

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 5.00元

当前股价: 3.38元

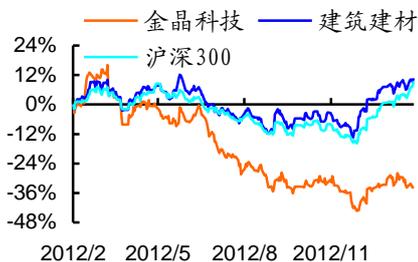
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2419.02
总股本(百万)	1423
流通股本(百万)	967
流通市值(亿)	33
EPS	-0.13
每股净资产(元)	2.96
资产负债率	48.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金晶科技	-1.17%	-2.59%	-12.21%
建筑建材	3.27%	15.10%	17.16%
沪深300	8.73%	19.38%	16.31%



相关报告

金晶科技

600586

推荐

玻璃纯碱双业务底部均现, LOW-E 促二次高增长

投资要点:

- **浮法玻璃底部已过, 13年将逐步上行。**上一轮周期公司依靠稀缺的超白玻璃保持远超行业的盈利能力, 但超白玻璃近年供给大幅增加盈利回落, 公司玻璃盈利走势与行业接近。而浮法玻璃在经历一年多的亏损后产能消化已进入尾声, 预计13年行业将逐步缓慢上行, 金晶科技玻璃业务也有望在今年实现小幅盈利。考虑13年北京基地生产线投产, 公司权益产能达到147万吨, 预计可带来超过7000万元的净利润。
- **纯碱已经触底, 预计13年可盈亏平衡。**纯碱最主要的下游是玻璃, 因此盈利直接受到玻璃需求的影响。作为产能明显过剩的行业, 12年下游需求疲软导致纯碱均价下跌近25%, 绝大部分企业亏损。从历史数据看, 纯碱价格波动比玻璃价格滞后约10个月。在玻璃行业今年逐步上行的情况下, 纯碱有望在下半年逐步改善盈利。估计公司100万吨纯碱在13年将实现盈亏平衡。
- **LOW-E玻璃有望成为玻璃业务上行的新推动力。**节能玻璃受益消费升级需求空间广阔, 且高端市场竞争格局稳定, 盈利高企。公司北京1000万平米的超白LOW-E线规模大、选点靠近京津唐经济圈, 投产后有望逐步打开市场。在玻璃业务逐步上行的过程中, LOW-E玻璃将推动公司整体盈利再上新台阶。由于北京浮法两线估计在13年中后投产, LOW-E玻璃线投产时间将稍晚, 出于谨慎考虑, 我们暂不考虑LOW-E在13年的业绩贡献; 但未来其业绩贡献值得期待。

给予“推荐”的投资评级: 目前玻璃纯碱双业务已位处底部, 后续盈利与产能均向上, 而LOW-E玻璃可加大向上弹性。预计12-14年EPS为-0.22、0.08与0.18元。目前PB仅1.22倍, 给予“推荐”评级。

风险提示: 北京基地进展慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3296	2718	3390	3973
收入同比(%)	5%	-18%	25%	17%
归属母公司净利润	188	-316	110	257
净利润同比(%)	-48%	-268%	-65%	135%
毛利率(%)	18.7%	-1.4%	14.3%	18.5%
ROE(%)	4.2%	-7.8%	2.6%	5.8%
每股收益(元)	0.13	-0.22	0.08	0.18
P/E	26.98	-16.03	46.21	19.68
P/B	1.14	1.24	1.21	1.14
EV/EBITDA	8	353	9	7

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、公司业务构成.....	4
二、浮法玻璃底部已现，产能消化步入最后阶段.....	4
2.1 超白玻璃高盈利减弱，公司盈利更多依赖行业好转.....	4
2.1.1 超白玻璃是上一轮周期公司高盈利的保证.....	4
2.1.2 超白玻璃供给大量增加，盈利回归正常水平.....	5
2.2 浮法玻璃行业底部已过，13年将逐步上行.....	6
2.2.1 平板玻璃行业已持续亏损一年.....	6
2.2.2 13年平板玻璃将完成最后去产能阶段.....	6
2.2.3 公司浮法玻璃权益产能将达到147万吨.....	7
三、纯碱业务已经触底，13年有望盈亏平衡.....	8
3.1 玻璃是纯碱最主要的需求方.....	8
3.2 纯碱行业已经触底，2013年下半年有望上行.....	9
3.2.1 纯碱行业产能过剩严重.....	9
3.2.2 2012年纯碱大部分企业均已亏损.....	10
3.2.2 纯碱价格波动滞后于玻璃价格，预计13年下半年逐步上行.....	11
四、LOW-E玻璃有望成为玻璃业务上行的新推动力.....	12
4.1 建筑节能不断加强，LOW-E需求稳定增长.....	12
4.2 公司LOW-E玻璃投产后有望逐步跻身市场前列.....	12
4.3 高端LOW-E玻璃盈利稳定.....	13
五、盈利预测.....	14
六、投资建议：推荐.....	15

图表目录

图 1 金晶科技营业收入比例	4
图 2 金晶科技营业利润比例	4
图 3 超白玻璃在营业利润中占比	5
图 4 超白玻璃与行业利润率对比	5
图 5 玻璃行业年度利润总额情况	6
图 6 玻璃行业利润率情况	6
图 7 本轮周期新建生产线投产时间分布	6
图 8 玻璃行业冷修停产线比例	6
图 9 纯碱下游需求结构	9
图 10 2012 年 1-11 月纯碱供求对比	9
图 11 纯碱价格走势	10
图 12 我国纯碱企业毛利率情况	11
图 13 金晶科技纯碱业务净利润情况	11
图 14 纯碱与玻璃价格走势	11
图 15 我国 LOW-E 玻璃需求量	12
图 16 南玻 A 工程玻璃盈利情况	14
图 17 信义工程玻璃盈利情况	14
表 1 国内目前超白玻璃生产线	5
表 2 目前玻璃行业在建产能进展分析	7
表 3 金晶科技浮法线	8
表 4 目前全国重点 LOW-E 玻璃企业产能与布局	13
表 5 金晶科技离线 LOW-E 玻璃产能	13

一、公司业务构成

金晶科技公司业务起源于玻璃，目前业务中包括玻璃与纯碱。公司除了通过产能扩张与收购逐步扩大规模外，还在 2005 年引入国外先进技术成为国内首家超白玻璃厂商。在做强做大玻璃业务的同时，公司向上游拓展，于 2008 年建成了 100 万吨纯碱，实现了产业链一体化。

过去几年，超白玻璃是公司盈利持续高于行业的重要原因。但近几年超白玻璃行业竞争加剧使得该业务的盈利能力持续下滑，目前公司玻璃业务盈利与行业大体一致，但作为玻璃原材料的纯碱加剧了公司业绩的波动。从 2011 与 2012 年上半年的利润占比就可以看出：在玻璃行业景气度较高时纯碱向上弹性大，11 年利润占比超过玻璃达到 51%；而在 2012 年上半年，玻璃价格不断下降而纯碱向下弹性更大，纯碱毛利率已经变负，价格连制造成本也无法覆盖。

目前来看，2012 年是玻璃与纯碱均亏损的年份，连续一年以上的亏损意味着两行业底部已现。我们认为 13 年两者将迎来逐步上行的机会。

图 1 金晶科技营业收入比例

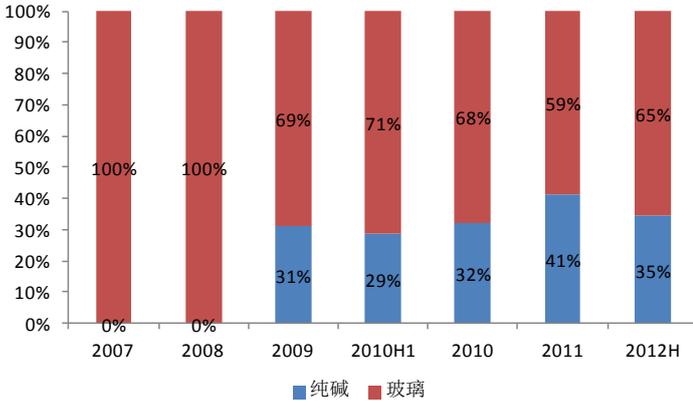
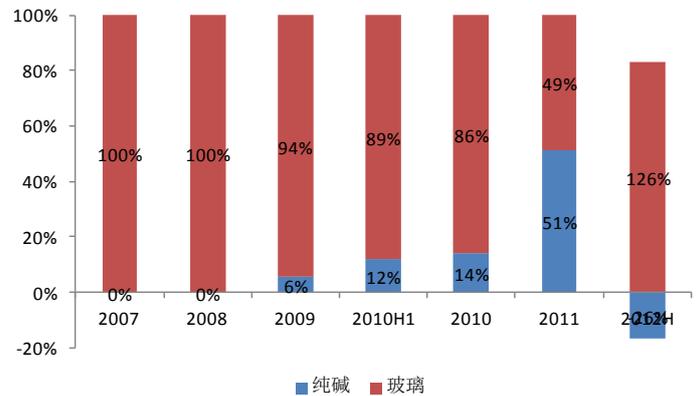


图 2 金晶科技营业利润比例



资料来源：中投证券研究总部、公司公告

二、浮法玻璃底部已现，产能消化步入最后阶段

2.1 超白玻璃高盈利减弱，公司盈利更多依赖行业好转

2.1.1 超白玻璃是上一轮周期公司高盈利的保证

公司作为国内玻璃行业的代表企业，于 2005 年与世界玻璃巨头之一的美国 PPG 公司合作，成为当时国内唯一能生产超白玻璃的企业。

超白玻璃在高档建筑、太阳能光热与光电系统中用作基片材料，需求处在高速增长阶段。供给上由于技术门槛于投资额度高，生产难度大，当时全球也仅有少数厂家能够生产。这种稀缺性使得当时超白玻璃价格高企，售价高达普通玻璃的 4-5 倍，保证了超白玻璃高达 50% 以上的毛利率。这也是公司在上一轮周期中远高于行业的盈利的主要原因。

虽然公司超白玻璃仅有一条生产线，但利润贡献远高于产量占比。在营业利润中，超白玻璃占比 2005 年为 12.5%，之后提升至 2008 年最高峰时的 39%；2009 年以后利润率降低再加上纯碱业务投产，超白玻璃占比开始下降。利润率走势也反映出超白玻璃的盈利能力：2005 年超白玻璃毛利率高达 59%，即使 2009 年下降至 39.5%，也远高于公司其它玻璃与浮法玻璃行业 24% 与 13.6% 的毛利率。（2010 年以后公司未分开公布各玻璃的盈利情况）

图 3 超白玻璃在营业利润中占比

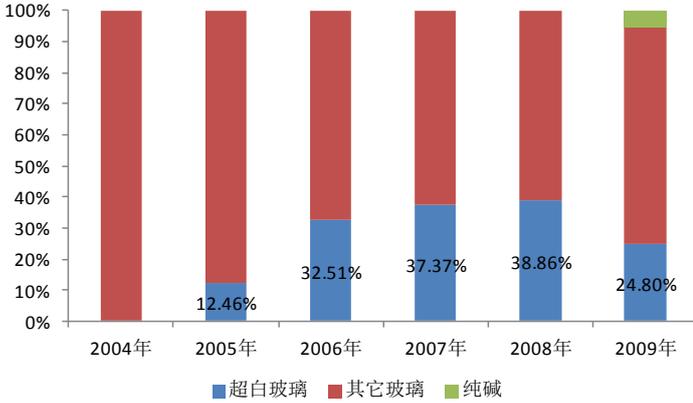
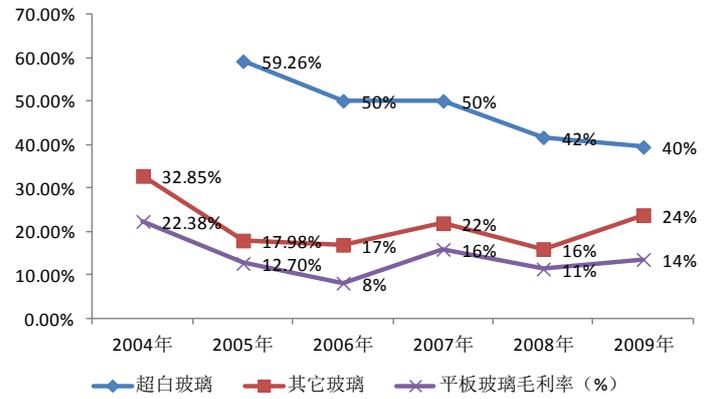


图 4 超白玻璃与行业利润率对比



资料来源：中投证券研究总部、wind、金晶科技公告

2.1.2 超白玻璃供给大量增加，盈利回归正常水平

超白玻璃的高盈利吸引着来自同行的竞争，且随着国内技术水平的提升，其进入门槛有所降低。供给面的大量增加基本上集中于 2010 年以后，国内较大的企业如南玻、信义、旗滨等均投产超白生产线，目前包括金晶科技在内的四家企业超白玻璃产能就达到了 2600T/D，超过原有产能的 4 倍以上。

虽然国内其它厂家新投产的超白玻璃从质量与品牌上较公司仍有一定差异，但供给面的大量增加仍成为超白玻璃价格大幅下降的主要原因。从我们了解的情况看，2005 年超白玻璃刚投产时价格基本上达到普通玻璃的 4 倍，但在 2012 年超白玻璃价格仅略高于 2000 元/吨，不到普通玻璃的 2 倍。由于超白玻璃生产过程中超白砂等原材料价格远高于普通玻璃，因此 2012 年的盈利基本上也与普通玻璃相差无几，基本上处于微利甚至亏损的状态。

公司自 2010 年起未分开公布超白玻璃的盈利情况。但从 2011 年公司玻璃业务 15.4% 与平板玻璃行业 11% 的毛利率也可看出来，超白玻璃提供的溢价基本上已经消失。而其它玻璃业务的盈利波动基本上与行业保持一致，即使绝对盈利水平高于行业均值。因此玻璃行业整体走势值得更多关注。

表 1 国内目前超白玻璃生产线

企业	地点	日熔量 (T/D)	投产日期
金晶科技	淄博	600	2004 年 12 月
南玻 A	深圳二线	600	2010 年技改后投产超白
信义玻璃	芜湖	600	2011 年 8 月
旗滨集团	漳州四线	800	2011 年 10 月
合计		2600	

资料来源：中投证券研究总部、卓创资讯

2.2 浮法玻璃行业底部已过，13 年将逐步上行

2.2.1 平板玻璃行业已持续亏损一年

历史上玻璃行业周期在 3-4 年；一般正常周期里行业亏损时间不超过一年，因为持续亏损会迫使产能自动退出，从而实现供求平衡。

本轮周期受到外界因素影响（4 万亿投资）而延续时间较长，供给的大量投入使得玻璃价格从 2010 年初开始逐步下行，在 2011 年底开始亏损，且在 2012 年持续亏损，目前延续时间已达一年多，高于以前周期最长 11 个月的亏损。

2012 年玻璃的净利润率绝大部分在 -2% 左右，即平均单吨亏损至少在 20 元/吨。从上市公司披露情况看，2012 年一季度连盈利能力较好的南玻浮法也出现单季度亏损，基本上市场已跌至底部。虽然下半年较上半年有所好转，但行业仍无法实现盈利。

这种持续的亏损使得市场能够自我完成过剩产能的淘汰，同时抑制了新产能规划的推出。

图 5 玻璃行业年度利润总额情况

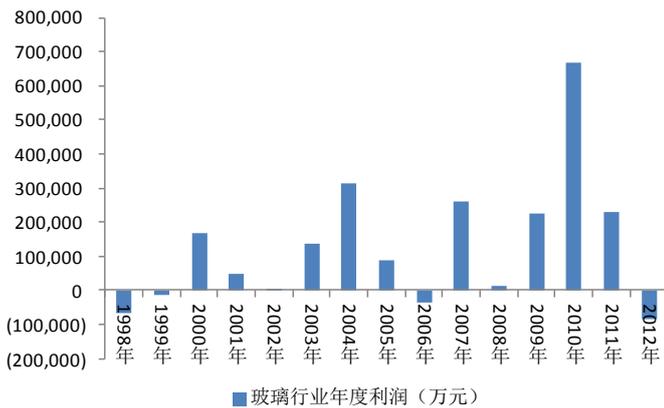


图 6 玻璃行业利润率情况



资料来源：中投证券研究总部、wind

2.2.2 13 年平板玻璃将完成最后去产能阶段

行业 09 与 10 年的暴利使得催生了大量新增产能，这直接导致了玻璃价格自 10 年初至今的持续下滑。

从时间上看，本轮周期产能投入最集中于 2010 与 2011 年，共新投产能达到 2.13 亿重箱，占当时已有产能的 35%。随着行业 2011 年下半年进入微利状态并最终亏损，规划产能开始延缓停建，同时旧产能部分退出市场，即行业开始实现自我的淘汰落后产能过程。2012 年虽然新投 8000 万重箱新产能，但大量生产线冷修停产，最终实际产量同比下降，说明行业已经处于去产能阶段。

本轮周期中全部完工线中，2010-2012 年已经投产了 2.9 亿重箱，占全部完工产能的 76%，即还有 24% 未投产，因而我们认为产能最集中投放的时间已经过去，后续的产能压力将逐步减小。

图 7 本轮周期新建生产线投产时间分布

图 8 玻璃行业冷修停产线比例



资料来源：中投证券研究总部、卓创资讯

对于目前国内所有统计线，我们进行分类分析，以了解行业的供给情况。

全国在建 49 条线中共有 22 条已完工，产能共 9500 万重箱，预计将于 2013 年逐步投产，同时挤出部分落后产能。预计今年实际产量增长 7.2%，增速小于我们预计的 9% 的需求增速。

其它处于在建状态的 27 条线，大部分为 2012 年以前规划的产能（12 年全行业亏损下企业无进入意愿），但行业盈利差使得大部分生产线并没有按计划进展，目前大部分仍无实质进展。这些产能未来的建设将更多取决于行业的回暖态势。考虑到本次行业好转速度较慢，且生产线建设至少需要一年以上时间，我们认为这些产能至少要等到本轮周期回到正常景气时才可能投产，预计时间更多集中于 2014 年底或 2015 年，因此短期内可忽略。

总体来看，我们认为玻璃行业去产能已步入最后阶段，且目前建好的产能很可能在今年上半年逐步消化完，后续无实质性的新增供给。基于需求仍在稳步增长，预计 13 年下半年行业有望逐步上行。

由此来看，目前金晶科技玻璃业务在 13 年扭亏为盈的概率非常大，且由于在底部期间的收购扩张，公司行业弹性将会明显增大。

表 2 目前玻璃行业在建产能进展分析

2013 年初在建产能分析			
	生产线	产能（万重箱）	未来进展判断
完工线	22	9510	
其中：12 年初已完工	10		预计 13 年投产
12 年间完工	12		预计 13 年投产
在建未完工线	27	10650	
其中：12 年初在建	11		多无实质建设，至少 14 年底后投产
12 年间新增在建	16		多无实质建设，至少 14 年底后投产

资料来源：中投证券研究总部、卓创资讯

2.2.3 公司浮法玻璃权益产能将达到 147 万吨

金晶科技公司目前玻璃生产线共包括淄博总部四线、滕州四线与北京两线（在建），同时持股廊坊金彪玻璃两线。

公司在行业底部时对自身资产进行了整顿改造，与此同时还进行了收购。公司 11 年与 12 年对滕州金晶与滕州富民两线冷修；并收购了滕州汇业两条较

新的生产线，总产能有所增加。而北京基地的两条超白线目前也基本完工，预计在等待行业总体情况略好后将逐步投产。

考虑北京两线今年投产，按全年贡献一半产能即 18 万吨计算，再加上公司控股子公司产能，公司 2013 年权益产能将达到 147 万吨。

由于超白玻璃竞争加大导致毛利率明显下滑，我们在核算业绩时将超白玻璃与浮法玻璃一块计算。在行业 2013 年微利的假设下，我们估计公司玻璃单吨利润将达到 50 元/吨左右。这意味着公司玻璃业务可贡献约 7350 万元的净利润。

表 3 金晶科技浮法线

生产线		日熔量 (t/d)	产能(万 重箱)	产能(万 吨)	权益比例	投产时间
超白	本部超白浮法和高档	600	360	18.0	100%	2004 年 12 月
	北京超白线	600+600	720	36.0	100%	预计 2013 年
紫外线	本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100%	2008 年 1 月
浮法	本部一线	525	315	15.8	100%	2009 年 10 月技改完成
	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100%	2009 年 6 月技改完成
	滕州金晶	600	360	18.0	93%	2011 年 10 月冷修
	滕州富民	600	360	18.0	93%	2012 年 7 月冷修
	滕州汇业一线	800	500	25.0	90%	2011 年 12 月收购
	滕州汇业二线	800	500	25.0	90%	2011 年 12 月收购
	廊坊金彪一线	600	360	18.0	45%	2006 年 6 月收购
	廊坊金彪二线	600	360	18.0	45%	2006 年 7 月收购
合计		6275	4525	226.3		

资料来源：中投证券研究总部、公司公告

三、纯碱业务已经触底，13 年有望盈亏平衡

公司纯碱业务主要由子公司海天生化运营，投资共约 13 亿元，可年产 100 万吨纯碱，包括重碱与轻碱，于 2008 年投产。由于该厂设址于山东潍坊，原盐资源丰富，有利于降低总体成本。公司目前产量中约 3-4 成自用，其它外卖。

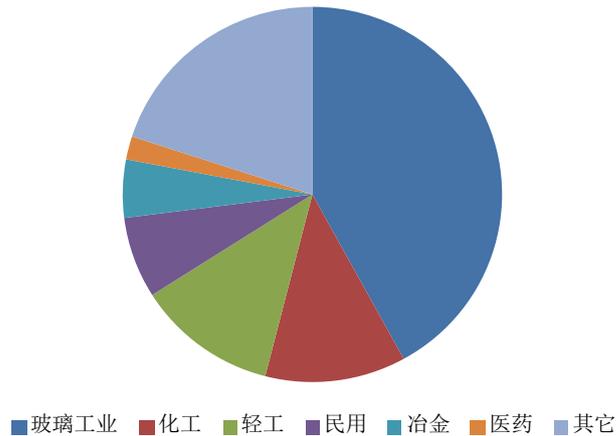
3.1 玻璃是纯碱最主要的需求方

纯碱是重要的工业原料之一，广泛运用于玻璃、化工、轻工、民用等领域，其中最大的用户是玻璃工业，占比超过 40%。

纯碱分为重质纯碱与轻质纯碱，前者多应用于高档浮法玻璃、合成洗涤、玻璃显像管的生产。由于重质纯碱使用方便、使用环境无粉尘等原因，其用量逐步上升。

由于重碱是纯碱发展方向，其受下游工业生产特别是玻璃行业需求影响日渐增大。从过去几年看，纯碱价格波动基本上滞后于玻璃价格玻璃半年以上，其盈利也基本遵循此走势。

图 9 纯碱下游需求结构



资料来源：金晶科技公告，中投证券研究总部

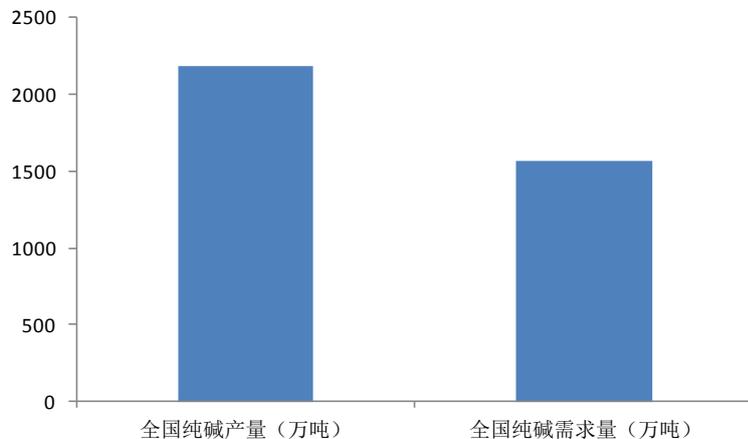
3.2 纯碱行业已经触底，2013 年下半年有望上行

3.2.1 纯碱行业产能过剩严重

我国是全球最大的纯碱生产国家，且过去十年纯碱呈现快速增长态势。正是由于大量厂家不断扩张，使得纯碱行业总体产能过剩严重、竞争不断加剧，导致价格周期性波动加大，企业经济效益不断下滑。

从统计数据看，目前我国纯碱企业年总产能达到 2800 万吨；从产量上看，2012 年 1-11 月全国纯碱产量为 2184 万吨。对于需求方我们做大致推算：全国浮法玻璃 2012 年 1-11 月全国产量为 6.6 亿重箱，折合 3300 万吨；以 1 吨玻璃单耗 0.2 吨纯碱计算，则玻璃行业需求纯碱约 660 万吨。以玻璃需求占纯碱全部出货量的 42%推算，则全国的纯碱需求量约为 1570 万吨，明显低于产量 2184 万吨。其实从全国纯碱装置的开工率仅 7 成左右也可以看出供给的压力之大。

图 10 2012 年 1-11 月纯碱供求对比



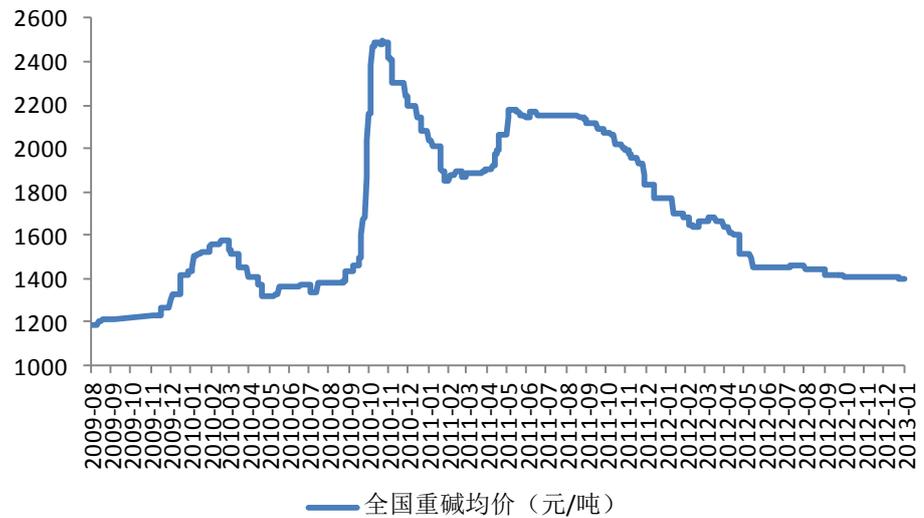
资料来源：中投证券研究总部

3.2.2 2012 年纯碱大部分企业均已亏损

这种产能压力在经济环境较弱的情况下就显得更为严重。2012 年全国经济增速放缓，而纯碱最主要的下游玻璃行业更是陷入全行业亏损。需求萎缩直接导致了纯碱价格持续下滑，大部分企业基本也无盈利可言。

从全国纯碱市场价格看，2011 年价格基本上维持较高位置，全年均价达到 2037 元/吨，纯碱企业在该年基本均获得了明显高于历史水平的盈利。从 2011 年下半年开始纯碱价格逐步下行，这一趋势一直延续至今。2012 年全国纯碱价格均价仅 1529 元/吨，较 2011 年下降了 25%。目前全国各地重碱价格维持着近三个季度以来的 1350-1450 元/吨的低价。纯碱企业大部分面临亏损或者微利。

图 11 纯碱价格走势



资料来源：中投证券研究总部、隆众商务网

从国内几家上市公司的毛利率也可以看出来，2012 年上半年毛利率较 2011 年约下降 12-25%，大部分企业的毛利率降至个位数，一部分甚至无法覆盖毛利率。而从金晶科技本身纯碱业务的盈利也可以看出，2011 年其纯碱净利润超过 2 亿元，几乎是上市公司全部的业绩来源；但 2012 年上半年纯碱毛利率为 -1.15%。由于 2012 年下半年纯碱价格低于上半年，估计全年总体盈利情况更差。

由此看来，国内纯碱企业在 2012 年基本上处于亏损状态。这种长时间的 不盈利同样使得竞争力差的产能会自动退出。我们认为纯碱行业底部就在 2012 年，目前处于低位震荡阶段；未来若玻璃行业逐步复苏，则纯碱也有望缓慢上升。

图 12 我国纯碱企业毛利率情况

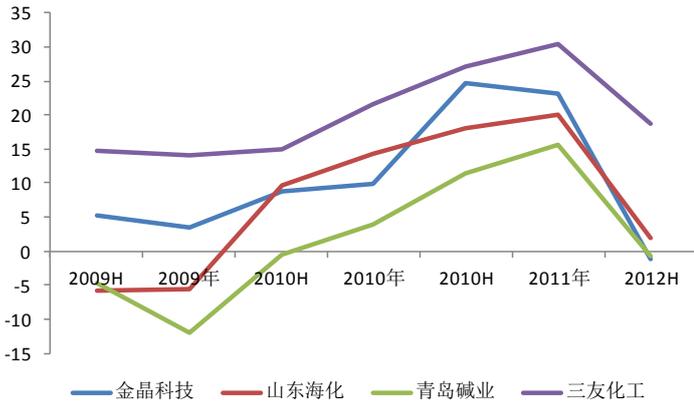
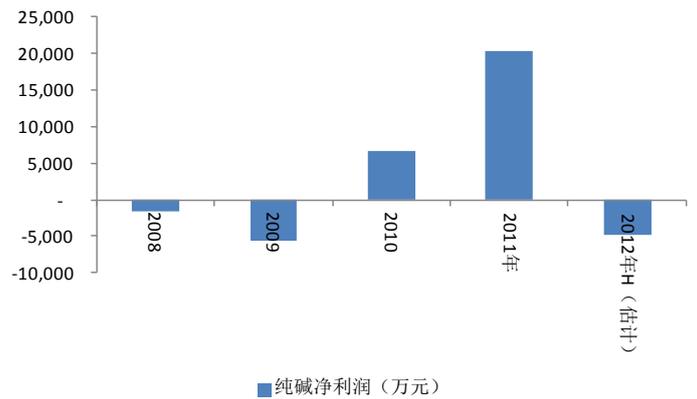


图 13 金晶科技纯碱业务净利润情况



资料来源：中投证券研究总部、公司公告

3.2.2 纯碱价格波动滞后于玻璃价格，预计 13 年下半年逐步上行

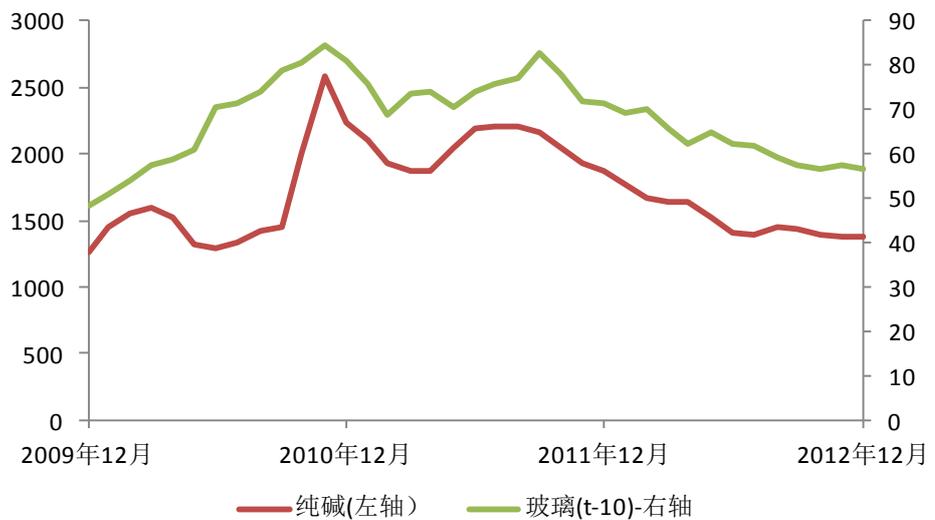
纯碱行业总体产能过剩严重，行业常以限价保价的方式维持企业经营。但价格走势更多仍决定于下游需求，特别是玻璃行业。从纯碱与玻璃企业的历史经营情况来看，两者也存在紧密关系。

我们大致对比了历史上玻璃与纯碱的价格走势，发现纯碱价格滞后于玻璃价格变动约 10 个月。这也合理解释了玻璃企业在本轮周期中盈利高点出现在 2010 年，而纯碱企业盈利高点出现在 2011 年的情况。这种滞后一方面是由于产业链之间的传导需要一定时间，另一方面可能也与纯碱企业决策时间有关。

我们认为 2013 年上半年玻璃行业仍处在产能消化过程，下半年有望逐步上行。以此分析，纯碱行业在下半年也可能逐步上行；且目前行业亏损达一年，企业涨价想法迫切。我们估计 2013 年的纯碱行业基本上以微利或盈利平衡为主，大幅度的亏损可能性较小。

对于金晶科技的纯碱业务，我们预计 2013 年将保持盈亏平衡。

图 14 纯碱与玻璃价格走势



资料来源：中投证券研究总部

四、LOW-E 玻璃有望成为玻璃业务上行的新推动力

在上一轮周期中超白玻璃为公司高盈利的推动力，在超白玻璃利润率逐步下行的情况下，北京即将投产的超白 LOW-E 玻璃受益消费升级，有望成为公司本轮周期上行的新增动力。

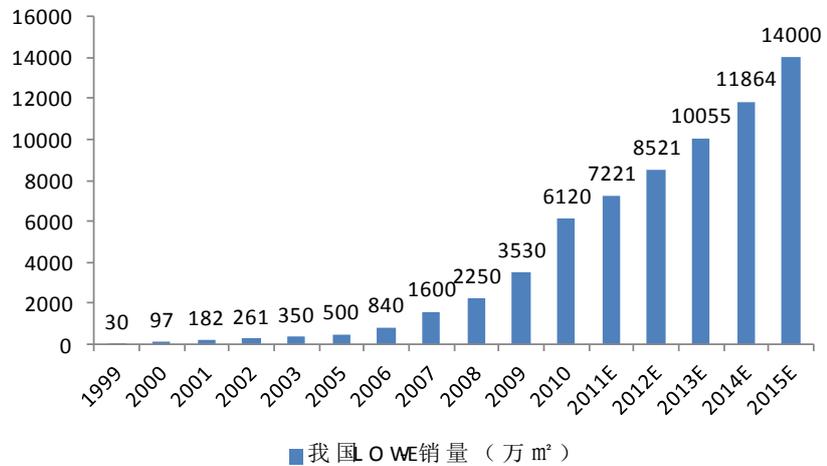
4.1 建筑节能不断加强，LOW-E 需求稳定增长

近几年国内对于建筑节能要求逐步严格，相关政策也相继出台。建筑节能的实现更多依赖于节能型建材的推广，而目前能够商业化大批量应用的建材品种为数不多，LOW-E 玻璃的应用已基本得到市场认可与验证。

我国从上世纪 80 年代开始通过小量进口满足市场对节能玻璃的需求，而后南玻等公司开始引进技术自我消化进而批量生产。国内 LOW-E 玻璃的需求量由 1999 年的需求量约 30 万 m² 上升至 2011 年的 7200 万 m²，年复合增速约 57%。然而，对应于去年全国约 7.4 亿重箱的平板玻璃销量而言，LOW-E 实际的占有率也仅 3%，远低于欧洲与美国约 90% 与 40% 的应用比率，未来需求成长空间广阔。

根据玻璃十二五规划，我国 2015 年 LOW-E 玻璃应用量将达到 1.4 亿 m²，这意味着年均增速至少在 18%，实际调研数据显示增长可能高于此。

图 15 我国 LOW-E 玻璃需求量



资料来源：《中国建材》，中投证券研究总部

4.2 公司 LOW-E 玻璃投产后有望逐步跻身市场前列

从目前来看，LOW-E 市场竞争格局稳定，以南玻、信义为首的大型玻璃厂商基本完成了 LOW-E 玻璃的全国布局，并以规模优势逐步占领市场。目前排名前四大的 LOW-E 企业产能规模均超过 1000 万平米。对于公司来讲，先发优势已经难以获取，但规模大、布点好、品质高可能成为打开市场的重要手段。

表 4 目前全国重点 LOW-E 玻璃企业产能与布局

	产能 (万平方米)	布局
离线法:		
南玻	1800	东莞、天津、成都、武汉、吴江
信义	1500	东莞、天津、芜湖
台玻	1000	武汉、太仓、昆山
耀皮	1000	上海、天津、江门
威海蓝星	300	威海
金晶科技	230	山东
中航三鑫	140	广东
在线法		
旗滨集团	600T/D	漳州
上海耀皮	600T/D	江苏常熟
大连旭硝子	600T/D	大连

资料来源：中投证券研究总部、各公司公告

公司早期于 2010 年 7 月份收购了 230 万平方米的离线 LOW-E 玻璃，但由于规模较小实际业绩有限。公司北京基地包括 2 条超白浮法线与 1000 万平方米的离线 LOW-E 加工基地。为了获取高端市场份额，公司预计将推出超白 LOW-E 玻璃。

北京所处的京津唐区域为我国经济发展的核心地区之一，对建筑玻璃特别是节能玻璃需求旺盛。公司生产基地设在北京大兴，是目前最接近北京市场的玻璃生产地，投产后有望辐射华北、西北与东北市场。若公司投产后市场开拓顺利，以规模看有望逐步跻身国内前几大 LOW-E 厂商行列。新的业务也将提供公司未来增长的新动力。

表 5 金晶科技离线 LOW-E 玻璃产能

生产线	地点	产能 (万m ²)	投产时间
离线 LOW-E 玻璃	北京	1000	预计 2013 年投产
离线 LOW-E 玻璃	山东	230	2010 年 7 月收购
合计		1230	

资料来源：中投证券研究总部、公司公告

4.3 高端 LOW-E 玻璃盈利稳定

公司目前仅 230 万平方米的 LOW-E 玻璃产能规模较小，无法适合离线 LOW-E 定制化生产的特点，不具代表意义。而北京基地尚未投产，因此我们选取同行代表企业的数据进行分析。

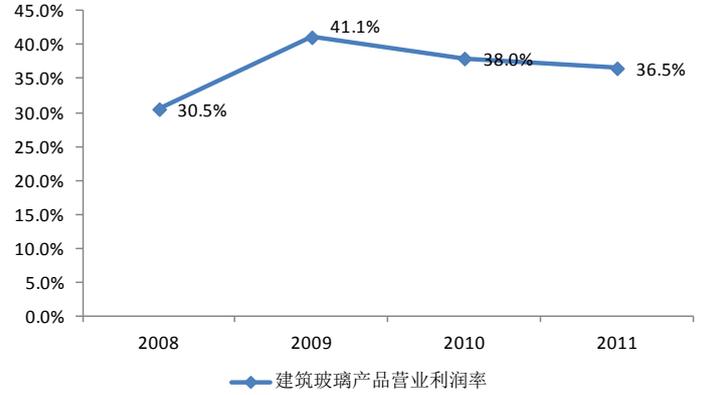
南玻与信义为国内实现全国性布局的节能玻璃代表，且产品均为离线 LOW-E，针对的大部分为高端的公用市场，具有参考意义。从南玻自 2007 年以来披露的工程玻璃数据来看，LOW-E 玻璃毛利率波动在 26%-34% 之间，波动与浮法玻璃原片价格负相关；而信义玻璃的毛利率在 30%-41% 之间波动，绝对数据较高可能与港股会计原则有关。但总体来看，LOW-E 玻璃正常年份的毛利率保持在 30% 左右的概率较大。

由于金晶科技目前北京 LOW-E 玻璃尚未投产，真实的盈利还将与生产质量、市场开拓相关。但从中长期看，节能玻璃广阔的需求空间下该线未来的盈利值得期待。我们估计 13 年北京浮法两线可能会在年中以后投产，而 LOW-E 线将在浮法线正常生产线方能生产，我们出于保守估计，13 年暂不考虑 LOW-E 玻璃的业绩贡献。但未来盈利空间与增长值得重点关注。

图 16 南玻 A 工程玻璃盈利情况



图 17 信义工程玻璃盈利情况



资料来源：中投证券研究总部、南玻 A 公告、信义玻璃公告

五、盈利预测

表 6 金晶科技盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
浮法玻璃合计				
营业收入 (百万元)	1,883	1,824	2,312	3,062
		+/-	-3.1%	26.8%
销量 (万重量箱)		2,400.00	2,720.00	3,440.00
价格		76.00	85.00	89.00
营业成本 (百万元)	1,592	1,812	1,965	2,480
单位成本		75.50	72.25	72.09
毛利率	15.5%	0.7%	15.0%	19.0%
毛利	291	12	347	582
纯碱				
营业收入 (百万元)	1,318	861	878	864
	+/-	30.9%	-34.7%	1.9%
销量 (万吨)	70.00	70.00	65.00	60.00
价格	1,882.86	1,230.00	1,350.00	1,440.00
营业成本 (百万元)	1,013	910	780	720
单位成本	1447	1,300.00	1,200.00	1,200.00
毛利率	23.1%	-5.7%	11.1%	16.7%
毛利	305	-49	98	144

深加工玻璃

营业收入(百万元)	354	120	160	540
	+/-	185.5%	-66.1%	33.3%
销量(万m ²)	230.00	150.00	200.00	300.00
价格(元/m ²)	100.00	80.00	80.00	180.00
营业成本(百万元)	273	140	124	378
单位成本	70.00	60.00	62.00	126.00
毛利率	23.0%	-16.7%	22.5%	30.0%
毛利	81	-20	36	162
合计收入(百万元)	3,256.03	2,685.00	3,349.50	3,925.60
合计成本(百万元)	2,661.72	2,722.00	2,869.20	3,199.90
综合毛利率	18.25%	-1.38%	14.34%	18.49%

资料来源: 中投证券研究总部

六、投资建议: 推荐

基于北京基地两线今年投产贡献一半产能,而 LOW-E 线于 14 年投产的假设,我们估计 12-14 年公司收入将由 26.85 亿增至 39.3 亿元, EPS 分别为-0.22、0.08 与 0.18 元。

目前公司玻璃纯碱双业务已位处底部,后续盈利与产能均向上,而 LOW-E 玻璃可加大向上弹性。目前 PB 仅 1.22 倍,给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3226	2939	3056	3497	营业收入	3296	2718	3390	3973
现金	1671	1669	1719	2015	营业成本	2679	2755	2904	3239
应收账款	144	116	138	162	营业税金及附加	20	16	14	16
其它应收款	51	52	64	75	营业费用	96	84	90	105
预付账款	442	248	232	259	管理费用	141	136	142	167
存货	704	689	697	745	财务费用	161	126	146	152
其他	214	166	205	240	资产减值损失	3	4	4	4
非流动资产	4982	5149	5298	5420	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	329	300	310	320	投资净收益	14	-17	10	20
固定资产	3738	3943	4101	4214	营业利润	209	-421	101	310
无形资产	250	250	250	250	营业外收入	75	107	40	20
其他	665	656	638	636	营业外支出	3	5	0	0
资产总计	8209	8088	8355	8916	利润总额	282	-319	141	330
流动负债	2308	2957	3061	3259	所得税	87	0	28	66
短期借款	745	1300	1344	1379	净利润	195	-319	112	264
应付账款	679	551	581	648	少数股东损益	7	-3	3	7
其他	885	1106	1137	1232	归属母公司净利润	188	-316	110	257
非流动负债	1389	975	1025	1125	EBITDA	670	16	597	853
长期借款	570	570	620	720	EPS (元)	0.13	-0.22	0.08	0.18
其他	820	405	405	405					
负债合计	3698	3932	4086	4384	主要财务比率				
少数股东权益	85	81	84	91	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1423	1423	1423	1423	成长能力				
资本公积	1874	1874	1874	1874	营业收入	4.7%	-17.5%	24.7%	17.2%
留存收益	1130	779	888	1146	营业利润	-47.4%	-301.5	-76.1%	208.4%
归属母公司股东权益	4426	4075	4184	4442	归属于母公司净利润	-47.9%	-268.3	-65.3%	134.9%
负债和股东权益	8209	8088	8355	8916	获利能力				
					毛利率	18.7%	-1.4%	14.3%	18.5%
					净利率	5.7%	-11.6%	3.2%	6.5%
					ROE	4.2%	-7.8%	2.6%	5.8%
					ROIC	5.0%	-6.4%	4.1%	7.6%
					偿债能力				
					资产负债率	45.0%	48.6%	48.9%	49.2%
					净负债比率	49.28	54.68%	54.90	54.25%
					流动比率	1.40	0.99	1.00	1.07
					速动比率	1.09	0.76	0.77	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.33	0.41	0.46
					应收账款周转率	23	20	25	25
					应付账款周转率	4.84	4.48	5.13	5.27
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	-0.22	0.08	0.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.52	0.42	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	3.11	2.86	2.94	3.12
					估值比率				
					P/E	26.98	-16.03	46.21	19.68
					P/B	1.14	1.24	1.21	1.14
					EV/EBITDA	8	353	9	7

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
2012-10-30	金晶科技—浮法玻璃盈利逐步好转，纯碱继续低位
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

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

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

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