

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

署名人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 4.00元

当前股价: 3.47元

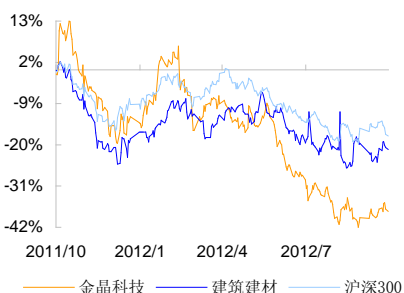
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2058.94
总股本(百万)	1422
流通股本(百万)	967
流通市值(亿)	33
EPS	0.13
每股净资产(元)	3.11
资产负债率	45.05%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金晶科技	4.52	-13.25	-31.35
建筑建材	0.54	-2.01	-12.27
沪深300指数	-2.50	-4.82	-14.86



相关报告

金晶科技-子公司滕州金晶资产收购点评
2011-12-07

金晶科技

600586

推荐

浮法玻璃盈利逐步好转, 纯碱继续低位

公司12年前三季度实现收入21.78亿元, 同比降15.5%; 归属上市公司净利润-1.84亿元, 同比降201%。对应EPS为-0.13元。

投资要点:

- **盈利环比有所好转。**公司前三季度利润同比大幅下降源于玻璃与纯碱行业持续低迷。前三季度毛利率2.5%, 净利率-8.4%, 均为历年低点, 但已好于年中时的利润率。从单季来看, 三季度毛利率为3.4%, 而二季度为-5.2%; 三季度净利润-6111万元, 即使将2377万元的营业外收入剔除, 也明显高于二季度的-1.3亿元。我们认为这主要得益于玻璃业务逐步回升, 而纯碱仍在低位, 盈利无明显变动。
- **浮法玻璃已触底回升, 今年底至明年上半年预计在微利状态震荡。**今年年初玻璃行业整体亏损后落后产能部分被淘汰, 二季度后玻璃价格逐步回升, 个别企业略有盈利。但由于大量完工生产线在等待点火, 我们估计未来2-3个季度玻璃行业仍将在微利线附近浮动。公司在上一轮周期盈利明显好于行业, 主要得益于高端的超白玻璃; 但目前超白玻璃供给明显增加导致公司优势减弱, 因而目前公司玻璃盈利与行业大致持平。我们预计明年玻璃利润率将好于今年, 但总体盈利预计仍偏弱。
- **纯碱价格仍在低位徘徊, 短期难见明显好转。**虽然玻璃行业盈利有所好转, 但需求仍相对较弱, 总产量比去年同期略有下降, 这意味着对纯碱的需求量也在减少。纯碱行业总体呈现供过于求的格局, 二三季度基本保持1400元/吨的价格, 对于大部分企业而言基本处于不盈利状态。我们估计四季度纯碱价格仍保持低位; 而未来除非需求大幅好转否则价格难以大幅回升。
- **下游需求较弱情况下, 公司北京项目延后, 而大量普通浮法成为竞争力提升的限制条件。**短期内玻璃需求难以大幅反弹, 低盈利状态导致公司北京超白与LOWE项目再度延后, 预计明年才会点火。长期看, 国内经济增速将趋缓, 产品价格暴涨可能性较小。在此情况下, 公司即使以收购方式扩大玻璃规模, 也难以提升总体竞争力。产业升级是企业未来提升盈利的必经之路, 而新产品的延后也意味着公司短期盈利仍只能与行业同步。
- **负债率有所上升。**经营性现金流1.9亿元, 同比降48%; 而同期资本开支6.8亿元, 说明存在现金缺口。负债率由45%升至48.2%, 处于较低水平。
- **给予“推荐”评级。**预计公司12-14年EPS为-0.15元、0.05元与0.20元, 给予推荐评级。
- **风险提示:** 下游需求恢复不达预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3296	2856	3604	4331
收入同比(%)	5%	-13%	26%	20%
归属母公司净利润	188	-210	68	287
净利润同比(%)	-48%	-212%	-67%	321%
毛利率(%)	18.7%	2.8%	12.7%	18.0%
ROE(%)	4.2%	-5.0%	1.6%	6.3%
每股收益(元)	0.13	-0.15	0.05	0.20
P/E	26.91	-24.07	73.97	17.58
P/B	1.14	1.21	1.19	1.11
EV/EBITDA	8	46	10	6

资料来源: 中投证券研究所

一、经营情况

图 1 公司年度经营情况

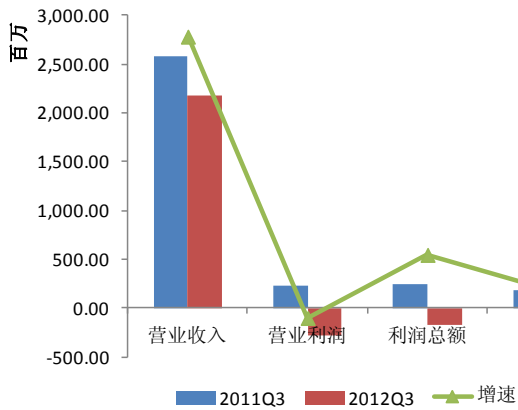
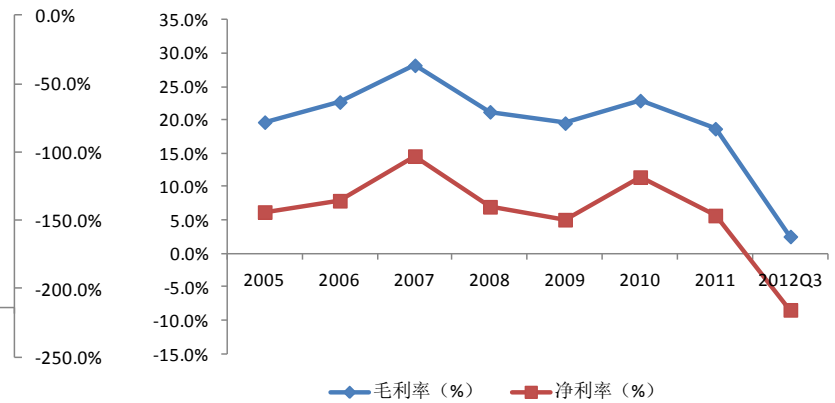


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营情况

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
收入 (亿元)	7.03	7.20	8.27	8.97	7.93	8.58	9.28	7.17	6.93	7.28	7.58
环比增速	17.3%	2.5%	14.8%	8.5%	-11.6%	8.2%	8.1%	-22.8%	-3.3%	5.0%	4.2%
毛利率	19.7%	23.3%	22.1%	25.7%	22.7%	18.9%	17.9%	15.1%	9.8%	-5.2%	3.4%
费用率	11.5%	11.4%	11.4%	8.8%	11.2%	10.1%	10.1%	18.0%	14.3%	15.1%	14.1%
归属股东净利润 (亿元)	0.60	0.68	0.67	1.65	0.72	0.64	0.46	0.06	0.07	-1.30	-0.61
环比增速	50.6%	12.7%	-1.8%	146.6%	-56.2%	-11.3%	-28.3%	-87.9%	35.4%	-1837.6%	-53.1%
净利率	8.6%	9.4%	8.1%	18.4%	9.1%	7.5%	4.9%	0.8%	1.1%	-17.9%	-8.1%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司产能情况

生产线	日熔量 (t/d)	产能(万重箱)	产能(万吨)	权益比例	产品	投产时间
本部超白浮法和高档						
超白 档	600	360	18.0	100%	高档、超白	2004 年 12 月
北京超白线	600+600	720	36.0	100%	超白	2013 年
紫外 本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100%	高档	2008 年 1 月
本部一线	525	315	15.8	100%	优质	2009 年 10 月技改完成
淄博金星玻璃	550	330	16.5	100%	优质	2009 年 6 月技改完成
浮法 滕州金晶	600	360	18.0	90%	优质	2004 年投产, 2011 年 10 月冷修
滕州富民	600	360	18.0	90%	优质	2005 年投产, 2012 年 7 月冷修
滕州汇业一线	800	500	25.0	90%	优质	2011 年 12 月收购

	滕州汇业一线	800	500	25.0	90%	优质	2011年12月收购
	廊坊金彪一线	600	360	18.0	45%	优质	2006年6月收购
	廊坊金彪二线	600	360	18.0	45%	优质	2006年7月收购
建筑 玻璃	中空玻璃						2010年7月收购
	LOW-E镀膜(离线)		230万m ²		100%		2010年7月收购
	北京LOW-E生产线		1000万m ²		100%		2013年一季度
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%		
砂岩 矿				50万吨/			
				年	100%		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、投资建议：推荐

我们预计公司 12-14 年收入将从 28.56 亿元增至 43.3 亿元，EPS 分别为 -0.15、0.05 与 0.2 元。短期内仍受制于行业总体波动，给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3226	3337	3344	4205
现金	1671	2104	1935	2583
应收账款	144	117	147	177
其他应收款	51	54	68	82
预付账款	442	250	252	284
存货	704	638	723	816
其他流动资产	214	174	218	262
非流动资产	4982	5149	5298	5420
长期投资	329	300	310	320
固定资产	3738	3943	4101	4214
无形资产	250	250	250	250
其他非流动资产	665	656	638	636
资产总计	8209	8486	8642	9624
流动负债	2308	3248	3284	3872
短期借款	745	1300	900	900
应付账款	679	555	629	710
其他流动负债	885	1393	1755	2262
非流动负债	1389	975	1025	1125
长期借款	570	570	620	720
其他非流动负债	820	405	405	405
负债合计	3698	4223	4309	4997
少数股东权益	85	82	84	92
股本	1423	1423	1423	1423
资本公积	1874	1874	1874	1874
留存收益	1130	885	953	1240
归属母公司股东权益	4426	4181	4249	4536
负债和股东权益	8209	8486	8642	9624

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	523	1177	811	1161
净利润	195	-212	70	295
折旧摊销	300	311	351	390
财务费用	161	125	131	123
投资损失	-14	17	-10	-20
营运资金变动	-89	963	257	373
其他经营现金流	-30	-27	12	1
投资活动现金流	-1027	-490	-499	-490
资本支出	1070	500	500	500
长期投资	-8	-29	10	10
其他投资现金流	35	-19	11	20
筹资活动现金流	1666	-253	-481	-23
短期借款	-45	555	-400	0
长期借款	-298	0	50	100
普通股增加	833	0	0	0
资本公积增加	711	0	0	0
其他筹资现金流	465	-809	-131	-123
现金净增加额	1162	433	-169	648

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3296	2856	3604	4331
营业成本	2679	2775	3146	3550
营业税金及附加	20	17	14	17
营业费用	96	89	96	117
管理费用	141	143	151	182
财务费用	161	125	131	123
资产减值损失	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	-17	10	20
营业利润	209	-314	73	358
营业外收入	75	107	15	10
营业外支出	3	5	0	0
利润总额	282	-212	88	368
所得税	87	0	18	74
净利润	195	-212	70	295
少数股东损益	7	-2	2	7
归属母公司净利润	188	-210	68	287
EBITDA	670	122	554	871
EPS (元)	0.25	-0.15	0.05	0.20

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	4.7%	-13.3%	26.2%	20.2%
营业利润	-47.4%	-250.3	-76.9%	393.8%
归属于母公司净利润	-47.9%	-211.8	-67.5%	320.6%
获利能力				
毛利率	18.7%	2.8%	12.7%	18.0%
净利率	5.7%	-7.3%	1.9%	6.6%
ROE	4.2%	-5.0%	1.6%	6.3%
ROIC	5.0%	-4.4%	3.9%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	45.0%	49.8%	49.9%	51.9%
净负债比率	49.28	50.91%	41.76	38.02%
流动比率	1.40	1.03	1.02	1.09
速动比率	1.09	0.83	0.80	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.34	0.42	0.47
应收账款周转率	23	21	26	25
应付账款周转率	4.84	4.50	5.31	5.30
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	-0.15	0.05	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.83	0.57	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.11	2.94	2.99	3.19
估值比率				
P/E	26.91	-24.07	73.97	17.58
P/B	1.14	1.21	1.19	1.11
EV/EBITDA	8	46	10	6

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
2011-12-07	金晶科技 - 子公司滕州金晶资产收购点评

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 ±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, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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