

金晶科技(600586)

## 产业演进：政策行为与管理张力

国泰君安 2007 中期策略“十大潜力股”

韩其成

21-62580818-162

hanqicheng@gtjas.com

**本报告导读：** 07 年来涨幅 486%，在继 7 篇公司报告和 6 篇行业报告推荐后，仍旧看好：调整的意义在于提供再次介入机会

## 投资要点：

- 企业投资价值取决于其业绩持续增长能力，这又由产业演进景气度及其企业相对竞争优势所决定。当产业演进处于景气度高峰期时，具相对竞争优势的企业业绩增长可获得倍数增长效应；当产业演进处于景气回调时，具相对优势企业可以借产能扩展和效率提升更具有抗周期性。
- 浮法玻璃行业演进包含三个逻辑：一是随供需关系变化价格呈现周期性变化；二是随下游消费需求变化产品逐步升级；三是行业内企业相对竞争格局发生变化。这三个逻辑的交替融合基本决定了企业业绩波动和股价理性繁荣程度，而国家政策行为和企业管理张力是决定性变量。
- 《做好淘汰落后平板玻璃生产能力有关工作的通知》、《平板玻璃行业准入条件》等调控政策将有效控制玻璃产能供给，平滑供需关系进一步提升行业景气度；《河北省建设工程第五批限制使用和淘汰产品目录》鼓励双层节能玻璃应用在拓展玻璃新生需求上更具有政策示范性。
- 在目前玻璃行业演进处于景气周期时，企业管理张力决定着企业投资的差异化。金晶管理张力体现在持续扩展浮法玻璃产能同时，把产品领域延伸至超白玻璃和纯碱项目的蓝海，实现有效的成本节约和标新立异战略。政策驱动行业景气演进、管理张力强化是金晶本轮理性繁荣的根源。
- 管理层利益和公司利益趋同将有效加强企业管理张力在业务规模和新领域拓展上的惯性；而国家在节能环保等政策背景下倡导的节能玻璃和玻璃高档化消费的需求将为这种张力的惯性拓展提供市场需求。目前企业仍旧长期增长机制：行业演进提供新需求、管理张力惯性仍在。
- 自年初以来我们共计撰写 7 篇公司报告和 6 篇行业报告进行推荐，也是基于这种逻辑判断。在目前价格和时点重新审视公司投资价值，我们认为公司获取长期增长的深层政策行为和管理张力惯性仍在，短期或将受大盘估值中枢波动影响，但仍具有长期投资价值，维持评级不变。

财务摘要 (百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入	577	761	1,243	2,142	2,943
(+/-)%	29.5%	31.9%	63.3%	72.3%	37.4%
经营利润 (EBIT)	73	115	273	455	593
(+/-)%	-37%	58%	138%	67%	30%
净利润	36	60	190	328	424
(+/-)%	-49%	68%	216%	72%	29%
每股净收益 (元)	0.19	0.27	0.65	1.11	1.44
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.13	0.22	0.29

利润率和估值指标	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
经营利润率 (%)	13%	15%	22%	21%	20%
净资产收益率 (%)	6%	9%	21%	28%	28%
投入资本回报率 (%)	5%	7%	13%	19%	22%
EV/EBITDA	46.6	35.2	18.7	11.3	8.8
市盈率	168.4	118.1	49.5	28.8	22.3
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

**评级：** 增持  
 上次评级： 增持  
**目标价格：** ¥38.00  
 上次预测： ¥38.00  
**当前价格：** ¥31.96  
 2007.10.18

## 交易数据

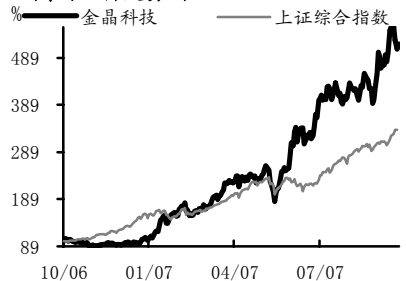
52 周内股价区间 (元)	5.04 ~ 34.70
总市值 (百万元)	9,320
总股本/流通 A 股 (百万股)	295/105
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.35
日均成交量 (百万股)	6.1
日均成交值 (百万元)	91.6

## 资产负债表摘要 (12/06)

股东权益 (百万元)	671
每股净资产	3.01
市净率	10.61
净负债率	134%

EPS (元)	2006A	2007E
Q1	0.06	0.07
Q2	0.08	0.23
Q3	0.06	0.16
Q4	0.07	0.18
全年	0.27	0.65

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5.4	42.8	418.1
相对指数	-3.4	-7.4	187.8

## 相关报告

- 深化的行业景气度/超越预期增长机制 (07.09.28)
- 行业景气度和估值中枢提升双轮驱动 (07.09.20)
- 生产垄断、景气回升、产业链延伸 (07.07.26)
- 浮法玻璃景气回升首先投资标的 (07.07.17)
- 中期业绩超预期，全年业绩增长 164% (07.06.21)
- 未来 3 年复合增速达 79% (07.03.26)

模型更新时间: 2007.10.18

股票研究

非金属建材业  
非金属矿物制品业

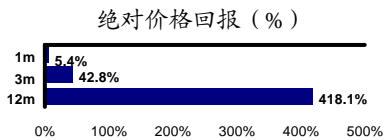
金晶科技(600586)

评级: **增持**  
上次评级: 增持  
目标价格: **¥38.00**  
上次预测: ¥38.00  
当前价格: ¥31.59

公司网址:  
www.cnggg.cn

公司简介

主营浮法玻璃、在线镀膜玻璃和超白玻璃的生产/销售; 资格证书批准范围内的自营进出口业务。



52 周价格范围 5.04~34.70  
市值 (百万) 9,320

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
<b>损益表</b>					
主营业务收入	577	761	1,243	2,142	2,943
主营业务成本	463	596	885	1,541	2,149
税金及附加	2	5	8	14	20
主营业务利润	111	160	350	587	775
其他业务利润	5	11	18	31	42
营业费用	16	23	45	77	106
管理费用	27	33	50	86	118
EBIT	73	115	273	455	593
财务费用	30	51	60	68	77
营业利润	43	64	213	387	516
所得税	6	10	38	65	84
少数股东损益	11	8	23	39	50
净利润	36	60	190	328	424
<b>资产负债表</b>					
2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	
货币资金、短期投资	363	218	403	620	697
其他流动资产	290	320	523	901	1,238
长期投资	-1	144	165	188	214
固定资产合计	1,305	1,804	2,166	2,476	2,554
无形及其他资产	80	153	210	270	347
资产合计	2,037	2,639	3,467	4,454	5,050
流动负债	1,242	1,674	2,160	2,836	3,046
长期负债	161	217	277	296	305
股东权益	603	671	924	1,186	1,525
投入资本(IC)	1,284	1,503	1,755	1,996	2,312
<b>现金流量表</b>					
2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	
NOPLAT	64	100	232	386	504
折旧与摊销	72	77	89	142	172
流动资金增量	79	(353)	(168)	(128)	161
资本支出	173	648	509	511	328
自由现金流	(116)	(119)	(20)	146	187
经营现金流	73	92	388	544	381
投资现金流	156	242	(509)	(511)	(328)
融资现金流	844	1,402	18	36	(127)
现金流净增加额	1,073	1,736	(102)	70	(75)
<b>财务指标</b>					
2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	
<b>成长性</b>					
收入增长率	29.5%	31.9%	63.3%	72.3%	37.4%
EBIT 增长率	-36.5%	58.0%	137.6%	66.5%	30.4%
净利润增长率	-48.9%	68.3%	215.8%	72.0%	29.3%
<b>利润率</b>					
毛利率	19.7%	21.6%	28.8%	28.1%	27.0%
EBIT 率	12.6%	15.1%	22.0%	21.2%	20.1%
净利润率	6.2%	7.9%	15.3%	15.3%	14.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	5.9%	9.0%	20.6%	27.6%	27.8%
总资产收益率(ROA)	1.8%	2.3%	5.5%	7.4%	8.4%
投入资本回报率	5.0%	6.6%	13.2%	19.4%	21.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	54.4	87.3	93.5	90.7	97.7
应收账款周转天数	45.34	20.20	20.20	20.20	20.20
总资产周转天数	1,288.8	1,265.2	1,017.8	758.9	626.3
净利润现金含量	2.02	1.53	2.04	1.66	0.90
资本支出/收入	30%	85%	41%	24%	11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.9%	71.7%	70.3%	70.3%	66.4%
净负债率	107.7%	134.0%	96.4%	72.7%	54.3%
<b>估值比率</b>					
PE	168.4	118.1	49.5	28.8	22.3
PB	10.0	10.6	10.2	8.0	6.2
P/S	10.5	9.4	7.6	4.4	3.2
EV/EBITDA	46.63	35.17	18.66	11.31	8.82
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

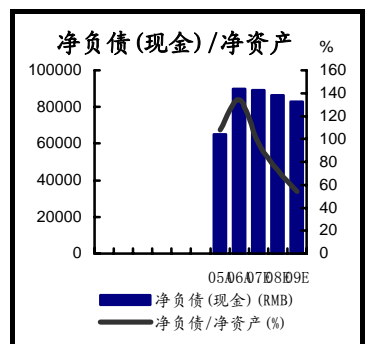
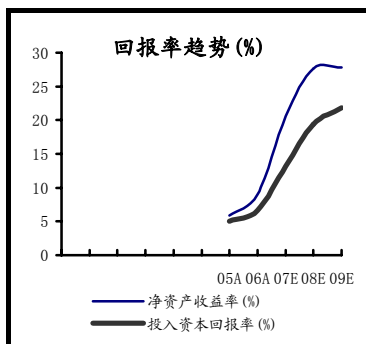
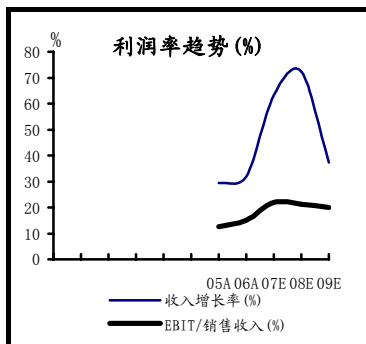
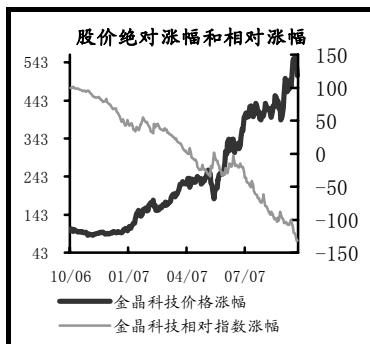
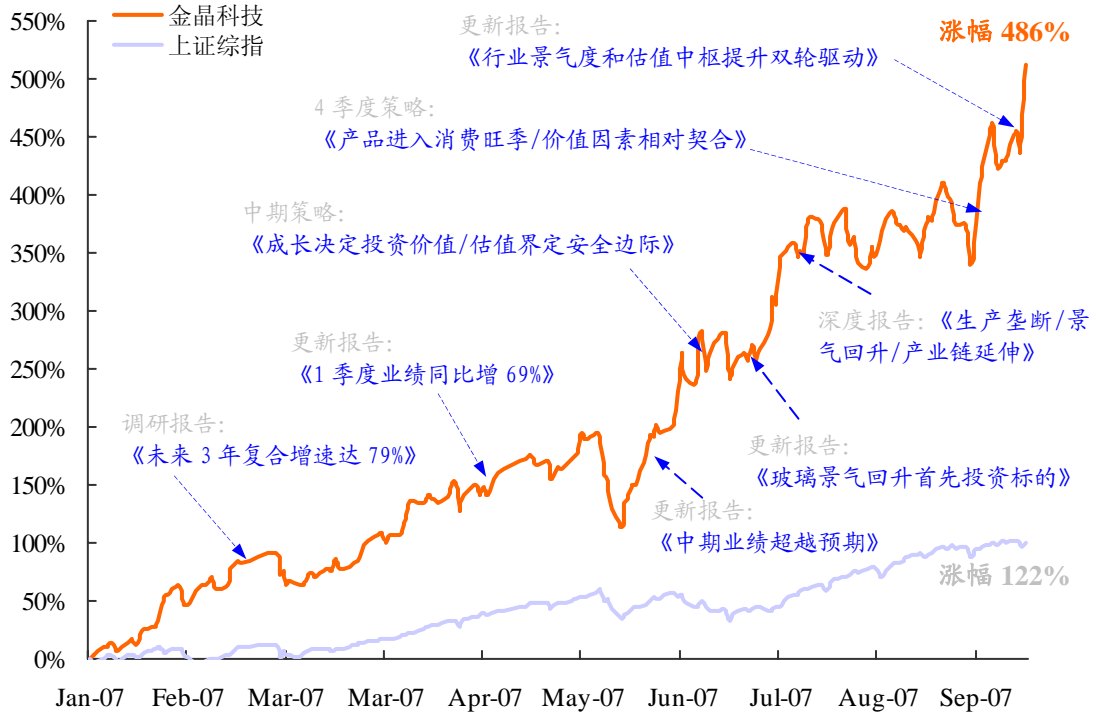


图 1: “国泰君安十大潜力股” — 金晶科技 — 2007 年来涨幅 486%，远超大盘 122% 的涨幅



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 2: 公司超白玻璃销量

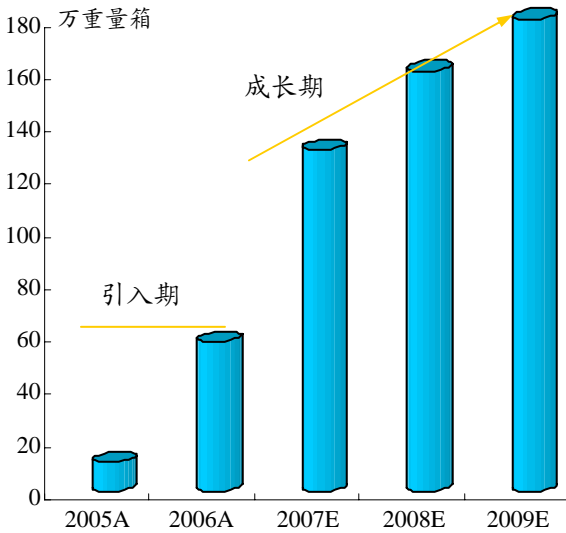
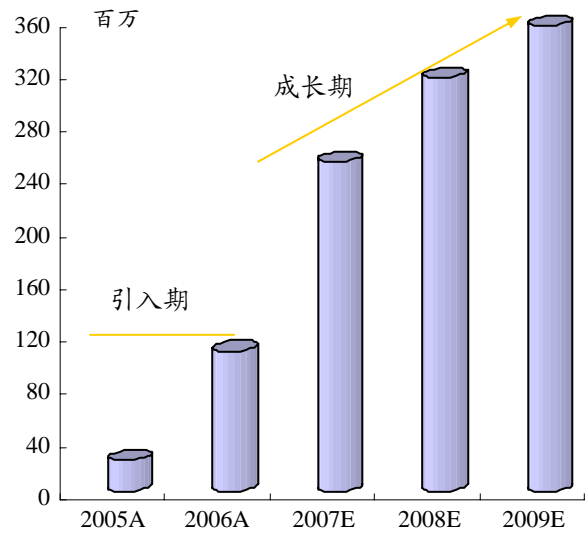


图 3: 公司超白玻璃销售收入



数据来源: 金晶科技, 国泰君安证券研究所

图 4:全国重点联系企业月度玻璃价格-8月继续攀升

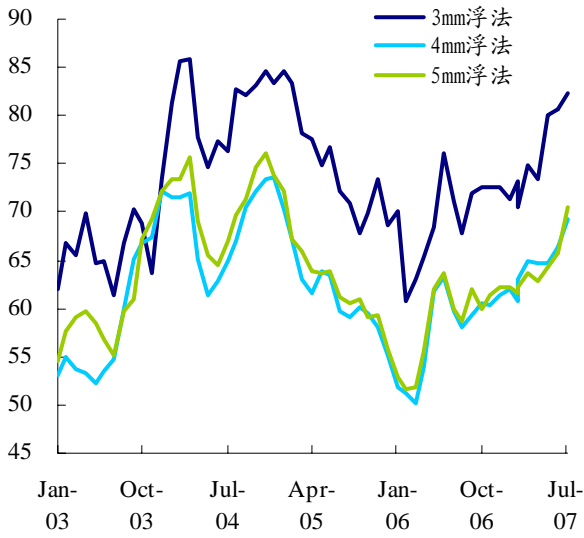
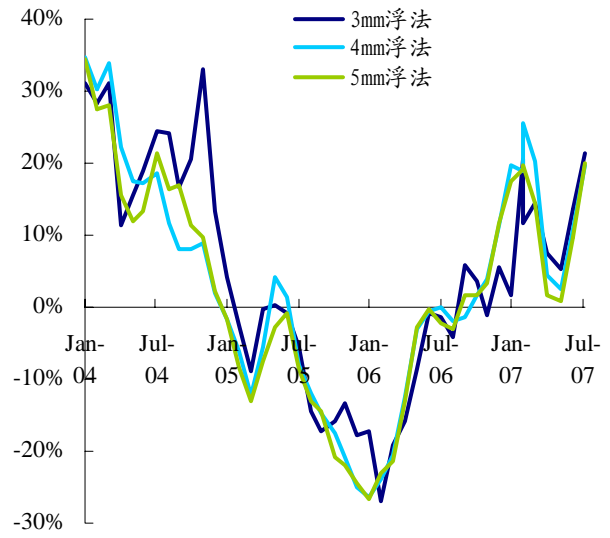


图 5: 全国重点联系企业月度玻璃价格-同比增速



数据来源: 中国建材信息总网, 国泰君安证券研究所

图 6: 公司 100 万吨纯碱项目产品结构

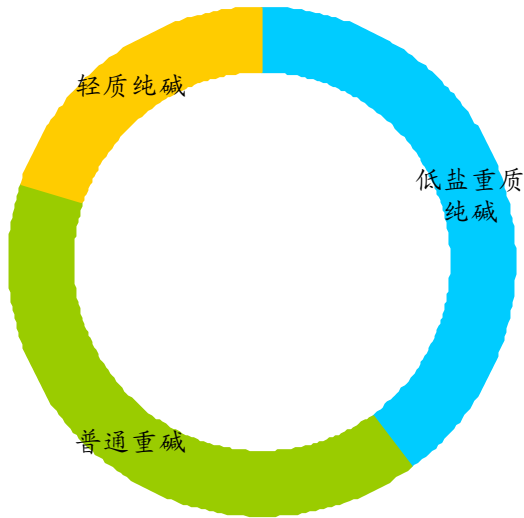
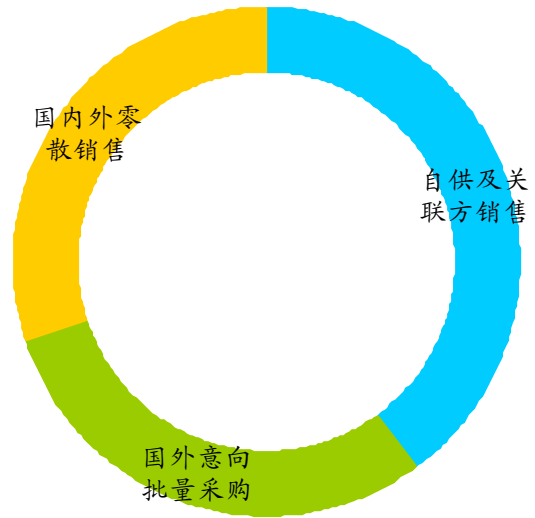
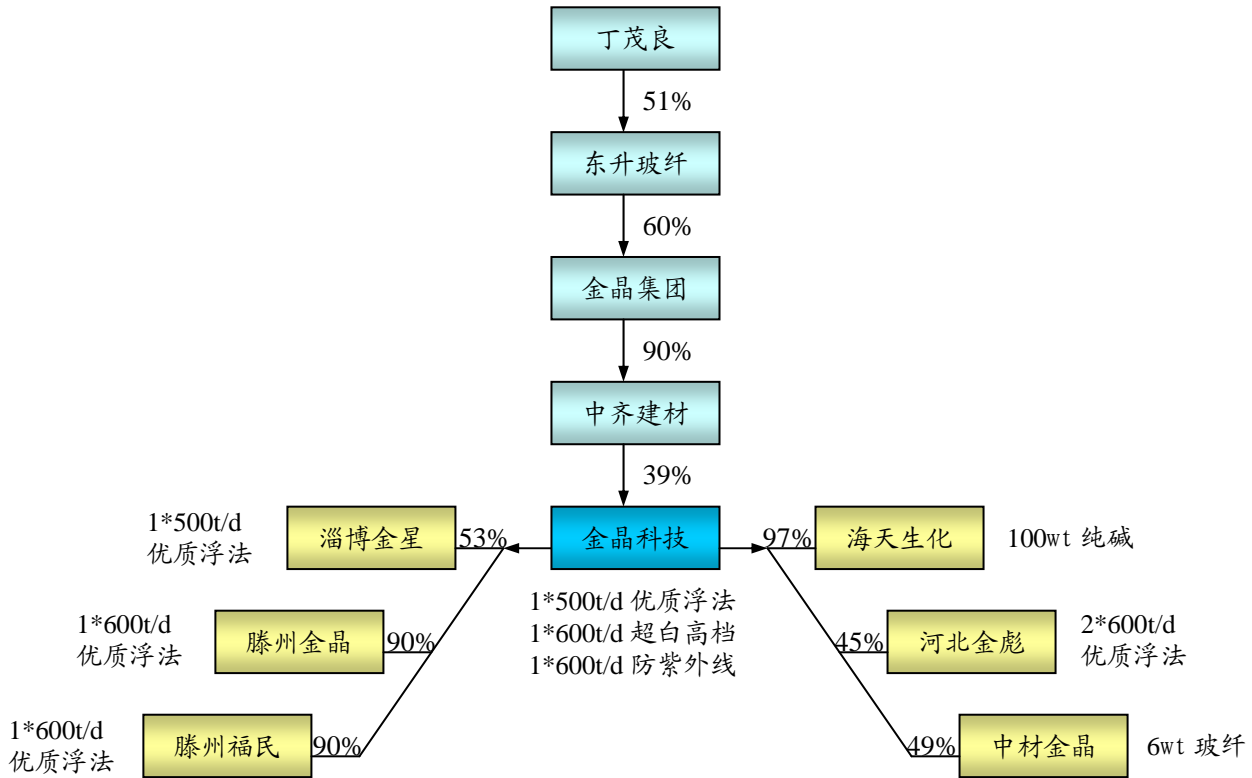


图 7: 公司 100 万吨纯碱产品销售去向



数据来源: 金晶科技, 国泰君安证券研究所

图 8: 股权结构与资产结构



数据来源: 金晶科技, 国泰君安证券研究所

表 1: 板块盈利预测假设

	2006	2007E	2008E	2009E
<b>优质浮法玻璃</b>				
销量 (万重量箱)	621	1107	1120.5	1120.5
价格 (元/重量箱)	66	71	73	74
毛利率	13.72%	21.20%	21.59%	21.04%
<b>高档浮法玻璃</b>				
销量 (万重量箱)	267	194	488	468
价格 (元/重量箱)	91	95	97	98
毛利率	22.54%	25.07%	25.20%	25.05%
<b>超白玻璃</b>				
销量 (万重量箱)	57	130	160	180
价格 (元/重量箱)	187	210	214	203
毛利率	50.15%	53.19%	53.50%	51.60%
<b>纯碱</b>				
销量 (万吨)			34	85
价格 (元/吨)			1488	1518
毛利率			24.00%	24.50%
公司毛利	165	358	601	794
毛利率	21.65%	28.80%	28.06%	26.98%
净利润	60	190	328	424
同比增速	68.31%	215.76%	71.98%	29.29%
<b>每股收益-EPS</b>	<b>0.27</b>	<b>0.65</b>	<b>1.11</b>	<b>1.44</b>

数据来源: 金晶科技, 国泰君安证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**作者简介:**

韩其成: 建材建筑行业研究员

上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005年3月进入国泰君安证券研究所, 先后从事银行、石油石化、煤化工(焦炭)、策略专题等研究。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路 121 号 17 楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层  
邮政编码: 100032  
电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)