

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: 4.00元

当前股价: 3.46元

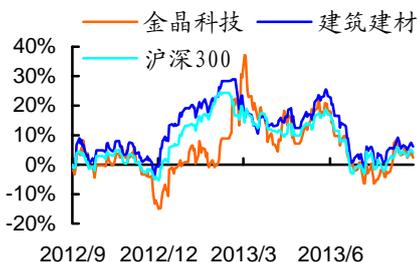
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2097.23
总股本(百万)	1423
流通股本(百万)	967
流通市值(亿)	33
EPS	0.03
每股净资产(元)	2.86
资产负债率	51.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金晶科技	6.46%	-15.40%	-21.90%
建筑建材	5.87%	-15.46%	-13.86%
沪深300	6.54%	-12.27%	-13.28%

**相关报告****金晶科技****600586****推荐****玻璃纯碱触底向上, 趋势将持续**

13年上半年收入16.26亿元, 同比增14.49%。营业利润3961万元, 去年同期-1.99亿元; 归属上市公司净利润6432万元, 去年同期为-1.23亿元。

投资要点:

- ▶ **上半年利润6432万元, 扭亏为盈且盈利向上可持续。**上半年公司收入增14.49%而净利润扭亏, 得益于玻璃与纯碱在去年行业持续亏损后部分产能退出。今年以来下游地产投资较好拉动玻璃价格自年初上升(华北约10%), 纯碱价格也于二季度略微提涨, 需求稳步上升而供给潜在压力逐步减弱的情况下, 三季度价格提升幅度更为明显。上半年毛利与净利率为16%与4%, 逐步靠近11年水平。盈利触底回升符合我们年初预期, 预计向上趋势仍将持续。
- ▶ **玻璃单吨盈利上升至34元/吨, 仍明显低于历史正常水平。**公司玻璃业务盈利与行业走势相近, 上半年公司单吨盈利约34元/吨, 仍明显低于历史正常的100元/吨以上的水平。由于上半年华北价格表现弱于南方, 公司盈利也差于南玻与旗滨, 但三季度北方价格上涨表现也较好, 预计后劲较足。我们估计全年玻璃单吨盈利可升至70元/吨以上。
- ▶ **纯碱毛利转正, 上半年净利达到1116万元。**公司纯碱产能约100万吨, 上半年实际销量62万吨, 产能利用率高于100%。纯碱价格自二季度开始略微小涨, 三季度涨幅明显且范围扩大。净利润由去年的亏损1.35亿元提升至1116万元, 好于我们年初预期。目前单吨盈利约18元, 也明显低于历史正常水平, 预计下半年可提升至50元/吨以上。
- ▶ **近两年产能扩张可关注北京基地。**公司今明两年的产能增长点来源于北京基地: 两条600T/D浮法线与1000万平米的LOWE玻璃。上半年LOWE玻璃生产线已投产, 而浮法一线也于今年8月投产, 预计浮法二线将于今年年底或明年年底投产。其中LOWE玻璃效益需观察公司产品质量与市场需求的情况。
- ▶ **给予“推荐”的投资评级:**目前玻璃纯碱双业务盈利已经回升, 且后续上升仍具备较大空间。LOW-E玻璃可加大向上弹性。预计13-15年EPS为0.13元、0.25元与0.37元, 推荐评级。
- ▶ **风险提示:**浮法行业产能出清慢于预期, 玻璃价格上涨差于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2987	3555	3943	4290
收入同比(%)	-9%	19%	11%	9%
归属母公司净利润	-360	189	362	527
净利润同比(%)	-292%	-47%	92%	45%
毛利率(%)	2.0%	16.5%	21.0%	24.3%
ROE(%)	-8.9%	4.5%	7.9%	10.3%
每股收益(元)	-0.25	0.13	0.25	0.37
P/E	-13.68	26.03	13.58	9.35
P/B	1.22	1.17	1.07	0.96

一、周期触底向上，主营扭亏为盈

1.1 上半年利润 6432 万元，盈利向上可持续

公司 13 年上半年实现收入 16.26 亿元，同比增长 14.49%。营业利润为 3961 万元，去年同期为 -1.99 亿元；归属上市公司净利润为 6432 万元，去年同期为 -1.23 亿元。

上半年扭亏为盈，得益于玻璃与纯碱两业务触底回升，其中玻璃表现更好。玻璃与纯碱去年基本上全行业都处在亏损状态，持续亏损导致大量产能停产。

今年以来，玻璃下游的房地产投资增长约 20%，带动玻璃需求增长达到 10.8%，也带动玻璃价格的持续上涨。从山东的玻璃价格来看，今年上半年同比增长约接近 10%，再加上公司产能有所增加，收入增长更快。纯碱下游为玻璃，因而价格上涨较玻璃有所滞后，随着部分企业限产，价格二季度开始逐步上调，三季度表现更为明显。总体来看，玻璃与纯碱的底部均为去年，在需求平稳上升而产能逐步出清的情况下，两者价格向上在 13 年下半年预计仍将持续。

盈利能力上，公司上半年毛利率为 16%，而净利润 4%，明显高于去年同期的 2%与-12%，呈现明显的 V 型走势，目前的盈利水平已逐步接近 2011 年。

图 1 金晶科技半年度经营情况

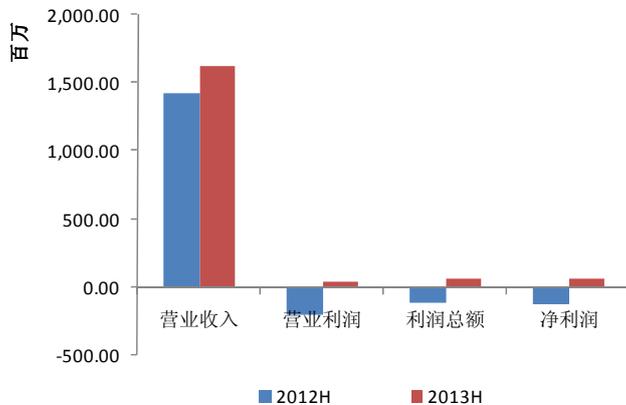
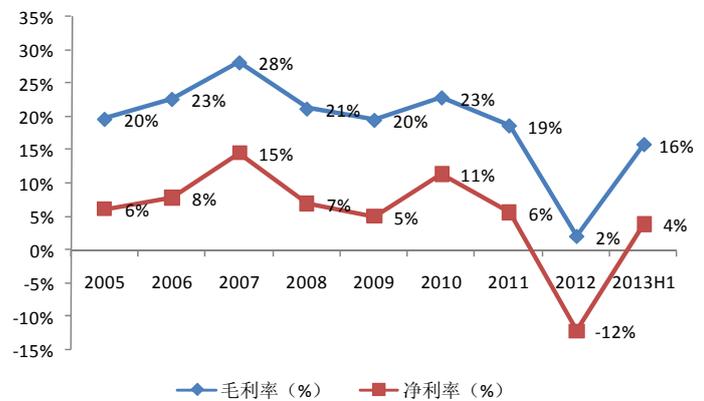


图 2 金晶科技利润率情况



资料来源：中投证券研究总部、公司公告

1.2 二季度毛利率升至 16.4%

从单季度情况看，二季度收入 8.63 亿元，净利润达到 0.23 亿元，高于一季度（一季度主要有 2500 万元营业外收入，实际净利润为 1600 万元）；收入与利润均是同比环比上升。

二季度单季毛利率 16.4% 基本上达到 2011 年下半年的水平，净利润率 2.7% 情况类似。我们认为下半年的盈利情况仍将保持环比提升走势。

表 1 公司季度经营情况

10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

收入(亿元)	8.97	7.93	8.58	9.28	7.17	6.93	7.28	7.58	8.08	7.63	8.63
环比增速	8.5%	-11.6%	8.2%	8.1%	-22.8%	-3.3%	5.0%	4.2%	6.6%	-5.5%	13.1%
毛利率	25.7%	22.7%	18.9%	17.9%	15.1%	9.8%	-5.2%	3.4%	0.7%	15.3%	16.4%
费用率	8.8%	11.2%	10.1%	10.1%	18.0%	14.3%	15.1%	14.1%	15.0%	12.9%	13.2%
归属股东净利润(亿元)	1.65	0.72	0.64	0.46	0.06	0.07	-1.30	-0.61	-1.76	0.41	0.23
环比增速	146.6%	-56.2%	-11.3%	-28.3%	-87.9%	35.4%	-1837.6%	-53.1%	187.7%	-123.2%	-42.5%
净利率	18.4%	9.1%	7.5%	4.9%	0.8%	1.1%	-17.9%	-8.1%	-21.8%	5.3%	2.7%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、玻璃纯碱触底刚回升, 纯碱强于预期

分业务来看, 收入中玻璃占据 66%, 而纯碱为 34%, 纯碱的收入占比略有提升。营业利润中, 玻璃占比 78% 纯碱为 22%, 纯碱营业利润为负转正。这说明玻璃仍是主要利润来源, 但纯碱向上的弹性更大。

公司上半年玻璃实际销量约 73 万吨(考虑权益与廊坊公司股权), 我们测算玻璃单吨盈利约 34 元/吨, 明显高于去年单吨亏损 100 元/吨的水平, 仍距离历史均值或上一轮高点的 200 元/吨盈利仍有差距。由于公司生产基地基本靠近华北, 上半年北方价格表现差于南方, 因而单吨盈利较南玻与旗滨等南方公司差。但进入三季度, 华北价格表现也较好, 出现持续的上涨, 我们估计下半年公司浮法玻璃单吨净利有望增至 100 元/吨以上, 全年平均单吨盈利可达 70 元以上。

纯碱业务上, 公司产能约 100 万吨, 但上半年实际销量达到 62 万吨, 产能利用率高于 100%。纯碱是玻璃的上游, 每轮周期价格上涨均滞后于玻璃约半年时间。纯碱价格自二季度开始略微小涨, 三季度涨幅明显且范围扩大。上半年公司纯碱业务净利润由去年的亏损 1.35 亿元提升至盈利 1116 元, 好于我们年初预期。目前单吨盈利约 18 元, 也明显低于历史正常水平, 预计下半年可提升至 50 元/吨以上。

图 3 金晶科技收入构成

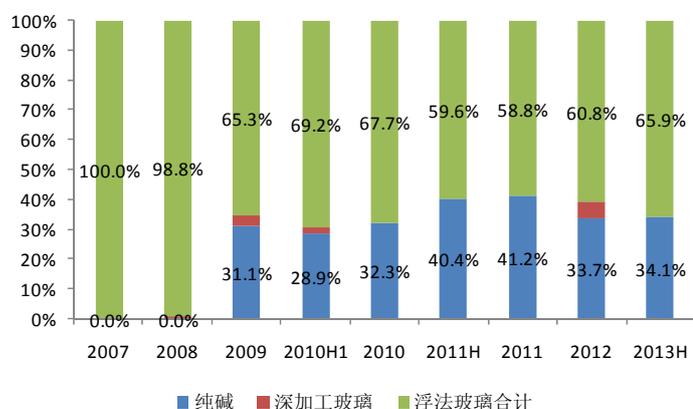
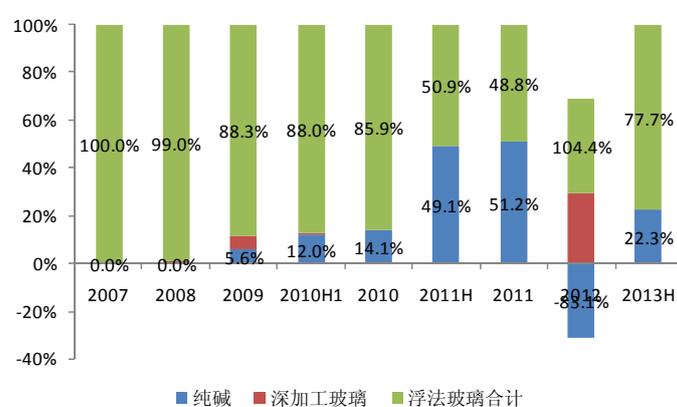


图 4 金晶科技营业利润构成



资料来源: 中投证券研究总部、公司公告、

图 5 金晶科技玻璃业务单吨 盈利

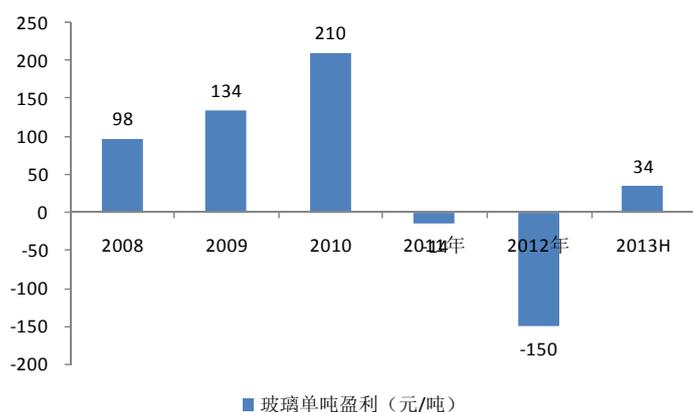
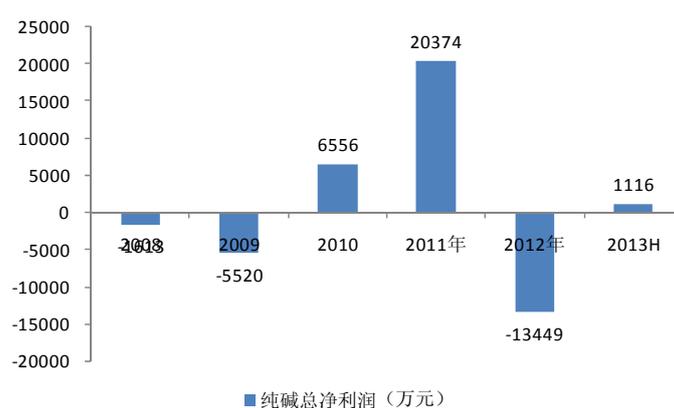


图 6 金晶科技纯碱业务净利润



资料来源: 中投证券研究总部、公司公告

三、今年产能扩张主要在北京基地

公司目前产品包括浮法玻璃与纯碱, 而浮法中又有普通浮法、超白浮法与色玻等。

公司今明两年的产能增长点来源于北京基地, 包括两条 600T/D 浮法线与 1000 万平米的 LOWE 玻璃。上半年 LOWE 玻璃生产线已投产, 而浮法一线也于今年 8 月投产, 预计浮法二线将于今年年底或明年年底投产。另外, 宁夏公司未来也将有新的产能投产。

我们测算公司今年的实际产能接近 160 万吨 (考虑权益与廊坊), 明年有望增长至 182 万吨, 而 1000 万平米的 LOWE 线则将根据需求决定产销量。

表 1 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%	一线 13 年 8 月点火
紫外线	本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100%	2008 年 1 月
	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%	2013 年 7 月冷修后复产
	滕州富民	600	360	18.0	93%	2012 年 9 月冷修后复产
	滕州汇业一线	800	500	25.0	90%	2011 年 12 月收购
	滕州汇业一线	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
LOWE	北京 LOWE 线	1000 万 m ² /年			100%	2013 年上半年投产
	山东 LOWE 线	230 万 m ² /年			100%	2010 年 7 月收购
纯碱	海天生化纯碱项目	100 万吨/年			100%	2009 年 1 月
合计						

资料来源: 中投证券研究总部、公司公告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

四、现金流与应收账款状况略差于去年

从经营情况来看, 公司存货周转率由去年的 1.84 升至 2.47, 应收账款周转率由 8.59 降至 7.77。说明应收账款的回收略差。

经营性现金流 1.1 亿, 同比降 24%, 且相对于资本性支出 3 亿元来说, 存在 1.9 亿元的现金缺口。不过负债率 51% 处于合理水平, 财务风险不大。

表 2 公司运营情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013H
存货周转率(次)	4.2	5.4	4.2	4.5	4.7	4.1	4.7	2.5
应收账款周转率(次)	26.4	33.8	26.4	27.6	27.6	23.8	18.3	7.8
资产负债率(%)	71.6	45.0	54.0	59.7	54.1	45.0	48.7	51.0
经营活动现金流(亿元)	0.9	2.7	2.3	2.5	4.8	5.2	2.1	1.1
增长率(%)	26.9	194.8	(13.6)	5.3	95.2	8.6	-60.1	-24.0
资本性支出(亿元)	0.8	5.9	8.5	4.3	6.1	10.7	8.8	3.0
增长率(%)	(49.7)	649.5	43.7	(49.6)	42.8	75.8	(18.1)	(18.1)

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测

我们预计今年公司浮法玻璃单吨盈利在 70 元/吨以上, 而纯碱单吨盈利在 45 元/吨, 北京 LOWE 能够实现 200 万平米的销售。盈利预测假设如下:

表 3 盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
浮法玻璃合计				
营业收入(百万元)	1,752	2,324	2,839	3,240
	+/-	-7.0%	32.6%	22.2%
销量(万重量箱)	2,480.00	3,140.00	3,640.00	4,000.00
价格	71	74.00	78.00	81.00
营业成本(百万元)	1,705	1,905	2,186	2,430
单位成本	68.75	60.68	60.06	60.75
毛利率	2.7%	18.0%	23.0%	25.0%
毛利	47	418	653	810
纯碱				
营业收入(百万元)	972	1,071	1,104	1,050
	+/-	-26.2%	10.2%	3.1%
销量(万吨)	70.00	85.00	80.00	70.00

价格		1,388.86	1,260.00	1,380.00	1,500.00
营业成本（百万元）		1,010	937	927	819
单位成本		1,442.29	1,102.50	1,159.20	1,170.00
毛利率		-3.8%	12.5%	16.0%	22.0%
毛利		-37	134	177	231
深加工玻璃					
营业收入（百万元）		156	160	960	1,240
	+/-	-55.9%	2.6%	500.0%	29.2%
销量（万m ² ）		150.00	200.00	600.00	800.00
价格（元/m ² ）		80.00	80.00	160.00	155.00
营业成本（百万元）		121	124	720	960
单位成本		60.00	62.00	120.00	120.00
毛利率		22.4%	22.5%	25.0%	22.6%
毛利		35	36	240	280
合计收入(百万元)		2,880.20	3,554.60	3,943.20	4,290.00
合计成本（百万元）		2,835.50	2,966.48	3,113.54	3,249.00
综合毛利率		1.55%	16.55%	21.04%	24.27%

资料来源：中投证券研究所

六、投资建议：推荐

预计 13-15 年 EPS 分别为 0.13 元、0.25 元与 0.37 元。推荐评级。

七、风险提示

玻璃行业供给压力与玻璃价格的风险。由于目前行业仍有 17 条线完工未投产，另外还有约 30 线在建。我们判断完工线将陆续投产，而其它 30 条线暂时无实质建设进展。若 17 条完工线集中点火，或者在建的 30 条生产线建设提前完成，则可能导致玻璃价格上涨低于预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2122	2887	3603	4446	营业收入	2987	3555	3943	4290
现金	1172	1570	2246	3053	营业成本	2926	2966	3114	3249
应收账款	182	203	225	245	营业税金及附加	15	18	20	21
其它应收款	44	54	60	65	营业费用	95	108	120	131
预付账款	37	148	156	162	管理费用	160	153	170	184
存货	535	556	610	620	财务费用	181	111	112	95
其他	151	355	306	300	资产减值损失	39	0	0	0
非流动资产	5892	5630	5550	5421	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	285	290	300	300	投资净收益	-40	5	5	5
固定资产	3770	4171	4300	4281	营业利润	-469	203	413	614
无形资产	390	390	390	390	营业外收入	112	30	30	30
其他	1447	779	560	450	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	8014	8517	9153	9866	利润总额	-357	232	442	643
流动负债	2966	3505	3766	3883	所得税	7	35	66	96
短期借款	1168	2000	2100	2200	净利润	-364	197	375	547
应付账款	695	593	623	650	少数股东损益	-5	8	13	20
其他	1104	912	1043	1033	归属母公司净利润	-360	189	362	527
非流动负债	933	700	699	749	EBITDA	47	653	916	1138
长期借款	505	285	285	335	EPS (元)	-0.25	0.13	0.25	0.37
其他	428	415	415	415					
负债合计	3899	4205	4465	4632					
少数股东权益	84	92	105	125	主要财务比率				
股本	1423	1423	1423	1423	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1873	1873	1873	1873	成长能力				
留存收益	735	924	1286	1813	营业收入	-9.4%	19.0%	10.9%	8.8%
归属母公司股东权益	4031	4220	4582	5109	营业利润	-324.3	-56.7%	103.4	48.8%
负债和股东权益	8014	8517	9153	9866	归属于母公司净利润	-291.7	-47.4%	91.7%	45.3%
					获利能力				
					毛利率	2.0%	16.5%	21.0%	24.3%
					净利率	-12.0%	5.3%	9.2%	12.3%
					ROE	-8.9%	4.5%	7.9%	10.3%
					ROIC	-5.7%	4.8%	8.3%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率	48.7%	49.4%	48.8%	47.0%
					净负债比率	59.50	62.42%	63.31	63.53%
					流动比率	0.72	0.82	0.96	1.14
					速动比率	0.52	0.65	0.78	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.43	0.45	0.45
					应收账款周转率	17	18	18	17
					应付账款周转率	4.26	4.61	5.12	5.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.25	0.13	0.25	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.42	0.63	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	2.83	2.97	3.22	3.59
					估值比率				
					P/E	-13.68	26.03	13.58	9.35
					P/B	1.22	1.17	1.07	0.96
					EV/EBITDA	127	9	6	5

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
------	------

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,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