

# 金刚玻璃(300093.SZ)

## 产能高增长，业绩待释放

黄立图 建筑材料 分析师  
 电话: 020-87555888-832  
 eMail: hlt2@gf.com.cn  
 SAC执业证书编号: S0260210090009

### 盈利预测与估值评级

我们预计公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 0.43、0.98、1.43。考虑到公司的高成长性，同时具备新能源、高科技等多个热门概念，给予公司 40 倍市盈率，对应 2011 年 39.20 元股价，给予买入评级。

### 关键假设

(1) 产能逐步释放。A、安防玻璃。假定 2010、2011、2012 年产能利用率分别为 86%、82%、85%，产销率分别为 94.00%、94.50%、94.00%。B、光伏组件。假定 2010、2011、2012、2013 年公司光伏组件产能约为 1 万、5 万、9 万、13 万平米。如果按照产能利用率分别为 110%、90%、78%、75%，对应产量为 1.1 万、4.5 万、7.0 万平米。C、太阳能电池片。假定 2011、2012、2013 年产能利用率为 70%、80%、90%，10%产品自用，90%能够及时外销。(2) 公司在安防玻璃系统具有较强的市场话语权，价格可以保持相对平稳。(3) 假定公司继续享受高新技术企业所得税优惠政策。

### 有别于大众的认识

充分认可并看好公司在安防玻璃上的竞争优势。  
 认真分解分析了公司各条生产线产能释放情况、产销情况、价格变化等对公司业绩的影响。

### 风险提示

- 1、公司产能大规模增长的同时，营销压力陡增，订单情况值得谨慎评估。
- 2、公司生产过程中原材料成本占比较大，浮法玻璃价格变化影响较大。
- 3、竞争对手突破安防玻璃技术壁垒后或引发降价，晶硅电池片价格波动大。

### 预测及评估

|             | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E   | 2012E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 193.01 | 255.26 | 295.49 | 753.72  | 1057.60 |
| 增长率(%)      | 10.68% | 32.25% | 15.76% | 155.07% | 40.32%  |
| EBITDA(百万元) | 66.61  | 72.60  | 74.66  | 164.80  | 230.01  |
| 净利润(百万元)    | 36.97  | 41.81  | 43.23  | 117.31  | 171.09  |
| 增长率(%)      | 54.58% | 13.08% | 3.41%  | 171.35% | 45.84%  |
| 每股收益(元)     | 0.411  | 0.465  | 0.430  | 0.978   | 1.426   |
| 市盈率         | 0.00   | 0.00   | 84.38  | 31.10   | 21.32   |
| 市净率         | 0.00   | 0.00   | 4.64   | 4.04    | 3.39    |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00   | 43.49  | 20.29   | 14.39   |

数据来源: 广东金刚玻璃科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 31.34 |
| 目标价格(元) | 39.20 |
| 前次评级    | 买入    |

### 股价走势



| 市场表现  | 1个月    | 3个月    | 12个月   |
|-------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅  | 11.17% | 26.83% | 41.68% |
| 沪深300 | 6.28%  | 3.32%  | 0.33%  |

### 股票数据

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 120.00/30.00 |
| 主要股东:           |              |
| 汕头市金刚玻璃实业有限公司   |              |
| 主要股东持股比例        | 26.91%       |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 14.67% |
| ROA      | 14.37% |
| 资产负债率    | 32.15% |
| 每股净资产(元) | 3.17   |

2009 年报数据

## 安防玻璃仍是公司业绩主业

### 安防玻璃技术领先

我们在2010年12月发布的报告《坚定看好安防业务，光伏产品谨慎乐观》中曾经对防火玻璃的几条技术路线进行对比，尤其对复合型、单片型（包括铝硅酸盐玻璃、硼硅酸盐防火玻璃、透明微晶防火玻璃等）的优缺点和应用领域进行了分析。我们认为公司所采用的单片铯钾置换钠离子技术，具有防火性能优越、美观、能承受等诸多优势，产品质量值得信赖。

表1：防火玻璃性能对比

| 生产厂家    | 产品类型        | 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、强度一般                    |
| 德国肖特    | 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、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、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                   | 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  | 复合防火玻璃      | 防火性能优越、隔热性能好             |                                 |
| 比利时格拉威宝 | 复合防火玻璃      |                          |                                 |

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

### 安防玻璃竞争优势突出

我们对公司的安防玻璃业务非常乐观，公司具备如下优势：

**（1）技术优势：**金刚玻璃采用具有自主知识产权的技术生产的6毫米高强度单片铯钾防火玻璃的耐火极限超过180分钟，远远超过国家标准最高级别90分钟的规定。公司高强度单片铯钾防火技术，解决了普通玻璃外墙防火性能较差的缺点，大大提高了玻璃外墙的安全系数；其强度是普通浮法玻璃的6-12倍，是钢化玻璃的1.5-3倍；与传统的灌浆或夹层防火玻璃相比，具有更高的耐候性；玻璃破损时，呈小颗粒状或钝角状，确保在地震、火灾或受到超强破坏力时不会对人体造成大的伤害。此外，该防火玻璃还具有可加工性能好、高强度等优良性能，可广泛用于室内防火隔断和逃生通道玻璃等。

**（2）品牌优势：**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、四川等省市，但这些企业规模和技术水平参差不齐，且主要集中在低端市场。在高端市场中，公司产品性能优越，凭借其出色的防火性、耐热性、高强度、耐候性、安全性以及完善的防火钢框架系统配套能力和优异的品牌形象深受用户青睐，并成功应用于北京鸟巢（国家体育场）、国家会议中心、首都机场三号航站楼、日本蚕茧（Cocoon）、日本东京站八重洲工程、香港地铁站等国内外重大工程项目。

**（3）成本优势：**国内高端防火玻璃市场价格约为200-600元/平方米，而国际市场防火能力在60分钟防火等级的防火玻璃每平方米在1000元人民币以上，防火等级120分钟的优质防火玻璃在日本国内市场价格更是高达2000元/平方米。金刚玻璃生产的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，具有明显的国际市场竞争优势。公司产品主要面向于中高端市场，因此成本优势明显。

**(4) 规模优势：**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。募投项目实施后，每条改造后的高强度单片铯钾防火玻璃生产线年产能达到20万平方米，三条生产线新增年产能总计为60万平方米。部分超募资金用于吴江高强度铯钾防火玻璃生产线建设，预期将于2011年第四季度后逐步投产，将新增安防玻璃120万平方米。

2009年金刚玻璃拥有高强度单片铯钾防火玻璃产能80万平米，产量为68.8万平米，产能利用率达到86%。目前募投项目进展比较顺利，预计2011年安防玻璃产能将达到120-140平米。目前，公司在中高端市场拥有52%的市场占有率，如果超募项目能够顺利开展的话，公司安防玻璃产能将达到240万平米，进一步巩固其在防火玻璃市场的垄断权。

表2：公司安防玻璃生产线情况

| 编号 | 地点 | 产品类型         | 产能规模    | 投产日期     | 备注              |
|----|----|--------------|---------|----------|-----------------|
| 1  | 汕头 | 高强度铯钾防火玻璃    | 120-140 |          | 公司原有生产线         |
| 2  | 汕头 | 高强度低辐射镀膜     | 万平米     | 2010年底   | 公司原有生产线，募投项目技改， |
| 3  | 汕头 | 玻璃热增强生产线     | （产品结    | 2010年底   | 公司原有生产线，募投项目技改  |
| 4  | 汕头 | 玻璃热增强生产线     | 构可调）    | 2010年底   | 公司原有生产线，募投项目技改  |
| 5  | 吴江 | 高强度铯钾防火玻璃    | 66万平米   | 2011年10月 | 超募资金项目          |
| 6  | 吴江 | 高强度低辐射镀膜防火玻璃 | 24万平米   | 2011年10月 | 超募资金项目          |
| 7  | 吴江 | 防爆玻璃         | 30万平米   | 2011年10月 | 超募资金项目          |
| 合计 |    |              | 120+120 |          |                 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 国内防火玻璃市场快速扩张

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。

图1：我国防火玻璃市场需求情况

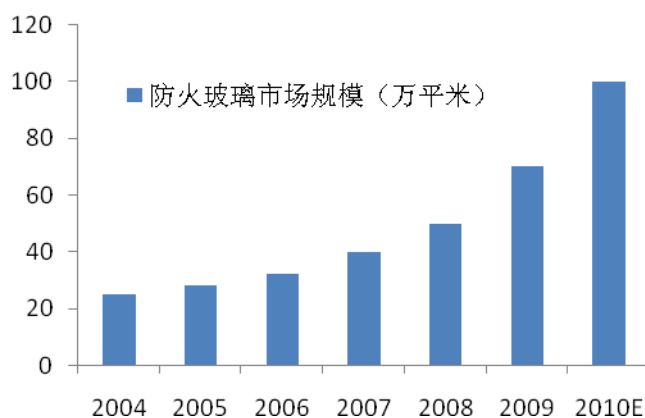
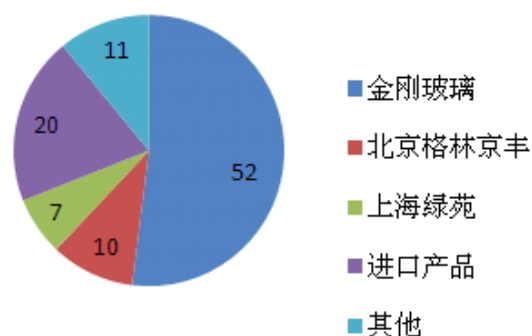


图2：2008年我国高端防火玻璃市场结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近年来，国内高层建筑火灾事故频发，央视大楼、上海胶州路等火灾事故让人们对于高层建筑的防火体系进行了深刻反思。从目前全球防火技术来看，高层建筑的消防灭火难度非常大，既要提高主动性的灭火效率，更重要的是加强建筑物自身的被动防火。因

此,对于高层建筑而言,如何加强起火点的隔断和封闭,加强对已有货源的隔离和自灭,显得异常重要。防火玻璃作为重要的隔断手段,对于阻止火势扩张和烟气蔓延,保护楼内人身和财产安全非常重要。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,防火玻璃市场将迅速扩大。2010年我国高端防火玻璃市场需求已突破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保持30%以上增速迅猛发展。

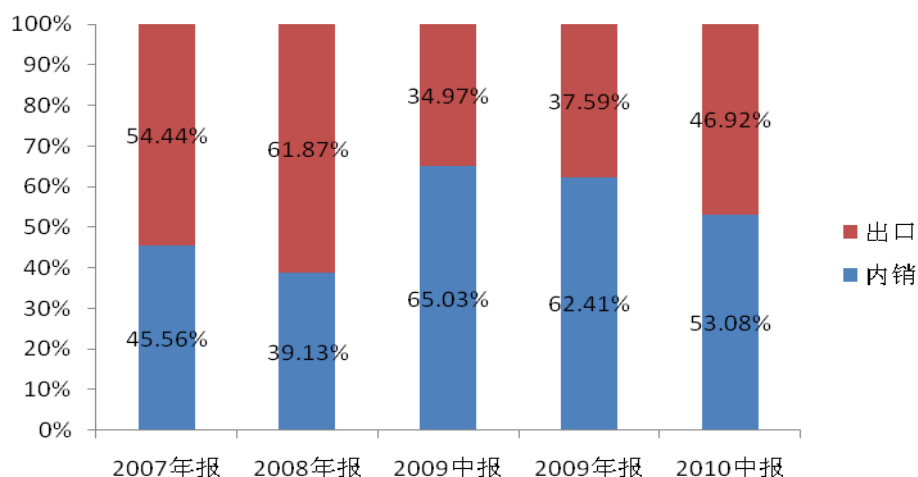
### 防爆玻璃市场主要集中在国外

防爆玻璃属安防玻璃产品的新成员。玻璃的安全问题一直以来倍受人们关注。特别是美国9.11事件和孟买地铁爆炸事件以来,全球范围内的恐怖袭击事件不断升级,以人体炸弹和汽车炸弹为主的炸弹爆炸袭击事件破坏性极大,已对人类的生命和财产安全构成了严重威胁。据安全专家分析及有关资料显示: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,因此如何做到在保持玻璃通透性和装饰性优点的同时,又确保室内人员不受外界恐怖爆炸袭击的伤害已是一个亟待解决的问题。

目前,国外由于宗教冲突、公共安全压力等问题突出,诸多政府大楼、办公场所、大型体育馆、高级酒店、火车站(地铁)、机场等公共建筑的外墙和门窗等都要求采用防爆玻璃,而一些特种车辆、军队用车等车辆也都采用了安防级别更高的防爆玻璃。

目前,我国国内公共安全问题较少,防爆玻璃市场尚未完全打开。但是随着东突、藏独势力日益向我国境内渗透,国内大型现代化智能建筑、大型公共场所、商场、豪华社区等也先后采用了防爆玻璃。尤其是北京奥运会、上海世博会和广州亚运会的先后举办,重要场馆、会馆和公共建筑都对防爆性能进行了规定,国内防爆玻璃市场正逐步打开,并快速扩张。

图3: 公司分地区营业收入情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 光伏业务将快速增长

### BIPV引领光伏新趋势

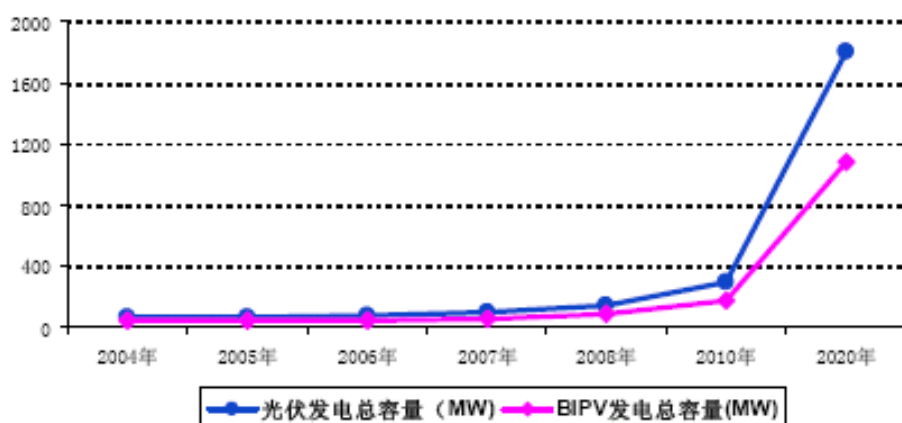
光伏建筑一体化BIPV(Building Integrated Photovoltaic)是将太阳能光伏发电方阵安装在建筑结构外表面来提供电力。光伏与建筑一体化具有诸多优点,主要包括:

(1) 节约面积。可有效利用建筑外围表面,省去支撑结构的重复建设,无需额外

占地或加建其它设施，节省了土地资源，这对于人口密集、土地昂贵的城市建筑尤为重要；（2）**节约成本**。可原地发电、原地使用，节约电站送电网的投资和减少输电、分电损耗(5%-10%)，降低输电和分电投资和维修成本；（3）**适合推广**。通常夏季由于空调、制冷等设备的使用，形成用电高峰，而这时也是光伏建筑组件发电最多的时期，BIPV系统除保证自身建筑内用电外，还可以向电网供电，从而舒缓高峰电力需求，解决电网峰谷供需矛盾；（4）**建筑节能**。由于光伏建筑组件安装在屋顶和墙面上，并直接吸收太阳能，避免了墙面温度和屋顶温度过高，因此可以改善室内温度，降低空调负荷。

据相关研究机构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。

图4：我国BIPV市场容量情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

### 发展BIPV，公司扬长避短

目前，我国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。在这些生产商中，天合光能、无锡尚德、英利绿色能源等厂家采用的普通光伏组件生产效率高，但是这些组件无安全防护功能，透光性较差，不能用于建筑一体化；德国Schott采用的非晶硅光伏组件生产效率高，透光性好，但不具备安全防护功能，耐候性一般，在国内尚无完善的销售网络；无锡尚德和天合光能采用的双玻璃光伏组件采用EVA封装，产品的透光性好，具有较强品牌优势和行业影响力，但是安防功能一般，耐候性较差。

公司所采用的PVB封装双玻璃光伏建筑组件技术，一方面玻璃本身具有很好的隔音、隔热、防火、安全防护功能，抗冲击、耐候性、透光性都较强，兼具其他企业产品所没有的防火、防爆性能；另一方面，采用PVB封装技术，有效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瓶颈问题，为国内首创的新型光伏建筑一体化产品，处于国际领先水平。公司双玻璃光伏建筑组件为国内唯一获得德国莱茵技术认证中心认证产品，同时公司在国内外都具有较强的市场推广、服务体系和营销网络，自2007年投入市场后已成功应用于沈阳恒隆广场地产、科威特Warba保险大楼、香港圣保罗双玻璃光伏采光顶、广州火车南站和青海海西州文化中心、德国柏林火车站、广州烟草大楼等诸多项目，产品知名度和品牌效应不断提升。

表3：光伏建筑组件技术性能对比

| 生产厂家                                            | 产品类型               | 优点                                        | 缺点                        |
|-------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------------|---------------------------|
| 金刚玻璃<br>奥地利<br>Ertex Solar                      | 双玻璃光伏建筑组件<br>(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，具有一定的透光性 | 正品率比普通光伏建筑组件略低            |
| 无锡尚德                                            | 双玻璃光伏建筑组件<br>(EVA) | 可用于对安全要求不高的建筑物，有一定的透光性                    | 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<br>德国Schott                                | 非晶硅光伏建筑组件          | 生产效率高，具有一定的透光性                            | 安全防护性和抗老化性能一般，不能作为建筑防护结构。 |
| 无锡尚德<br>英利绿色能源<br>天合光能<br>德国SolarWorld<br>林洋新能源 | 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。  |

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表4：公司安防玻璃产能、产量、销量变化情况

| 地点 | 项目名称              | 产能规模 | 投产时间   | 备注    |
|----|-------------------|------|--------|-------|
| 汕头 | 太阳能光伏建筑一体化组件生产线   | 4MW  | 2011年底 | 募投项目  |
| 汕头 | 太阳能电池片项目          | 50MW | 2011年底 | 超募项目一 |
| 吴江 | 吴江太阳能光伏建筑一体化组件生产线 | 8MW  | 2012年底 | 超募项目二 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 公司盈利预测与投资评级

根据公司公告及目前募投项目、超募项目进展情况，我们对募投项目保持积极乐观态度，对超募资金使用项目保持谨慎乐观态度，基于此进行了如下假设：

### (1) 产能逐步释放。

我们考虑到募投项目进展顺利，但超募项目在建进程存在诸多不确定因素，因此对公司安防玻璃、光伏组件和太阳能电池片生产线的产销率进行假设。

A、安防玻璃。考虑到安防玻璃技改完成后需要一定的调试时间，新建生产线的调试期更长。因此假定2010、2011、2012年产能利用率分别为86%、82%、85%，产销率分别为94.00%、94.50%、94.00%。

B、光伏组件。根据当前技术水平估算，每平米光伏组件对应发电量约为0.10-0.11kW。因此，2010、2011、2012、2013年公司光伏组件产能约为1万、5万、9万、13万平米。如果按照产能利用率分别为110%、90%、78%、75%，对应产量为1.1万、4.5万、7.0万平米。

C、太阳能电池片。公司50MW的太阳能电池片将于2011年初投产出片，假定2011、2012、2013年产能利用率为70%、80%、90%，10%产品自用，90%能够及时外销。

(2) 公司在安防玻璃系统具有较强的市场话语权，能够根据市场需求及时调整高强度铯钾防火玻璃、高强度低辐射镀膜防火玻璃、防爆玻璃的比例结构，进而保持安防玻璃价格的相对平稳。

(3) 假定公司继续享受高新技术企业所得税优惠政策。

表5：公司安防玻璃产能、产量、销量变化情况

| 时间    | 产能（万平米）      | 产量（万平米） | 销量（万平米） | 产销率（%） | 产能利用率（%） |
|-------|--------------|---------|---------|--------|----------|
| 2007  | 60           | 51.01   | 49.09   | 96.24  | 85.01    |
| 2008  | 60           | 52.33   | 50.14   | 95.82  | 87.21    |
| 2009  | 80           | 68.79   | 65.03   | 94.53  | 85.99    |
| 2010E | 100-120      | 86      | 76.5    | 94.00  | 86.00    |
| 2011E | 120-140      | 105.60  | 99.26   | 94.50  | 82.00    |
| 2012E | 120+33+12+15 | 135     | 143.82  | 94.00  | 85.00    |
| 2013E | 120+66+24+30 | 192     | 195.23  | 93.50  | 87.00    |
| 2014E | 120+66+24+30 | 192     | 196.42  | 93.00  | 88.00    |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表6：公司各部分业务预测

| 时间    | 安防玻璃        |              | 光伏组件       |              | 太阳能电池片         |               |
|-------|-------------|--------------|------------|--------------|----------------|---------------|
|       | 销量<br>(万平米) | 单价<br>(元/平米) | 销量<br>(平米) | 单价<br>(元/平米) | 销量<br>(MW)     | 单价<br>(万元/MW) |
| 2007  | 49.09       | 235.27       | 2137.50    | 8133.77      | 0              |               |
| 2008  | 50.14       | 325.12       | 3318.30    | 6938.27      | 0              |               |
| 2009  | 65.03       | 310.71       | 10995.92   | 3719.10      | 0              |               |
| 2010E | 76.50       | 334.50       | 11000      | 3600         | 0              |               |
| 2011E | 99.26       | 325.00       | 45000      | 3300         | 42.5*70%=29.75 | 950           |
| 2012E | 143.82      | 322.00       | 70000      | 3350         | 50*80%=40      | 900           |
| 2013E | 172.80      | 315.40       | 45000      | 3000         | 50*90%=45      | 850           |
| 2014E | 172.80      | 300.00       | 48000      | 2800         | 50*96%=48      | 800           |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们预计公司2010、2011、2012年每股收益分别为0.43、0.98、1.43。考虑到公司的高成长性，同时具备新能源、高科技等多个热门概念，给予公司40倍市盈率，对应2011年39.20元股价，给予买入评级。

## 风险提示

- 1、公司产能大规模增长的同时，营销压力陡增，订单情况值得谨慎评估。
- 2、公司生产过程中原材料成本占比较大，其中浮法玻璃占到50%以上。浮法玻璃的价格上涨对公司成本控制造成一定冲击。
- 3、公司安防玻璃和光伏组件等产品存在较高技术壁垒，但随着其他竞争对手技术突破，产品价格可能下降幅度比较大（尤其是晶硅片价格波动幅度非常大），公司毛利率也将有较大起伏。

## 资产负债表

单位：百万元

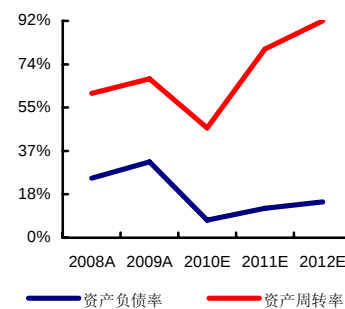
| 至 12 月 31 日    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 160   | 190   | 591   | 745   | 974   |
| 货币资金           | 33    | 71    | 432   | 350   | 414   |
| 应收及预付          | 94    | 96    | 125   | 310   | 439   |
| 存货             | 32    | 23    | 34    | 85    | 121   |
| 其他流动资产         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 177   | 230   | 259   | 288   | 293   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 147   | 170   | 171   | 169   | 166   |
| 在建工程           | 24    | 54    | 84    | 114   | 124   |
| 无形资产           | 5     | 4     | 4     | 4     | 3     |
| 其他长期资产         | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 337   | 420   | 850   | 1,032 | 1,267 |
| <b>流动负债</b>    | 84    | 102   | 33    | 92    | 147   |
| 短期借款           | 66    | 69    | 0     | 10    | 30    |
| 应付及预收          | 18    | 33    | 33    | 82    | 117   |
| 其他流动负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 1     | 33    | 31    | 36    | 46    |
| 长期借款           | 0     | 30    | 31    | 36    | 46    |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 1     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 85    | 135   | 64    | 128   | 193   |
| 股本             | 90    | 90    | 120   | 120   | 120   |
| 资本公积           | 47    | 47    | 475   | 475   | 475   |
| 留存收益           | 115   | 148   | 191   | 308   | 479   |
| 归属母公司股东权益      | 252   | 285   | 786   | 904   | 1,075 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益</b> | 337   | 420   | 850   | 1,032 | 1,267 |

## 利润表

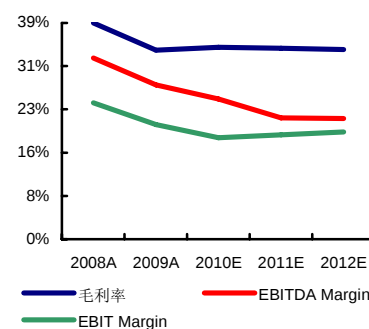
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2008A | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E   |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| <b>营业收入</b>     | 193   | 255.26 | 295.49 | 753.72 | 1057.60 |
| 营业成本            | 118   | 168    | 193    | 494    | 696     |
| 营业税金及附加         | 0     | 0      | 0      | 0      | 1       |
| 销售费用            | 13    | 17     | 21     | 57     | 74      |
| 管理费用            | 15    | 18     | 26     | 61     | 82      |
| 财务费用            | 8     | 5      | 3      | 0      | 2       |
| 资产减值损失          | 1     | -1     | 2      | 5      | 4       |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 投资净收益           | 0     | 0      | 0      | 0      | 0       |
| <b>营业利润</b>     | 38    | 49     | 49     | 137    | 199     |
| 营业外收入           | 5     | 1      |        |        |         |
| 营业外支出           | 0     | 0      |        |        |         |
| <b>利润总额</b>     | 43    | 49     | 51     | 138    | 201     |
| 所得税             | 6     | 7      | 8      | 21     | 29      |
| <b>净利润</b>      | 37    | 42     | 43     | 117    | 171     |
| 少数股东损益          | 0     | 0      | 0      | 0      | 0       |
| <b>归属母公司净利润</b> | 37    | 42     | 43.23  | 117.31 | 171.09  |
| EBITDA          | 63    | 71     | 74.66  | 164.80 | 230.01  |
| EPS (元)         | 0.41  | 0.46   | 0.36   | 0.98   | 1.43    |

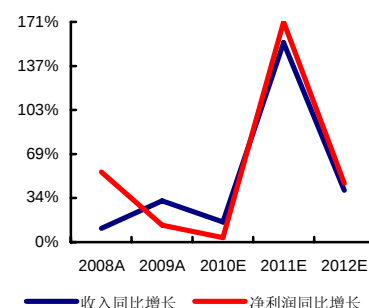
## 资产负债率趋势



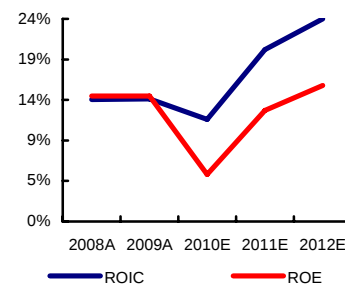
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



## 现金流量表

单位：百万元

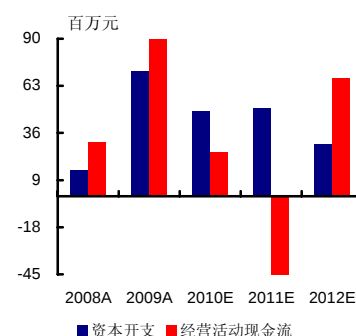
| 至 12 月 31 日    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 31    | 90    | 25    | -45   | 68    |
| 净利润            | 37    | 42    | 43    | 117   | 171   |
| 折旧摊销           | 16    | 18    | 21    | 23    | 25    |
| 营运资金变动         | -30   | 26    | -43   | -191  | -135  |
| 其它             | 9     | 4     | 5     | 6     | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -25   | -72   | -49   | -50   | -30   |
| 资本支出           | -15   | -72   | -49   | -50   | -30   |
| 投资变动           | -10   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 10    | 19    | 385   | 13    | 27    |
| 银行借款           | 66    | 179   | -68   | 15    | 30    |
| 债券融资           | -130  | -146  | -2    | 0     | 0     |
| 股权融资           | 83    | 0     | 458   | 0     | 0     |
| 其他             | -9    | -14   | -3    | -2    | -3    |
| <b>现金净增加额</b>  | 16    | 37    | 361   | -82   | 64    |
| <b>期初现金余额</b>  | 17    | 33    | 71    | 432   | 350   |
| <b>期末现金余额</b>  | 33    | 71    | 432   | 350   | 414   |

## 主要财务比率

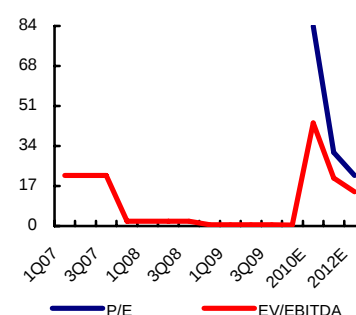
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 营业收入            | 10.7% | 32.3% | 15.8%  | 155.1% | 40.3%  |
| 营业利润            | 45.5% | 27.9% | 0.6%   | 178.9% | 45.6%  |
| 归属于母公司净利润       | 54.6% | 13.1% | 3.4%   | 171.3% | 45.8%  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 毛利率             | 39.0% | 34.1% | 34.6%  | 34.5%  | 34.2%  |
| 净利率             | 19.2% | 16.4% | 14.6%  | 15.6%  | 16.2%  |
| ROE             | 14.7% | 14.7% | 5.5%   | 13.0%  | 15.9%  |
| ROIC            | 14.3% | 14.3% | 11.9%  | 20.1%  | 23.7%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 资产负债率           | 25.2% | 32.2% | 7.5%   | 12.4%  | 15.2%  |
| 净负债比率           | 12.8% | 10.0% | -51.0% | -33.6% | -31.5% |
| 流动比率            | 1.91  | 1.85  | 18.08  | 8.06   | 6.64   |
| 速动比率            | 1.40  | 1.47  | 16.48  | 6.63   | 5.37   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.61  | 0.67  | 0.47   | 0.80   | 0.92   |
| 应收账款周转率         | 2.80  | 3.78  | 3.51   | 3.47   | 3.48   |
| 存货周转率           | 5.17  | 6.02  | 5.81   | 5.77   | 5.79   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |        |        |
| 每股收益            | 0.41  | 0.46  | 0.360  | 0.978  | 1.426  |
| 每股经营现金流         | 0.34  | 1.00  | 0.21   | -0.37  | 0.56   |
| 每股净资产           | 2.80  | 3.17  | 6.55   | 7.53   | 8.96   |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |        |        |
| P/E             | 0.0   | 0.0   | 84.38  | 31.10  | 21.32  |
| P/B             | 0.0   | 0.0   | 4.64   | 4.04   | 3.39   |
| EV/EBITDA       | 0.5   | 0.4   | 43.49  | 20.29  | 14.39  |

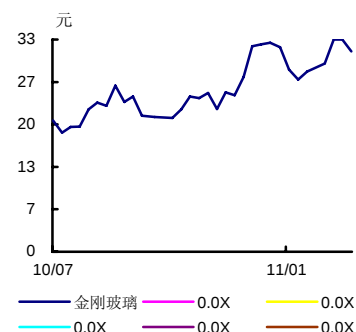
## 资本支出与经营活动现金流



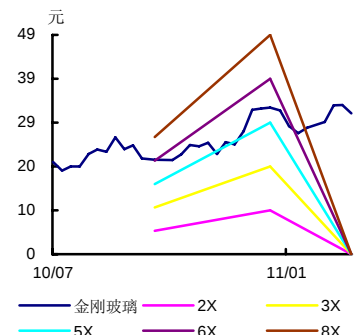
## 相对估值



## PE BAND



## PB BAND



## 广发建材行业研究小组

黄立图，分析师，中山大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-650。

2010 年，研究小组入围《新财富》最佳分析师，《中国证券报》金牛分析师建筑建材行业第四名。

## 相关研究报告

金刚玻璃(300093.sz)\_公司跟踪研究报告

程振江

2010-12-16

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。