

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: 17.00元

当前股价: 15.71元

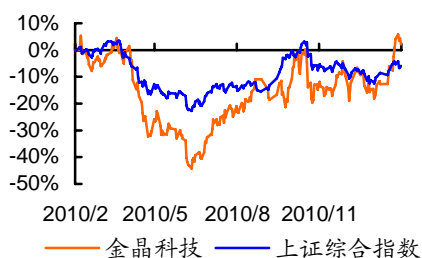
评级调整: 上调

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2878.60 |
| 总股本(百万) | 590 |
| 流通股本(百万) | 362 |
| 流通市值(亿) | 57 |
| EPS (TTM) | 0.40 |
| 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 | 19.47 | 17.15 | 29.30 |
| 上证综合指数 | 6.78 | 0.65 | 8.61 |



相关报告

- 《金晶科技-全年业绩预增两倍, 纯碱与超白玻璃为两大功臣》2011-1-6
- 《金晶科技-子公司“开源节流”, 关注公司主业拓展》2010-12-27
- 《金晶科技-玻璃与纯碱共促业绩超预期》2010-11-1

金晶科技

600586

推荐

超白玻璃为未来业绩增长点

近日我们到公司进行调研, 就公司经营情况进行交流。

- **2011年盈利增长点在于超白玻璃销量增长与纯碱均价上升。**①2010年公司超白浮法玻璃销量320万重箱, 贡献利润约1亿元。公司计划将本部一线技改为超白玻璃生产线, 上半年可技改完成, 预计超白玻璃今年销量至少增长50%以上, 约500万重箱。目前超白玻璃出厂价170-180元/重箱(含税), 公司预计今年将贡献利润2亿元。②公司2010年生产纯碱106万吨, 自用30万吨。2010年全年市场均价1500元, 贡献利润约1亿元。目前出厂价约1900元/吨, 成本约1300元/吨, 预计今年全年均价将高于去年, 利润贡献有所增长。
- **增发定价在即, 募投生产线将分别于2012年二、四季度投产。**公司拟募集不低于15.76亿元, 在北京大兴新建两条600T/D的超白生产线及1000万m²的LOW-E玻璃深加工线, 项目前期准备工作正在进行中。本次增向价格不低于11.19元/股, 将于近期定价。募投项目中, 一条超白线将用于生产建筑超白玻璃, 为1000万m²的LOW-E生产线提供基板, 预计将于2012年2季度投产; 另一条将生产太阳能超白玻璃, 为薄膜电池提供玻璃基片, 预计将于2012年四季度投产。因而, 募投项目所贡献的业绩将于2013年得到全面释放。
- **拓展太阳能超白与建筑节能市场, 高铁玻璃通过测试。**①公司目前超白玻璃主要应用于建筑市场, 新线引入PPG全氧燃料技术, 将用于拓展太阳能超白市场。去年太阳能超白玻璃销售价格在230-240元/重箱, 而成本与建筑超白相差不多, 将提高公司盈利能力。②公司北京项目将生现可钢化离线LOW-E玻璃, 有利于打开建筑节能市场。③公司2010年7月收购离线LOW-E与中空线目前产能为260万m², 去年四季度实现正常销售, 其生产LOW-E镀膜玻璃已通过350公里高铁的测试, 是国内第一家通过测试的国内玻璃企业。
- **给予“推荐”投资评级。**根据我们的盈利预测, 公司10-12年的EPS为0.63、0.73、0.92元, 给予公司“推荐”的投资评级。假设公司本次增发1.4亿股本, 则摊薄后的EPS分别为0.48、0.59与0.74元。

风险提示:

超白玻璃销市场销售情况及纯碱供求压力对公司业绩造成的影响。

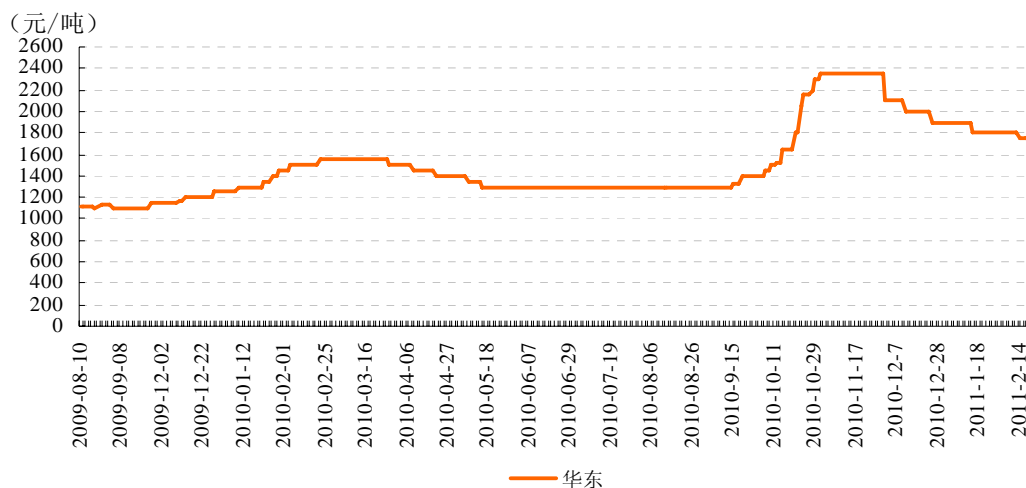
主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2314 | 3504 | 4033 | 4718 |
| 同比(%) | 42% | 51% | 15% | 17% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 117 | 373 | 430 | 544 |
| 同比(%) | 3% | 218% | 15% | 26% |
| 毛利率(%) | 19.5% | 24.2% | 23.7% | 24.2% |
| ROE(%) | 4.9% | 13.8% | 13.7% | 14.8% |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.63 | 0.73 | 0.92 |
| P/E | 79.67 | 25.07 | 21.73 | 17.19 |
| P/B | 3.94 | 3.45 | 2.98 | 2.54 |
| EV/EBITDA | 19 | 12 | 11 | 9 |

资料来源: 中投证券研究所

一、纯碱价格与公司生产线情况

图 1 华东地区纯碱价格走势



数据来源：隆众石化商务网

表 1 公司生产线汇总

| 生产线 | 日熔量 (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 | | | | | | 高档、超白 | |
| 本部超白浮法和 | | | | | | | |
| 高档 | 600 | 360 | 18.0 | 100% | 天然气 | | 2004年12月 |
| 北京超白线 | 600+600 | 720 | 36.0 | 100% | 天然气 | 超白 | 2012年1季度、4季度 |
| 紫外线 | | | | | | | |
| 本部防紫外线超 | | | | | | | 2008年11月, 2011年 |
| 薄线 | 600 | 360 | 18.0 | 100% | 天然气 | 高档 | 将技改为超白线 |
| 浮法 | | | | | | | |
| 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 |
| 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 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1季度 |
| 纯碱 | | | | | | | |
| 海天生化纯碱项目 | | | 100 | 100% | | | 2009年1月 |
| 小苏打 | | | | | | | |
| 海天生化小苏打 | | | 5 | 100% | | | 2012年 |

| 项目 | | | |
|----------------|------|------|--------|
| 海天生化制碱余热综合利用项目 | | 100% | 2012 年 |
| 玻纤 | 中材金晶 | 6 | 49% |

数据来源：公司公告、中投证券研究所

二、盈利预测

公司 2011 年的盈利增长预计主要来源于超白玻璃销量及纯碱均价的增长。募投项目中建筑超白与 LOWE 加工线将于 2012 年二季度投产；太阳能超白线将于 2012 年四季度投产。其业绩将于 2013 年全面释放。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 | 1,580 | 1,612 | 1,668 |
| +/- | -13.0% | 90.3% | 2.0% | 3.5% |
| 销量 (万重量箱) | 1,359 | 2,000 | 2,015.00 | 2,085.00 |
| 价格(元) | 69 | 79 | 80.00 | 80.00 |
| 营业成本 (百万元) | 597 | 1,220 | 1,249 | 1,314 |
| 单位成本 (元) | 49.74 | 61.00 | 62.00 | 63.00 |
| 毛利率 | 28.1% | 22.8% | 22.5% | 21.3% |
| 毛利 | 233 | 360 | 363 | 354 |
| 高档浮法玻璃 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 386 | 333 | 176 | 87 |
| +/- | 23.7% | -13.6% | -47.1% | -50.5% |
| 销量 (万重量箱) | 509 | 340 | 180.00 | 90.00 |
| 价格 | 80 | 98 | 98.00 | 97.00 |
| 营业成本 (百万元) | 337 | 252 | 135 | 68 |
| 单位成本 | 70.12 | 74.00 | 75.00 | 75.00 |
| 毛利率 | 12.7% | 24.5% | 23.5% | 22.7% |
| 毛利 | 49 | 82 | 41 | 20 |
| 超白浮法玻璃 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 279 | 465 | 715 | 1,008 |
| +/- | -11.0% | 66.6% | 53.7% | 41.0% |
| 销量 (万重量箱) | 221 | 330 | 500.00 | 700.00 |
| 价格 | 127 | 141 | 143.00 | 144.00 |
| 营业成本 (百万元) | 170 | 281 | 440 | 616 |
| 单位成本 | 76.77 | 85.00 | 88.00 | 88.00 |
| 毛利率 | 39.2% | 39.7% | 38.5% | 38.9% |
| 毛利 | 110 | 185 | 275 | 392 |

| 纯碱 | | | | |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 711 | 1,026 | 1,170 | 1,154 |
| | +/- | 44.2% | 14.0% | -1.3% |
| 销量 (万吨) | 65 | 76 | 78.00 | 74.00 |
| 价格 | 1,095 | 1,350 | 1,500.00 | 1,560.00 |
| 营业成本 (百万元) | 686 | 836 | 998 | 977 |
| 单位成本 | 1056.07 | 1100.00 | 1,280.00 | 1,320.00 |
| 毛利率 | 3.5% | 18.5% | 14.7% | 15.4% |
| 毛利 | 25 | 190 | 172 | 178 |
| 深加工玻璃 | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 83 | 100 | 360 | 801 |
| | +/- | 20.1% | 260.0% | 122.4% |
| 销量 (万 m ²) | | | 130.00 | 380.00 |
| 价格 (元/m ²) | | | 200.00 | 197.00 |
| 营业成本 (百万元) | 56 | 68 | 257 | 601 |
| 单位成本 | | | 145.00 | 145.00 |
| 毛利率 | 32.6% | 32.0% | 28.8% | 24.9% |
| 毛利 | 27 | 32 | 104 | 200 |
| 合计收入(百万元) | 2,289.95 | 3,504.50 | 4,033.40 | 4,718.30 |
| 合计成本 (百万元) | 1,845.69 | 2,656.10 | 3,079.20 | 3,574.85 |
| 综合毛利率 | 19.40% | 24.21% | 23.66% | 24.23% |

三、投资建议：推荐

根据我们的盈利预测，公司 10-12 年的 EPS 为 0.63、0.73、0.92 元。给予公司“推荐”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 | 2870 | 3311 | 3861 | 营业收入 | 2314 | 3504 | 4033 | 4718 |
| 现金 | 1097 | 1661 | 1915 | 2237 | 营业成本 | 1862 | 2656 | 3079 | 3574 |
| 应收账款 | 95 | 133 | 153 | 179 | 营业税金及附加 | 12 | 21 | 24 | 28 |
| 其它应收款 | 67 | 100 | 115 | 134 | 营业费用 | 66 | 88 | 99 | 116 |
| 预付账款 | 102 | 146 | 169 | 197 | 管理费用 | 76 | 123 | 129 | 151 |
| 存货 | 428 | 611 | 708 | 822 | 财务费用 | 125 | 150 | 152 | 149 |
| 其他 | 317 | 219 | 250 | 292 | 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3924 | 3877 | 4188 | 5036 | 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 | 25 |
| 固定资产 | 3262 | 3048 | 2833 | 2619 | 营业利润 | 178 | 500 | 575 | 724 |
| 无形资产 | 168 | 168 | 168 | 168 | 营业外收入 | 9 | 10 | 12 | 14 |
| 其他 | 215 | 361 | 876 | 1929 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6030 | 6747 | 7499 | 8897 | 利润总额 | 187 | 510 | 587 | 738 |
| 流动负债 | 2782 | 2851 | 3163 | 4007 | 所得税 | 50 | 128 | 147 | 185 |
| 短期借款 | 1199 | 1024 | 900 | 1158 | 净利润 | 136 | 383 | 440 | 554 |
| 应付账款 | 448 | 531 | 616 | 715 | 少数股东损益 | 19 | 10 | 10 | 10 |
| 其他 | 1134 | 1296 | 1647 | 2134 | 归属母公司净利润 | 117 | 373 | 430 | 544 |
| 非流动负债 | 816 | 1116 | 1116 | 1116 | EBITDA | 550 | 865 | 942 | 1088 |
| 长期借款 | 807 | 1107 | 1107 | 1107 | EPS (元) | 0.20 | 0.63 | 0.73 | 0.92 |
| 其他 | 9 | 9 | 9 | 9 | | | | | |
| 负债合计 | 3597 | 3967 | 4278 | 5123 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 62 | 72 | 82 | 92 | 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% | 51.4% | 15.1% | 17.0% |
| 留存收益 | 620 | 957 | 1388 | 1931 | 营业利润 | 18.6% | 180.8% | 14.9% | 26.0% |
| 归属母公司股东权益 | 2371 | 2708 | 3139 | 3682 | 归属于母公司净利润 | 2.8% | 217.8% | 15.4% | 26.4% |
| 负债和股东权益 | 6030 | 6747 | 7499 | 8897 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 19.5% | 24.2% | 23.7% | 24.2% |
| | | | | | 净利率 | 5.1% | 10.6% | 10.7% | 11.5% |
| | | | | | ROE | 4.9% | 13.8% | 13.7% | 14.8% |
| | | | | | ROIC | 6.8% | 16.1% | 17.6% | 18.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 59.7% | 58.8% | 57.1% | 57.6% |
| | | | | | 净负债比率 | 64.15 | 58.74% | 51.57 | 48.12% |
| | | | | | 流动比率 | 0.76 | 1.01 | 1.05 | 0.96 |
| | | | | | 速动比率 | 0.60 | 0.79 | 0.82 | 0.76 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.42 | 0.55 | 0.57 | 0.58 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 26 | 29 | 27 | 27 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.53 | 5.42 | 5.37 | 5.37 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.20 | 0.63 | 0.73 | 0.92 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.42 | 1.43 | 1.76 | 2.12 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.02 | 4.59 | 5.32 | 6.24 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 79.67 | 25.07 | 21.73 | 17.19 |
| | | | | | P/B | 3.94 | 3.45 | 2.98 | 2.54 |
| | | | | | EV/EBITDA | 19 | 12 | 11 | 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。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

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