

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

金晶科技

600586

中性

业绩基本符合预期, 明年增速尚难确定

今日公司发布 2010 年中报。公司上半年实现营业收入 14.23 亿元, 同比增长 38.2%; 实现利润总额 1.56 亿元, 同比增长 193.7%; 实现归属于母公司净利润 1.28 亿元, 同比增长 279.3%, 实现每股收益 0.22 元。基本符合我们之前的预期。

投资要点:

- **行业景气提升公司业绩。**上半年净利润增长 2.79 倍, 大大高于收入增长率。半年度毛利率达到 21.6%, 高于 09 年同期的 17.2%, 但仍远低于上一景气周期的盈利水平。2 季度毛利率在 1 季度基础上继续上升, 我们判断这可能是今年盈利的高点。随着下半年玻璃行业供求关系的变化, 我们认为盈利能力的下滑可能性较大。
- **浮法玻璃在利润中占比明显增加。**从去年 11 月以来的纯碱价格上升使该产品毛利率增至 8.74%, 对公司利润贡献占比达 12%。行业需求使浮法玻璃成为上半年亮点, 高档浮法玻璃比重出现大幅度上升, 毛利率比去年同期增加 12.52 个百分点。超白玻璃盈利持续出现下滑, 我们认为当公司今年年底北京超白玻璃生产线投产之时, 超白玻璃产品的营业利润率极有可能下降到 30% 以下。
- **负债率再次增高。**公司上半年经营性现金流状况良好, 同比增加 56.8%。然而, 公司负债率近年来一直上升, 已达到 60% 的界限。公司近期还收购了其控股股东的中空、LOW-E 玻璃生产线, 随着未来北京生产线的投资展开, 在增发没有完成的情况下, 公司现金流将趋于紧张, 负债率可能进一步上升。
- **明年业绩明显增加可能性较小。**由于增发迟迟未能完成, 我们估计北京浮法生产线的投产也将拖后。在明年产量没有大幅增加的情况下, 基于对明年行业的谨慎观点, 我们认为公司明年业绩不会明显增加。
- **维持“中性”投资评级。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 为 0.35、0.36、0.47。而目前 34 倍以上的市盈率, 相对于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。

风险提示:

- 房地产投资增速下降及浮法玻璃产能释放对公司盈利可能造成的影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2314	2686	3268	3808
同比(%)	42%	16%	22%	17%
归属母公司净利润(百万元)	117	205	210	278
同比(%)	3%	74%	3%	32%
毛利率(%)	19.5%	19.6%	19.8%	19.8%
ROE(%)	4.9%	8.1%	7.6%	9.2%
每股收益(元)	0.20	0.35	0.36	0.47
P/E	59.50	34.11	33.23	25.14
P/B	2.94	2.75	2.54	2.31
EV/EBITDA	14	12	10	9

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 12.50 元

当前股价: 11.83 元

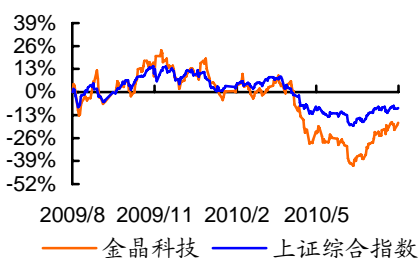
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2596.58
总股本(百万)	590
流通股本(百万)	362
流通市值(亿)	43
EPS (TTM)	0.29
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	13.86	5.50	-22.63
上证综合指数	0.95	-0.99	-15.16



相关报告

《金晶科技-毛利率回升, 纯碱效益并未体现》2010-4-30

《金晶科技-今年的增长来自于纯碱利润率回升》2010-3-26

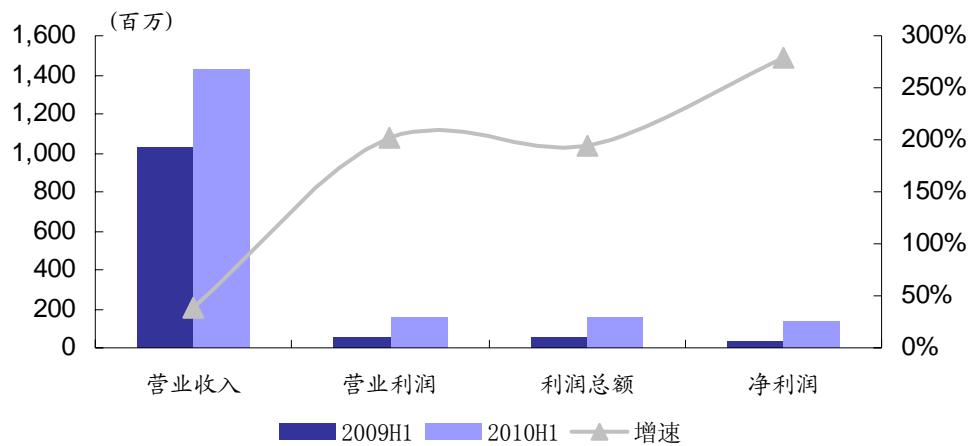
## 一、行业景气提升公司业绩

### 1.1 利润出现较大幅度上涨

上半年玻璃市场需求逐步释放的情况下，浮法价格在高位持续波动，公司盈利能力也出现较明显的提高。在公司营业收入增长 38.2% 的情况下，净利润增长 279.3%。

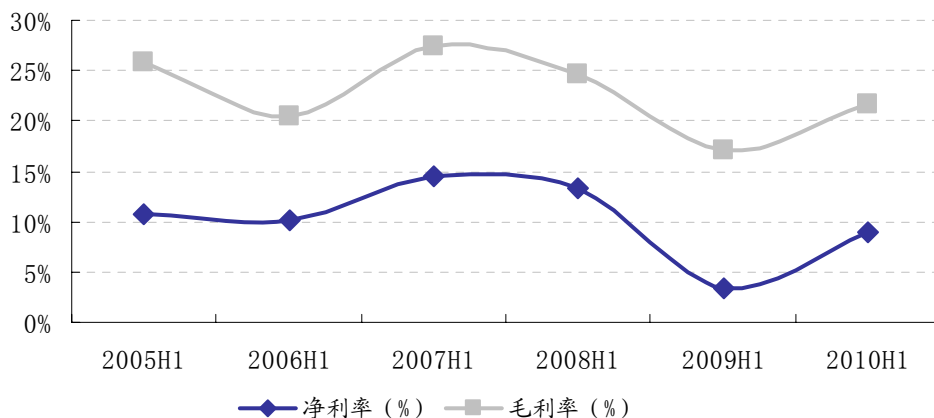
玻璃需求的推动与纯碱价格的上涨使公司今年上半年的毛利率与净利率明显高于去年同期。另外，公司投资收益增长 179.7%，也推高利润。但从图 2 中可看出，该水平仍远低于上一景气周期的毛利率水平。

图 1 半年度主要经营数据



资料来源：公司公告

图 2 公司近年来毛利、净利率



资料来源：公司公告

## 1.2 公司季度盈利达到高点

从单季度数据来看，公司 2 季度毛利率在 1 季度水平上进一步上升，与去年 4 季度持平，净利率也达到 2008 年 2 季度以来的高点。预计今年公司单季度利润有可能与去年相反，呈现“前高后低”的趋势。

今年上半年浮法玻璃价格在高位波动的同时也体现出不断下滑的趋势。根据我们对行业的整体判断，公司今年盈利高点应该在上半年出现。随着下半年玻璃与纯碱行业产能的进一步扩张，公司产品利润率预计会出现下滑，从而可能造成公司总体利润率的下降。

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
收入 (亿元)	3.53	4.06	5.13	3.57	5.55	4.75	6.85	5.99	7.03	7.20
环比增速	-6.8%	14.9%	26.2%	-30.4%	55.4%	-14.3%	44.1%	-12.6%	17.3%	2.5%
毛利率	24.3%	24.7%	22.5%	12.3%	13.1%	22.0%	19.9%	23.2%	19.7%	23.3%
费用率	9.8%	9.5%	11.8%	16.7%	10.5%	15.1%	10.4%	10.8%	11.5%	11.4%
归属股东净利润 (亿元)	0.40	0.61	0.41	-0.28	0.09	0.25	0.43	0.40	0.60	0.68
环比增速	-16.0%	51.5%	-32.7%	-168.4%	-132.3%	173.8%	74.8%	-7.5%	50.6%	12.7%
净利率	11.4%	15.0%	8.0%	-7.9%	1.6%	5.2%	6.3%	6.7%	8.6%	9.4%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、浮法玻璃利润中占比明显增加

图 3 金晶科技收入比例

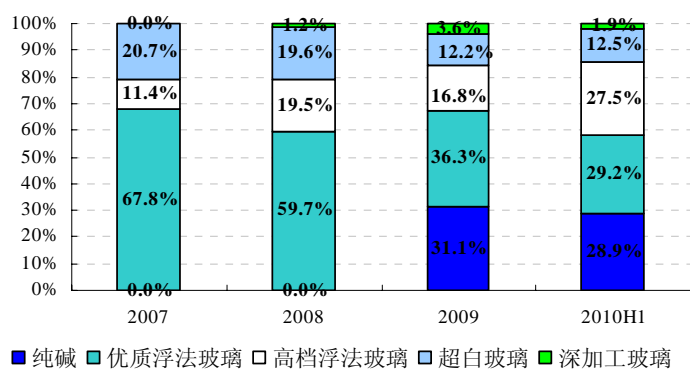
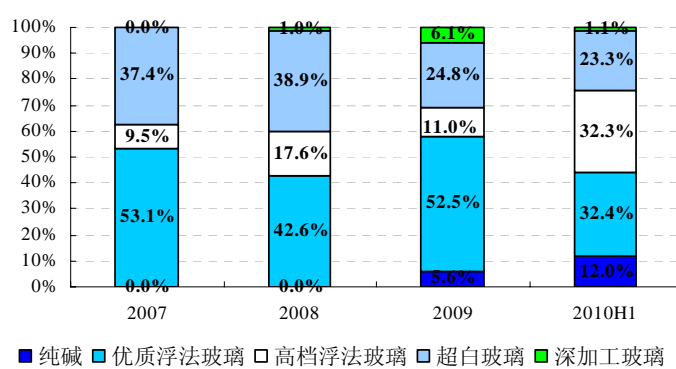


图 4 金晶科技营业利润比例



数据来源：公司公告

分产品看，浮法玻璃成为上半年亮点，盈利能力明显高于去年。无论在营业收入或营业利润中，高档浮法玻璃比重都出现大幅度上升，该产品今年毛利率比去年同期增加 12.52 个百分点。

利润率最高的超白玻璃延续 07 年以来盈利能力的下滑趋势，上半年毛利率下滑 9.44 个百分点。公司接下来还计划在北京昌平进一步建设超白浮法玻璃生产线，但随着较多厂商的进入，超白玻璃的盈利能力会明显下滑。我们认为等公司今年年底北京超白玻璃生产线投产之时，超白玻璃产品的营业利润率极有可能下降到 30% 以下。

纯碱业绩开始得以体现。随着去年 11 月份开始的纯碱价格的提升，该产品上半年毛利率达到 8.74%，而去年其毛利率仅为 3.5%。

表 2 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
	本部超白浮法	600	360	18.0	100.0%
超白	北京浮法线	600+1000	1000	50.0	100.0%
紫外线	本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100.0%
	本部一线	525	315	15.8	100.0%
	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100.0%
浮法	滕州金晶	600	360	18.0	90.0%
	滕州福民	600	360	18.0	81.0%
	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

### 三、负债率再次增高

行业景气的情况下，公司上半年经营性现金流有明显增加。然而，公司负债率已经超过 60% 的界限。公司近期还收购了其控股股东的中空、LOW-E 玻璃生产线，随着未来北京生产线的投资展开，在增发没有完成的情况下，公司现金流将趋于紧张，负债率可能进一步上升。

表 3 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
<b>营运能力</b>						
存货周转率(次)	6.7	4.2	5.4	4.2	4.5	2.5
应收账款周转率(次)	32.5	26.4	33.8	26.4	27.6	14.6
<b>资金状况</b>						
资产负债率(%)	68.9	71.6	45.0	54.0	59.7	60.6
经营活动现金流(亿元)	0.7	0.9	2.7	2.3	2.5	1.7
增长率(%)	(65.4)	26.9	194.8	(13.6)	5.3	56.8
<b>资本性支出</b>						
资本性支出(亿元)	1.6	0.8	5.9	8.5	4.3	2.0
增长率(%)	(74.0)	(49.7)	649.5	43.7	(49.6)	35.0

数据来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、盈利预测

公司 2010 年的盈利增长将主要来自于纯碱业务盈利能力的回升。在浮法玻璃领域，虽然超白浮法玻璃的销量、优质玻璃的销量会明显增加，但由于

整体盈利能力的下降和高档浮法玻璃产品销量的下降，盈利总额可能会呈现下降趋势。具体假设参见

表 4 金晶科技盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>优质浮法玻璃</b>				
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)	1,359	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
<b>高档浮法玻璃</b>				
营业收入(百万元)	386	342	808	1,109
+/-	23.7%	-11.3%	136.4%	37.2%
销量(万重量箱)	509	360	860.00	1,180.00
价格	80	95	94.00	94.00
营业成本(百万元)	337	260	621	861
单位成本	70.12	72.22	72.22	73.00
毛利率	12.7%	24.0%	23.2%	22.3%
毛利	49	82	187	248
<b>超白浮法玻璃</b>				
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)	221	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
<b>纯碱</b>				
营业收入(百万元)	711.48	840.00	900.00	960.00
+/-		18.1%	7.1%	6.7%
销量(万吨)	65	70.00	75.00	80.00
价格	1095	1200.00	1,200.00	1,200.00
营业成本(百万元)	686.45	770.00	825.00	880.00
单位成本	1056.07	1100.00	1,100.00	1,100.00
毛利率	3.5%	8.3%	8.3%	8.3%
毛利	25.04	70.00	75.00	80.00

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	2,658.53	3,234.19	3,769.35
综合毛利率	19.5%	19.6%	19.8%	19.8%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、投资建议：中性

根据我们的盈利预测，公司 10-12 年的 EPS 为 0.35、0.36、0.47。而目前 33 倍以上的市盈率，相对于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。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2106	2237	2718	3166	<b>营业收入</b>	2314	2686	3268	3808
现金	1097	1274	1549	1806	营业成本	1862	2160	2619	3053
应收账款	95	102	124	145	营业税金及附加	12	16	20	23
其它应收款	67	77	93	109	营业费用	66	66	80	93
预付账款	102	119	144	168	管理费用	76	86	101	116
存货	428	497	602	702	财务费用	125	125	201	183
其他	317	170	205	237	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3924	5197	5074	4948	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	279	300	310	320	投资净收益	6	33	25	20
固定资产	3262	4539	4437	4310	<b>营业利润</b>	178	266	271	360
无形资产	168	168	168	168	营业外收入	9	10	12	14
其他	215	190	159	150	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	6030	7434	7792	8114	<b>利润总额</b>	187	276	283	374
<b>流动负债</b>	2782	3714	3859	3902	所得税	50	69	71	93
短期借款	1199	2168	1903	1464	<b>净利润</b>	136	207	213	280
应付账款	448	432	524	611	少数股东损益	19	3	3	3
其他	1134	1115	1432	1827	<b>归属母公司净利润</b>	117	205	210	278
<b>非流动负债</b>	816	1116	1116	1116	EBITDA	550	657	796	880
长期借款	807	1107	1107	1107	EPS (元)	0.20	0.35	0.36	0.47
其他	9	9	9	9					
<b>负债合计</b>	3597	4830	4975	5017	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	62	64	67	69	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	590	590	590	590	<b>成长能力</b>				
资本公积	1161	1161	1161	1161	营业收入	42.0%	16.1%	21.7%	16.5%
留存收益	620	789	999	1277	营业利润	18.6%	49.4%	1.9%	32.5%
归属母公司股东权益	2371	2540	2750	3028	归属于母公司净利润	2.8%	74.4%	2.6%	32.2%
<b>负债和股东权益</b>	6030	7434	7792	8114	<b>获利能力</b>				
					毛利率	19.5%	19.6%	19.8%	19.8%
					净利率	5.1%	7.6%	6.4%	7.3%
					ROE	4.9%	8.1%	7.6%	9.2%
					ROIC	6.8%	6.7%	8.7%	11.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	59.7%	65.0%	63.8%	61.8%
					净负债比率	64.15%	71.93%	64.52%	55.22%
					流动比率	0.76	0.60	0.70	0.81
					速动比率	0.60	0.47	0.55	0.63
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.42	0.40	0.43	0.48
					应收账款周转率	26	26	27	27
					应付账款周转率	3.53	4.91	5.48	5.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.35	0.36	0.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.12	1.57	1.81
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.31	4.66	5.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	59.50	34.11	33.23	25.14
					P/B	2.94	2.75	2.54	2.31
					EV/EBITDA	14	12	10	9

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

## 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, 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。

## 免责声明

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, 旨在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

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

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

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