

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 13.00元

当前股价: 12.41元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3003.95
总股本(百万)	590
流通股本(百万)	362
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.36
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	-9.42	22.63	-14.50
上证综合指数	16.04	18.79	0.82



相关报告

- 《金晶科技-业绩基本符合预期, 明年增速尚难确定》2010-8-25
- 《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

金晶科技

600586

中性

纯碱利润率回升, 业绩贡献显现

近日, 我们到公司进行调研, 就公司增发项目、超白玻璃及纯碱业务盈利状况进行了沟通。

投资要点:

- **纯碱利润率回升, 或成今明两年业绩亮点。**三季度, 下游需求强劲带动纯碱价格回升, 目前销售价格在1650元/吨, 预计下半年最高价可达2000元/吨。虽然原材料及成本价格有所上涨, 但幅度均不及纯碱。今年上半年纯碱营业利润达3500万元, 全年预计可实现营业利润8000万至1亿元。另外, 今年6月份的《纯碱行业准入条件》规定氨碱厂设计能力不得小于120万吨/年, 行业产能过剩现象可待改善。但由于纯碱最近价格上涨主要是限电原因所致, 预计对今年业绩贡献不明显。纯碱效益主要体现在明年, 因此上调明年盈利预测至0.4元。
- **募投项目正处于前期准备阶段。**公司募集资金15.76亿元, 产品为太阳能超白玻璃、建筑超白玻璃与离线LOW-E玻璃。项目将引入PPG的全氧燃烧计划与国外的离线镀膜技术, 有利于公司占领未来具有潜力的太阳能与节能玻璃市场。
- **超白玻璃短期盈利好转。**去年至今年初公司以低价处理了部分存货, 导致价格下滑。今年公司改变营销策略, 目前销售价格较年初有所上涨。销售情况上看, 公司本部超白线今年订单已排满, 预计全年销量在360万重箱, 盈利情况好于去年。
- **新增产能对明年业绩贡献不大。**由于增发的推迟, 预计生产线要待明年二季度开始建设。根据超白1.5年及LOW-E线1年的建设期, 估计2012年底才能正式投产。在明年产量没有大幅增加的情况下, 玻璃业务业绩贡献不会显著增加。
- **维持“中性”投资评级。**我们预计公司10-12年的EPS为0.35、0.40、0.47, 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纯碱行业产能过剩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	3343	3808
同比(%)	42%	16%	24%	14%
归属母公司净利润(百万元)	117	205	235	278
同比(%)	3%	74%	15%	18%
毛利率(%)	19.5%	19.6%	20.5%	19.8%
ROE(%)	4.9%	8.1%	8.5%	9.1%
每股收益(元)	0.20	0.35	0.40	0.47
P/E	59.50	34.11	29.69	25.09
P/B	2.94	2.75	2.52	2.29
EV/EBITDA	14	12	10	9

资料来源: 中投证券研究所

一、纯碱利润率回升，或成今明两年业绩亮点。

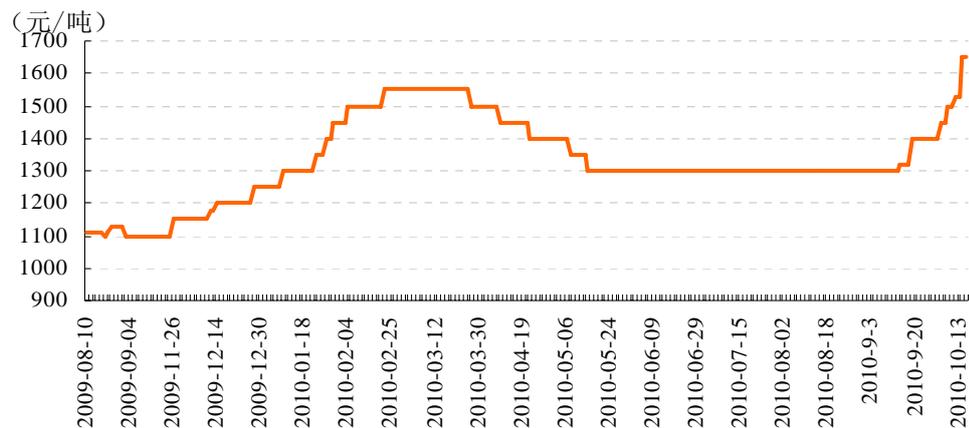
1.1 下游需求复苏，业绩大幅上涨。

三季度以来，玻璃旺季及国家限电原因带动纯碱价格回升，下半年盈利情况好于上半年。公司纯碱生产线开工率为 100%，全年能够实现满产。公司纯碱产能为 100 万吨，自用量约 35 万吨。即使在新增项目投产后，自用量也仅为 40% 至 45%，大部分仍用于外销。

目前公司纯碱出厂价为 1650 元/吨，预计年底最高可达到 2000 元/吨，明年上半年预计仍能维持较高价位。纯碱的成本中，海盐占比最大，其次是煤。公司表示，成本的上升幅度不如纯碱，目前每吨纯碱的综合成本在 1150 元左右，即公司纯碱毛利率达到 18%，较上半年的 8.7% 大幅上涨。

上半年，纯碱实现营业利润 3500 万元，占公司总利润比重达 12%。预计今年全年营业利润可达 8000 万元-1 亿元。明年纯碱的业绩贡献值得关注。

图 1 华东地区纯碱价格走势



数据来源：公司公告

图 2 金晶科技收入比例

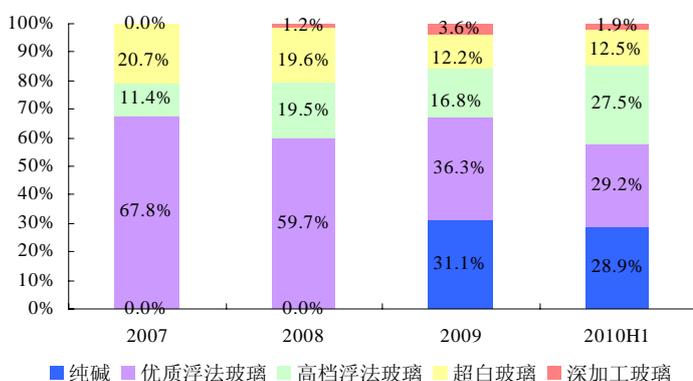
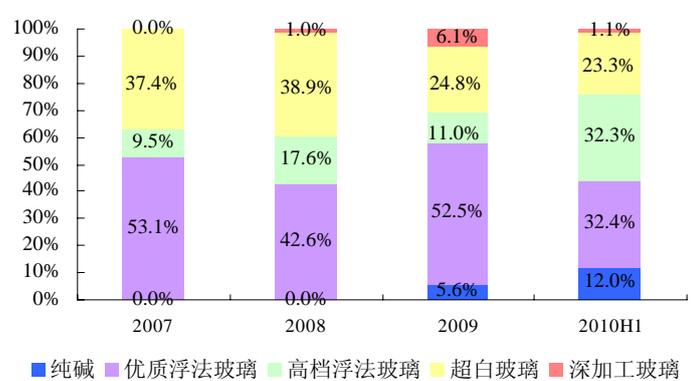


图 3 金晶科技营业利润比例



数据来源：公司公告

1.2 行业产能过剩情况有待改善。

纯碱行业产能一直是盈利能力提升的最大阻力。今年6月份，我国开始实施《纯碱行业准入条件》，规定氨碱厂设计能力不得小于120万吨/年，且其中重质纯碱设计能力不得小于80%。据估计，一条120万吨的纯碱生产线，用地需求量应该在3500亩，总投资金额在18亿左右，这无疑中提高了资金要求。另一方面，国家目前对于环保要求及节能降耗要求越来越高。总体而言，纯碱行业的门槛正在逐步提高。受此规定影响，明年新增产能的释放可能减少，行业产能过剩情况或得以改善。

二、募投项目处于前期准备阶段

2.1 借助原有优势与先进技术，进入高潜力市场。

公司本次拟募集资金15.76亿元，用于建设2条600T/D的太阳能电池基板生产线以及深加工玻璃生产线。其中，一条超白玻璃主要用于为薄膜电池提供玻璃基板；另一条主要用于生产建筑超白玻璃，为1000万m²的LOW-E生产线提供基板。公司原有超白玻璃主要用于建筑方面，此次产能扩张有利于公司发挥原有优势，在具有潜力的太阳能与节能玻璃市场占有一席之地，这符合公司的发展战略。

本次两线超白线约投入资金10亿多元，LOW-E线3亿多元。公司新增产品定位高端，超白生产线引入了PPG的全氧燃烧技术，可节约燃烧成本约25%。而LOW-E镀膜方面，公司也计划引入国外先进技术。本次项目投产地在北京大兴，主要是布局考虑。首先，北京市附近高档玻璃生产线分布较少，公司可以节约运输成本；另外，该地天然气价格较低，为1.8元/m³，而山东为2.6元/m³，因此可节约生产成本。通过引进先进技术，降低成本，公司可增加进入新市场的把握。

2.2 超白玻璃依然是公司重点业务。

继今年7月份收购金晶节能的230万m² LOW-E生产线后，公司募投项目也包括离线LOW-E产线。公司表示，对控股股东生产线的收购只是为了解决同业竞争的情况，新建生产线是由于公司看好节能玻璃市场，同时也可利用公司在建筑超白领域的优势。这并不意味着公司战略重点发生转变，超白玻璃依旧是公司的重要业务之一。

本次投产后，公司超白玻璃产能将增长两倍，达到54万吨/年。LOW-E产品将达到1230万m²。公司高端产品比重将进一步增加。

2.3 新项目正在筹备阶段，业绩释放慢于预期。

目前公司正在准备上报增发事项的相关材料，而募投项目也正处于购置机器等前期准备阶段。募集资金预计明年上半年才能到位，项目开工建设也须等到明年二季度以后。以超白玻璃线1.5年及LOW-E线1年的建设周期计算，预计2012年生产线才能投产。公司预计生产线试产与调试时间短于1年，由此我们预计新项目将于2013年贡献较大业绩。

对于7月份收购的LOW-E与中空生产线，公司暂未进行交结事项，生产情况估计明年方能掌握。

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	燃料	产品	投产时间
超白	本部超白浮法和高档	600	360	18.0	100%	天然气	高档、超白	2004年12月
	北京超白线	600+600	720	36.0	100%	天然气	超白	2012年
紫外线	本部防紫外线超薄线	600	360	18.0	100%	天然气	高档	2008年11月
	本部一线	525	315	15.8	100%	天然气	优质	2009年9月技改
	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100%	天然气	优质	2009年6月技改
浮法	滕州金晶	600	360	18.0	90%	煤焦油	优质	
	滕州福民	600	360	18.0	90%	煤焦油	优质	
	廊坊金彪一线	600	360	18.0	45%		优质	2006年6月收购
	廊坊金彪二线	600	360	18.0	45%		优质	2006年7月收购
	中空玻璃							2010年7月收购
建筑玻璃	LOW-E镀膜(离线)		230万m ² /年		100%			2010年7月收购
	北京LOW-E生产线(离线)		1000万m ² /年		100%			2012年
纯碱	海天生化纯碱项目			100	100%			2009年1月
玻纤	中材金晶			6	49%			

数据来源：公司公告、中投证券研究所

三、超白玻璃短期盈利好转。

3.1 超白玻璃量价齐升，盈利情况较去年大有好转。

由于下游需求的旺盛，公司下半年超白玻璃售价出现较大幅度的上涨，目前价格约在200元/重箱。去年公司超白玻璃售价较低，主要是源于市场需求疲软、竞争激烈，为处理存货及回笼资金，公司主动降价销售所致。今年1季度以来，公司开始调整营销策略，以此保证公司产品的高端定位，避免参与低端竞争。

从订单情况看，超白玻璃去年仅生产了10个月。今年本部超白线的订单都已经排满，全年都会实现满产。公司目前超白成品率在90%以上，预计今年的销量为360万重箱左右。

总的来说，价格与销售的上升有利于提振此部分业务的盈利情况。

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，虽然玻璃销量较去年增加，但由于玻璃行业产能过剩对价格构成压力，玻璃业务业绩贡献不会显著增加。具体假设参见下表。

表 2 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%
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
高档浮法玻璃				
营业收入 (百万元)	386	342	808	1,109
	+/-	23.7%	-11.3%	136.4%
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
超白浮法玻璃				
营业收入 (百万元)	279	406	450	610
	+/-	-11.0%	45.5%	10.8%
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
纯碱				
营业收入 (百万元)	711.48	840.00	975.00	960.00
	+/-		18.1%	16.1%
销量 (万吨)	65	70.00	75.00	80.00
价格	1095	1200.00	1,300.00	1,200.00
营业成本 (百万元)	686.45	770.00	862.50	880.00
单位成本	1056.07	1100.00	1,150.00	1,100.00
毛利率	3.5%	8.3%	11.5%	8.3%
毛利	25.04	70.00	112.50	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	3,309.19	3,769.35
综合毛利率	19.5%	19.6%	20.5%	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、0.40、0.47。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
流动资产	2106	2237	2774	3166	营业收入	2314	2686	3343	3808
现金	1097	1274	1585	1806	营业成本	1862	2160	2657	3053
应收账款	95	102	127	145	营业税金及附加	12	16	20	23
其它应收款	67	77	95	109	营业费用	66	66	82	93
预付账款	102	119	146	168	管理费用	76	86	104	116
存货	428	497	611	702	财务费用	125	125	201	182
其他	317	170	209	237	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	178	266	305	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
资产总计	6030	7434	7848	8114	利润总额	187	276	317	374
流动负债	2782	3714	3890	3876	所得税	50	69	79	94
短期借款	1199	2168	1908	1439	净利润	136	207	238	281
应付账款	448	432	531	611	少数股东损益	19	3	3	3
其他	1134	1115	1451	1827	归属母公司净利润	117	205	235	278
非流动负债	816	1116	1116	1116	EBITDA	550	657	829	880
长期借款	807	1107	1107	1107	EPS (元)	0.20	0.35	0.40	0.47
其他	9	9	9	9					
负债合计	3597	4830	5006	4992	主要财务比率				
少数股东权益	62	64	67	69	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	590	590	590	590	成长能力				
资本公积	1161	1161	1161	1161	营业收入	42.0%	16.1%	24.5%	13.9%
留存收益	620	789	1024	1302	营业利润	18.6%	49.4%	14.5%	18.2%
归属母公司股东权益	2371	2540	2775	3054	归属于母公司净利润	2.8%	74.4%	14.9%	18.3%
负债和股东权益	6030	7434	7848	8114	获利能力				
					毛利率	19.5%	19.6%	20.5%	19.8%
					净利率	5.1%	7.6%	7.0%	7.3%
					ROE	4.9%	8.1%	8.5%	9.1%
					ROIC	6.8%	6.7%	9.4%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率	59.7%	65.0%	63.8%	61.5%
					净负债比率	64.15%	71.93%	64.22%	54.99%
					流动比率	0.76	0.60	0.71	0.82
					速动比率	0.60	0.47	0.56	0.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.40	0.44	0.48
					应收账款周转率	26	26	28	27
					应付账款周转率	3.53	4.91	5.52	5.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.35	0.40	0.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.12	1.62	1.80
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.31	4.70	5.17
					估值比率				
					P/E	59.50	34.11	29.69	25.09
					P/B	2.94	2.75	2.52	2.29
					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。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

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