

中航三鑫(002163.sz)

夯实基础，看好中长期发展

王飞 研究员 **程振江 研究助理** **黄立图 研究助理**
 电话: 020-8755888-638 020-8755888-650 020-8755888-832
 eMail: wf@gf.com.cn czj@gf.com.cn hlt2@gf.com.cn

中期业绩低于预期

2010年1-6月，公司主营收入与扣除非经营性损益后的净利润接近去年同期水平，分别同比增长20.08%和1.86%；稀释后实现每股收益0.05元，低于市场预期，我们亦调低了2010/2011年EPS；毛利率为15.03%，同比增加0.23%。

特玻材料项目产能进展顺利，未来可期待

目前公司深加工玻璃主要包括：在线、离线Low-E镀膜节能玻璃；电子功能镀膜玻璃；太阳能玻璃，公司在建生产线进展顺利，2011年存在较大的产能投放。深加工品种毛利率高达29.35%，远高于传统玻璃。随着深加工玻璃产能不断释放，成品率不断上升，公司业绩将继续攀升，弹性较大。

增发募资，加大投入，中长期发展动力十足。

公司的幕墙工程继续保持20%-30%相对稳定的增长速度，而随着年报发布和非定向增发的完成，公司加强特种玻璃业务的步伐进一步加快，玻璃深加工产品占收入的比重将逐年上升。公司高毛利率产品贡献利润比重将明显提升，业绩将进入快速增长通道。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2010-2012年EPS为0.16元、0.61元、1.19元，考虑到公司高成长性、产品新能源和节能等多种概念以及资产注入预期，给予“买入”评级，给予2011年30倍PE，目标价18元。

风险提示

生产线投产和贡献业绩进度可能低于预期；行业竞争愈发激烈，从而导致毛利率下降。

公司评级

买入

当前价格(元) 14.60
 目标价格(元) 18.00
 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	9.36%	8.00%	59.65%
沪深300	2.73%	-9.57%	-24.91%

股票数据

总股本(万股)	40,177.50
流通A股(万股)	12,570.92
主要股东:	
	韩平元
主要股东持股比例	21.67%
流通A股比例	31.29%

财务比率

ROE	6.68%
ROA	3.19%
资产负债率	75.81%
每股净资产(元)	2.76

2009年报数据。

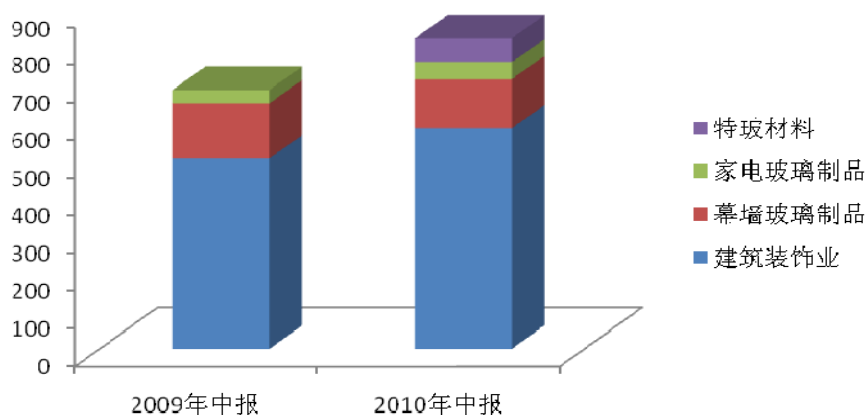
一、公司上半年业绩低于预期

2010年上半年,公司实现营业收入82771.63万元,同比增长20.51%;实现利润总额2087.47万元,同比增长2.97%;实现净利润2489.03万元,同比增长1.86%;归属母公司净利润2159.76万元,同比下降11.64%;基本每股收益为0.05元,较上年同期减少37.5%;总资产351,704.65万元,比年初增长28.15%;归属于母公司所有者权益145391.98万元,比年初增长158.23%。从整体来看,公司整体运作符合预期,收入大幅增加,但公司自建项目尚处于投入期,因此利润增长幅度较小。这与之前市场高预期存在偏差,低于预期。

主营业务及结构发生改变,带动利润率回升

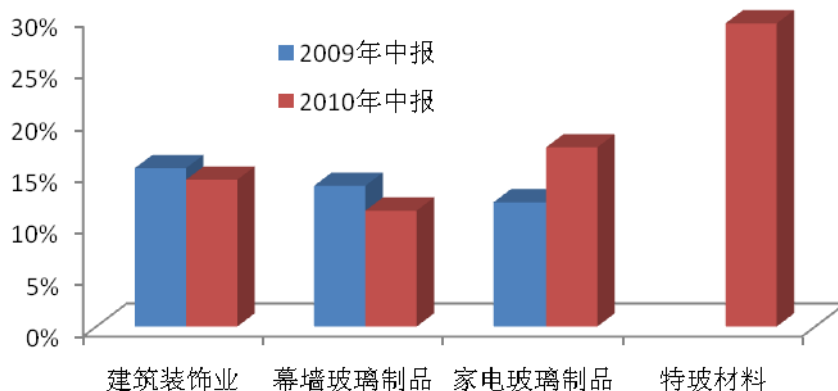
中航三鑫的主营业务包括幕墙工程和特种玻璃材料。其中,幕墙工程主要为幕墙工程设计、生产、施工,在国内具有幕墙工程龙头地位,拥有幕墙工程和产品的上下游产业链配套的實力;同时,公司在这两年加大力度开拓节能环保玻璃产品和高档节能特种玻璃材料的业务。2010年上半年,幕墙工程带来的营业收入占到70.97%,低于去年同期的73.5%,这主要是由于2010年上半年公司投资的蚌埠和海南生产基地陆续投入生产和试生产,特玻材料产能逐步释放。

图1: 中航三鑫主营业务分产品营业收入情况对比(单位:百万元)



数据来源:公司公告、广发证券研发中心

图2: 中航三鑫主营业务分产品毛利率情况对比(%)



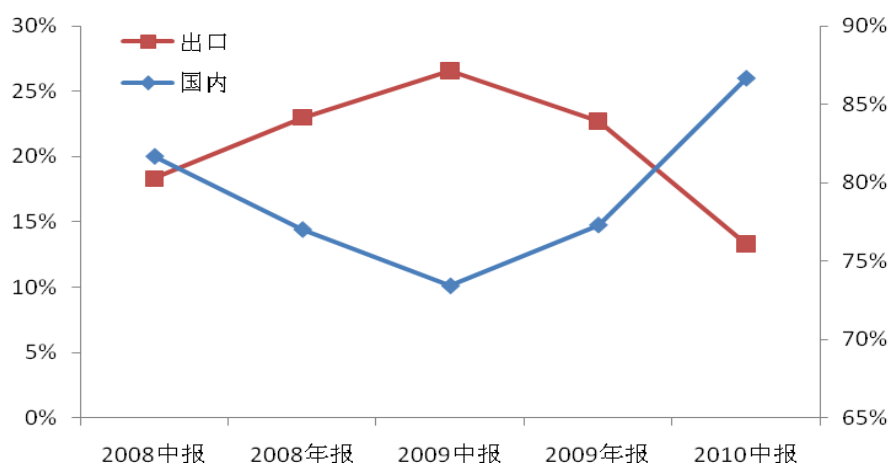
数据来源:公司公告、广发证券研发中心

目前公司特种玻璃主要包括：在线、离线Low-E 镀膜节能玻璃；电子功能镀膜玻璃；太阳能玻璃。由于特玻材料的毛利率达到29.35%，远高于一般玻璃产品（15%左右），加之特玻材料（原片）在公司业务结构中所占比例逐步提高，从而促使公司的主营业务产品结构发生了变化，带动利润率回升。

出口转为内销，成功弥补了海外市场低迷

由于受到金融危机的影响，公司在海外市场一直较为低迷。在此情况下，公司转变营销思路，大力开拓国内市场，极大地提升了国内市场的销售情况。2010年各项主营业务收入中，国外销售收入则萎缩39.84%，仅为10990.04万元，国内销售达71488.45万元，同比增长41.78%。

图3：中航三鑫主营业务国内及出口销售收入所占比例对比



数据来源：公司公告、广发证券研发中心

公司上半年管理和人工费用较高，下半年利润将放量增长

公司期间费用增加1996万元，原因较多：上半年中因增加市场开发和营销人员，使得工资性费用明显增加；同时工程管理费用大幅增加46.4%，这些投入使得上半年的利润受到一定影响。海南和蚌埠生产基地投入生产和试生产过程使得公司投入较多经费用于原材料储备，存货跌价准备较高，使得上半年的经营成本偏高。此外，主营业务中幕墙工程项目具有明显周期性特征，一般来讲，上半年投入较大，下半年陆续收款，营业收入明显回升。综合来看，下半年业绩比上半年将有明显提升。

人员任命变动，中航集团影响力加强，资产注入可预期

2010年6月4日，公司更换了董事长、部分董事、总工程师、财务总监、董事会秘书；中航集团影响力上升，而中航三鑫作为“国企与民企合作典范”存在的企业，最终免不了受到股权控制需要带来的权力重整，据了解，公司上报文件和发文决策过程逐渐掺杂了国有企业的作风，暂且乐观对待。我们认为，随着中航集团影响力上升，公司资产注入的预期有望升温。目前安排了一个副总跟踪集团航空涂料和碳纤维资产，但接管仍未有时间表。

二、公司中长期发展潜力巨大

新建项目前景广阔

公司继续加大对特玻产业的投资力度，推进海南中航特玻材料产业基地的建设。公司通过技术改造和新建高端玻璃生产线，制造节能环保玻璃材料、太阳能玻璃和电子玻璃材料，实现以在线Low-E玻璃、电子级玻璃、离线Low-E玻璃基片为主要产品的规模化生产，在扩大公司高品质节能玻璃业务规模的同时，使公司幕墙玻璃工程、高品质节能玻璃加工的完整产业链发展战略得以实现。

在公司在建的诸多项目中，如下三条生产线最具发展潜力。其一、海南TCO导电膜玻璃。年产钢化TCO玻璃600万平方米、不钢化TCO玻璃200万平方米，背板玻璃250万平方米，一期1-2#线计划在2010年8月底前完成，二期建设3-6#线计划2011年6月底前完成。该生产线所引进的PPG TCO透明导电膜玻璃性能具有世界先进水平，市场需求量大，广泛应用于太阳能薄膜电池等新能源领域。从调研来看，TCO玻璃投资回报率非常高，回收期通常在2-3年，净利率高达40%-50%。其二、1200万m²/a太阳能超白玻璃项目。投资3.5亿元在蚌埠建造，建设期1年，预计2011年4月投产。太阳能超白玻璃将广泛应用于太阳能热水器、光伏电池、电子产品等领域，市场需求范围广泛，但目前国内同类产品生产线只有3条，发展空间巨大。其三、海南4#线600t/d航空和太阳能特种玻璃生产线。最大生产能力为600吨/天，生产航空玻璃4万吨和太阳能超白浮法玻璃10万吨，建设期16个月，预计2011年6月投产。综合考虑我国航空用玻璃、高速列车用玻璃、地铁屏蔽门玻璃和其他特种玻璃，预计每年将产生13600到15600万吨的需求，而目前我国在高端航空玻璃方面依赖进口，该项目盈利前景非常好。

新能源产业和节能需求将带动特种玻璃利润继续攀升

中国是能耗大国，其中建筑能耗占据其中较大比例，每年建筑能耗都高达5亿吨标准煤，并以5.8%的速度递增。这其中，一大半的能耗是由于建筑门窗的散热造成的。Low-E玻璃（低辐射镀膜玻璃）具有较好的隔热、保温功能，是目前理想的节能建筑材料。发达国家的使用率较高，德国高达92%，而我国尚不足10%，市场上升空间巨大。

太阳能是当前提倡的新能源中重要部分，超薄延压玻璃、光伏级超白浮法玻璃等都有广泛的应用领域，将得益于太阳能电池等的发展，市场前景广阔。

从收入规模和结构来看，目前公司主要收入依然为幕墙工程，预计该板块将保持20%-30%相对稳定的增长速度；而随着公司多种特种玻璃在建生产线的投放，公司高毛利率产品贡献利润比重将明显提升，公司业绩进入快速增长通道。

三、盈利预测与投资评级

2010年来，公司幕墙工程订单增长较快，新投产的蚌埠和海南超白玻璃出货量较好，尤其蚌埠超白是今年主要的利润增长点，而客观的说，原有业务今年业绩增长相当有限。公司的看点在于2011年产能利用率上升和成品率上升，在此期间，Low-E玻璃、超白玻璃影响渠道开拓、品牌提升和价格走势将影响公司盈利。我们预计公司2010-2012年EPS为0.16元、0.61元、1.19元（乐观，但远低于市场预期）；考虑到公司高成长性、产品具备“新能源”、“节能”和“消费升级”多种概念以及资产注入预期，给予“买入”评级，给予2011年30倍PE，目标价18元。

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1685.16	2392.93	3709.03	5674.82
增长率(%)	20.65%	42.00%	55.00%	53.00%
归属母公司股东净利润	37.62	63.39	246.17	476.07
增长率(%)	-14.20%	68.50%	288.32%	93.39%
每股收益(EPS)	0.094	0.158	0.613	1.185
每股股利(DPS)	0.051	0.075	0.291	0.563
每股经营现金流	0.147	0.165	1.065	1.422
销售毛利率	13.95%	17.00%	22.00%	24.00%
销售净利率	2.29%	2.71%	6.80%	8.59%
净资产收益率(ROE)	6.68%	10.63%	33.93%	48.80%
投入资本回报率(ROIC)	8.17%	19.20%	14.15%	18.24%
市盈率(P/E)	155.81	92.47	23.81	12.31
市净率(P/B)	10.41	9.83	8.08	6.01
股息率(分红/股价)	0.003	0.005	0.020	0.039

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- 1、生产线投产和贡献业绩进度可能低于预期；
- 2、行业竞争愈发激烈，从而导致毛利率下降；
- 3、房地产调控政策可能压缩下游需求，导致玻璃行业景气下滑。

附注：三大报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1685.16	2392.93	3709.03	5674.82
减：营业成本	1450.04	1986.13	2893.05	4312.86
营业税金及附加	38.30	54.39	84.30	128.99
营业费用	46.42	65.92	102.17	156.33
管理费用	89.50	127.10	197.00	301.41
财务费用	15.20	78.25	117.44	165.91
资产减值损失	-3.84	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.53	81.14	315.07	609.33
加：其他非经营损益	2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.53	81.14	315.07	609.33
减：所得税	13.01	16.23	63.01	121.87
净利润	38.52	64.91	252.06	487.46
减：少数股东损益	0.90	1.52	5.89	11.39
归属母公司股东净利润	37.62	63.39	246.17	476.07
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	509.69	23.93	37.09	56.75
应收和预付款项	542.42	567.24	1134.47	1457.97
存货	307.45	565.35	705.99	1189.29
固定资产和在建工程	1287.23	1947.45	2527.67	3227.89
无形资产和开发支出	87.19	178.14	359.10	500.05
其他非流动资产	0.44	0.22	0.00	0.00
资产总计	2734.42	3282.33	4764.32	6431.94
短期借款	493.09	949.20	1768.65	2788.83
应付和预收款项	645.23	702.21	1229.58	1615.61
长期借款	798.00	798.00	798.00	798.00
其他负债	134.10	134.10	134.10	134.10
负债合计	2070.42	2583.52	3930.33	5336.53
股本	204.00	204.00	204.00	204.00
资本公积	184.45	184.45	184.45	184.45
留存收益	174.57	207.86	337.15	587.18
归属母公司股东权益	563.02	596.32	725.60	975.63
少数股东权益	100.98	102.50	108.39	119.78
股东权益合计	664.01	698.82	833.99	1095.41
负债和股东权益合计	2734.42	3282.33	4764.32	6431.94
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	59.22	66.48	428.04	571.44
投资性现金净流量	-880.37	-900.00	-1000.00	-1180.00
筹资性现金净流量	951.17	347.76	585.13	628.22
现金流量净额	130.02	-485.76	13.16	19.66

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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。

中航三鑫(002163)行情走势



相关研究报告

建材行业 2010 年中期投资策略	黄立图	2010-06-23
青龙管业投资价值研究报告	黄立图	2010-06-18
长城股份投资价值研究报告	黄立图	2010-06-18
保障性住房政策解读及对其建材行业的影响	黄立图	2010-05-22
鲁阳股份 (002088.SZ)	黄立图	2010-04-29

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 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: 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。