

2023年04月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

乘 TCO 玻璃之风，破周期之浪

—金晶科技（600586.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

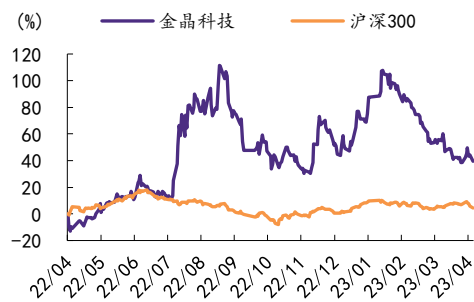
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-04-24

当前股价（元）	8.04
总市值（亿元）	115
总股本（百万股）	1429
流通股本（百万股）	1429
52周价格范围（元）	5.36-12.53
日均成交额（百万元）	566.16

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 浮法玻璃盈利承压，自有纯碱利润可观

公司是玻璃、纯碱行业龙头企业之一，具备规模化经营优势。目前，公司已形成矿山/纯碱—玻璃—玻璃深加工产业链。随光伏玻璃、节能玻璃、深加工产品比重的不断提升，纯碱矿砂产能的自主可控将使得公司的成本优势愈发明显。

地产景气拐点已现，浮法玻璃业绩有望触底回升。受地产周期下行影响，公司 2022 年玻璃营收 43.22 亿元，同比下降 12.2%；毛利率 6.76%，同比下降 34.77pct。随年后复工复产、首套房产贷款利率下行、“保刚需、保交付”以及一系列地产政策密集出台并发挥作用，短期来看，地产成交和竣工面积将迎来修复。房地产相关需求占玻璃总需求的 70%以上，浮法玻璃也存在进一步修复的预期。目前，4.5/5mm 浮法平板玻璃价格已较 22 年年末低点上涨约 13.23%。公司浮法玻璃有望受益地产行业转暖与供需格局改善，业绩有望触底回升。

自有纯碱缓解成本压力，利润贡献收益可观。公司自 2007 年开始布局上游纯碱业务，子公司山东海天生物化工有限公司为业务运营主体，年产销量约 135 万吨。受下游需求持续增长影响，2022 年纯碱市场价格整体处于高位，且全年均价创历史新高。在产销平衡的前提下，公司优化客户渠道和结构，努力提高终端客户销量占比，全年终端客户销量提升至近 2/3。2022 年，公司纯碱营收 41.6 亿元，同比增长 33.4%；毛利率 20.88%，同比增加 2.6pct。纯碱业务占公司全年营收/毛利润的 55.8%/69.8%，为公司提供了丰厚的利润。公司的自有纯碱业务将有效对冲上游价格波动，降低玻璃产品生产成本，平滑公司业绩。

■ Low-E 节能玻璃顺应下游需求，公司产能持续扩张

Low-E 节能玻璃顺应下游需求，打开市场空间。我国房地产相关需求占玻璃总需求的 75%左右，目前玻璃需求增量主要来源于单位消耗比提升和旧居改造，侧面反映人们对降低能耗、生活品质 and 美观要求的提升。而公司着重布局的节能 Low-E 节能玻璃顺应了该趋势，Low-E 节能玻璃不仅降低了室

内热量损失，响应国家“双碳”号召，而且拥有蓝、绿、灰基本色调和玫瑰金、银色等特殊颜色，丰富建筑和汽车的色彩。因此，Low-E 节能玻璃正逐步提高其在建筑玻璃中的渗透率，未来发展空间广阔。根据 Reports&Data 预测，2030 年全球 Low-E 玻璃市场规模预计将达到 213.1 亿美元，期间复合年增长率达 6.1%。

公司积极布局 Low-E 节能玻璃，产能持续扩张。在 2010 年公司通过收购金晶节能深加工生产线进军节能玻璃业务，涵盖 Low-E 节能玻璃、中空玻璃等产品。在 2014 年，公司设立山东金晶匹兹堡汽车玻璃有限公司，其产能 200 万套汽车玻璃的产线于 2016 年投产。截止 2022 年底，公司 Low-E 节能玻璃年产能已达 2000 万平米，运营主体为金晶科技本部、滕州金晶等。

■ 超白浮法玻璃技术经验丰富，超白压延玻璃打入隆基供应链

公司超白浮法玻璃技术经验丰富，行业内市占率领先。2003 年，公司通过与美国 PPG 公司签订《技术引进协议》引入超白玻璃生产技术。在 2005 年我国首条超白浮法玻璃产线由公司推出并正式投产，产能为 600t/d，目前拥有超白浮法玻璃总产能为 2600t/d，市占率达到 21%，并承接了北京银泰中心、国贸三期、鸟巢、水立方等高端建筑项目。

公司超白压延玻璃产能逐渐释放，打入隆基供应链。公司目前 600t/d 的超白压延玻璃于宁夏基地投产，于 2021 年 2 月与隆基签订重大产业配套协议公告。同时，公司拟于宁夏基地扩建 2*1200t/d 产能的生产线，于马来西亚基地建造 1000t/d 产能的产线。依托于接近砂源的原材料成本优势以及靠近客户生产基地的运输成本优势，公司的产品受到下游青睐。

■ TCO 玻璃成长提速，技术实力筑坚硬壁垒

TCO 玻璃，即透明导电氧化物镀膜玻璃，通过在平板玻璃表面均匀镀层透明导电氧化物薄膜进行制备。TCO 玻璃由于具有可见光透过率高 ($T_{avg} > 80\%$)，导电性好 ($R < 10-3 \Omega \cdot \text{cm}$)，化学稳定性好等诸多优点，被广泛应用于太阳能电池、显示器、光伏建筑一体化等领域。

TCO 玻璃制备技术壁垒较高，行业内仅日本旭硝子等少数企业可实现 TCO 玻璃量产。公司于 2021 年完成超白 TCO 镀膜玻

璃基片的研发，在高透过率基片上相继开发成功 3.2mm 和 2.65mm TCO 玻璃产品。2022 年 5 月，公司自主知识产权的 TCO 玻璃产线投产，该产线为国内第一条 TCO 玻璃产线。2022 年 9 月，公司发布公告投资 4.5 亿元将原浮法玻璃产线滕州二线技改为 600T/D TCO 玻璃产线，建设周期约 8 个月。公司独立研发镀膜设备，其中零部件采用外购形式，使用在线法 FTO 镀膜工艺进行 TCO 镀膜。

产品质量优异，已向国内外头部太阳能电池企业供货。TCO 玻璃产品主要应用于碲化镉、钙钛矿等新兴太阳能电池技术领域。公司 TCO 玻璃产品已向国际薄膜电池龙头企业 First Solar 进行供货，2022 年，First Solar 产能为 9.8GW，根据公司管理层规划，2026 年 First Solar 产能将达到 21.4GW，未来五年 CAGR 将达 21.6%。

2022 年 10 月，公司与钙钛矿电池领先企业纤纳光电签署战略合作协议，纤纳光电未来每增加 1GW 的钙钛矿电池产能规划，公司需配套不低于 500 万平方米/年的 TCO 玻璃产能。2022 年年初，纤纳光电投资建设的 100MW 钙矿规模化产线建成投产，目前纤纳光电正在规划 GW 级生产线建设，有望 2023 年投产。

我们认为随着下游太阳能电池企业的不断扩产，对 TCO 玻璃的需求量将持续增加，公司的 TCO 玻璃出货量有望高速增长。公司的 TCO 玻璃业务在国内具有较强的先发优势，由于 TCO 玻璃技术的高壁垒性，我们认为短期行业内将较难出现大量竞争对手涌入，公司市占率有望进一步增长。

■ 盈利预测。

预测公司 2023-2025 年收入分别为 89.44、109.11、128.4 亿元，EPS 分别为 0.55、0.77、0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 14.62、10.44、8.38 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

- (1) 宏观经济发展不及预期；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 技术发展不及预期

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	7,459	8,944	10,911	12,840
增长率（%）	7.8%	19.9%	22.0%	17.7%
归母净利润（百万元）	356	791	1,103	1,374

增长率 (%)	-72.8%	122.2%	39.5%	24.5%
摊薄每股收益 (元)	0.25	0.55	0.77	0.96
ROE (%)	6.5%	15.4%	23.5%	33.0%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,186	2,436	2,812	3,260
应收款	440	527	643	757
存货	1,370	1,600	1,930	2,251
其他流动资产	215	258	315	370
流动资产合计	4,211	4,821	5,700	6,638
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,214	5,156	5,061	4,961
在建工程	483	413	396	394
无形资产	578	549	520	493
长期股权投资	430	430	430	430
其他非流动资产	545	545	545	545
非流动资产合计	7,250	7,093	6,952	6,822
资产总计	11,461	11,914	12,652	13,460
流动负债:				
短期借款	1,619	1,990	2,409	3,022
应付账款、票据	3,402	3,759	4,463	5,150
其他流动负债	498	498	498	498
流动负债合计	5,681	6,442	7,607	8,949
非流动负债:				
长期借款	304	304	304	304
其他非流动负债	42	42	42	42
非流动负债合计	345	345	345	345
负债合计	6,026	6,787	7,953	9,295
所有者权益				
股本	1,429	1,429	1,429	1,429
股东权益	5,435	5,128	4,699	4,166
负债和所有者权益	11,461	11,914	12,652	13,460

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	345	768	1071	1333
少数股东权益	-11	-23	-33	-41
折旧摊销	468	377	371	363
公允价值变动	-2	-2	-1	-1
营运资金变动	166	30	244	238
经营活动现金净流量	967	1149	1652	1893
投资活动现金净流量	-449	128	113	102
筹资活动现金净流量	-268	-704	-1080	-1254
现金流量净额	250	572	685	742

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,459	8,944	10,911	12,840
营业成本	6,216	7,214	8,703	10,151
营业税金及附加	66	84	103	121
销售费用	52	66	81	95
管理费用	317	388	474	557
财务费用	104	25	31	43
研发费用	207	245	299	352
费用合计	679	724	884	1,047
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
公允价值变动	-2	-2	-1	-1
投资收益	1	10	20	20
营业利润	410	890	1,235	1,535
加: 营业外收入	4	4	5	4
减: 营业外支出	18	15	14	13
利润总额	396	879	1,226	1,526
所得税费用	50	111	155	193
净利润	345	768	1,071	1,333
少数股东损益	-11	-23	-33	-41
归母净利润	356	791	1,103	1,374

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	7.8%	19.9%	22.0%	17.7%
归母净利润增长率	-72.8%	122.2%	39.5%	24.5%
盈利能力				
毛利率	16.7%	19.3%	20.2%	20.9%
四项费用/营收	9.1%	8.1%	8.1%	8.2%
净利率	4.6%	8.6%	9.8%	10.4%
ROE	6.5%	15.4%	23.5%	33.0%
偿债能力				
资产负债率	52.6%	57.0%	62.9%	69.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	17.0	17.0	17.0	17.0
存货周转率	4.5	4.6	4.6	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.25	0.55	0.77	0.96
P/E	33.9	15.2	10.9	8.8
P/S	1.6	1.3	1.1	0.9
P/B	2.2	2.4	2.6	2.9

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。