

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

金晶科技

600586

中性

玻璃与纯碱共促业绩超预期

公司今日发布三季报。今年前三季度, 公司实现营业收入 22.5 亿元, 同比增长 31.2%。实现归属于母公司净利润为 1.95 亿元, 同比增长 152.9%, 对应 EPS0.33 元。第三季度公司营业收入达 8.27 亿元, 同比增长 20.7%; 实现归属于母公司净利润为 0.67 亿元, 同比增长 54.2%, 对应 EPS 为 0.11 元, 略高于我们的预期。

6-12 个月目标价: 17.00 元

当前股价: 14.80 元

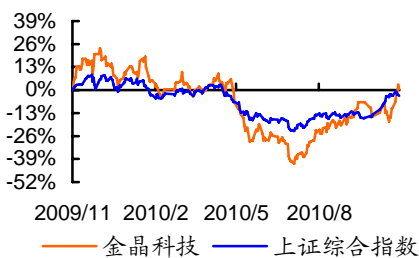
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2978.84
总股本(百万)	590
流通股本(百万)	362
流通市值(亿)	54
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	17.18	30.05	0.73
上证综合指数	14.10	12.49	3.85



相关报告

- 《金晶科技-纯碱利润率回升, 业绩贡献显现》2010-10-21
- 《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

■ **玻璃行业高景气, 支撑公司盈利水平高企。**8 月份以来行业旺季需求拉动玻璃价格企稳回升。公司 2009 年本部一线与淄博金星玻璃进行技改令产能有所减少, 今年业绩增长也反映去年较低的基数。前三季度, 公司毛利率达 21.8%, 高于去年及前年水平。第三季度毛利率略低于二季度, 但 22.1% 的数值仍处于较高位置, 毛利率的略微下降主要源于纯碱在利润中比重的增加。

■ **子公司业绩喜人, 投资收益大增。**公司拥有子公司廊坊金彪 45% 的股权。去年三季度两条浮法玻璃线处于亏损状态, 但今年以来贡献投资收益为 2594 万元, 比去年同期的 2053 万元增长 1163.49%。

■ **纯碱价格历创新高, 估计今年营业利润贡献可达 1 亿元以上。**三季度以来, 玻璃旺季及国家限电原因导致纯碱供不应求, 产品价格向上动力强劲, 价格近两月内价格上涨幅度达 40%。公司纯碱产能为 100 万吨, 自用约 35 万吨。公司纯碱综合成本约为 1200 元/吨, 下半年毛利率可达 18% 以上。我们估计今年全年纯碱的可为公司贡献 1 个亿以上的营业利润。

■ **公司现金流情况改善。**公司目前经营性现金流为 2.1 元, 同比增长 91.7%。公司资本性支出为 3.1 亿元, 存在 1 个亿的资金缺口, 预计明年上半年 15.76 亿的募集资金将到位, 届时公司资金将较为充裕。预计新产线将于 2012 年投产, 2013 年业绩将得到较大程度的释放。可关注项目的进展情况。

■ **维持“中性”投资评级。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 为 0.45、0.51、0.60。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	3315	3689	3963
同比(%)	42%	43%	11%	7%
归属母公司净利润(百万元)	117	265	300	353
同比(%)	3%	126%	13%	18%
毛利率(%)	19.5%	20.9%	20.7%	21.5%
ROE(%)	4.9%	10.2%	10.4%	10.9%
每股收益(元)	0.20	0.45	0.51	0.60
P/E	74.44	32.99	29.07	24.72
P/B	3.68	3.36	3.01	2.68
EV/EBITDA	18	13	12	11

资料来源: 中投证券研究所

## 一、玻璃与纯碱行业景气，盈利超预期。

### 1.1 玻璃行业高景气，支撑公司盈利水平高企。

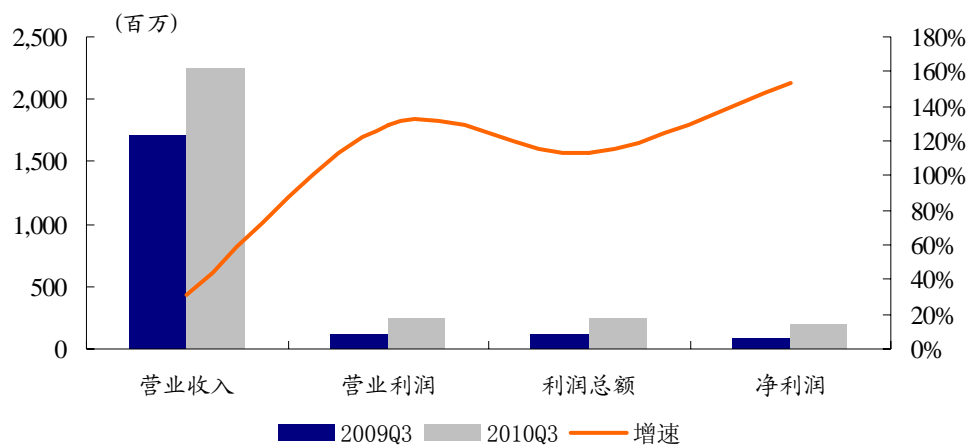
今年前三季度，公司实现营业收入 22.5 亿元，同比增长 31.2%。实现归属于母公司净利润为 1.95 亿元，同比增长 152.9%。前三季度，公司毛利率达 21.8%，高于去年及前年水平。单季度看，三季度毛利率略低于二季度，但 22.1% 的数值仍处于较高位置，毛利率的略微下降主要源于纯碱在利润中比重的增加。

上半年，浮法玻璃受产能过剩影响价格呈不断下降趋势。8 月份以来，受行业旺季需求拉动影响，玻璃价格企稳回升；另外，公司 2009 年本部一线与淄博金星玻璃进行技改令产能有所减少，今年业绩增长也反映去年较低的基数。

### 1.2 子公司业绩喜人，投资收益大增。

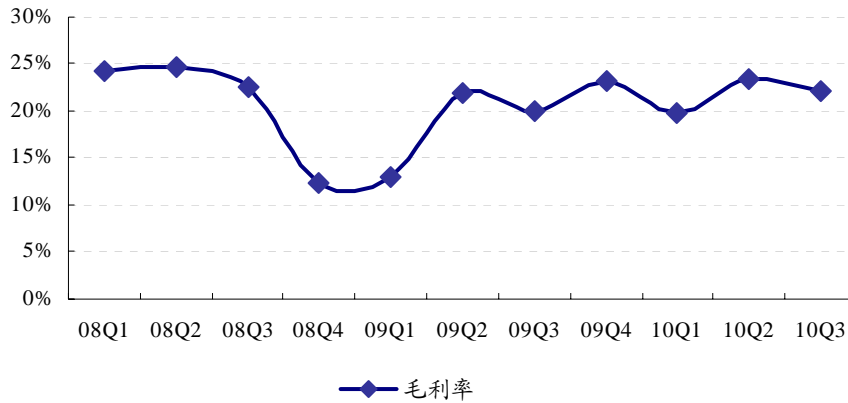
公司拥有子公司廊坊金彪 45% 的股权，有两条日熔量 600T/D 的优质浮法生产线。去年三季度两线处于亏损状态，但受益产品价格上升，该公司今年以来贡献投资收益为 2594 万元，比去年同期的 2053 万元增长 1163.49%。

图 1 公司前三季度营业情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司单季度毛利率情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

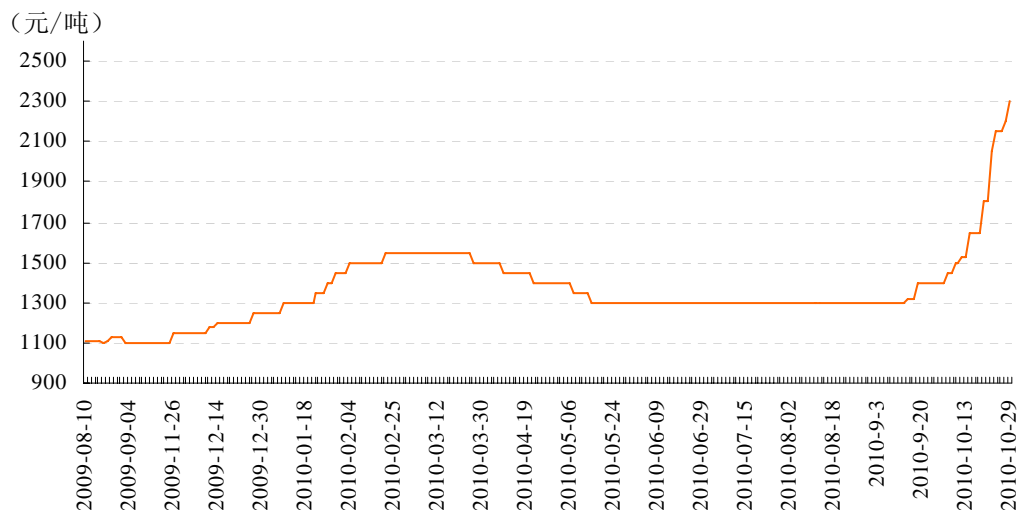
### 1.3 纯碱价格历创新高，估计今年营业利润贡献可达1亿。

上半年纯碱价格低迷，迫使部分亏损企业停止生产。三季度以来，玻璃旺季及国家限电原因导致纯碱供不应求，产品价格向上动力强劲，近两月内价格上涨幅度高达40%。

公司纯碱产能为100万吨，自用量约35万吨。公司纯碱综合成本约为1200元/吨，下半年毛利率可达18%以上。

据公司三季报披露，母公司盈利3912万（其中包括廊坊与中材金晶的收益），由于廊坊与滕州线的产能相同，我们推算滕州线的利润约为5200万左右。因此，公司除纯碱外的资产今年以来的利润额约为1.1亿，这与合并利润值2.03亿相差9000多万。因此，我们估计今年全年纯碱的可为公司贡献1个亿左右的营业利润。

图3 华东地区纯碱价格走势



数据来源：隆众石化商务网

## 二、公司现金流情况改善，新项目正在准备。

公司资产负债率较去年有所下降，为 58.2%。前三季度公司现金流情况有明显改善，经营性现金流为 2.1 元，比去年同期增长 91.7%。公司资本性支出为 3.1 亿元，即存在 1 个亿的资金缺口。由于公司非公开发行日程已基本确定，预计明年上半年 15.76 亿的募集资金将到位，届时公司资金将较为充裕。

公司募投项目包括 2 条 600T/D 的太阳能电池基板生产线以及 1000 万 m<sup>2</sup> 的 LOW-E 生产线，预计新产线将于 2012 年投产，2013 年业绩将得到较大程度的释放。可关注项目的进展情况。

表 1 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q3
<b>营运能力</b>						
存货周转率(次)	6.7	4.2	5.4	4.2	4.5	3.9
应收账款周转率(次)	32.5	26.4	33.8	26.4	27.6	21.2
<b>资金状况</b>						
资产负债率(%)	68.9	71.6	45.0	54.0	59.7	58.2
经营活动现金流(亿元)	0.7	0.9	2.7	2.3	2.5	2.1
增长率(%)	(65.4)	26.9	194.8	(13.6)	5.3	91.7
<b>资本性支出</b>						
资本性支出(亿元)	1.6	0.8	5.9	8.5	4.3	3.1
增长率(%)	(74.0)	(49.7)	649.5	43.7	(49.6)	12.8

数据来源：公司公告、中投证券研究所

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	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
浮法	淄博金星玻璃	550	330	16.5	100%	天然气	优质	2009年6月技改
	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
建筑玻璃	中空玻璃							2010年7月收购
	LOW-E镀膜(离线)		230万m <sup>2</sup> /年		100%			2010年7月收购
	北京LOW-E生产线(离线)		1000万m <sup>2</sup> /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

## 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。浮法玻璃业务则需要关注行业产能及房地产投资的情况而定。具体假设参见下表。

表 3 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	1,485	1,605	1,616
	+/-	-13.0%	78.9%	8.1%
销量(万重量箱)	1,359	1,880	2,085.00	2,085.00
价格(元)	69	79	77.00	77.50
营业成本(百万元)	597	1,147	1,272	1,272
单位成本(元)	49.74	61.00	61.00	61.00
毛利率	28.1%	22.8%	20.8%	21.3%
毛利	233	338	334	344
<b>高档浮法玻璃</b>				
营业收入(百万元)	386	330	209	291
	+/-	23.7%	-14.5%	-36.6%
销量(万重量箱)	509	340	220.00	310.00
价格	80	97	95.00	94.00
营业成本(百万元)	337	252	163	226
单位成本	70.12	74.00	74.00	73.00
毛利率	12.7%	23.7%	22.1%	22.3%
毛利	49	78	46	65
<b>超白浮法玻璃</b>				
营业收入(百万元)	279	452	438	720
	+/-	-11.0%	61.7%	-3.1%
销量(万重量箱)	221	350	350.00	590.00
价格	127	129	125.00	122.00
营业成本(百万元)	170	294	294	490
单位成本	76.77	84.00	84.00	83.00
毛利率	39.2%	34.9%	32.8%	32.0%
毛利	110	158	144	230
<b>纯碱</b>				
营业收入(百万元)	711	998	986	870
	+/-		40.2%	-1.2%
销量(万吨)	65	75	73.00	68.00
价格	1,095	1,330	1,350.00	1,280.00

营业成本 (百万元)	686	885	861	768
单位成本	1056.07	1180.00	1,180.00	1,130.00
毛利率	3.5%	11.3%	12.6%	11.7%
毛利	25	113	124	102
<b>深加工玻璃</b>				
营业收入 (百万元)	83	52	452	466
	+/-	-37.6%	769.2%	3.0%
销量 (万 m <sup>2</sup> )			200.00	210.00
价格 (元/m <sup>2</sup> )			200.00	197.00
营业成本 (百万元)	56	46	336	355
单位成本			145.00	145.00
毛利率	32.6%	11.5%	25.7%	23.9%
毛利	27	6	116	111
合计收入(百万元)	2,289.95	3,316.00	3,689.45	3,963.18
合计成本 (百万元)	1,845.69	2,623.40	2,926.05	3,110.75
综合毛利率	19.40%	20.89%	20.69%	21.51%

## 五、投资建议：中性

根据我们的盈利预测，公司 10-12 年的 EPS 为 0.45、0.51、0.60。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	2747	3058	3275	<b>营业收入</b>	2314	3315	3689	3963
现金	1097	1572	1749	1879	营业成本	1862	2623	2926	3110
应收账款	95	126	140	151	营业税金及附加	12	20	22	24
其它应收款	67	94	105	113	营业费用	66	83	90	97
预付账款	102	144	161	171	管理费用	76	116	118	127
存货	428	603	673	715	财务费用	125	150	156	154
其他	317	207	230	246	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3924	3872	4157	4758	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	3172	3456	4045	<b>营业利润</b>	178	356	402	470
无形资产	168	168	168	168	营业外收入	9	10	12	14
其他	215	232	223	224	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	6030	6620	7215	8033	<b>利润总额</b>	187	366	414	484
<b>流动负债</b>	2782	2832	3117	3571	所得税	50	92	103	121
短期借款	1199	1029	964	1070	<b>净利润</b>	136	275	310	363
应付账款	448	525	585	622	少数股东损益	19	10	10	10
其他	1134	1279	1568	1879	<b>归属母公司净利润</b>	117	265	300	353
<b>非流动负债</b>	816	1116	1116	1116	EBITDA	550	725	798	911
长期借款	807	1107	1107	1107	EPS (元)	0.20	0.45	0.51	0.60
其他	9	9	9	9					
<b>负债合计</b>	3597	3948	4233	4687	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	62	72	82	92	<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%	43.3%	11.3%	7.4%
留存收益	620	849	1150	1503	营业利润	18.6%	99.9%	12.8%	17.0%
归属母公司股东权益	2371	2600	2901	3254	归属于母公司净利润	2.8%	125.6%	13.5%	17.6%
<b>负债和股东权益</b>	6030	6620	7215	8033	<b>获利能力</b>				
					毛利率	19.5%	20.9%	20.7%	21.5%
					净利率	5.1%	8.0%	8.1%	8.9%
					ROE	4.9%	10.2%	10.4%	10.9%
					ROIC	6.8%	12.6%	13.5%	13.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	59.7%	59.6%	58.7%	58.3%
					净负债比率	64.15%	59.15%	53.65%	50.71%
					流动比率	0.76	0.97	0.98	0.92
					速动比率	0.60	0.76	0.77	0.72
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.42	0.52	0.53	0.52
					应收账款周转率	26	28	26	26
					应付账款周转率	3.53	5.39	5.27	5.15
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.45	0.51	0.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.27	1.54	1.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.41	4.92	5.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	74.44	32.99	29.07	24.72
					P/B	3.68	3.36	3.01	2.68
					EV/EBITDA	18	13	12	11

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	247	750	907	1043
净利润	136	275	310	363
折旧摊销	247	219	240	286
财务费用	125	150	156	154
投资损失	-6	-33	-25	-20
营运资金变动	-261	154	215	260
其它	6	-15	11	-0
<b>投资活动现金流</b>	-455	-117	-510	-865
资本支出	426	129	525	875
长期投资	-30	21	10	10
其他	-58	33	25	20
<b>筹资活动现金流</b>	730	-158	-220	-48
短期借款	299	-171	-64	106
长期借款	346	300	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	85	-287	-156	-154
<b>现金净增加额</b>	522	475	177	130

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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