

外延扩张迈出实质一步

买入 首次

目标价格：暂无

投资要点：

- 强强联合成立子公司，外延扩张迈出实质性一步
- 新产品前景看好
- 维持“买入”评级

报告摘要：

- **强强联合成立子公司,产业链延伸迈出实质性一步。**公司拟使用募集资金3,300万元与上海泰威技术发展股份有限公司以及自然人卢映川和李耕利共同投资设立“北玻海泰”，开发制造玻璃智能切割和搬运系统技术设备和玻璃数码打印技术设备。公司占北玻海泰55%股份，控股北玻海泰，其他出资人为泰威公司和卢映川以技术出资。该公司未来主营产品为高温玻璃喷墨机、玻璃切割机以及工厂自动化解决方案。
- **新产品前景看好。**喷墨玻璃机能够在玻璃表面直接喷印各种图案，实现高效、无版，低成本、色彩丰富的即时加工，而且打印服务的市场也有平均每月4亿的市场；卢映川的原海利宁公司长年从事玻璃切割业务，新公司将提供足够的平台与资金支持，实现产能翻番；在建筑玻璃以及其他非规模化玻璃加工行业，基本都是手工作业或半自动化作业，整个中国玻璃自动化生产线改造将有400亿的市场容量
- **增厚业绩明显。**本项目筹备期为3个月，2015年投产，第1年达产率为60%，投产第2年达产率为100%。三年规划收入分别为5000、8000、13000万元，利润为600-800、1200-1500、2000-3000万元。
- **传统业务仍有亮点，产业链延伸仍然可期。**主业增长主要来自低辐射镀膜设备、TCO设备、高端玻璃制品等，是公司业绩的保证；产业链延伸目前已迈出实质性一步，我们认为后续外延扩张仍值得期待。
- **维持“买入”评级。**预计2014-2016年EPS分别为0.09、0.2、0.33元，对应PE分别为89X、40X、24X。

机械研究组

分析师：

李强(S1180514080002)

电话：010-88085610

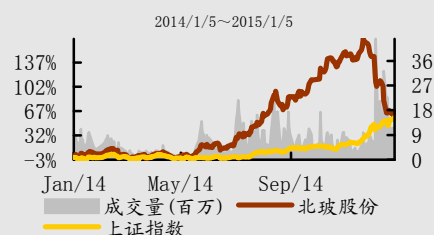
Email: liqiang1@hysec.com

曲伟(S1180514120001)

电话：010-88013558

Email: quwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《苹果总部订单落地，内生外延齐头并进一曲伟》

2014/10/09

《设立产业基金，并购迈出关键一步一曲伟》

2014/09/16

《新产品助力再腾飞一曲伟》

2014/08/25

《进入增长通道的玻璃深加工龙头一曲伟》

2014/6/12

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	715.32	825.75	915	1,370	1,814
增长率(%)	-16.34	15.44	10.8%	49.7%	32.5%
归母净利润(百万)	60.83	43.80	36	89	158
增长率(%)	-39.38	-27.99	-17.3%	145.7%	77.9%
每股收益	0.15	0.11	0.08	0.19	0.33
市盈率	127.14	176.56	106.1	43.2	24.3

目录

一、产业链延伸迈出关键一步，三方联姻成立子公司.....	4
二、新产品前景看好，增厚业绩明显.....	4
（一）新产品前景看好.....	4
1、喷墨玻璃设备及服务.....	4
2、玻璃切割机.....	5
3、玻璃工厂自动化解决方案.....	6
（二）增厚业绩明显.....	7
三、内生增长业绩保证，外延仍值得期待.....	8

插图

图 1: 喷墨玻璃技术优势.....5

图 2: 泰威钢化玻璃打印机.....5

图 3: 泰威陶瓷喷绘机.....5

图 4: 海利宁平板玻璃切割系统.....6

图 5: 玻璃工厂自动化方案.....6

图 6: 玻璃生产码垛机器人示意图.....7

表格

表 1: 合资公司出资情况.....4

表 2: 合资公司盈利预测.....7

一、产业链延伸迈出关键一步，三方联姻成立子公司

公司拟使用募集资金 3300 万元与上海泰威技术发展股份有限公司以及自然人卢映川和李耕利共同投资设立“北玻海泰”，开发制造玻璃智能切割和搬运系统技术设备和玻璃数码打印技术设备。总投资 6000 万元，公司占北玻海泰 55%股份，控股北玻海泰，其他出资人为泰威公司和卢映川以技术出资。

表 1：合资公司出资情况

出资方	投资占比	出资形式	出资方背景
北玻股份	55%	现金出资	
卢映川	25%	以玻璃智能切割搬运技术作价出资	多年从事玻璃技术设备研发制造和公司经营管理，尤其在平板玻璃智能化切割和搬运系统方面具有许多经验和专有技术。
泰威公司	10%	以钢化玻璃打印技术作价出资	在数码打印领域具有良好声誉，拥有 UV、金属、陶瓷和玻璃等数码喷绘打印的多项专利技术和专有技术，是上海市科委认定的高新技术企业
李耕利	10%	现金出资	在北玻公司从事深加工玻璃技术设备销售和管理工作的近 20 年，在公司里曾担任业务员、销售经理、销售部长、销售总经理职务。

资料来源：公司公告，宏源证券

该公司未来主营产品为高温玻璃喷墨机、玻璃切割机以及工厂自动化解决方案。新公司成立标志着公司产业链延伸迈出关键一步。

二、新产品前景看好，增厚业绩明显

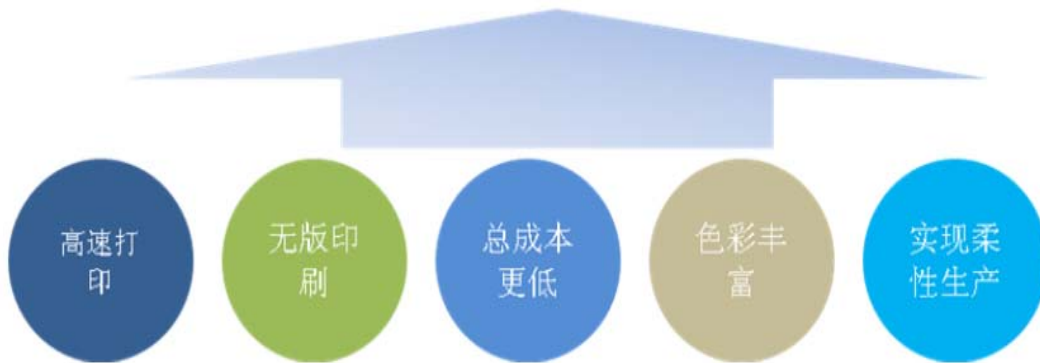
（一）新产品前景看好

1、喷墨玻璃设备及服务

玻璃喷墨是一种“与物体非接触”的喷墨印刷方式，可在有机玻璃，过塑玻璃，平板玻璃，钢化玻璃等介质上，将您自己选择的图片进行喷绘，使室内室外彰显个人特性，突出个人特征，应用领域有：家具移门、玻璃标花、隔断屏风、背景幕墙、玻璃灯箱、玻璃桌面和室外玻璃幕墙等，适合现代家装、办公会场和室外等家居休闲场所个性化装饰装修。

与传统工艺相比，玻璃喷墨机能够在玻璃表面直接喷印各种图案，实现高效、无版，低成本、色彩丰富的即使加工，可取代一部分传统的喷砂、转印、印刷等加工工艺。操作的便捷性为玻璃行业客户节省了大量时间，也带来了可观的经济效益。

图 1：喷墨玻璃技术优势



资料来源：宏源证券

以色列的 DIP-Tech 公司在业内率先推出高温玻璃喷墨机，目前也是国外高温玻璃喷墨机的唯一生产厂商。虽然 DIP-Tech 公司是第一家生产的高温玻璃喷墨机的企业，但是受制于墨水和喷头发展太慢和技术不成熟等原因，产品市场认可度不是太高，应用推广相对缓慢。

公司本次实现了和泰威的强强联合，除了泰威公司，国内尚无一家企业制造生产高温玻璃喷墨机。上海泰威技术发展股份有限公司在美国和中东驻有服务工程师和销售代表处，代理遍布亚太地区、南美洲和欧洲等地，产品销售已经覆盖全球超过 75 个国家和地区。泰威通过与国内墨水制造商的合作，解决了困扰高温玻璃喷墨机应用的墨水问题，并掌握了除喷头外的供墨系统、传动系统、电控部分、控制与打印软件、机架与辅助功能部分的技术。随着下游客户对玻璃及玻璃制品企业对高温玻璃喷墨机的逐渐认识和了解，未来高温玻璃喷墨机具有非常广阔的市场前景。

图 2：泰威钢化玻璃打印机



资料来源：宏源证券

图 3：泰威陶瓷喷绘机



资料来源：宏源证券

钢化玻璃打印也有非常大的市场空间：目前，仅中国玻璃加工厂家就有 2000 多家，玻璃着色基本上都用丝网印刷机，受限于颜色简单、网版太多的缺陷，按每家一台打印机、平均每月 500 平米的产量，市场便有每月 4 亿元人民币的玻璃打印市场，由此也会产生每月 2500 万元人民币的墨水销量，随着市场的普及，用量会越来越大，整体市场将可达到年销售 100 亿的规模。

2、玻璃切割机

玻璃切割可以快速实现玻璃排版优化，可以取代人工取片，大大节约人的工作时间，并提高工作效率，同时也可以避免因玻璃而形成的工伤。

卢映川的原海利宁团队从事玻璃切割业务已经十多年，一直致力于平板玻璃切割设备的研发制造，以提供厂内玻璃搬运设备及系统方案。目前年产量约 150 台左右，鉴于缺乏资金支持，没法进行大规模的投入，故限制了产量和销量，此次加盟北玻海泰之后，将得到资金、技术及品牌平台的多重支持，故设备销量和产值将得到翻番的发

展。

图 4：海利宁平板玻璃切割系统



资料来源：宏源证券

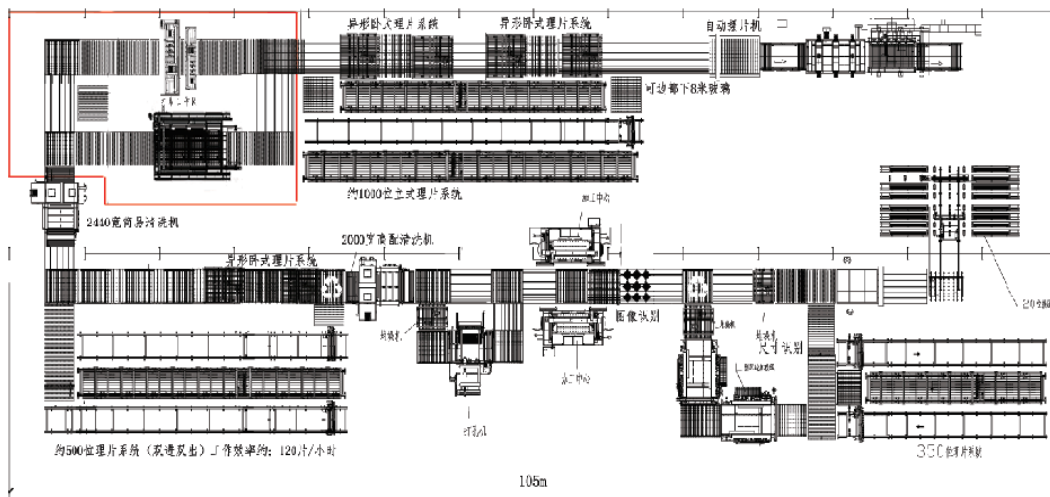
3、玻璃工厂自动化解决方案

全国非规模化作业的厂家约有 4000 多家，而国际上其他国家的玻璃加工行业更是多数处于非规模化生产作业的状态，非规模化生产就面临着工人多，工人多就会带来产品质量不稳定、工伤、人工工资高等现象，而现在整个中国都处于人工工资高速增长的状态，要想获得发展，多数厂家都面临着想办法降低操作人手的状态，故此，此市场自动化解决方案发展潜力巨大。

采用玻璃智能自动化可取得显著经济效益：

- (1) 投入使用后，由于提高玻璃质量，降低成本，每年可新增利润上千万元。
- (2) 提高玻璃质量，通过配料中水分和重量补正，质量预测及三大热工设备的温度模糊控制等手段，使玻璃成品率提高、优质率提高。

图 5：玻璃工厂自动化方案



资料来源：宏源证券

玻璃生产流程码垛机器人系统的优点：

- ✓ 采用先进的机器视觉及工业机器人技术，动态跟踪、同步飞行抓取玻璃，实现了在相对静止的情况下抓取运动中的玻璃板，缩短玻璃产线冷端主线长度；
- ✓ 采用柔性吸盘结构，解决了薄玻璃板易碎、生产速度快的堆垛难题；

- ✓ 采用机器视觉检测技术，提高了产品质量和成品率；
- ✓ 实行工作组任务统筹分配管理，能够混合处理不同规格及等级的玻璃产品，实现准确分级和堆垛；
- ✓ 可在线安装施工-不影响正常生产，是运行中的生产线及冷修改造最佳的方案。

图 6：玻璃生产码垛机器人示意图



资料来源：宏源证券

目前，国际上能够具有不完善此类技术的仅有一家奥地利公司，方案动则五六百万欧元，小则三四百万欧元，按照中国老板最常规的投资回报比考虑，此方案基本没法执行，故此方案在中国也就仅有四五家工厂花巨资投入，而多数想搞工厂自动化的厂家仅希望花费 1000 万元人民币以内完成此事，按照这样的统计，整个中国将有 400 亿的市场容量。

（二）增厚业绩明显

本项目筹备期为 3 个月，2015 年投产，第 1 年达产率为 60%，投产第 2 年达产率为 100%，开始满负荷运转。三年规划收入分别为 5000、8000、13000 万元，利润为 600-800、1200-1500、2000-3000 万元。

表 2：合资公司盈利预测

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
合计营业收入	5000	8000	13000	20000	25000
毛利	838	1900	4150	8265	10510
毛利率	17%	24%	32%	41%	42%
高温玻璃喷墨机					
营业收入	1500	2250	3000	4500	6000
毛利率	30%	35%	40%	50%	50%
毛利	450	787.5	1200	2250	3000
墨水					
营业收入	100	250	500	800	1200
毛利率	20%	25%	30%	30%	30%
毛利	20	62.5	150	240	360
玻璃切割机					
营业收入	2600	3000	4000	4500	5000

毛利率	8%	10%	15%	15%	15%
毛利	208	300	600	675	750

工厂自动化方案					
营业收入	800	2500	5500	10200	12800
毛利率	20%	30%	40%	50%	50%
毛利	160	750	2200	5100	6400

资料来源：宏源证券

三、内生增长业绩保证，外延仍值得期待

我们认为公司内生增长时点已到来，低辐射镀膜设备、TCO 设备、高端玻璃制品都迎来较好发展时机，是公司业绩的保证；外延方面，公司去年与海通吉禾共同发起设立“海通北玻产业投资基金”，本次成立合资公司，显示了公司在外延方面的决心，结合公司自身发展要求，我们认为公司外延发展方向主要是产品线的丰富和产业链（下游）的延伸，后续扩张仍值得期待。

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	793	557	735	666	700	营业收入	715	826	915	1,370	1,814
应收款项	303	277	316	463	599	营业成本	504	598	673	970	1,235
存货净额	158	219	250	357	448	营业税金及附加	4	4	3	4	5
其他流动资产	22	250	29	42	55	销售费用	53	56	62	89	118
流动资产合计	1,275	1,304	1,330	1,528	1,802	管理费用	108	115	133	197	259
固定资产	420	525	559	585	602	财务费用	-21	-15	3	3	3
无形资产及其他	78	103	98	92	87	投资收益	1	1	1	1	1
投资性房地产	9	14	14	14	14	资产减值及公允价值变	-3	-26	-5	-5	-5
长期股权投资	-	-	-	-	-	其他收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,783	1,946	2,000	2,219	2,505	营业利润	65	44	37	103	190
短期借款及交易性金融	-	50	50	50	50	营业外净收支	4	9	9	9	9
应付款项	79	139	107	153	192	利润总额	70	53	46	112	199
其他流动负债	196	190	213	305	385	所得税费用	7	5	6	15	26
流动负债合计	274	378	371	508	627	少数股东损益	2	4	3	8	15
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	归属于母公司净利润	61	44	36	89	158
其他长期负债	9	17	35	17	17						
长期负债合计	9	17	35	17	17	现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	283	396	406	525	645	净利润	61	44	36	89	158
少数股东权益	72	79	83	91	105	资产减值准备	(5)	23	12	2	1
股东权益	1,427	1,471	1,512	1,603	1,754	折旧摊销	36	40	55	72	82
负债和股东权益总计	1,783	1,946	2,000	2,219	2,505	公允价值变动损失	3	26	5	5	5
						财务费用	(21)	(15)	3	3	3
关键财务与估值指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(4)	(183)	187	(147)	(128)
每股收益	0.15	0.11	0.08	0.19	0.33	其它	4	(19)	(9)	6	13
每股红利	0.21	0.00	0.00	0.01	0.02	经营活动现金流	95	(69)	286	26	132
每股净资产	3.56	3.67	3.13	3.31	3.62	资本开支	0	(139)	(100)	(100)	(100)
ROIC	3%	3%	3%	7%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4%	3%	2%	6%	9%	投资活动现金流	0	(139)	(100)	(100)	(100)
毛利率	30%	28%	26%	29%	32%	权益性融资	(1)	3	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	5%	8%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	11%	13%	15%	支付股利、利息	(84)	(1)	(2)	(4)	(8)
收入增长	-16%	15%	11%	50%	32%	其它融资现金流	(14)	(28)	0	0	0
净利润增长率	-39%	-28%	-17%	146%	78%	融资活动现金流	(182)	(28)	(2)	(4)	(8)
资产负债率	20%	24%	24%	28%	30%	现金净变动	(87)	(236)	184	(78)	24
息率	2.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期初余额	879	793	557	741	663
P/E	#VALUE!	73.1	106.1	43.2	24.3	货币资金的期末余额	793	557	741	663	687
P/B	2.2	2.2	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	0	(234)	179	(80)	26
EV/EBITDA	42.2	38.6	43.0	24.0	16.1	权益自由现金流	0	(261)	191	(67)	38

作者简介:

李强: 宏源证券研究所机械军工行业研究员, 南开大学经济学院硕士, 2014 年 7 月加盟宏源证券研究所。

曲伟: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学硕士, 2014 年 10 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。