



一季度超预期，玻璃高景气+高端化，纯碱望触底反弹

金晶科技(600586)

评级:	买入	股票代码:	600586
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	8.22/2.51
目标价格:	12.18	总市值(亿)	100.01
最新收盘价:	7	自由流通市值(亿)	100.01
		自由流通股数(百万)	1,428.77

事件概述。公司公布 2020 年报及 2021 一季报。公司 2020 全年实现营收 48.84 亿元，同比-7.22%，实现归母净利润 3.31 亿元，同比+236.19%；其中，Q4 实现营收 14.63 亿元，同比-4.43%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比+458.71%；2021Q1 公司实现营收 14.7 亿元，同比+46.93%，归母净利润 3.55 亿元，同比+1096.91%，实现扣非归母净利润 2.51 亿元，同比增长 783.27%。

►**行业景气度超预期+玻璃结构高端化，2021Q1 净利润超预期。**公司 2021Q1 业绩超我们及市场预期。20H2 起，前期被疫情压制的建筑、光伏玻璃逐渐释放，且疫情期间河北关停 5 条生产线，因此 2020H2 起建筑浮法、光伏玻璃价格迅速上涨，且 2021Q1 大部分时间内仍保持高位。此外，根据卓创、玻璃期货网数据 2020Q4 公司复产 2 条线同时停产冷修 1 条，产能总体增加，并且经改造从 2 条超白目前增加到 3 条建筑超白线，公司产品结构进一步升级，测算当前时点超白毛利率接近 50%；2020 全年公司玻璃销量 153 万吨，同比增长 4.3%；其中高端技术玻璃销量 85 万吨，同比增长 23.9%，售价 2136 元/吨，同比上升 270 元/吨，吨毛利 589 元/吨，同比上升 167 元/吨，测算全年玻璃行业贡献归母净利润超过 2 亿元，同比 2019 年大幅扭亏为盈；此外，我们判断公司 2021Q1 公司玻璃售价同比增长 30%以上，带动公司收入同比增长 46.9%，毛利率同比提升 11.6 个百分点，从而使得扣非利润同比增长近 8 倍，超我们及市场预期。

►**纯碱行业 2020 年景气度下降，2021 年预计触底回升。**根据公司年报数据，2020 年纯碱行业需求同比下降 4.4%至 2829 万吨，产能利用率下滑至 85%，使得纯碱价格有所下行。2020 年公司纯碱外销量 155 万吨，同比降低 15.5%，售价 1071 元/吨，同比降低 226 元/吨；但公司成本优势仍然显著，全年纯碱吨成本同比下降 64 元/吨至 917 元/吨，一定程度上对冲了价格下滑，全年山东海天生物化工（公司的纯碱子公司）依旧实现净利润 3939 万元。我们判断 2021 年纯碱价格触底回升，判断对公司来说下半年景气度将步入高增阶段。

►**非经常损益进一步增厚利润。**由于玻璃、玻纤行业 2020H2 起景气度明显提升，公司参股的廊坊金彪、中材金晶等联营公司 2020 年业绩均同比改善，带动公司 2020 年投资收益同比增长，同时由于政策性返还增加，公司非经营收入同比增长，进一步增厚公司利润。2021Q1，公司完成中材金晶的剥离，确认投资收益 8100 万元以上，进一步带动 Q1 利润增长。

►**光伏玻璃业务具中长期成长性，纯碱业务或超预期。**尽管 3 月光伏玻璃价格下降 10 元/平米（20%）左右，但我们认为在行业总需求稳定增长，且 210/182 大尺寸组件渗透率提升背景下，高端宽板光伏玻璃供给仍不过剩，价格及利润水平仍将总体维持高位，本次降价意在打造理性的行业投产预期；而 2021 年，公司预计国内外新投产光伏玻璃生产线（超白浮法+压延）1600 吨/日，大幅提升光伏玻璃业务弹性。此外，随着玻璃需求稳定增长，2021 年纯碱价格中枢有望显著上升（年初以来已累计涨价 400 元/吨左右），纯碱利润望逐渐释放。

►**进入隆基供应体系，竞争力或头部企业认可，长期稳定性及天花板进一步提升。**2021 年 2 月，公司公告与隆基签订 16 亿元长期采购合同，体现公司竞争力获头部企业认可，未来不排除与隆基进一步扩大合作，或与其余头部组件厂合作可能性；公司 2 月同时公告定增计划，加码宁夏及马来西亚三条各 1000t/d 压延大线，进一步扩充产能同时随着产线平均规模扩大，公司成本中枢有望进一步下降，因此我们认为公司长期成长逻辑同样清晰。

投资建议

调整销量、价格假设，维持 2021-2022 年经营性归母净利润预测基本不变，但考虑到 2021 年出售中材金晶股权带来的非经常损益，上调 2021 年投资收益，并上调 2021 年归母净利润预测 11.3%至 9.2 亿元。预计 2021-2023

年，公司归母净利润 9.20/12.74/16.42 亿元，同比增长 178.1%/38.5%/28.9%。维持目标价 12.18 元及“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5264.21	4884.04	7333.26	9331.02	10839.27
YoY (%)	2.72%	-7.22%	50.15%	27.24%	16.16%
归母净利润(百万元)	98.43	330.92	920.23	1274.37	1642.13
YoY (%)	25.56%	236.19%	178.08%	38.48%	28.86%
毛利率 (%)	20.72%	20.21%	27.21%	30.75%	32.41%
每股收益 (元)	0.07	0.23	0.64	0.89	1.15
ROE	2.41%	7.57%	17.80%	20.29%	21.30%
市盈率	102.33	30.44	10.95	7.90	6.13

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郁暉

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4884.04	7333.26	9331.02	10839.27	净利润	350.81	975.51	1350.93	1740.80
YoY (%)	-7.22%	50.15%	27.24%	16.16%	折旧和摊销	533.02	214.77	230.13	251.05
营业成本	3896.86	5337.82	6461.96	7326.33	营运资金变动	-327.74	-70.27	11.84	11.06
营业税金及附加	82.43	123.76	157.48	182.93	经营活动现金流	754.02	1179.54	1803.42	2213.44
销售费用	38.28	57.48	73.13	84.95	资本开支	-410.82	-960.00	-1016.00	-1016.00
管理费用	229.82	345.07	439.08	510.05	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	166.57	181.06	177.03	167.82	投资活动现金流	-405.90	-855.00	-1006.00	-1006.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	17.11	105.00	10.00	10.00	债务募资	542.52	0.00	0.00	0.00
营业利润	416.38	1179.39	1765.91	2270.92	筹资活动现金流	-235.47	-324.79	-369.59	-417.22
营业外收支	-4.62	40.00	-16.00	-16.00	现金净流量	112.65	-0.25	427.84	790.22
利润总额	411.76	1219.39	1749.91	2254.92	主要财务指标				
所得税	60.95	243.88	398.98	514.12	成长能力 (%)				
净利润	350.81	975.51	1350.93	1740.80	营业收入增长率	-7.22%	50.15%	27.24%	16.16%
归属于母公司净利润	330.92	920.23	1274.37	1642.13	净利润增长率	236.19%	178.08%	38.48%	28.86%
YoY (%)	236.19%	178.08%	38.48%	28.86%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.23	0.64	0.89	1.15	毛利率	20.21%	27.21%	30.75%	32.41%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.18%	13.30%	14.48%	16.06%
货币资金	1508.66	1508.41	1936.25	2726.46	总资产收益率 ROA	3.44%	8.48%	10.27%	11.54%
预付款项	42.49	42.49	42.49	42.49	净资产收益率 ROE	7.57%	17.80%	20.29%	21.30%
存货	634.33	868.88	1051.87	1192.57	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1394.70	1611.41	1788.17	1921.62	流动比率	0.76	0.79	0.88	1.02
流动资产合计	3580.18	4031.20	4818.79	5883.15	速动比率	0.61	0.61	0.68	0.81
长期股权投资	259.70	259.70	259.70	259.70	现金比率	0.32	0.30	0.35	0.47
固定资产	3843.71	4086.04	4593.33	5219.87	资产负债率	53.85%	51.22%	47.79%	43.70%
无形资产	538.99	521.23	503.48	485.72	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6038.55	6823.78	7593.65	8342.60	总资产周转率	0.52	0.72	0.80	0.81
资产合计	9618.73	10854.98	12412.44	14225.75	每股指标 (元)				
短期借款	1474.85	1474.85	1474.85	1474.85	每股收益	0.23	0.64	0.89	1.15
应付账款及票据	2622.31	3037.60	3361.59	3610.71	每股净资产	3.06	3.62	4.40	5.40
其他流动负债	628.19	593.89	641.49	677.59	每股经营现金流	0.53	0.83	1.26	1.55
流动负债合计	4725.34	5106.34	5477.93	5763.15	每股股利	1.15	0.08	0.12	0.15
长期借款	243.28	243.28	243.28	243.28	估值分析				
其他长期负债	210.77	210.77	210.77	210.77	PE	30.44	10.95	7.90	6.13
非流动负债合计	454.04	454.04	454.04	454.04	PB	2.13	1.95	1.60	1.31
负债合计	5179.39	5560.39	5931.97	6217.19					
股本	1428.77	1428.77	1428.77	1428.77					
少数股东权益	69.00	124.29	200.86	299.52					
股东权益合计	4439.35	5294.59	6480.46	8008.56					
负债和股东权益合计	9618.73	10854.98	12412.44	14225.75					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。