

从幕墙施工向节能玻璃延伸

中航三鑫 (002163)
评级: 增持 (首次)
股价: 12.83 元
目标价位: 15 元
调研报告

2009 年 6 月 16 日

星期二

TMT 小组

袁 琤

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	15
升值潜力 (%)	16.9
目标价确定日期:	2009.06.16

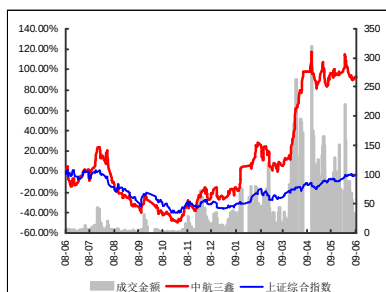
重要数据

总股本(亿股)	2.04
流通股本(亿股)	0.81
总市值(亿元)	26.2
流通市值(亿元)	10.4

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-1.9	-7.4
3 个月	81.9	50.9
6 个月	157.8	115.8

个股相对上证综指走势图


投资要点

- 幕墙施工为主, 玻璃产品为辅, 未来将打通产业链制造 LOW-E 节能玻璃。** 目前公司幕墙施工占比 70% 左右, 玻璃产品占比 30%; 而施工毛利率 (13%) 比玻璃产品低 (20% 左右)。未来公司发展毛利率较高的 LOW-E 在线节能玻璃, 同时可以打通产业链, 控制上游材料。
- 背靠中航系, 定位新材料。** 公司的控股股东为贵航集团, 约占 29% 的股份。目前贵航集团在 A 股市场上有三个平台: 贵航股份、力源液压和中航三鑫。由于前两者定位军工, 未来中航三鑫定位为材料板块。
- 定向增发收购福耀海南资产, 引入 PPG 建造在线 LOW-E 节能玻璃。** 非公开发行不超过 1 亿股, 收购福耀海南浮法玻璃的资产。发行价格不低于 9.08 元, 大股东贵航集团将认购 3000 万股。由 PPG 公司进行交钥匙工程, 建造节能玻璃生产线。
- 定位中高端节能玻璃, 低碳经济下看好该市场。** 公司避开普通浮法玻璃的过剩竞争, 开辟高端在线 LOW-E 节能玻璃, 该市场目前竞争尚不充分, 利润率较高。而在中国建筑能耗超过全社会能源消耗总量的 27%, 建筑能耗中, 玻璃门窗能耗占 40%, 通过玻璃的损失在门窗中占到 75%。粗略计算, 玻璃的能耗占全市场能耗的 8%, 所以节能玻璃发展看好。
- 估值与风险。** 预测 2009 年到 2010 年公司的 EPS 分别为 0.27 元, 0.36 元和 0.8 元。看好其未来在线 LOW-E 节能玻璃给公司带来的质的发展, 给予增持评级, 目标价格 15 元。风险因素: 项目未能如期进行; 未来节能玻璃的其他竞争对手发展超出预期产能过剩; 房地产市场基建等领域减速造成玻璃行业的减速。

1. 公司主要业务

目前以幕墙施工为主，玻璃为辅。目前公司的业务中以幕墙工程施工为主，2008年幕墙施工的收入为10.22亿，占总收入13.97亿中的74%。其次为幕墙玻璃制品，2008年排除内部供应后的对外幕墙玻璃销售2.4亿，占17%。另外还有电子玻璃和幕墙门窗制品，分别占6%和3%比例。

玻璃制品的毛利率高于幕墙施工。2008年公司幕墙施工的毛利率为13.7%，玻璃制品的毛利率高于幕墙施工，其中幕墙玻璃毛利率为21.3%，电子玻璃和门窗为18.7%和15.8%。从毛利贡献的角度看，目前幕墙施工占约66%的比例。

图 1. 2008 年公司分项业务收入情况

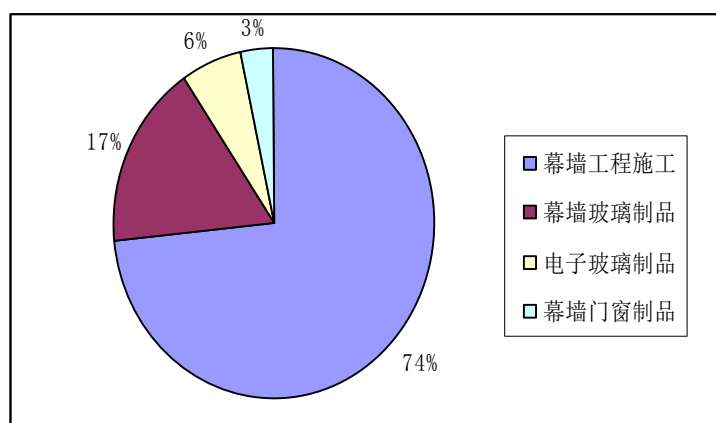
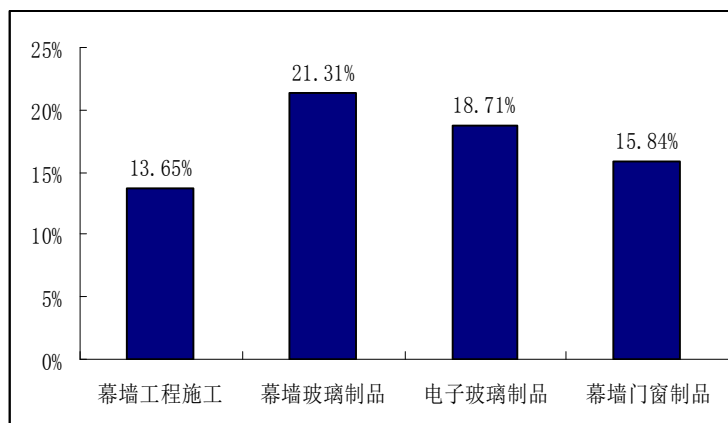


图 2. 2008 年公司分项业务毛利率情况



资料来源：公司公告

打通产业链上游，将提高附加值。虽然目前公司业务以幕墙为主，但 IPO 大亚湾项目以及这次增发收购海南福耀的项目，将帮助公司往产业链上游延伸。目前国内幕墙施工市场竞争激烈，传统幕墙的毛利率只有 10% 多，而上游的工程玻璃特别是 LOW-e 的节能玻璃的毛利率较高，例如南玻的 LOW-e 玻璃毛利率有 30% 多。对于公司来说优势在于：依靠中航集团的背景和已有的行业内经验和口碑，订单获取能力较强，特别在机场等项目上。如果能够打通产业链上游，一来可以享受较高的利润，二来可以避免上游原材料控制于人。公司目标未来几年玻璃制品和幕墙施工的利润比值达到 1: 1，成为国内主要的节能材料供应商。

从以下的客户群体我们可以看出：公司的幕墙工程基本还在公共市政建筑这块，包括机场、会议中心、电视中心、体育中心等，以及部分商业类。我们觉得中航系的背景对公司的客户开发也有一定的帮助，例如机场等。

表 1. 幕墙工程项目典型案例

项目名称	合同金额
首都机场	1.9 亿
浦东机场	4100 万
首都机场 T3C	3200 万
首都机场信息楼	2000 万
国家体育馆	4600 万
奥林匹克国家会议中心	4300 万
济南奥体	6500 万
广州白云国际会议中心	8900 万
中关村文化商厦	5400 万
上海 716 项目	6300 万
上海哈瓦那	4700 万
吴江开发区服务中心	4600 万
上海明珠国际广场 3700 万	3700 万
广西民族博物馆	4200 万
福建广电中心	7100 万
北京电视中心	3800 万
安联大厦	6600 万
深圳免税大厦	4500 万
四平科技	3900 万

表 2. 玻璃应用在国外知名工程项目

美国沃克艺术中心
美国 Sprint 体育娱乐中心
东京 TMP 大厦
巴黎机场
悉尼希尔顿酒店
曼谷新机场
新加坡内政中心
香港数码港
香港科学园
澳门银河酒店

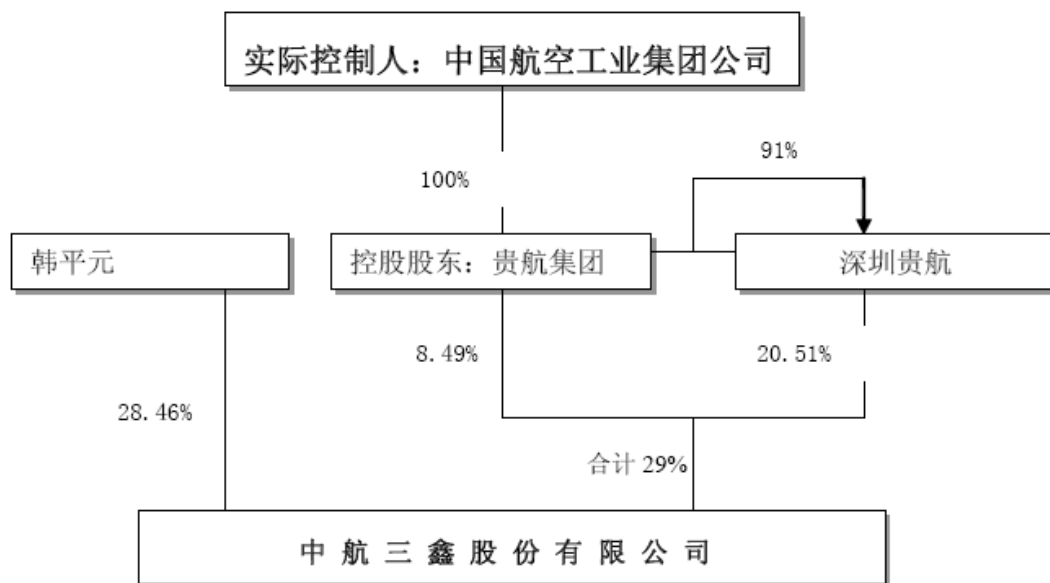
资料来源：公司招股说明书

2. 背靠中航系，定位新材料

目前公司的控股股东为贵航集团，约占 29% 的股份，而创始人之一韩平元占 28.46% 的股份。中航三鑫的前身是韩平元于 1992 年创立的深圳三鑫玻璃制品厂，当时的玻璃行业基本还属于暴利时代。而后 1995 年，韩平元与深圳贵航设立深圳市三鑫实业有限公司，注册投资 1300 万元，双方股份比例是 54% 和 46%。公司的财务由国资方来管，三鑫玻璃的财务相对透明。

目前贵航集团在 A 股市场上有三个平台，包括：贵航股份、力源液压和中航三鑫。由于前两者定位军工，未来中航三鑫定位为材料板块。海南项目的外资合作方 PPG 公司之所以选择与中航三鑫合作，也是看重了中航集团的强大背景，为今后的高端玻璃例如航空和汽车等合作奠定基础。

图 3. 公司股东结构图



3. 定向增发收购福耀海南资产

公司 4 月 21 日公告非公开发行不超过 1 亿股，增资海南中航特玻材料有限公司，用于收购福耀海南浮法玻璃的资产。本次发行价格不低于 9.08 元，而大股东贵航集团将会认购 3000 万股。

本次非公开发行所募集资金将全部增资中航特玻，收购福耀海南相关资产和改造。项目总投资为 11.5 亿元，其中，4.5 亿用于收购福耀海南相关资产；6.1 亿元用于引进 PPG 公司技术新建一条全氧燃烧在线 Low-E 镀膜节能玻璃生产线；9183 万元用于引进 PPG 公司技术将收购资产中的一条浮法玻璃生产线改造为电子级玻璃及离线 Low-E 玻璃基片生产线。具体情况如下：

表 3. 公司海南募投项目情况

项目名称	投资额度 (万)	拟投入募集资金 (万)	建设期
中航特玻收购福耀海南相关资产	45000	45000	
引进 PPG 公司技术新建一条全氧燃烧在线 Low-E 镀膜节能玻璃生产线	61003	39274	20 个月
引进 PPG 公司技术修复和改进原有 1 号生产线	9183	5912	6-10 个月
合计	115186	90186	

资料来源：公司定向增发说明书

4. 定位高端，避开泛滥竞争

公司的海南项目定位高端的 LOW-E 镀膜节能玻璃，避免走 180 条国内已有的普通浮法的路线。目前普通浮法玻璃面临产能过剩的局面，特别在宏观环境压力和房地产投资减速的情况下，价格下跌厉害，除了部分龙头公司相当多的公司面临亏损。相反，高端的 LOW-E 玻璃市场相对稳定，这从南玻等公司的分项业务的情况反应也是如此。浮法玻璃毛利率急剧下降，而用于工程的 LOW-E 玻璃利润率相对稳定。另外，公司进入上游高端玻璃领域，保障了上游的工程材料的供应，使得公司拥有话语权。

公司将利用 PPG 的技术，由 PPG 公司采用交钥匙工程将保证项目的成功。项目前期 PPG 公司也已经派专家组考察，认为海南福耀玻璃的生产线可以收购和改造。

5. 建筑耗能的问题和 LOW-E 玻璃的市场

我国的建筑能耗超过 5 亿吨标准煤，超过全社会能源消耗总量的 27%。目前我国绝大部分的建筑都是高能耗建筑，单位建筑面积采暖能耗是气候相近的发达国家的 3 倍。而在建筑能耗中，通过玻璃门窗造成的能耗占建筑总能耗的 40%，其中通过玻璃的损失在门窗中占到 75%。粗略计算，玻璃的能耗占全市场能耗的 8%，这个一个相当大的数目。所以节能玻璃在我们未来的低碳经济中，扮演重要的角色。目前 LOW-E 玻璃成为世界各国建筑节能的首选。

LOW-E 玻璃主要分为在线 LOW-E 和离线 LOW-E 两种。其中离线 LOW-E 的颜色厚度选择较多，节能效果更高，但成本较高。而在线 LOW-E 的颜色厚度选择虽然不多，主要应用于节能初级产品，但成本较离线低。而公司的定位是在线 LOW-E 镀膜玻璃。国内另外一家玻璃企业南玻 A 技术是离线 LOW-E 镀膜玻璃。目前国内在线 LOW-E 技术的公司并不多，未来发展前景看好。

6. 估值与风险

我们预测 2009 年到 2010 年公司的 EPS 分别为 0.27 元，0.36 元和 0.8 元。相对于未增发前 2.04 亿的股本 PE 为 47，35，16。我们看好其未来在线 LOW-E 节能玻璃

给公司带来的质的发展，给予增持评级，目标价格 15 元。

风险因素在于项目未能如期进行；未来节能玻璃的其他竞争对手发展超出预期，产能过剩；以及房地产市场基建等领域减速造成玻璃行业的减速。

主要财务指标						
盈利预测及市场重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	803	1,050	1,397	1,861	2,498	3,423
增长率	13.6%	30.8%	33.0%	33.3%	34.2%	37.1%
营业利润(百万元)	46	52	48	61	84	190
增长率	22.1%	13.2%	-8.8%	28.0%	37.4%	126.4%
净利润(百万元)	39	45	44	55	73	163
增长率	9.8%	15.4%	--	24.5%	34.5%	121.6%
每股净资产(元)	2.34	3.79	2.68	2.85	3.09	3.63
每股收益(元)	0.38	0.33	0.21	0.27	0.36	0.80
市盈率(P/E)	0.0	56.5	23.0	47.9	35.6	16.1
市净率(P/B)	0.0	4.9	1.8	4.5	4.1	3.5
EV/EBITDA	2.1	32.8	14.3	47.3	42.7	24.1

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122