)	(13)	(10.7)	(33.7)

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	3870
3个月日均交易额(人民币 百万)	78
净负债比率(%) (2012E)	NA
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
以 2012 年 7 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑与基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

* 董馨瑶为本报告重要贡献者

金晶科技

市场低迷严控成本、大力发展节能玻璃

金晶科技的玻璃、纯碱业务占 2011 年营业收入的比例分别为 57%, 40%。目前公司所处行业均较为低迷, 受此影响公司募投项目可能会放缓进度。公司目前大力发展前景较为明朗的节能玻璃, 并且继续尽量降低成本, 为各生产线都配备了四套燃料系统。在超白玻璃领域公司仍处于领先地位, 但利润空间逐渐缩小, 优势减弱。

主要要点

- **募投项目受行业现状影响或将放缓进度:** 公司募投两条 600t/d 超白玻璃生产线和年产 1000 万平米的 low-e 生产线, 按计划将于今年四季度或明年一季度投产。由于市场环境较差, 公司有可能会先确保 low-e 线投产, 先由廊坊的生产线配套原片, 另外两条超白线的投产时间可能会推后。并且其中的一条超白太阳能玻璃线可能会改造成可以转换生产普通超白玻璃或在线 low-e 玻璃的生产线。
- **节能玻璃前景略显明朗:** 随着国家对节能减排、绿色环保的逐渐重视, 近几年发布了很多政策来推动绿色建筑的发展, 节能玻璃的前景也将非常广阔。我国建筑能耗占全社会总能耗的 40%, 门窗本身占建筑能耗的 50% 以上, 使用高效节能玻璃可以大幅减少建筑能耗。公司的节能玻璃产品主要是 low-e 玻璃, 毛利率在 20%-30% 之间, 未来随着公司产能扩大会有较快发展。
- **超白玻璃竞争日趋激烈, 利润空间减小:** 公司最早引进国外技术进入超白玻璃领域, 在国内具有较强的先发优势。近年来超白玻璃领域由于新增产能较多也面临激烈的竞争, 公司超白玻璃的毛利率已经大幅下降, 我们预计已经低于 20%。但是由于公司产品的品质较高, 仍然保持较高的市场占有率。
- **玻璃、纯碱行业低迷, 公司严控成本:** 去年下半年开始, 由于产能严重过剩, 下游需求低迷, 浮法玻璃行业呈现普遍亏损局面。未来的机会在于行业整合, 产能的大幅缩减。受玻璃行业景气下行影响, 纯碱行业情况也不容乐观, 需求疲弱, 价格大幅下滑。预计公司纯碱业务将有小幅亏损。由于所处行业不景气, 公司更加注重降低成本。公司燃料加纯碱约占成本的 50%, 燃料在成本中占比超过 20%。目前由于燃料成本较高, 公司给所有生产线都配备四套系统, 有天然气、焦化煤气、石油焦等, 可以根据成本自由转换。
- **未来考虑产业转移:** 公司目前生产线主要分布在山东、河北廊坊和北京, 未来公司可能会考虑向投资成本较低的区域进行产业转移。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,146	3,296	3,389	4,542	5,134
变动(%)	36	5	3	34	13
净利润(人民币 百万)	360	188	253	617	994
变动(%)	207	(48)	35	143	61
全面摊薄每股收益(人民币)	0.61	0.13	0.18	0.43	0.70

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司基本情况

金晶科技的玻璃、纯碱业务占 2011 年营业收入的比例分别为 57%，40%。今年上半年整个行业形势并不乐观，公司业绩的不确定性也大大增加。公司五、六月份产销率超过 100%，库存开始逐步消化，但库存量仍然不小。目前公司滕州有两条生产线达到窑龄停产冷修，冷修一般需要 3 个月时间，其中一条已经冷修完毕，但具体投产时间还要看市场情况而定。

图表 1. 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/防紫外线玻璃	600	360	18	100	根据需要生产超白或紫外线玻璃
	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	53	优质浮法
	滕州金晶	600	360	18	90	停产冷修
	滕州汇业	800	500	25	90	2011 年 12 月 7 日公告收购
	滕州汇业	800	500	25	90	2011 年 12 月 7 日公告收购
	滕州福民	600	360	18	81	停产冷修
	廊坊一线	600	360	18	45	
	廊坊二线	600	360	18	45	
建筑玻璃	本部 LOW-E 生产线 (离线)	230(万平方米)			100	
	北京 LOW-E 生产线 (离线)	1000(万平方米)			100	预计 2013 年初投产 (募投项目)

资料来源：公司数据

募投项目受行业现状影响或将放缓进度

公司募投两条 600t/d 超白太阳能玻璃生产线和年产 1000 万平方米的 low-e 生产线，按计划将于今年四季度或明年一季度投产。由于市场环境较差，公司有可能会先确保 1000 万平方米的 low-e 线投产，先由廊坊的生产线配套原片，另外两条超白太阳能玻璃线的投产时间可能会推后。公司已经开发了在线 low-e 系列产品，质量达到国内领先、国际先进水平，今后可能会将募投项目中的一条超白太阳能玻璃线改造成可以转换生产普通超白玻璃或在线 low-e 玻璃的生产线。在线 low-e 相对于离线 low-e 来说品质稍差，但成本能够大幅降低。

节能玻璃前景略显明朗

随着国家对节能减排、绿色环保的逐渐重视，节能玻璃的前景也将非常广阔。我国建筑能耗占全社会总能耗的 40%，门窗本身占建筑能耗的 50% 以上，使用高效节能玻璃可以大幅减少建筑能耗。国家近几年发布了很多政策来推动绿色建筑的发展，今年五月由住建部发布的《“十二五”建筑节能专项规划》中也提出了十二五期间建筑节能的目标和相应保障措施，其中就提出了绿色建筑的规模化推进，要新建绿色建筑 8 亿平方米，城镇新建建筑 20% 以上要达到绿色建筑标准要求。

公司的节能玻璃产品主要是 low-e 玻璃，毛利率在 20%-30% 之间，目前产能仍然较小，年产 230 万平方米，明年初投产年产 1000 万平方米的离线 low-e 生产线后，随着市场开拓及生产线逐步达产，low-e 的占比也将大幅提高。今后随着国家各项节能减排政策的落实，low-e 玻璃在民用住宅市场中的应用比例也会逐步提高，未来将会有较快的发展。除此之外，属于绿色能源玻璃领域的减反射玻璃公司也在开发，现在处于中试阶段。

超白玻璃竞争日趋激烈，利润空间减小

公司最早引进国外技术进入超白玻璃领域，在国内具有较强的先发优势。近年来超白玻璃领域由于新增产能较多也面临激烈的竞争，由于行业内技术流通较快，公司优势难以长期保持，公司超白玻璃的毛利率已经大幅下降，我们预计已经低于 20%。但是公司在超白玻璃领域仍然保持较高的市场占有率，最主要的优势是品质高，至今没有一块高层建筑落板。

玻璃、纯碱行业低迷，公司严控成本

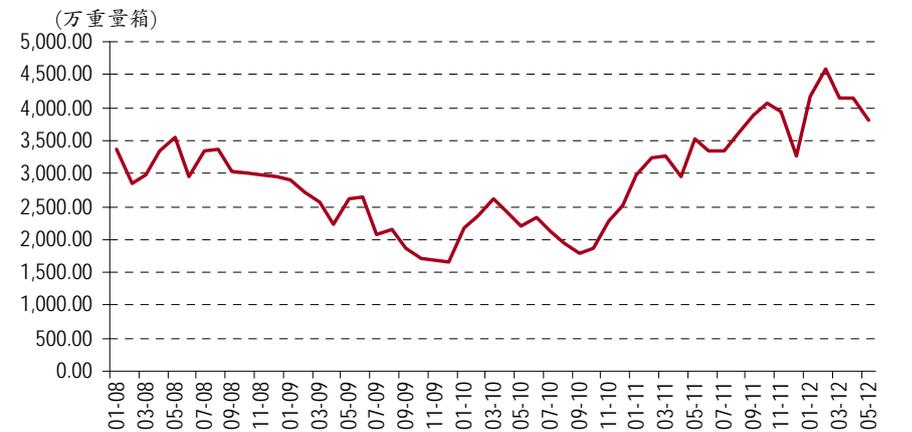
去年下半年开始，由于产能严重过剩，下游需求低迷，浮法玻璃行业呈现普遍亏损局面。玻璃的下游 60-70%是房地产，而去年开始房地产调控一直较为严格，导致玻璃行业供需矛盾严重，价格下行，库存处于高位。未来的机会在于行业整合，产能的大幅缩减，或者是产能的缩减速度远远快于地产的下降速度。玻璃价格在五月份有所回升，但由于需求没有明显好转近期又有下跌，而且目前市场仍有大约二十条基本建成或已建成的生产线等待市场稍有好转就会投产，将对玻璃行业底部回升造成较大压力。

图表 2. 浮法玻璃全国销售加权平均价



资料来源：万德资讯

图表 3. 浮法玻璃月末库存



资料来源：万德资讯

受玻璃行业景气下行影响，纯碱行业情况也不容乐观，需求疲弱，价格大幅下滑。由于纯碱行业产能过剩问题也较为严重，而下游需求没有明显回暖趋势，行业近期仍难有好转。公司纯碱业务占比较前两年略有提高，占 2011 营业收入的 40%，目前公司生产的纯碱约 40%自用，预计公司纯碱业务将有小幅亏损。

图表 4. 纯碱周平均价



资料来源：万德资讯

由于所处行业不景气，公司更加注重降低成本，近年来公司对于成本一直控制的比较好，相对来说再下降的空间就会比较小。公司燃料加纯碱约占成本的 50%，燃料在成本中占比超过 20%。目前由于燃料成本较高，公司给所有生产线都配备四套系统，有天然气、焦化煤气、石油焦等，可以根据成本自由转换。天然气目前价格是 2.7-2.8 元/立方米，正常一天用量 40 多万立方米，相当于全市居民一月的用量，现在在大幅减少使用天然气，需求大幅下降后价格应该不会有太多上涨空间。相对来说石油焦最便宜，但是必须混烧。原材料的采购是整个集团统一采购，供应是垂直管理。年初公司间接收购了一个年产 50 万吨的砂岩矿，砂岩矿在成本中比重不大，主要是从产业链的角度来考虑，为了拥有稳定的原材料供应以及成本可控。

未来考虑产业转移

公司目前生产线主要分布在山东、河北廊坊和北京，未来公司可能会考虑产业转移，比如滕州有成本低的优势并且接触华北市场核心地带，未来就可能将本部的几条生产线转移部分到滕州。在集团层面也有想法去西部或国外建线，由于西部或第三世界国家生产线较少，市场相对稍好。目前看这些想法尚未实施，暂时不会对公司产生影响。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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