玻璃制造

李凡 S0960209060268

0755-82026745
lifan@cjis.cn

金晶科技 600586 中性

毛利率回升，纯碱效益并未体现

今日公司发布 2010 年 1 季度季报。公司 1 季度实现收入 7.02 亿元，同比增长 26.69%；实现利润总额 7312 万元，同比增长 306.93%；实现归属母公司股东净利润 6038 万元，同比增长 466.59%，实现每股收益 0.1 元。

- **毛利率同比明显增长。**公司 1 季度毛利率 19.9%，显著高于 09 年同期的 13.1%。但仍未达到 08 年 1 季度 24.3%。而且更为重要的是公司在一轮行业景气的阶段毛利率始终低于上一景气周期中的毛利率水平 2 个百分点左右。我们认为这是公司产业结构调整的结果。由于公司在 07 年之后介入了毛利率偏低的纯碱产业。虽然这一产业可以使公司迅速增加销售收入和资产规模，但这一行业实际的盈利能力低于公司 04-07 年投资的超白浮法玻璃生产线和汽车玻璃生产线。我们认为公司 2 季度的毛利率水平将在一季度基础上有进一步提升，但是要想达到 24%以上的水平将会较难。三季度以后决定公司整体毛利率水平的是玻璃行业供求关系，我们认为逐步向下的可能性偏大；
- **纯碱贡献还未完全体现出来。**从财务报表上看，母公司盈利 3667 万（廊坊生产线和中材金晶提供的投资收益），而控股的滕州两条生产线与廊坊生产线盈利能力基本相当，我们按照廊坊生产线的投资收益推算，其盈利应该在 2200-2400 万之间，这样公司除纯碱以外的资产在一季度贡献的盈利应该在 5867-6067 万元，这样纯碱并没有向我们预期的那样为公司的盈利增长提供支持。由于未与公司进行充分沟通，我们这一判断出现偏差的可能就在于对滕州生产线盈利的推算。
- **经营性活动现金流量明显改善。**随着行业的回暖，在一季度经营性现金流出现明显增长，而公司一季度的固定资产投资和经营性净现金流的差额仅为 7000 万元，所以负债比率还略有下降。但我们还是维持年报时的判断，随着公司北京生产线投资的大幅度开展，公司的现金流将会逐渐紧张，负债率将会上升，一直到公司增发完成，
- **维持“中性”投资评级。**我们预计公司 09 -11 年的 EPS 分别为 0.2、0.3 和 0.39 元。而目前 40 倍以上的市盈率，相对一个加工制造业公司而言，市盈率略显偏高，维持对公司“中性”的投资评级。

6－12 个月目标价： 14.50 元

当前股价： 14.78 元

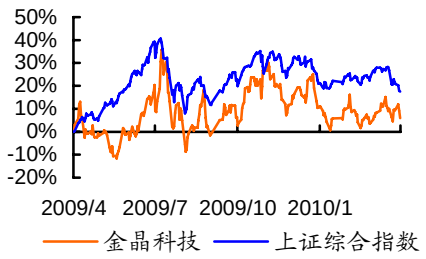
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2868.43
总股本(百万)	590
流通股本(百万)	362
流通市值(亿)	54
EPS（TTM）	0.20
每股净资产（元）	4.12
资产负债率	59.7%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
金晶科技	0.54	-4.71	3.00
上证综合指数	-8.17	-4.04	-3.11



相关报告

《金晶科技-今年的增长来自于纯碱利润率回升》2010-3-26

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2314	2657	3649	3774
同比(%)	42%	15%	37%	3%
归属母公司净利润(百万元)	117	178	231	282
同比(%)	3%	52%	30%	22%
毛利率(%)	19.5%	19.5%	18.9%	19.4%
ROE(%)	4.9%	7.0%	8.3%	9.2%
每股收益(元)	0.20	0.30	0.39	0.48
P/E	72.68	47.84	36.91	30.19
P/B	3.60	3.34	3.07	2.78
EV/EBITDA	17	15	12	11

资料来源：中投证券研究所

图 1 公司近年来毛利、净利率

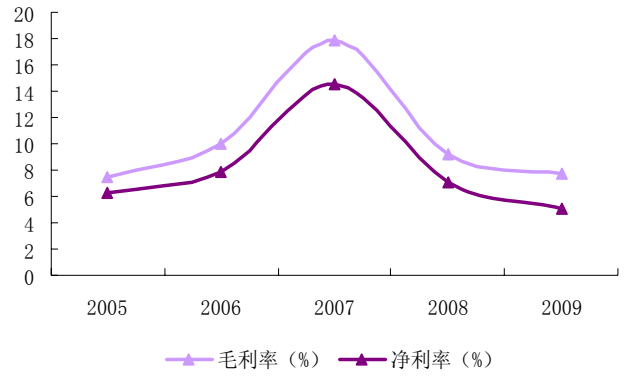
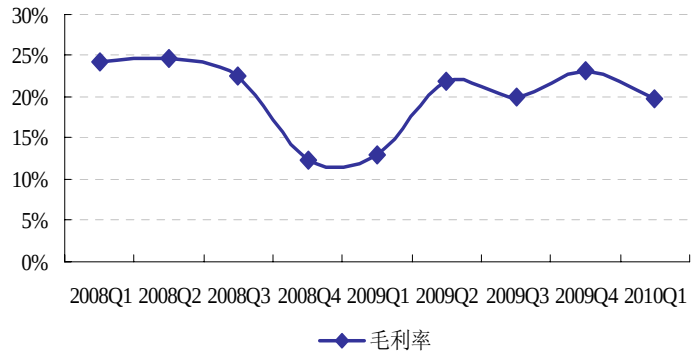


图 2 公司近年来毛利、净利率



资料来源：公司公告

表 1 公司生产线汇总

		生产线(t/d)	产能(万重箱)	产能（万吨）	权益比例
超白紫外线	本部超白浮法	600	360	18.0	100.0%
	北京浮法线	600+1000	1000	50.0	100.0%
	本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100.0%
浮法	本部一线	525	315	15.8	100.0%
	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100.0%
	滕州金晶	600	360	18.0	90.0%
	滕州福民	600	360	18.0	81%
	廊坊金彪一线	600	360	18.0	45.0%
	廊坊金彪二线	600	360	18.0	45.0%
纯碱	海天生化纯碱项目			100	100.0%
玻纤	中材金晶			6	49.0%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q1
存货周转率(次)	6.7	4.2	5.4	4.2	4.5	1.2
应收账款周转率(次)	32.5	26.4	33.8	26.4	27.6	6.9
资产负债率(%)	68.9	71.6	45.0	54.0	59.7	58.9
经营活动现金流(亿元)	0.7	0.9	2.7	2.3	2.5	1.0
增长率(%)	(65.4)	26.9	194.8	(13.6)	5.3	47.6
固定资产投资(亿元)	1.6	0.8	5.9	8.5	4.3	1.7
增长率(%)	(74.0)	(49.7)	649.5	43.7	(49.6)	233.6

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 金晶科技盈利预测假设

		2009	2010E	2011E	2012E
优质浮法玻璃					
营业收入（百万元）		830	987	980	980
	+/-	-13.0%	18.9%	-0.7%	0.0%
销量（万重量箱）		1,200	1,400	1,400.00	1,400.00
价格(元)		69	71	70.00	70.00
营业成本（百万元）		597	766	766	766
单位成本（元）		49.74	54.71	54.70	54.70
毛利率		28.1%	22.4%	21.9%	21.9%
毛利		233	221	214	214
高档浮法玻璃					
营业收入（百万元）		386	299	1,096	979
	+/-	23.7%	-22.5%	266.7%	-10.6%
销量（万重量箱）		480	360	1,320.00	1,180.00
价格		80	83	83.00	83.00
营业成本（百万元）		337	270	990	885
单位成本		70.12	75.02	75.00	75.00
毛利率		12.7%	9.6%	9.6%	9.6%
毛利		49	29	106	94
超白浮法玻璃					
营业收入（百万元）		279	406	450	610
	+/-	-11.0%	45.5%	10.8%	35.6%
销量（万重量箱）		220	320	360.00	500.00
价格		127	127	125.00	122.00
营业成本（百万元）		169	283	319	450
单位成本		76.77	88.29	88.50	90.00
毛利率		39.5%	30.5%	29.2%	26.2%
毛利		110	124	131	160
纯碱					
营业收入（百万元）		711.48	854.00	990.00	1056.00
	+/-		20.0%	15.9%	6.7%
销量（万吨）		97.00	70.00	75.00	80.00
价格		733.49	1220.00	1,320.00	1,320.00
营业成本（百万元）		686.45	739.25	792.00	844.80
单位成本		707.68	1056.07	1,056.00	1,056.00
毛利率		0.04	13.4%	20.0%	20.0%
毛利		25.04	114.75	198.00	211.20
深加工玻璃					
营业收入（百万元）		83.29	83.29	95.79	110.15

+/-		0.00%	15.00%	15.00%
销量（万吨）				
价格				
营业成本（百万元）	56.16	58.97	61.91	65.01
单位成本				
毛利率	32.58%	29.21%	30.00%	30.00%
毛利	27.13	24.33	28.74	33.05
合计收入(百万元)	2,289.95	2,629.33	3,611.39	3,735.55
综合毛利率	19.43%	19.49%	18.91%	19.41%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2106	1751	1861	2406
现金	1097	797	547	1053
应收账款	95	101	139	143
其它应收款	67	76	104	108
预付账款	102	118	163	167
存货	428	492	680	700
其他	317	168	227	235
非流动资产	3924	5197	5074	4948
长期投资	279	300	310	320
固定资产	3262	4539	4437	4310
无形资产	168	168	168	168
其他	215	190	159	150
资产总计	6030	6948	6935	7354
流动负债	2782	3500	3239	3356
短期借款	1199	1965	1063	900
应付账款	448	428	592	608
其他	1134	1107	1584	1848
非流动负债	816	816	816	816
长期借款	807	807	807	807
其他	9	9	9	9
负债合计	3597	4316	4055	4172
少数股东权益	62	83	100	120
股本	590	590	590	590
资本公积	1161	1161	1161	1161
留存收益	620	798	1029	1312
归属母公司股东权益	2371	2549	2780	3063
负债和股东权益	6030	6948	6935	7354

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	247	639	992	972
净利润	136	200	248	302
折旧摊销	247	265	323	337
财务费用	125	97	147	113
投资损失	-6	-15	-18	-20
营运资金变动	-261	109	279	240
其它	6	-17	13	-1
投资活动现金流	-455	-1506	-192	-190
资本支出	426	1500	200	200
长期投资	-30	21	10	10
其他	-58	15	18	20
筹资活动现金流	730	566	-1049	-276
短期借款	299	765	-902	-163
长期借款	346	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	85	-199	-147	-113
现金净增加额	522	-300	-250	506

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2314	2657	3649	3774
营业成本	1862	2139	2959	3042
营业税金及附加	12	14	19	20
营业费用	66	75	104	107
管理费用	76	85	113	115
财务费用	125	97	147	113
资产减值损失	2	5	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	15	18	20
营业利润	178	256	318	389
营业外收入	9	10	12	14
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	187	266	330	403
所得税	50	67	83	101
净利润	136	200	248	302
少数股东损益	19	22	17	20
归属母公司净利润	117	178	231	282
EBITDA	550	619	789	840
EPS（元）	0.20	0.30	0.39	0.48

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	42.0%	14.8%	37.3%	3.4%
营业利润	18.6%	43.8%	24.1%	22.3%
归属于母公司净利润	2.8%	51.9%	29.6%	22.2%
获利能力				
毛利率	19.5%	19.5%	18.9%	19.4%
净利率	5.1%	6.7%	6.3%	7.5%
ROE	4.9%	7.0%	8.3%	9.2%
ROIC	6.8%	6.0%	8.8%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	59.7%	62.1%	58.5%	56.7%
净负债比率	64.15	68.85%	51.04	45.70%
流动比率	0.76	0.50	0.57	0.72
速动比率	0.60	0.36	0.36	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.41	0.53	0.53
应收账款周转率	26	26	29	25
应付账款周转率	3.53	4.88	5.80	5.07
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.30	0.39	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.08	1.68	1.65
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.32	4.71	5.19
估值比率				
P/E	72.68	47.84	36.91	30.19
P/B	3.60	3.34	3.07	2.78
EV/EBITDA	17	15	12	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

分析师简介

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，6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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和信息，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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所　　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编：100031 传真：（010）66276939	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