

轻装上阵，估值修复在即

——金晶科技（600586）2017年财报点评

2017年4月11日

强烈推荐/维持

金晶科技

财报点评

姓名	分析师：赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司2017年实现营业总收入43.54亿元，同比增加29.69%，实现归属于上市公司股东的净利润1.44亿元，同比增长281.97%。每股收益为0.10元，同比增加281.95%，每10股送现金红利0.6元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
营业收入（百万元）	804.65	806.71	824.92	920.90	850.32	1031.89	1051.45	1420.17
增长率（%）	9.42%	-6.81%	1.54%	1.06%	5.68%	27.91%	27.46%	54.22%
毛利率（%）	23.47%	22.69%	22.11%	35.61%	26.50%	20.80%	23.58%	32.73%
期间费用率（%）	17.69%	18.83%	15.88%	20.34%	15.62%	10.76%	12.55%	17.78%
营业利润率（%）	3.36%	2.31%	5.08%	4.21%	7.88%	6.42%	9.66%	11.67%
净利润（百万元）	4.59	5.80	21.09	-12.35	41.62	44.52	64.73	-37.71
增长率（%）	-109.53%	-120.52%	-168.62%	-108.59%	806.40%	668.08%	206.93%	205.28%
每股盈利（季度，元）	0.005	0.009	0.015	-0.003	0.032	0.039	0.046	-0.018
资产负债率（%）	57.18%	56.82%	55.43%	56.41%	57.23%	55.14%	55.54%	55.38%
净资产收益率（%）	0.11%	0.14%	0.51%	-0.30%	0.99%	1.04%	1.49%	-0.88%
总资产收益率（%）	0.05%	0.06%	0.23%	-0.13%	0.42%	0.47%	0.66%	-0.39%

观点：

- 纯碱玻璃量价齐升，营业收入保持高速增长。**公司2017年实现营业总收入43.54亿元，同比增加29.69%，主要是玻璃及纯碱收入增长所致。其中技术玻璃营业收入为13.92亿元，同比增长17.15%；技术玻璃销量为1595万重量箱，同比增长2.1%，价格为87.23%，同比增长14.05%。浮法玻璃营业收入为7.79亿元，同比增长28.14%；浮法玻璃销量为1595万重量箱，同比增长6.34%，价格为62.86元/重量箱，同比增长20.51%。纯碱营收18.77亿元，同比增长51.01%。纯碱销量142万吨，同比增长22%，价格为1318元/吨，同比增长23.24%。纯碱价格下半年维持高位运行，同时公司实施差异化销售战略，确保利润最大化。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4营业收入分别为8.50亿元、10.31亿元、10.51亿元、14.20亿元，营业收入逐季增长，势头良好。
- 毛利率和期间费用率一升一降。**2017年公司毛利率26.47%，同比增长0.75%，主要得益于技术玻璃毛利率的提升。在原燃料价格上涨情况下，公司加大技术玻璃的结构比例，使得营业收入增速略高于营业成本增速，综合毛利率同比略有改善。在销售收入快速增长的同时，公司期间费用率同比下降明显。2017

年期间费用率下降 3.81%至 14.43%，其中销售费用同比大幅下降 15.02%，玻璃及纯碱行业的高景气以及公司多年来树立了良好的品牌形象，使得费用增速远远低于营业收入的增长速度。

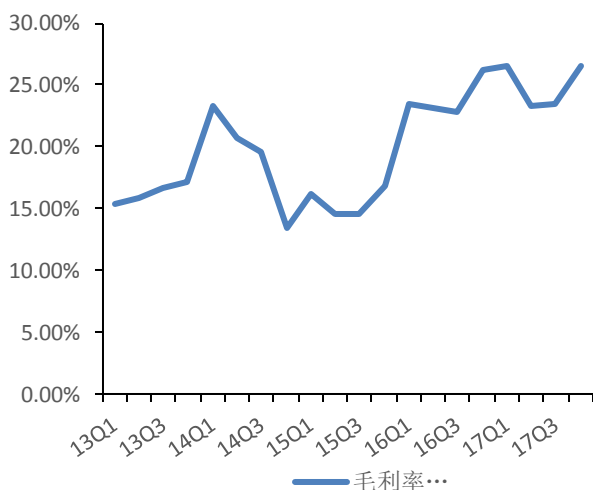
- **玻璃行业格局重塑，纯碱市场维持高景气。**随着排污许可证制度的落实及环保政策趋严，大量未达标的中小企业退出市场，落后产能逐步淘汰利好龙头企业，玻璃行业格局将重塑。此外，各种原材料价格的上涨也将加剧行业竞争，大企业成本优势进一步显著，曾经依靠低价竞争的行业盈利模式将一去不复返，区域产能逐步走向平衡。未来汽车、电器等行业的发展将为玻璃行业的增长提供新的支撑点。

作为最重要的工业原料之一，2017 年纯碱价格创 2010 年以来新高，行业产能略有增长，在 2018 年供给和需求的双重作用下，市场高景气波动是大概率事件。

与时俱进，打造行业标杆。宁夏金晶一期项目顺利投产，进一步扩大公司规模。作为中国平板玻璃标准的制定者，着力调整产品结构，积极研发新产品，“至透”、“至纯”、“节能之星”等产品的问世显著提高了公司的盈利能力。公司与世界玻璃巨头建立了良好的长期战略合作关系，不断提高中高附加值产品比例，形成了纯碱-玻璃-玻璃深加工产业链，努力完成向产业平台和解决方案提供者的角色转变，公司规模化管理优势更加突出，核心竞争力强劲。

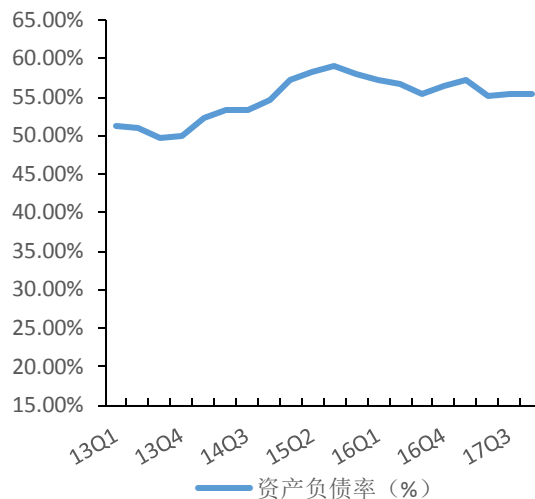
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018 年到 2020 年的营业收入为 51.84 亿元、58.30 亿元和 64.93 亿元，归属于母公司净利润分别为 4.83 亿元、5.63 亿元和 6.69 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.38 元和 0.46 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，考虑到公司产品技术优势明显，新产品潜在市场空间巨大、公司 2018 年开始轻装上阵。维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**结构和市场调整情况不及预期。

图 1: 金晶科技毛利率变化



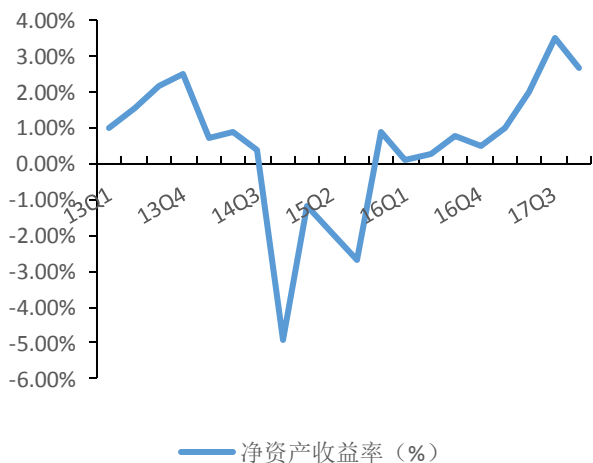
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 金晶科技资产负债率变化



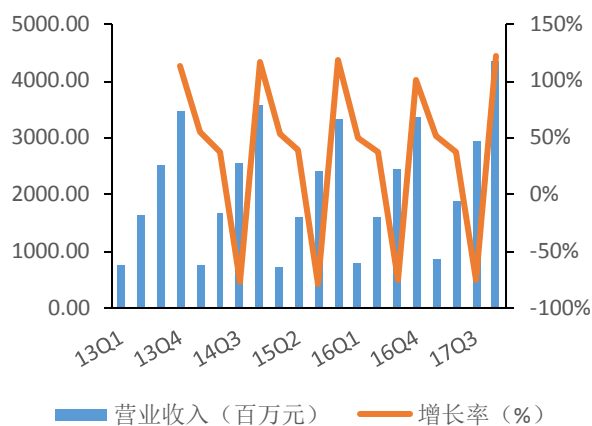
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 金晶科技单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 金晶科技单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2751.10	3190.26	3419.06	3890.90	4437.06	营业收入	3357.18	4353.83	5184.47	5922.38	6781.48
货币资金	1324.15	1221.39	1296.12	1480.59	1695.37	营业成本	2474.96	3201.17	3752.01	4241.80	4799.16
应收账款	299.05	364.13	426.12	486.77	557.38	营业税金及附加	68.14	88.84	103.69	118.45	135.63
其他应收款	91.77	189.71	225.90	258.05	295.48	营业费用	132.78	112.83	134.80	153.98	176.32
预付款项	46.37	22.51	22.51	22.51	22.51	管理费用	284.60	291.60	347.36	396.80	454.36
存货	637.99	812.20	925.15	1045.92	1183.35	财务费用	195.17	223.97	153.93	203.22	253.30
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	20.43	19.38	19.40	19.40	19.40
非流动资产合计	6758.02	6411.05	7606.04	8902.37	10307.80	公允价值变动收	0.21	(0.21)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	103.57	112.88	103.60	103.60	103.60	投资净收益	(54.89)	(27.70)	(28.00)	(28.00)	(28.00)
固定资产	4319.04	4961.26	6294.36	7650.51	9107.07	营业利润	126.42	400.58	645.28	760.73	915.32
无形资产	513.25	424.38	381.95	339.51	297.07	营业外收入	10.19	6.53	6.55	6.55	6.55
其他非流动资	183.40	542.49	543.00	543.00	543.00	营业外支出	25.45	117.41	1.00	1.00	1.00
资产总计	9509.12	9601.31	11025.10	12793.27	14744.86	利润总额	111.15	289.70	650.83	766.28	920.87
流动负债合计	4722.85	4467.01	5060.74	6211.76	7430.26	所得税	92.03	176.54	162.71	191.57	230.22
短期借款	1184.64	859.71	1068.47	1841.99	2630.89	净利润	19.13	113.16	488.13	574.71	690.65
应付账款	1105.69	1183.45	1387.73	1568.89	1775.03	少数股东损益	(18.70)	(31.33)	4.88	11.49	20.72
预收款项	52.39	76.97	78.52	80.30	82.33	归属母公司净利	37.83	144.49	483.24	563.22	669.93
一年内到期的	725.93	638.17	638.00	638.00	638.00	EBITDA	743.54	1083.82	932.81	1195.31	1512.49
非流动负债合计	641.09	850.27	1215.07	1215.07	1215.07	EPS (元)	0.03	0.10	0.33	0.39	0.46
长期借款	452.68	438.32	813.32	813.32	813.32	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5363.94	5317.28	6275.81	7426.83	8645.33	成长能力					
少数股东权益	142.08	80.78	85.66	97.16	117.88	营业收入增长	0.98%	29.69%	19.08%	14.23%	14.51%
实收资本(或	1458.89	1458.30	1458.30	1458.30	1458.30	营业利润增长	-252.24%	216.87%	61.09%	17.89%	20.32%
资本公积	1943.78	1968.85	1968.85	1968.85	1968.85	归属于母公司净	35.42%	281.99%	234.45%	16.55%	18.95%
未分配利润	577.76	719.19	1192.19	1743.47	2399.20	获利能力					
归属母公司股	4003.11	4203.25	4755.20	5318.42	5988.35	毛利率(%)	26.28%	26.47%	27.63%	28.38%	29.23%
负债和所有者	9509.12	9601.31	11025.10	12793.27	14744.86	净利率(%)	1.13%	3.32%	9.32%	9.51%	9.88%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	0.20%	1.18%	4.39%	4.48%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	0.94%	3.44%	10.16%	10.59%	11.19%
经营活动现金	783.10	12.14	911.46	1146.83	1433.43	偿债能力					
净利润	19.13	113.16	488.13	574.71	690.65	资产负债率(%)	56.41%	55.38%	56.45%	57.83%	58.61%
折旧摊销	421.95	459.27	5.51	231.36	343.87	流动比率	0.58	0.71	0.68	0.63	0.60
财务费用	(195.17)	(223.97)	(153.93)	(203.22)	(253.30)	速动比率	0.45	0.53	0.49	0.46	0.44
应付账款的变	(76.38)	77.76	204.28	181.16	206.15	营运能力					
预收账款的变	(2.62)	24.57	1.56	1.78	2.03	总资产周转率	0.35	0.46	0.50	0.50	0.49
投资活动现金	(80.80)	257.80	(1333.54)	(1532.66)	(1754.27)	应收账款周转率	10.42	13.13	13.12	12.97	12.99
公允价值变动	0.21	(0.21)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.16	2.80	2.92	2.87	2.87
长期股权投资	(57.72)	9.31	(9.28)	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	(54.89)	(27.70)	(28.00)	(28.00)	(28.00)	每股收益(最新	0.03	0.10	0.33	0.39	0.46
筹资活动现金	(575.87)	(372.70)	496.81	570.30	535.61	每股净现金流	(0.22)	(0.02)	0.05	0.13	0.15
应付债券增加	(499.76)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最	2.74	2.88	3.26	3.65	4.11
长期借款增加	155.09	(14.36)	375.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	(0.59)	0.00	0.00	0.00	P/E	150.75	40.10	12.10	10.38	8.73
资本公积增加	3.63	25.07	0.00	0.00	0.00	P/B	1.46	1.39	1.23	1.10	0.98
现金净增加额	126.43	(102.76)	74.73	184.48	214.77	EV/EBITDA	9.27	6.06	7.58	6.41	5.44

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。