

金刚玻璃 (300093.) 玻璃行业

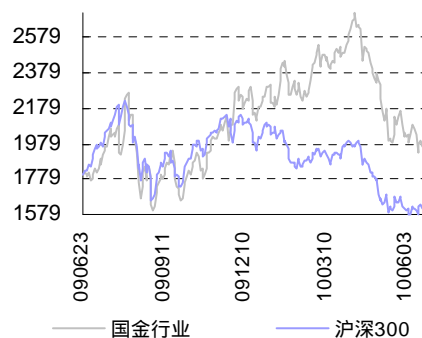
新股研究

目标价格(人民币): 18.02-20.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	30.00
总股本(百万股)	90.00
国金玻璃指数	1999.64
沪深 300 指数	2758.50



贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

金刚品质, 成长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.411	0.465	0.515	0.716	0.917
每股净资产(元)	2.80	3.17	7.30	7.76	8.68
每股经营性现金流(元)	0.34	1.00	0.38	0.79	0.90
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	23.81	63.00	63.00	63.00	63.00
净利润增长率(%)	54.58%	13.08%	47.80%	38.96%	28.20%
净资产收益率(%)	14.66%	14.67%	7.05%	9.22%	10.57%
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主营产品分为安全防范类玻璃和光伏建筑组件两大类, 其中安防玻璃业务是公司的传统优势业务, 公司在高端安防玻璃市场拥有 50% 以上的份额, 是该领域的绝对龙头企业; 公司在新兴光伏建筑组件业务上保持良好发展势头, 传统技术优势为公司在该项业务发展奠定良好基础。
- 公司发展面临良好外部环境: 整个玻璃行业的产业升级之路仍在进行之中, 玻璃深加工行业未来仍具有广阔发展空间, 行业持续景气为公司快速发展创造有利条件; 未来随着人们安防意识的增强及相关行业标准日趋严格, 安防玻璃市场仍将保持快速增长态势; 而光伏一体化产业作为绿色新兴产业未来有望出现爆发式增长局面。
- 公司最大的看点在技术特色上, 基于高强度单片铯钾基片核心工艺技术研发出的防火玻璃的耐火极限比国家标准的提高一倍; 防爆玻璃是国内唯一通过国家公安部认证产品, 产品性能指标超过美国军方标准; 光伏建筑组件具备发电、安防、美观等多重功用, 逐步显示出对于传统产品的替代作用。
- 整体而言, 公司是建材行业比较有特色的公司, 绝对领先的技术优势以及广泛的品牌认知度是公司的核心竞争力所在。依托良好内功及外部发展机遇, 公司未来发展值得期待。
- 我们预测 2010-2012 年, 公司归属母公司净利润分别为 0.62、0.86、1.10 亿元, 同比增长 47.8%、39.0%、28.2%。按照发行 3000 万股本, 即按照总股本 1.2 亿股计算, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.515 元、0.716 元、0.917 元。
- 参照目前创业板股估值水平, 并考虑到公司目前行业龙头地位及未来发展趋势, 我们给予公司 2010 年 35~40 倍 PE, 对应公司的合理估值区间为 18.02~20.60 元/股。

内容目录

公司是深加工玻璃细分子行业龙头	4
主营业务介绍：安防玻璃优势地位明显，光伏玻璃发展势头良好	4
公司股权结构及本次发行情况	5
未来玻璃深加工行业值得长期看好	6
深加工玻璃行业处于产业链下游，产品附加值高	6
玻璃深加工行业竞争激烈程度相对玻璃原片行业缓和	6
玻璃深加工行业发展空间依然广阔	7
玻璃深加工行业之安防玻璃行业仍将保持快速发展势头	7
防火玻璃需求：蕴含巨大发展空间	7
防爆玻璃需求：处于起步阶段	8
安防玻璃供给：大企业主导下的相对有序竞争局面将持续	8
玻璃深加工行业之光伏建筑一体化(BIPV)有望实现爆发式增长	8
光伏建筑一体化(BIPV)的定义及应用形式	8
光伏建筑一体化(BIPV)未来发展形式长期向好	10
公司核心竞争优势在哪里？	11
绝对的技术优势：性能领先、难以模仿、可移植性强	11
品牌溢价优势：继续享受高端安防玻璃市场一家独大的垄断利润	13
本次财政部取消出口退税基本未涉及公司出口产品	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：公司产品分类	4
图表 2：公司主要产品用途	4
图表 3：公司分产品收入构成 (万元)	5
图表 4：公司分产品毛利构成 (万元)	5
图表 5：本次发行前公司股权结构图	5
图表 6：本次发行前后公司股本变化情况	5
图表 7：玻璃产品主要分为原片、深加工两大类	6
图表 8：玻璃行业产业链	6
图表 9：我国玻璃深加工率低于发达国家水平	7
图表 10：我国玻璃深加工增值率低于发达国家水平	7
图表 11：未来我国高端防火市场需求仍将保持快速增长态势	8
图表 12：光伏建筑一体化发电示意图	9
图表 13：BIPV 的应用形式举例	10

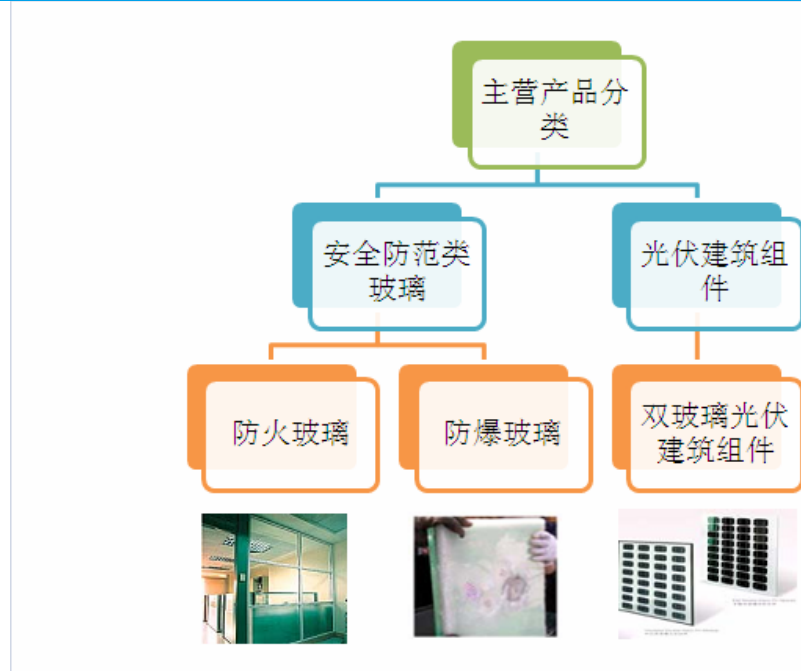
图表 14：全球主要国家对光伏产业的扶持政策和目标	10
图表 15：我国 BIPV 市场容量将加速扩张	11
图表 16：我国光伏建筑组件类企业产品优缺点比较	11
图表 17：公司主营产品生产工艺均建立在“高强度单片铯钾基片”的核心技术之上	12
图表 18：防火玻璃技术优势明显	12
图表 19：公司防火玻璃关键耐火性能处于市场领先水平	12
图表 20：公司防爆玻璃技术优势明显	13
图表 21：公司基于核心技术的应用拓展能力	13
图表 22：公司防火玻璃应用于国家体育场(红色防火玻璃部分)	14
图表 23：公司双玻璃光伏建筑组件应用于德国柏林火车站	14
图表 24：公司占据 50%以上高端防火玻璃市场份额	14
图表 25：公司防火玻璃产品具有明显的品牌溢价优势（元/平方米）	15
图表 26：募投项目说明	15
图表 27：公司出口产品的出口退税率变化	16
图表 28：近 3 年公司外销收入占当期营业收入的比例	16
图表 29：公司净利润对出口退税率变动的敏感性分析	17
图表 30：本次财政部取消出口退税的商品清单	17

公司是深加工玻璃细分子行业龙头

主营业务介绍：安防玻璃优势地位明显，光伏玻璃发展势头良好

- 公司主营产品主要分为安全防范类玻璃和光伏建筑组件两大类，其中安防玻璃又主要为防火玻璃和防爆玻璃等品种。

图表1：公司产品分类



来源：国金证券研究所

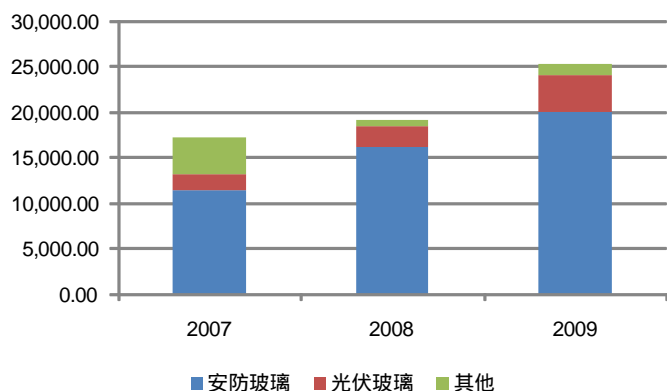
图表2：公司主要产品用途

类别	主要产品	产品用途
安防玻璃	高强度单片铯钾防火玻璃	主要应用于建筑物外墙、防火门、防火窗、防火裙墙、室内隔断、挡烟垂壁。
	防爆玻璃	主要应用于对安防要求高的建筑如银行、政府部门、博物馆、贵重饰品橱窗以及舰艇、运钞车、军用车辆等。
光伏建筑组件	双玻璃光伏建筑组件	可广泛应用于独立建筑光伏发电系统和并网建筑光伏发电系统，如光伏幕墙、光伏屋顶、光伏门窗。

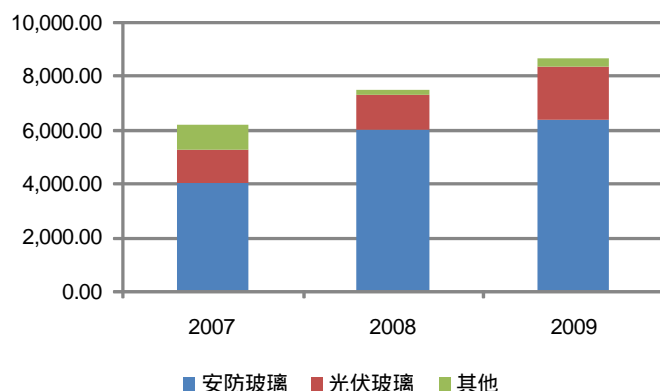
来源：招股书、国金证券研究所

- 公司在传统安防玻璃领域具有显著竞争优势，目前市场占有率超过 50%，是该行业的绝对龙头企业；公司同时在新兴光伏建筑组件业务上保持良好发展势头，其有望成为公司未来发展的一个新的增长领域。

图表3：公司分产品收入构成(万元)



图表4：公司分产品毛利构成(万元)

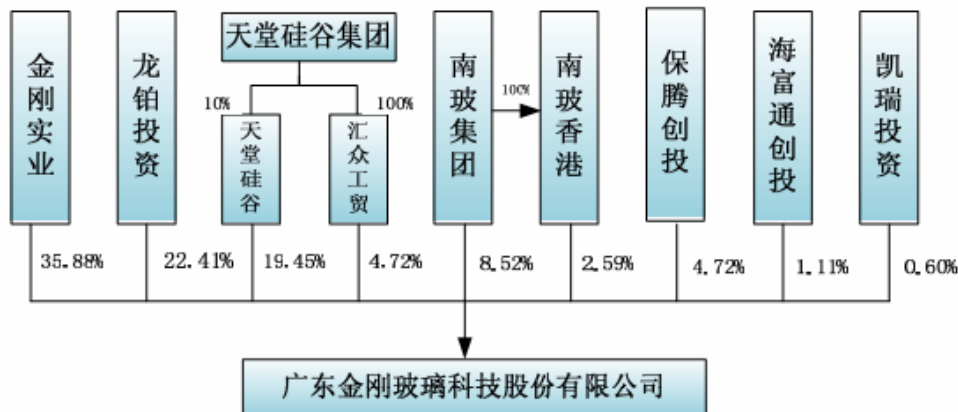


来源：招股书、国金证券研究所

公司股权结构及本次发行情况

- 公司实际控制人为庄大建，其持有金刚实业 80%的股份。

图表5：本次发行前公司股权结构图



来源：招股书、国金证券研究所

- 发行前公司总股本为 9000 万股，本次拟发行 3000 万股流通股，发行后公司总股本 12000 万股。

图表6：本次发行前后公司股本变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
金刚实业	3229	35.88	3229	26.91
龙铂投资	2017	22.41	2017	16.81
天堂硅谷	1750	19.45	1750	14.59
南玻集团	767	8.52	767	6.39
保腾创投	425	4.72	425	3.54
汇众工贸	425	4.72	425	3.54
南玻香港	233	2.59	233	1.94
海富通创投	100	1.11	100	0.83
凯瑞投资	54	0.6	54	0.45
公众投资者	—	—	3000	25
合计	9000	100	12000	100

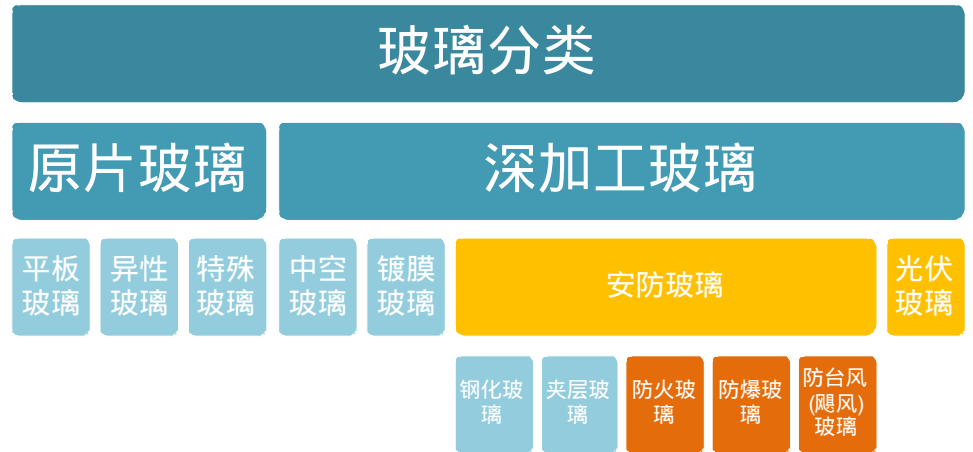
来源：招股书、国金证券研究所

未来玻璃深加工行业值得长期看好

深加工玻璃行业处于产业链下游，产品附加值高

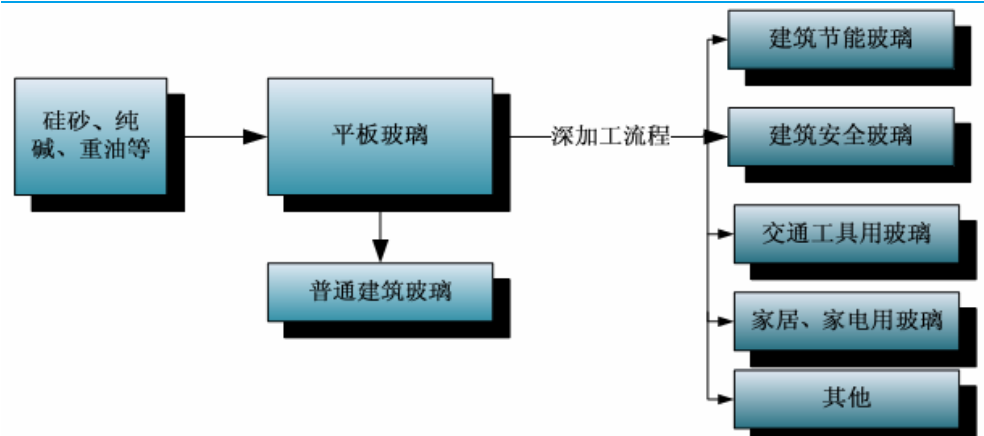
- 深加工玻璃是以平板玻璃原片为基材，采用物理、化学等方法制成的具有新的结构、功能或形态的玻璃。通过深加工过程，玻璃被赋予了新的功能及相应附加价值。

图表7：玻璃产品主要分为原片、深加工两大类



来源：国金证券研究所

图表8：玻璃行业产业链



来源：招股书、国金证券研究所

玻璃深加工行业竞争激烈程度相对玻璃原片行业缓和

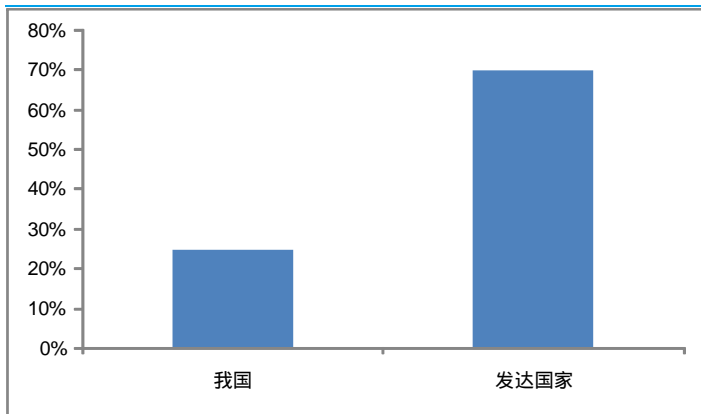
- 当前我国玻璃深加工行业特点：
 - 市场竞争充分：目前我国的玻璃深加工企业中企业约 300 家，市场化程度较高；
 - 地区集中度高：玻璃深加工企业集中在浙江、江苏、上海、广东、天津等沿海城市，其中长三角地区最为集中；
 - 资源配置由劳动密集型向技术密集型转变：目前中国玻璃深加工行业仍是劳动密集型产业，但政策作用及竞争演化导致整个行业向技术密集型产业过渡；

- 行业集中度逐步提高：与平板玻璃行业相比，较高的进入壁垒限制了小企业盲目进入深加工行业，高端特种玻璃甚至供不应求。长期看，竞争日趋激烈及消费逐步升级促使玻璃深加工行业集中度不断提高。

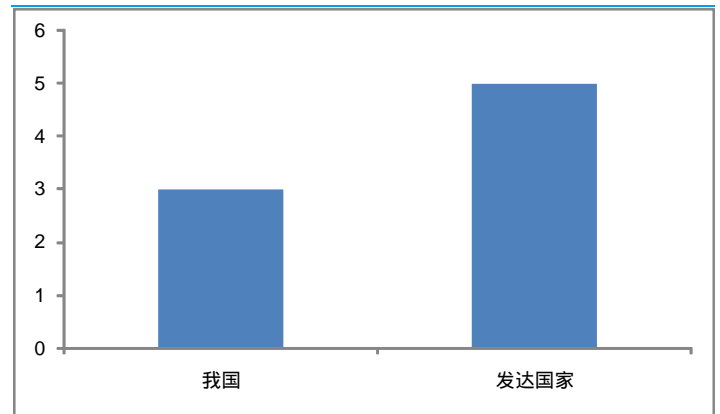
玻璃深加工行业发展空间依然广阔

- 从加工率和增值率两个数据看，我国深加工玻璃行业发展潜力巨大：
 - 加工率：2008 年我国玻璃深加工率不足 25%，而发达国家玻璃深加工率普遍在 65%-85%；
 - 增值率：2008 年我国玻璃深加工增值率约为 3 倍；而发达国家增值率为 5 倍以上。

图表9：我国玻璃深加工率低于发达国家水平



图表10：我国玻璃深加工增值率低于发达国家水平



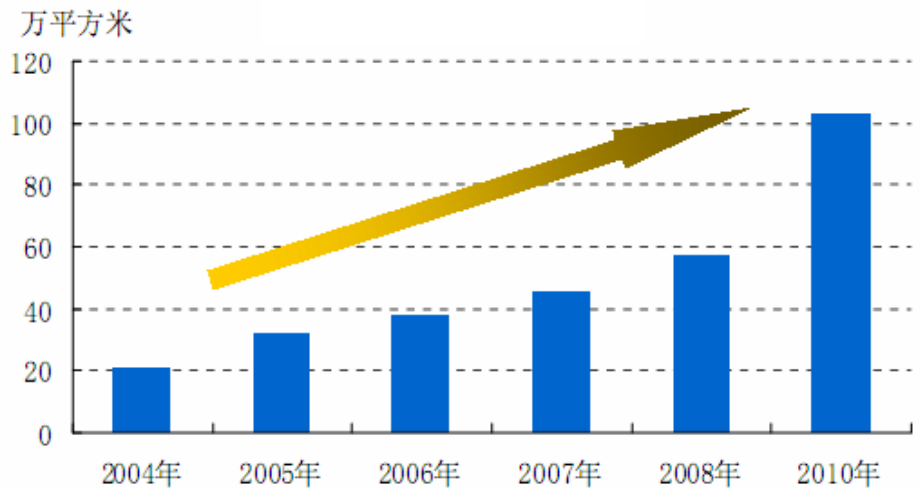
来源：中国玻璃网、国金证券研究所

玻璃深加工行业之安防玻璃行业仍将保持快速发展势头

防火玻璃需求：蕴含巨大发展空间

- 为了应对建筑防火的安全性考虑，防火玻璃应运而生。用防火玻璃作建筑物防火分隔材料的优势在于：
 - 1，比传统的墙体轻且可提高建筑物的有效使用面积；
 - 2，施工进度快，施工质量容易得到保证；
 - 3，提升了建筑美感和采光效果。
- 房地产行业的快速发展及人们对于建筑安全性、建筑美学上的重视程度不断提高为防火玻璃持续快速发展创造有利条件；
- 同时，近年来我国造船业的快速发展也带动相关船用防火配套材料需求不断走强；
- 而像央视大楼、中国科技馆新馆等高级地标性建筑发生火灾在提升人们防火意识的同时，也将敦促出台相关更为严格的防火政策，进而在客观上推动防火玻璃需求的提升。

图表11：未来我国高端防火市场需求仍将保持快速增长态势



来源：招股书、国金证券研究所

防爆玻璃需求：处于起步阶段

- 世界范围内恐怖主义袭击事件的不断发生是推动防爆玻璃行业发展的重要外部力量；同时根据有关资料，炸弹爆炸后，普通建筑玻璃的散落和碎片的飞溅是造成人身伤害的主要原因，故在安全性要求高的地方(如驻外使馆)加装防爆玻璃成为全球新形势下的一种必要选择，防爆玻璃行业未来的发展速度有可能会超出我们当前的预期。

安防玻璃供给：大企业主导下的相对有序竞争局面将持续

- 大部分企业走低成本路线，低端市场竞争较激烈：目前国内从事安防玻璃生产企业有近 140 家，主要分布于广东、北京、上海、江苏、浙江、四川等近十个省和直辖市，资产规模和技术水平参差不齐，大多数生产厂家规模较小，并未成熟掌握核心技术，市场竞争主要依靠低价格。
- 高端市场为大企业所占据：目前技术含量较高、质量良好的高端防火和防爆玻璃市场主要掌握在少数国内企业及外资企业手中，这些企业依靠产品技术含量、品牌影响力和市场认同度占据安防玻璃市场 50%以上的份额。
 - 在防火玻璃市场，英国皮尔金顿、比利时格拉威宝、法国圣戈班等国际著名公司、北京格林京丰及金刚玻璃共同占据了国内高端防火玻璃产品 80%以上的市场份额；
 - 在防爆玻璃市场，国内外生产防爆玻璃的著名厂家主要为美国维尔康、以色列 OSG 及金刚玻璃等，而国内民用范围内仅公司一家能够生产符合公安部标准 GA667-2006 要求的防爆玻璃。

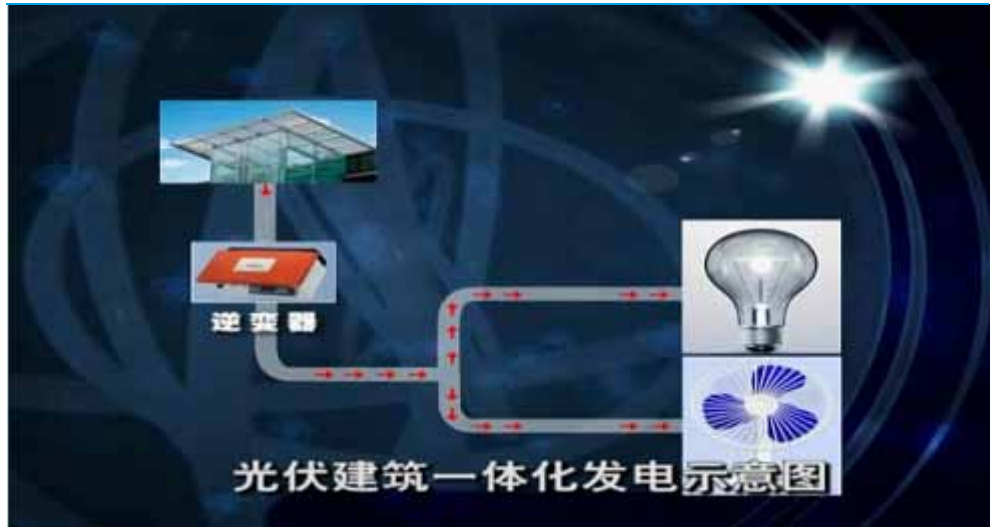
玻璃深加工行业之光伏建筑一体化(BIPV)有望实现爆发式增长

光伏建筑一体化(BIPV)的定义及应用形式

- 在全球能源日趋紧张背景下，太阳能产业得以快速发展。太阳能发电产业包括太阳能光伏发电和太阳能热发电，其中以太阳能光伏发电为主。
- 根据光伏方阵与建筑结合的方式不同，太阳能光伏建筑一体化可分为两大类：
 - 1，光伏方阵与建筑的结合 BAPV(Building attached PV)。这种方式是将光伏方阵依附于建筑物上，建筑物作为光伏方阵载体，起支承作用；

- 2, 光伏方阵与建筑的集成 BIPV(Building Integrated PV)。这种方式是光伏组件以一种建筑材料的形式出现, 光伏方阵成为建筑不可分割的一部分。这种结合的组件就是光伏建筑组件。
- 光伏建筑一体化 (BIPV) 技术即是将太阳能发电(光伏)产品集成到建筑上的技术, 其不但具有外围护结构的功能, 同时又能产生电能供建筑使用。

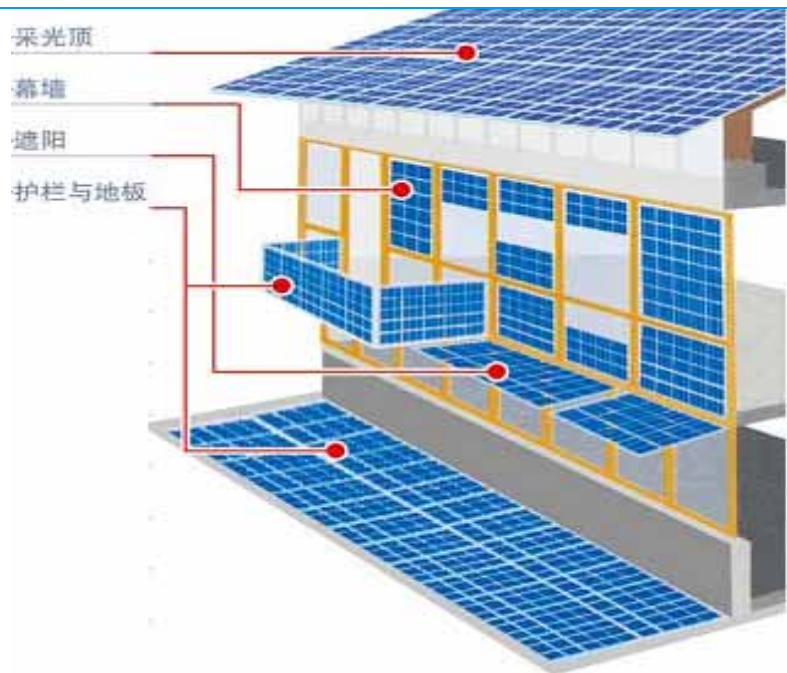
图表12：光伏建筑一体化发电示意图



来源：招股书、国金证券研究所

- 在具体应用方面，
 - 1, BIPV 建筑的太阳能电池板是建筑外围护结构的一部分, 其既可以遮风挡雨, 又可以发电。如果将太阳能电池板拆除, 此建筑将失去遮风挡雨的功能；
 - 2, BAPV 建筑中太阳能电池组件通过支架安装在原先建好的屋顶上, 故拆除此 BAPV 建筑上的光伏组件, 并不会影响原有建筑的基本功能。
- BIPV 的应用形式：
 - 采光顶: 采光比较理想, 发电效率较高；
 - 幕墙立面: 示范效果好, 形式多样, 美观；
 - 遮阳板: 既遮挡阳光, 又发电补充能源；
 - 护栏和地板: 充分利用空间, 安放简单方便。

图表13：BIPV的应用形式举例



来源：国金证券研究所

光伏建筑一体化(BIPV)未来发展形式长期向好

- 光伏产业作为绿色环保能源正呈现出快速发展的形势，这其中产业政策的推动作用至关重要。

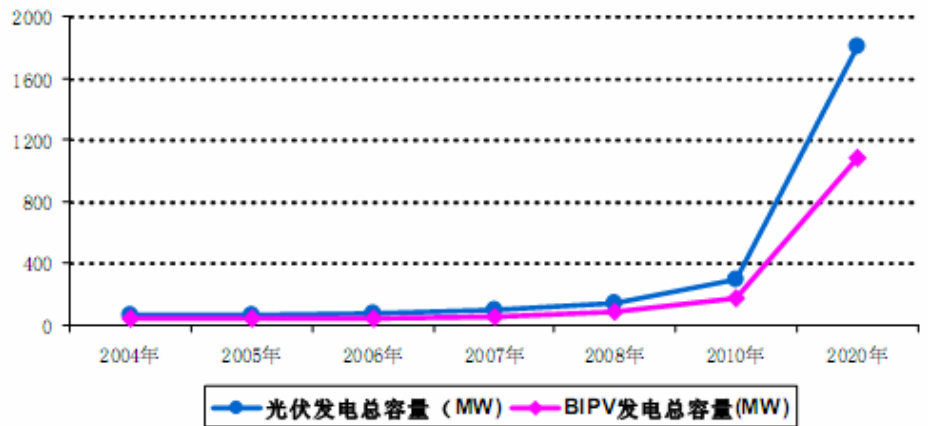
图表14：全球主要国家对光伏产业的扶持政策和目标

国家	时间	政策和目标
中国	2009.03	财政部、住建部出台《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》及《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，国家财政支持实施“太阳能屋顶计划”，对光电建筑应用示范工程予以资金补助。2009年补助标准20元/瓦。
	2009.07	财政部、科技部、国家能源局联合印发《关于实施金太阳示范工程的通知》，明确对并网光伏发电项目原则上按光伏发电系统及其配套输配电工程总投资的50%给予补助；其中偏远无电地区的独立光伏发电系统按总投资的70%给予补助；对于光伏发电关键技术产业化和基础能力建设项，主要通过贴息和补助的方式给予支持。通过财政补助、科技支持和市场拉动方式，计划在2-3年内，采取财政补助方式支持不低于500兆瓦的光伏发电示范项目。
美国	2009.02	约800亿美元政府支出、贷款担保及税收激励用于能源领域，包括200亿美元将为可再生资源的开发提供税收激励。
澳大利亚	2008.12	抵税政策：家庭BIPV初装节约成本5194美元，享有5项抵税优惠
法国	2008.11	修改固定电价政策：将原来BIPV55欧分/度，本土屋顶和电站30欧分/度的政策统一为45欧分/度的新固定电价，扩大补贴范围
日本	2008.09	计划2009年4月起将对学校、火车站、医院等公共建筑光伏项目的成本补贴从原来的1/3提高到1/2

来源：招股书、国金证券研究所

- 光伏建筑一体化作为新兴行业，在中国的发展尚处于起步阶段，根据国家发改委、全球环境基金与中国可再生能源发展项目办公室联合撰写的《中国光伏产业发展研究报告》，到2010年我国太阳能光伏发电总容量将达到300MW，2020年达到1,800MW。据发达国家统计，60%左右的太阳能光伏发电系统装置在BIPV项目之上。据此测算，我国BIPV发电总容量到2010年将达到180MW，2020年达到1,080MW。

图表15：我国BIPV市场容量将加速扩张



来源：国金证券研究所

- 从供给角度看，目前从事光伏产业的企业主要有两类，一类是光伏电池组件生产商，另一类是已进入光电幕墙领域的传统建筑幕墙工程服务商。
- 光伏建筑组件类企业产能基本集中在外资企业与国内少数企业当中。国内主要参与企业包括金刚玻璃、无锡尚德电力、保定天威英利、兴业太阳能、林洋新能源等企业。

图表16：我国光伏建筑组件类企业产品优缺点比较

厂商	产品	优点	缺点
金刚玻璃	双玻璃光伏建筑组件 (PVB)	既能用于太阳能光伏发电，又能用于建筑安全防护，抗冲击性强，耐老化，有一定透光性	正品率比普通光伏建筑组件略低
Ertex Solar (奥地利)			
无锡尚德	双玻璃光伏建筑组件 (EVA)	能与对安全要求不高的建筑物结合使用，有一定透光性	安全防护性和抗老化性一般，不能作为建筑防护结构
天合光能			
Schott (德国)	非晶硅光伏建筑组件	生产效率高，有一定透光性	安全防护性和抗老化性一般，不能作为建筑防护结构
无锡尚德	普通光伏建筑组件	生产效率较高	无安全防护功能，难以用于建筑一体化，透光性一般
英利绿色能源			
天合光能			
SolarWorld (德)			
林洋新能源			

来源：招股书、国金证券研究所

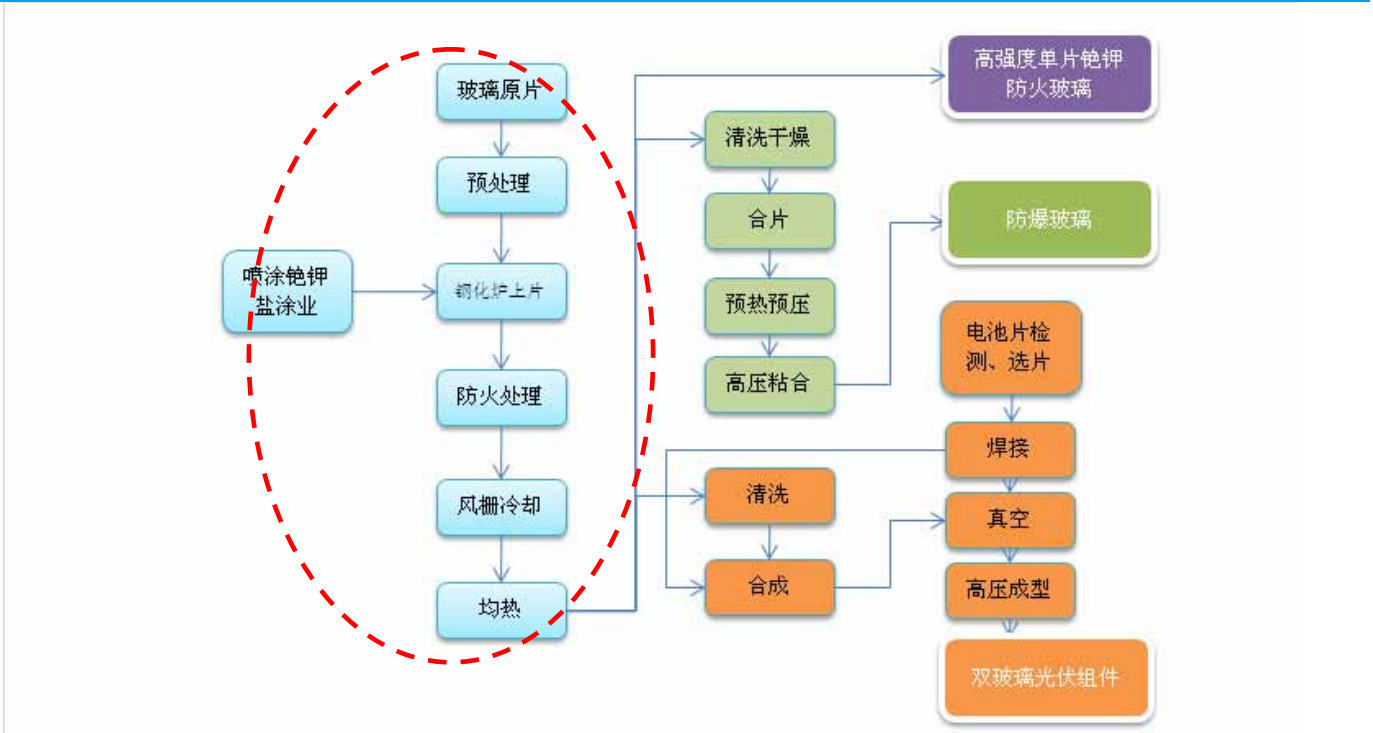
公司核心竞争优势在哪里？

绝对的技术优势：性能领先、难以模仿、可移植性强

- 一定程度上讲，公司在玻璃深加工工艺上的突出优势是其发展壮大的基石。2002年，公司在“高强度单片铯钾防火玻璃加工技术”上取得的技术突破为其后续产品研发及推广创造了有利技术条件。
- 什么是高强度单片铯钾防火玻璃？采用物理和化学综合增强技术，即将含钾离子、铯离子的盐涂液在钢化过程中喷射到玻璃表面，使玻璃获得很高的表面预压缩应力，能够抵御玻璃受热时所产生的热应力，从而具有防火的功能。
- 公司防火玻璃具有性能、价格两方面的明显优势：

- 性能上，公司核心产品高强度单片铯钾防火玻璃为国家重点新产品，公司 6 毫米高强度单片铯钾防火玻璃的耐火极限达到 180 分钟，远远超过国家标准最高级别 90 分钟的规定；
- 价格上，公司高强度单片铯钾防火玻璃的耐火极限达到 180 分钟，价格却不到日本防火等级为 120 分钟的防火玻璃的一半，性价比优势明显。
- 公司防爆玻璃性能一流：公司是国内唯一通过国家公安部认证产品，产品性能指标超过美国军方标准。

图表17：公司主营产品生产工艺均建立在“高强度单片铯钾基片”的核心技术之上



来源：国金证券研究所

图表18：防火玻璃技术优势明显

防火玻璃品种		技术特点
单片防火玻璃	高强度单片铯钾防火玻璃	目前国内公认的最先进、最成熟的单片防火玻璃技术。
	硼硅酸盐防火玻璃	玻璃软化点较高，热膨胀系数低，在强火焰下不会因高温而炸裂，耐火性能优越；但生产加单片工难度较大。
复合防火玻璃		阻燃性能好、隔热性能较强，但高温时发生吸热分解反应，透明度较低；不能直接用于外墙，难于深加工，长期使用易起泡、发黄甚至失透。

来源：招股书、国金证券研究所

图表19：公司防火玻璃关键耐火性能处于市场领先水平

厂商	产品	优点	缺点
金刚玻璃	高强度单片铯钾防火玻璃	防火性能优越，透光性好，耐老化，可深加工，强度高	隔热性一般
上海绿苑	单片防火玻璃	透光性好，耐老化，可深加工	隔热性、防火性及强度一般
德国肖特公司	硼硅酸盐单片防火玻璃	防火性能优越，透光性好，耐老化	隔热性及强度一般、价格较高
法国圣戈班	单片防火玻璃	防火性能优越	隔热性及强度一般、价格较高
北京格林京丰	复合防火玻璃	防火性能优越，隔热性好	不能直接用于外墙，难于深加工，长期紫外线照射下可能会发黄、失透
英国皮尔金顿			
比利时格拉威宝			

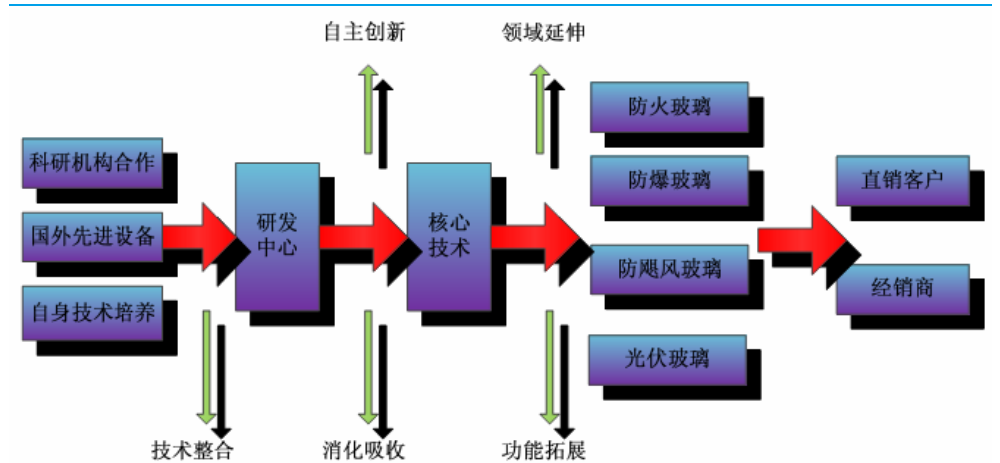
图表20：公司防爆玻璃技术优势明显

防爆玻璃品种		技术特点
国内产品	公司防爆玻璃	在炸弹袭击或意外爆炸发生时，冲击荷载受到高强度单片铯钾防火玻璃的阻挡、高分子聚合物材料的吸收和缓冲以及防炸弹玻璃框架系统受冲击时自动向后压缩缓冲，冲击荷载将不能穿透防爆玻璃，防爆炸性能达到国际先进水平，超出美国军方标准。
国外产品	普通玻璃加贴防爆膜结合而成的防爆玻璃	具有一定防爆炸能力，但防护能力较低，一般只能用于安全防护等级要求低的场所。
	聚碳酸酯(PC板)和普通玻璃相结合而成的防爆玻璃	比采用普通玻璃加贴防爆膜类产品的在安全防护能力略高，但产品厚度较大、透光率低，安装不方便。

来源：招股书、国金证券研究所

- 该技术的可移植性好，基于高强度单片铯钾玻璃研发出的产品可实现优越的防火、防爆、耐老化性能，进而体现为各细分市场的竞争优势。

图表21：公司基于核心技术的应用拓展能力



来源：招股书、国金证券研究所

- 公司的核心技术优势短期看被竞争对手模仿的风险不大：
 - 1，买不到：目前世界范围内并没有专业生产并销售防火玻璃生产线的大型企业，大型防火玻璃生产企业所拥有的生产线都不公开销售；
 - 2，难超越：公司核心生产工艺的设计、加工等流程均自行完成，采用独特物理、化学处理方法，被大规模工业化复制的可能性很小，且公司真正参与其中的关键技术人员非常少，该技术短期内被超越的可能性很小。

品牌溢价优势：继续享受高端安防玻璃市场一家独大的垄断利润

- 公司凭借强大技术实力及品牌营销活动所建立起来的品牌优势是公司的另一大优势。

图表22：公司防火玻璃应用于国家体育场(红色防火玻璃部分)



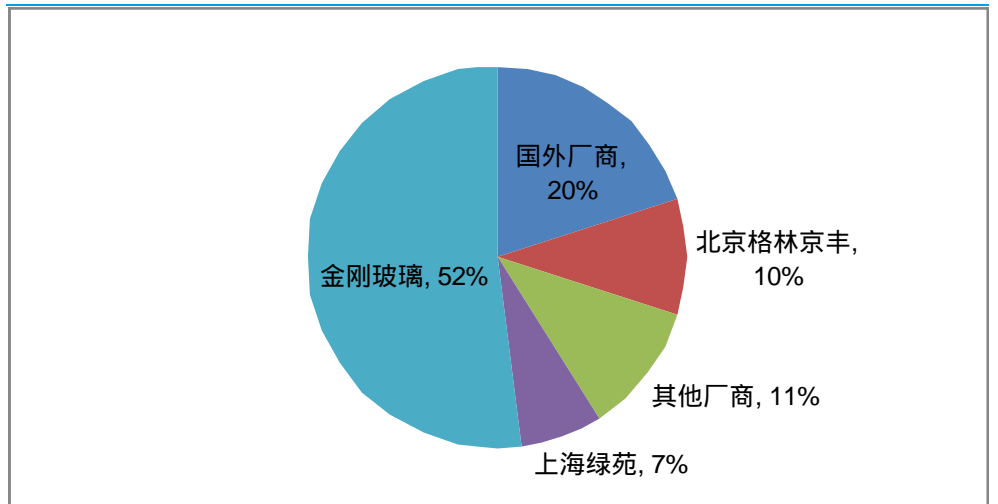
来源：招股书、国金证券研究所

图表23：公司双玻璃光伏建筑组件应用于德国柏林火车站



- 一半以上的高端市场占有率说明了公司的绝对龙头地位：公司高强度单片铯钾防火玻璃以占国内高端防火玻璃市场 50%以上的份额。

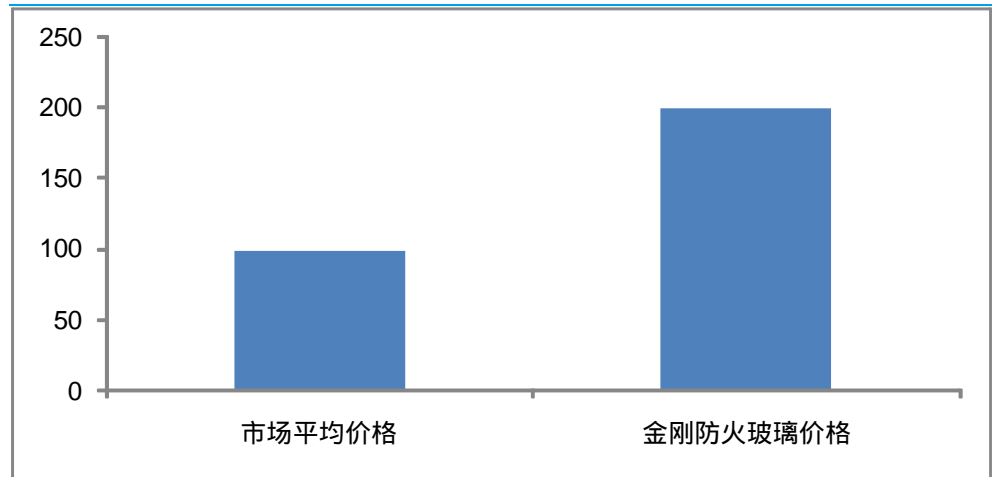
图表24：公司占据 50%以上高端防火玻璃市场份额



来源：招股书、国金证券研究所

- 根据我们调研了解，公司在市场上的普通防火玻璃售价比普通产品高出一倍以上，且具有较强的产品议价能力，我们认为这当中除了产品本身的优势之外，品牌价值也是其中的一条关键因素。

图表25：公司防火玻璃产品具有明显的品牌溢价优势（元/平方米）



来源：国金证券研究所

- 考虑到公司在安防玻璃领域的核心技术短期内被竞争对手超越的风险很小，而半年左右的新品研发周期又将对公司的技术领先地位构成有效支撑，我们认为公司未来仍将继续享受高端安防玻璃市场一家独大的垄断利润。

募投项目情况

- 公司本次募集资金将用于“高强度单片铯钾防火玻璃生产线技术改造项目”和“4兆瓦太阳能光伏建筑一体化组件生产线项目”。
 - 第一个项目有助于进一步巩固公司的核心技术优势；
 - 第二个项目基于良好市场发展前景及光伏建筑一体化组件的替代特性，同样值得看好。

图表26：募投项目说明

募投项目	募投资金	现有产能	募投新增产能	第一年投产	第二年投产
高强度单片铯钾防火玻璃生产线项目	8500万元	80万平米	60万平米	50%	100%
4兆瓦BIPV生产线项目	6515万元	1MW	4MW	75%	100%

来源：国金证券研究所

盈利预测与说明

- 根据公司分产品定价策略及上游原材料预期变动趋势，我们假定2010~2012年公司毛利率分别为36.7%、37.5%、36.5%；
- 我们假设2010~2012年公司营业费用率分别为6.5%、6.5%、6.5%；管理费用率为7.0%、7.0%、7.0%；
- 未来按照14.5%的税率征收所得税；
- 基于以上假设，我们得出：

- 2010~2012 年，公司实现营业收入分别为 3.44、4.48、6.05 亿元，同比增长 34.8%、30.2%、35.1%；
- 我们预测 2010~2012 年，公司归属母公司净利润分别为 0.62、0.86、1.10 亿元，同比增长 47.8%、39.0%、28.2%。按照发行 3000 万股本，即按照总股本 1.2 亿股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 0.515 元、0.716 元、0.917 元。

股票估值与定价

- 参照目前创业板股估值水平，并考虑到公司目前行业龙头地位及未来发展趋势，我们给予公司 2010 年 35~40 倍 PE，对应公司的合理估值区间为 18.02~20.60 元/股。

风险提示

- 由于公司产品主要应用于大型公共建筑设施，其与政府投资保持密切关联，未来政府投资力度的可能下滑将对公司产品需求带来一定影响；
- 公司所处安防玻璃及光伏玻璃产业受相关行业标准等政策性因素作用明显，未来新标准编制及修订过程及颁布时间上的不确定性是公司发展所要面临的另一风险因素。

本次财政部取消出口退税基本未涉及公司出口产品

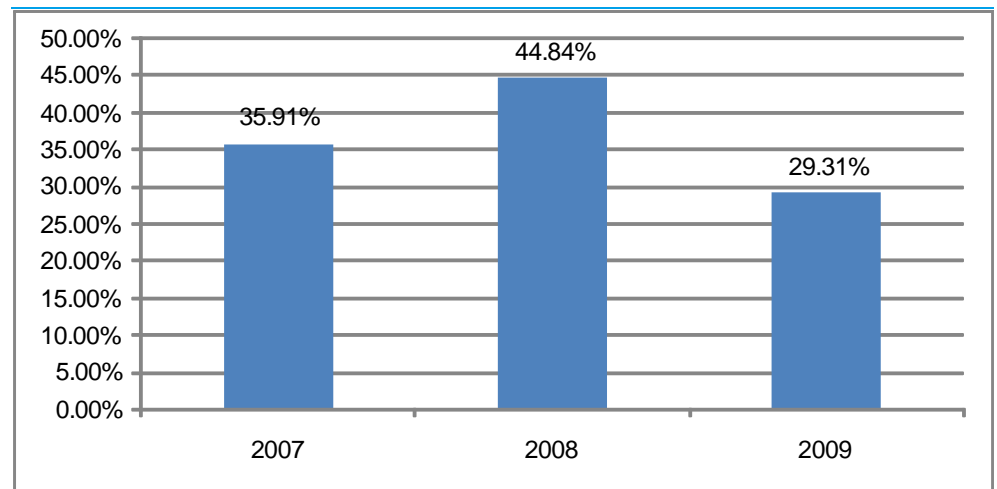
- 公司产品约 3 成出口，历史上看，受出口退税政策的影响比较大。国家税务总局发布的 2008 年最新玻璃产品出口退税率，大大促进了国内玻璃深加工产品的出口，也对公司出口业务带来正面影响。

图表27：公司出口产品的出口退税率变化

项目	2006. 1. 1- 2007. 6. 30	2007. 7. 1- 2008. 10. 31	2008. 11. 1- 2009. 5. 31	2009. 6. 1 至今
出口退税率	13%	5%	11%	13%

来源：招股书、国金证券研究所

图表28：近 3 年公司外销收入占当期营业收入的比例



来源：招股书、国金证券研究所

图表29：公司净利润对出口退税率变动的敏感性分析

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
出口退税率下调 1%对净利润影响金额（万元）	-74.83	-86.54	-62.61
出口退税率下调 1%对净利润影响幅度（%）	-1.79	-2.34	-2.62

来源：招股书、国金证券研究所

- 6月22日，财政部发布《关于取消部分商品出口退税的通知》，其中规定取消玻璃出口退税的品种主要集中在原片玻璃范围，而公司出口产品属于玻璃深加工制品，并不在本次取消出口退税的玻璃产品范围之内。

图表30：本次财政部取消出口退税的商品清单

商品编码	商品名称
7001000010	废碎玻璃
7001000090	玻璃块料
7002100000	未加工的玻璃球〔品目7018的微型玻璃球除外〕
7002209000	其他未加工的玻璃棒
7002319000	熔凝石英或熔凝硅石制其他玻璃管
7003120000	铸、轧制着色的非夹丝玻璃板、片〔不透明，镶色或有吸收反射或非反射层的，未经其他加工〕
7003190090	铸、轧制的其他非夹丝玻璃板、片〔未着色，透明及不具吸收层的，未经其他加工〕
7003200000	铸、轧制的夹丝玻璃板、片〔未经其他加工〕
7003300000	铸、轧制的玻璃型材及异型材〔未经其他加工〕
7004200000	拉、吹制的着色玻璃板、片〔不透明，镶色或有吸收反射或非反射层的，未经其他加工〕
7004900001	光学平板玻璃，厚度0.7mm以下〔未着色，透明及不具吸收层的，未经其他加工〕
7004900090	拉、吹制的其他玻璃板、片〔未着色，透明及不具吸收层的，未经其他加工〕
7005100000	有吸收层非夹丝浮法或抛光玻璃板〔包括有反射或非反射层的玻璃板、片〕
7005210000	其他着色非夹丝浮法玻璃板、片〔整块着色，不透明，镶色或仅表面研磨的〕
7005290001	浮法玻璃〔气泡，杂质的大小 30微米〕
7005290090	其他非夹丝浮法玻璃板、片
7005300000	夹丝浮法玻璃板、片〔包括表面研磨或抛光的，不论是否有吸收或反射层〕
7011100000	电灯用未封口玻璃外壳及玻璃零件〔未装有配件〕
7011909000	其他类似品用未封口玻璃外壳零件〔未装有配件〕
7015901000	钟表玻璃〔未经光学加工的〕
7015909000	品目7015的其他未经光学加工玻璃
7020001200	绝缘子用玻璃伞盘
7020001990	其他工业用玻璃制品
7020009901	石英玻璃，平整度小于等于1微米
7020009990	其他非工业用玻璃制品

来源：招股书、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	174	193	255	344	448	605
增长率		10.7%	32.3%	34.8%	30.2%	35.1%
主营业务成本	-112	-118	-168	-218	-280	-384
% 销售收入	64.1%	61.0%	65.9%	63.3%	62.5%	63.5%
毛利	63	75	87	126	168	221
% 销售收入	35.9%	39.0%	34.1%	36.7%	37.5%	36.5%
营业税金及附加	-1	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-8	-13	-17	-22	-29	-39
% 销售收入	4.5%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-14	-15	-18	-24	-31	-42
% 销售收入	8.1%	7.6%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	39	47	53	80	107	139
% 销售收入	22.5%	24.6%	20.7%	23.2%	24.0%	23.0%
财务费用	-13	-8	-5	-8	-8	-11
% 销售收入	7.4%	4.1%	2.1%	2.2%	1.7%	1.8%
资产减值损失	0	-1	1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26	38	49	71	99	128
营业利润率	15.0%	19.7%	19.1%	20.7%	22.2%	21.1%
营业外收支	3	5	0	1	1	1
税前利润	30	43	49	72	100	129
利润率	17.0%	22.4%	19.2%	21.0%	22.4%	21.3%
所得税	-6	-6	-7	-10	-15	-19
所得税率	19.1%	14.3%	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	24	37	42	62	86	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	24	37	42	62	86	110
净利率	13.7%	19.2%	16.4%	18.0%	19.2%	18.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	62	86	110
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	20	29	36
非经营收益	0	0	0	10	19	22
营运资金变动	0	0	0	-46	-39	-60
经营活动现金净流	0	0	0	46	95	107
资本开支	-33	-15	-72	-212	-128	-59
投资	0	-10	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-33	-25	-72	-213	-128	-59
股权募资	0	83	0	530	-31	0
债权募资	-3	-64	33	128	134	-25
其他	-25	-9	-14	-11	-20	-23
筹资活动现金净流	-28	10	19	647	83	-48
现金净流量	-61	-15	-53	479	50	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	17	33	71	550	600	600
应收款项	88	84	80	110	143	193
存货	13	32	23	36	46	63
其他流动资产	20	11	16	24	30	40
流动资产	138	160	190	719	819	897
% 总资产	47.0%	47.5%	45.2%	62.9%	61.0%	62.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	150	171	224	408	502	521
% 总资产	51.0%	50.7%	53.4%	35.7%	37.4%	36.0%
无形资产	5	5	4	13	20	26
非流动资产	156	177	230	424	524	549
% 总资产	53.0%	52.5%	54.8%	37.1%	39.0%	38.0%
资产总计	293	337	420	1,144	1,343	1,446
短期借款	82	66	69	199	333	306
应付款项	21	16	29	32	41	57
其他流动负债	8	3	4	6	8	10
流动负债	111	84	102	237	382	373
长期贷款	50	0	30	30	30	31
其他长期负债	0	1	3	0	0	0
负债	161	85	135	267	412	404
普通股股东权益	132	252	285	877	932	1,042
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	293	337	420	1,144	1,343	1,446

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.443	0.411	0.465	0.515	0.716	0.917
每股净资产	2.450	2.801	3.166	7.304	7.764	8.681
每股经营现金净流	1.422	0.344	1.003	0.379	0.788	0.896
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.08%	14.66%	14.67%	7.05%	9.22%	10.57%
总资产收益率	8.15%	10.97%	9.96%	5.40%	6.39%	7.61%
投入资本收益率	12.03%	12.77%	11.71%	6.18%	7.09%	8.61%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	10.68%	32.25%	34.77%	30.16%	35.12%
EBIT增长率	N/A	20.71%	11.17%	51.49%	34.39%	29.35%
净利润增长率	N/A	54.58%	13.08%	47.80%	38.96%	28.20%
总资产增长率	N/A	14.84%	24.60%	172.31%	17.47%	7.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.7	130.2	96.5	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	21.4	70.6	60.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	26.7	45.0	39.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	273.5	277.7	243.3	321.5	307.4	238.8
偿债能力						
净负债/股东权益	86.64%	12.85%	9.98%	-36.61%	-25.46%	-25.21%
EBIT利息保障倍数	3.0	6.0	9.8	10.4	14.0	13.0
资产负债率	54.92%	25.20%	32.15%	23.35%	30.65%	27.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室