

金刚玻璃 300093.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

未来看需求升级和政策推动

——金刚玻璃投资分析报告

投资要点:

公司主要从事特种玻璃产品的研发、生产和销售，主营产品主要分为安防玻璃和光伏建筑组件两大类，是我国从事高科技特种玻璃产品的国家火炬计划重点高新技术企业。公司近几年业务发展速度较快，2007 年主营业务收入为 13287.88 万元，2009 年主营业务收入增至 24295.99 万元，年复合增长率为 35.22%。

玻璃深加工行业整体同发达国家存在差距，2008 年我国玻璃深加工率不足 25%，玻璃加工增值率约为 3 倍，而发达国家玻璃深加工率普遍在 65%-85%，增值率为 5 倍以上，未来发展空间巨大。

我们认为，未来安防玻璃产业的需求驱动主要来自于消费升级所带来的需求提升以及政策推动所带来的强制性需求的提升：1、我国建筑防火安全要求的提高增加了防火玻璃的市场需求；2、防灾和反恐需求的提升带动防爆玻璃的市场需求；3、国家安防标准修订的影响——来自政策型规定的强制推动。而光伏建筑行业也将深刻受益建筑节能和国家扶持政策，根据研究机构 NanoMarket 预测，2010 年全球 BIPV 市场销售额将达到 8 亿美元，2013 年将超过 40 亿美元，而到 2015 年将超过 80 亿美元。

公司目前在防火玻璃市场竞争中处于领军地位，为国内防火玻璃行业中唯一拥有先进耐火性能检测设备和耐热钢型材生产线的企业。公司高强度单片铯钾防火玻璃占国内高端防火玻璃市场 50% 以上的份额。在国内防爆玻璃生产中，本公司是国内唯一通过公安部认证的企业。公司相对于行业同类企业的竞争优势体现：突出的研发能力和技术创新能力；工艺技术优势；自主品牌和营销渠道优势；国际市场竞争优势。

公司募集资金将主要用于三大项目：1、高强度单片铯钾防火玻璃生产线技术改造项目；4 兆瓦太阳能光伏建筑一体化组件生产线项目；其他与主营业务相关的营运资金。

公司 2010 年、2011 年每股收益约为 0.45 元、0.61 元。根据比较，我们认为给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 15.75 元 - 18.00 元。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	193.01	255.26	319.43	424.04
收入同比	10.68%	32.25%	25.14%	32.75%
净利润(百万元)	36.97	41.81	54.06	73.26
净利同比	54.55%	13.09%	29.29%	35.52%
EPS(元)	0.30	0.35	0.45	0.61
EPS 同比	50.53%	16.67%	28.57%	35.56%
PE(倍)	-	-	-	-

注：每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源：公司公告

建筑建材

评级：无评级
合理价格区间：15.75-18.00
上市首日价格预测：21.60-25.20

发行价格：--
2010.6.28

基础数据

总市值(百万元)
发行后总股本/发行规模(百万股) 120/90
资产负债率(%) 33.85
净资产收益率(%) 15.44
每股净资产(元) 3.17

解文杰 行业研究员
执业证书编号 S0820208110015
电话 021-32229888*3506
邮箱 xiewenjie@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

一、公司概况

1.1、公司基本情况

公司主要从事特种玻璃产品的研发、生产和销售，为我国从事高科技特种玻璃产品的国家火炬计划重点高新技术企业。公司主营产品主要分为安防玻璃和光伏建筑组件两大类，主要应用于大型公共建筑设施，部分产品应用于特种车辆、船舶、轨道交通行业。公司近几年业务发展速度较快，2007年主营业务收入为13287.88万元，2009年主营业务收入增至24295.99万元，年复合增长率为35.22%。

图 1：安防玻璃营业收入趋势图

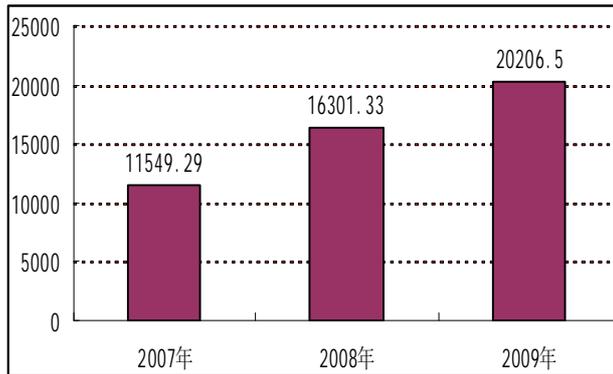
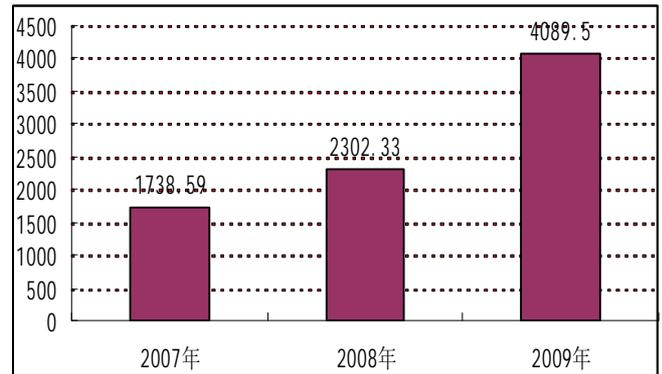


图 2：光伏建筑组件营业收入趋势图



资料来源：公司招股意向书

1.2、行业及公司经营模式

玻璃深加工行业提供的产品主要服务于特定对象或用于特定用途，产品通常按照客户需求进行设计和制造，通常具有一定个性化和非常规性。因此，本行业普遍采用订单方式生产，而在产品销售方面，采用直销为主、分销为辅的销售模式。公司直销网络以全国各大中城市办事处为销售中心，实施人员本土化，降低销售成本，随着公司业务的进一步拓展，公司将结合各经销商的综合实力和公司产品的销售分布情况，综合考虑选择优质经销商，利用经销商开展分销业务。另外，公司与国内各主要玻璃建材供应商保持良好合作关系，通过其拓宽产品市场，公司向供应商提供的产品均使用本公司的注册商标。

1.3、公司股权结构图

公司本次拟向社会公众发行 3000 万股普通股，发行前后公司股本结构如下表所示：

表 1：公司本次发行前后股本变化

股东	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
金刚实业	3229.00	35.88	3229.00	26.91
龙铂投资	2017.00	22.41	2017.00	16.81

天堂硅谷	1750.00	19.45	1750.00	14.59
南玻集团	767.00	8.52	767.00	6.39
保腾创投	425.00	4.72	425.00	3.54
汇众工贸	425.00	4.72	425.00	3.54
南玻香港	233.00	2.59	233.00	1.94
海富通创投	100.00	1.11	100.00	0.83
凯瑞投资	54.00	0.60	54.00	0.45
本次拟发行流通股	——	——	3000.00	25.00
合计	9000.00	100.00	12000.00	100.00

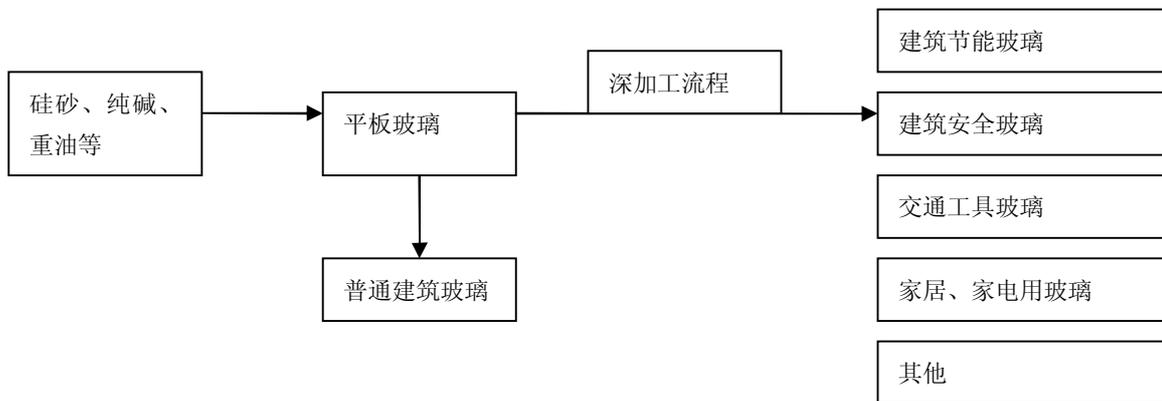
资料来源：公司招股意向书

二、行业及公司分析

2.1、玻璃深加工行业：整体同发达国家存在差距，未来发展空间巨大

玻璃深加工是指以平板玻璃原片为基材，采用物理方法、化学方法及其组合等现代科学技术对玻璃进行再加工，使其制成具有新的结构、功能或形态的玻璃产品。通过深加工这一过程，可以赋予普通玻璃各种新的功能，提高玻璃产品的技术含量和附加值，从而扩大玻璃材料的应用领域。

图 3：玻璃产业构成图



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

2008 年我国主要玻璃深加工产品产量为：钢化玻璃 18000 万平方米，夹层玻璃产品超过 4000 万平方米，中空玻璃 15000 万平方米，各种镀膜玻璃超过 8000 万平方米，但是 2008 年我国玻璃深加工率不足 25%，玻璃加工增值率约为 3 倍，而发达国家玻璃深加工率普遍在 65%-85%，增值率为 5 倍以上。

玻璃深加工行业种类繁多，这里我们主要讨论跟公司主要产品相关的安防玻璃产业。

2.2、安防玻璃：消费升级和政策推动带来的需求提升

我们认为，未来安防玻璃产业的需求驱动主要来自消费升级所带来的需求提升以及政策推动所带来的强制性需求的提升。

1、我国建筑防火安全要求的提高增加了防火玻璃的市场需求

随着我国社会经济的发展和城市化进程的加快，大型公共设施建筑如市政办公设施、火车站、地铁、体育馆、机场、高档写字楼等不断涌现，中国高层建筑及摩天大厦大量兴建，这些大型公共设施和高层建筑的防火安全问题日益突出。2009年以来，央视配楼、中国科技馆新馆、南京中环国际大楼等高级地标性建筑先后发生火宅，造成重大人员伤亡、财产损失和重大社会影响，我国建筑幕墙、高层建筑防火设计理念日益深入，防火规范的执行力度也将不断加大，我国消防产业的发展将进入一个快速成长阶段，预计今后5-10年我国防火玻璃产品的市场需求将呈现迅猛上升趋势。

2、防灾和反恐需求的提升带动防爆玻璃的市场需求

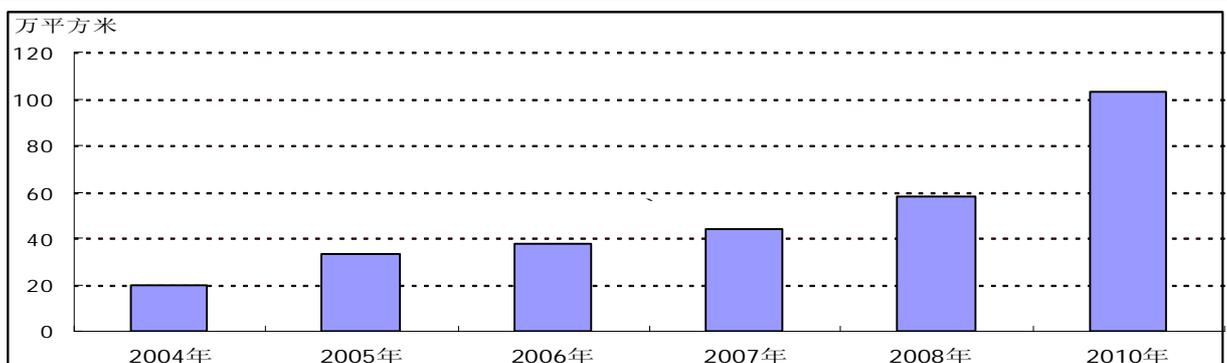
近年来随着世界范围内恐怖袭击活动的不断发生，建筑安全防护性能日益进入公众的关注视野，必将刺激安防产品在世界范围内的需求。我国政府历来重视反恐问题，将构建和谐社作为重大战略任务，在全国范围内开展平安城市建设，防爆玻璃作为安防领域的高科技新材料，前景良好。另外，由于全球自然环境的污染，飓风、台风等自然灾害发生的次数日益频繁，破坏力日益增大，因此，建筑玻璃的放飓风、防台风性能日益受到公众关注。我国的《防台风玻璃》标准已于2009年3月经专家审定，沿海台风频繁地区相关的法规也在酝酿中，这为我够放飓风玻璃的广泛应用提供了先决条件。

3、国家安防标准修订的影响——来自政策型规定的强制推动

随着防火意识的日益深入，公众对建筑物防火性能的要求日益提高，以及国内重大火灾事件的影响，公安部会同有关部门正在对国家标准《高层民用建筑设计防火规范》GB50045进行修改，更多的建筑物和建筑物重要部位将强制性使用防火玻璃，防火玻璃市场将迎来爆发式增长。

据国内消防部门统计，2004—2008年我国高端防火玻璃市场需求增长迅速，从2004年不足25万平方米发展到2008年50万平方米以上，但是仍远不如发达国家普及，防火玻璃在国内的发展空间仍然巨大。业内人士预测，我国作为全球高层建筑最多的国家之一，随着高层建筑防火标准的逐步推行和消费者防火安全意识的日益深入，2010年我国高端防火玻璃市场需求将突破100万平方米，比2008年翻一番，今后5-10年防火玻璃产品的市场需求将呈现迅猛发展趋势。

图4：中国高端防火玻璃市场需求



资料来源：公司招股意向书

2.3、光伏建筑行业：深刻受益建筑节能和国家扶持政策

能源危机引发了能源革命，太阳能发电作为新兴的绿色环保能源正在迅速兴起。应用太阳能光伏发电，主要以太阳能光伏建筑一体化的形式进行。光伏建筑一体化就是将光伏组件及系统安装在建筑的维护结构外表面或建筑环境集成，通过封装在组件中的太阳能电池提供电力。由于光伏方阵与建筑的结合不占用额外的地面空间，是光伏发电系统在城市中广泛应用的佳安装方式，因而倍受世界各国关注。

随着常规发电成本的上升和人们对环境保护的日益重视，一些国家纷纷实施、推广太阳能屋顶计划，并提出“建筑物产生能源”的新概念，由此推动了光伏发电技术的大规模开发和应用。美国、日本、德国、意大利、印度等许多国家都已建有太阳能屋顶或外墙建筑。同时，包括我国在内的多国政府相继出台有关太阳能光伏产业的扶持政策，支持本国太阳能光伏产业的发展。研究机构 NanoMarket 预测，2010 年全球 BIPV 市场销售额将达到 8 亿美元，2013 年将超过 40 亿美元，而到 2015 年将超过 80 亿美元。

2009 年 3 月 23 日，我国财政部和住房和城乡建设部联合发布了《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》和《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，文件提出“综合考虑经济性和社会效益等因素，现阶段在经济发达、产业基础较好的大中城市积极推进太阳能屋顶、光伏幕墙等光电建筑一体化示范工程，并积极为大规模推广创造条件”。2009 年 7 月 16 日，财政部、科技部、国家能源局联合印发了《关于实施金太阳示范工程的通知》，文件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源建设项目，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。

表 2：中央和地方对光伏产业扶持政策

中央	按照发改委编制的《可再生能源中长期发展规划》，在经济较发达、现代化水平较高的大中城市，建设与建筑物一体化的屋顶太阳能并网光伏发电设施，首先在公益性建筑物上应用，然后逐渐推广到其它建筑物，同时在道路、公园、车站等公共设施照明中推广使用光伏电源。“十一五”时期，重点在北京、上海、江苏、广东、山东等地区开展城市建筑屋顶光伏发电试点。到 2010 年，全国将建成总容量 50 兆瓦的屋顶光伏发电项目；到 2020 年，全国将建成总容量 1000 兆瓦的屋顶光伏发电项目。
上海	上海市正在着手制定“10 万屋顶计划”，在世博会期间建设 10 万个太阳能光伏屋顶。其中，世博会场馆中的演艺中心将采用光电幕墙系统等多项环保节能技术。《上海推进新能源高新技术产业化行动方案（2009—2012）》提出上海太阳能产业 2012 年行业总产值要达到 300 亿元的目标。
广州	《广州市新能源和可再生能源发展规划》指出，在城市建筑物和公共设施建设与建筑物一体化的屋顶太阳能并网光伏发电设施，做好太阳能光伏发电技术的战略储备。2012 年，太阳能发电总容量达到 5 兆瓦，到 2020 年达到 10 兆瓦。
深圳	深圳推行光伏技术与建筑一体化，从 2006 到 2010 年，深圳将新建 200 万平方米的太阳能光热示范项目、100 万平方米太阳能光电示范项目。
江苏	按照江苏省可再生能源的发展规划，到 2010 年，江苏将完成万个光伏屋顶计划，光伏并网发电能力达到 50 兆瓦，到 2020 年，光伏并网发电能力将达到 400 兆瓦。

山东	2010 年前，山东省将在沿海城市实施“光伏屋顶计划”，建成 30 兆瓦的光伏发电系统。
----	--

资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

按照近期出台的《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》，有关专家预测政府首批将支持约 100 兆瓦的太阳能光伏建筑一体化示范项目，目前项目的申报工作已经完成。而《关于实施金太阳示范工程的通知》则通过财政补贴、科技支持和市场拉动的方式，计划在 2-3 年内支持 500—640 兆瓦的光伏发电示范项目，预计补贴总额在 110—140 亿元左右。两个示范工程合计约产生 600—740 兆瓦的市场需求，为双玻光伏建筑组件带来广大市场空间。

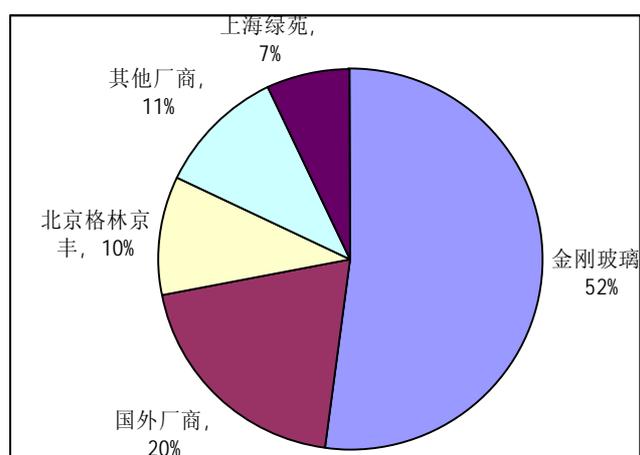
三、公司相对于行业同类企业的竞争优势体现

3.1、主要竞争对手情况

根据中国建筑玻璃与工业玻璃协会统计，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，但这些企业资产规模和技术水平参差不齐，大多数生产厂家规模较小，尽管很多企业也推出了防火玻璃产品，实际并未成熟掌握核心技术，市场竞争主要依靠低价格。因此，国内低端防火玻璃产品的竞争较激烈，而技术含量较高、质量良好的高端防火和防爆玻璃市场主要掌握在一些具备自主知识产权和核心竞争力的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进行市场竞争，其完成的产值约占安防玻璃行业总产值的 50% 以上。

公司目前在国内防火玻璃市场竞争中处于领军地位，公司为国内防火玻璃行业中唯一拥有先进耐火性能检测设备和耐热钢型材生产线的企业。主要竞争对手为英国皮尔金顿、比利时格拉威宝、法国圣戈班以及日本板硝子等跨国企业在国内的合资公司。公司高强度单片铯钾防火玻璃占国内高端防火玻璃市场 50% 以上的份额。在国内防爆玻璃生产中，本公司是国内唯一通过公安部认证的企业。

图 5：2008 年中国高端防火玻璃市场占有率



资料来源：公司招股意向书

公司是国内唯一获得德国莱茵技术认证中心颁发的PVB封装双玻璃光伏建筑组件产品认证证书的企业，公司有效的解决了以往光伏产品使用EVA膜由于安全性能差而不能应用在建筑采光顶、幕墙、遮阳棚等建筑部位的问题，公司的双玻璃光伏建筑组件是国内首创的新型光伏建筑产品。在国内，公司的主要竞争对手为无锡尚德、林洋新能源等企业。

3.2、主要竞争优势

3.2.1、突出的研发能力和技术创新能力

公司技术研发中心和研究所，汇集了一批玻璃深加工行业的研究人员，专业从事玻璃深加工技术的研究和开发，并与国内外著名大学和研究机构建立了密切的技术合作关系。通过产学研一体化的发展模式和研发激励机制，有力保证了本公司的技术创新和持续开发能力。目前本公司拥有83项具有自主知识产权的专利技术和7项非专利技术，其中高强度单片铯钾防火玻璃加工技术、高强度单片低辐射镀膜防火玻璃加工技术、防爆玻璃及系统加工技术等均是自主研发获得，达到国际先进水平，被列为国家重点新产品。

3.2.2、工艺技术优势

公司将传统陶瓷文化与现代工艺技术相结合，在工艺技术等方面不断创新，从而降低生产成本，提高产品科技含量。公司是国家高新技术企业，拥有占地6000多平方米的“广东省陶瓷装饰材料工程技术研究中心”和“省级企业技术中心”。公司善于将新技术新设备引入到艺术陶瓷领域，例如公司在陶瓷行业最早订制“精雕CNC数控雕刻机”，使得模具从设计到成型制作均能实现信息化和机械化，缩短产品的设计周期、有效降低成本。而针对原材料占陶瓷生产成本比例较高的问题，公司自主研发的废瓷回收再生利用技术，可稳定公司和外协配套厂家的瓷泥供应，有利于生产成本节约和资源循环利用。

3.2.3、自主品牌和营销渠道优势

公司致力于创建民族艺术陶瓷领军品牌，并不断加强营销渠道的建设，在自主品牌和营销渠道方面具备明显优势：1、公司目前已拥有覆盖68个国家和地区的400多个客户，其中业务往来较频繁的客户达120多个，并与国外多个知名经销商如美国的LOWE'S、ROSS、HOBBY LOBBY等建立了长期稳定的供销合作关系。同时，公司已在广州设立长城世家直营店，并着手筹建深圳长城世家旗舰店等国内直营渠道。2、公司产品在国内外市场具有较高的市场知名度和良好口碑。报告期内，公司自主品牌的产品销售占比平均约为60%。

3.2.4、国际市场竞争优势

公司高强度单片铯钾防火玻璃以其优越的耐火性能通过了日本、英国、韩国、新加坡等多个国家的严格检测，防爆玻璃通过了美国权威测试，安防玻璃、中空玻璃获得美国及欧盟认证，产品性能质量达到世界先进水平。公司产品在港澳地区畅销多年，在业内享有较高知名度，并逐步向东南亚、日韩、中东、欧美等市场延伸。

四、募集资金投向项目

本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表3：公司发行募集资金投入项目

单位：万元

项目名称	募集资金投入额（万元）	批准或备案情况
高强度单片铯钾防火玻璃生产线技术	8500.00	经广东省经济贸易委员会批准，文号为粤经贸技改

改造项目		(2009) 731 号
4 兆瓦太阳能光伏建筑一体化组件生产线项目	6515.00	经汕头市发展和改革局核准, 文号为汕市发改(2009) 303 号
其他与主营业务相关的营运资金	—	—

资料来源: 公司招股意向书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响: 1、公司目前拥有 1 条高强度单片铯钾防火玻璃生产线, 1 条高强度单片低辐射镀膜生产线 (该线同时具备生产高强度单片铯钾防火玻璃能力) 和 2 条玻璃热增强生产线。本项目拟对高强度单片铯钾防火玻璃生产线 (1 条) 及玻璃热增强生产线 (2 条) 进行技术改造。改造后的 3 条生产线均具有加工高强度单片铯钾防火玻璃和高强度单片铯钾低辐射镀膜防火玻璃的能力, 其产品亦可作为光伏建筑一体化组件、防爆玻璃、防飓风 (台风) 玻璃的基片使用。2、4 兆瓦太阳能光伏建筑一体化组件生产线项目建成投产后第一年可达设计生产能力的 75%, 第二年达到设计生产能力。项目的实施将有效提升公司的光伏建筑一体化方面的竞争能力。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 4: 金刚玻璃盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	174.38	193.01	255.26	319.43	424.04
减: 营业成本	111.82	117.73	168.20	211.27	280.46
营业税金及附加	1.21	0.00	0.00	0.00	0.01
营业费用	7.89	13.19	16.61	20.78	27.59
管理费用	14.16	14.65	17.71	22.17	29.43
财务费用	12.97	7.88	5.39	1.60	0.37
资产减值损失	0.14	1.44	-1.39	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.19	38.11	48.74	63.60	86.19
加: 其他非经营损益	3.38	5.03	0.25	0.00	0.00
利润总额	29.57	43.14	49.00	63.60	86.19
减: 所得税	5.65	6.17	7.19	9.54	12.93
净利润	23.92	36.97	41.81	54.06	73.26
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	23.92	36.97	41.81	54.06	73.26

资料来源: 爱建证券研究总部

5.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.35 元、0.45 元、0.61 元。按照公司 09 年、10 年的业绩以及中小板上市公司的市盈率水平情况，基于公司未来的盈利增长情况及相对谨慎的态度，我们给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司级市场上的合理价格大概为 15.75 元 - 18.00 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。