

高端“玻璃制造”转型进行时

中航三鑫调研快报

报告关键点:

- 高端玻璃产能扩张成为投资主线
- 未来盈利高增长，首次“增持-B”投资评级

报告摘要:

近日，我们调研了中航三鑫，重点了解了公司相关生产经营状况以及新项目的进展。

- 从中报来看，业绩略低于此前市场预期的主要原因，一是公司进入Low-E节能玻璃市场时间相对较短，产能释放还需要工程市场接受度的配合；二是特种玻璃原片如蚌埠超白压延及海南电子及汽车级浮法玻璃生产线分别于2010年2季度投产以及试产，上半年业绩贡献较小；此外，公司上马较多特种玻璃生产项目，需要进行相关技术及销售人才的储备，费用相应有所增加。
- 高端特种玻璃原片及工程玻璃、电子玻璃产能扩张将成为未来投资主线。公司在建及拟建的海南基地2#、3#、4#线750万平米超白浮法在线TCO镀膜玻璃、600t/d在线Low-E工程玻璃及600t/d航空高铁及太阳能玻璃产能、蚌埠基地拟建600t/d超白压延玻璃产能，预计分别为2011年1-3季度投产。全部产能释放后，公司将达到年产850t/d超白压延玻璃、700万平米Low-E工程玻璃、750万平米超白浮法TCO镀膜玻璃、1500t/d汽车、航空及太阳能玻璃原片产能。
- 技术实力雄厚的合作方，利大于弊。公司海南基地的在线TCO镀膜、在线Low-E镀膜及全氧燃烧均是业界最领先的浮法及工程玻璃生产技术，公司采用PPG的交钥匙工程的方式，快速抢占技术制高点。我们认为公司并有望在合作方的支持下快速的形成达产产能，以相对优势的能耗、物耗及成品率来弥补相对较高的生产线投资与PPG的技术使用费。
- 涉足航空原材料，有望获得控股股东支持。贵航股份及通飞公司4月份通过优先获配参与公司定向增发，使得中航系的控股比例进一步提升至33.29%。随着公司未来高端玻璃原材料产能的释放以及航空玻璃等业务的发展，公司有望通过产业链与价值链的延伸来促进集团公司航空装备和航空制造业的升级，并有望加快融入中航工业航空材料制造配套供应体系。
- 未来盈利有望释放，首次“增持-B”评级。随着公司工程玻璃销售的逐步打开，公司大亚湾Low-E生产线产能有望放量增长，而蚌埠超白压延玻璃也将在下半年开始大量释放盈利，公司整体盈利能力将逐步上行；我们看好太阳能及节能环保对上游高端玻璃产品的需求，明后年公司高盈利的产能释放将不断重复业绩上的增厚。我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.22、0.65、1.26元，考虑公司的高成长性，给予公司2011年30倍的PE及“增持-B”的投资评级，6个月目标价19.5元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,396.7	1,685.2	2,142.7	3,273.0	4,698.5
Growth(%)	33.0%	20.7%	27.2%	52.8%	43.6%
净利润	43.8	37.6	87.7	262.2	504.6
Growth(%)	-1.6%	-14.2%	133.1%	199.0%	92.5%
毛利率(%)	15.4%	14.0%	18.6%	22.1%	24.9%
净利润率(%)	3.1%	2.2%	4.1%	8.0%	10.7%
每股收益(元)	0.11	0.09	0.22	0.65	1.26
每股净资产(元)	1.60	1.65	5.40	5.86	6.69
市盈率	133.8	155.9	66.9	22.4	11.6
市净率	9.1	8.8	2.7	2.5	2.2
净资产收益率(%)	6.9%	5.8%	4.1%	11.3%	19.0%
ROIC(%)	15.1%	8.1%	8.8%	14.3%	19.5%
EV/EBITDA	37.4	41.2	25.8	13.5	8.1

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

增持-B

上次评级:

目标价格: 19.50 元

期限: 6个月 上次预测:

现价: 14.62 元

报告日期: 2010-08-01

市场数据

总市值(百万元)	5,873.95
流通市值(百万元)	1,792.25
总股本(百万股)	401.78
流通股本(百万股)	122.59
12个月最高/最低	10.19/21.83 元
十大流通股(%)	24.93%
股东户数	14,527

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.29	21.39	85.29
绝对收益	18.86	14.92	62.11

研究员

王天睿	行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
证书编号	S1450210070004
石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
证书编号	S1450209090259
李孔逸	行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn
证书编号	S1450209090282

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-26

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,396.7	1,685.2	2,142.7	3,273.0	4,698.5	成长性					
减: 营业成本	1,181.2	1,450.0	1,744.0	2,551.1	3,528.6	营业收入增长率	33.0%	20.7%	27.2%	52.8%	43.6%
营业税费	32.1	38.3	48.2	73.6	105.7	营业利润增长率	-8.8%	3.6%	116.8%	197.2%	91.0%
销售费用	49.4	46.4	60.0	90.0	129.2	净利润增长率	-1.6%	-14.2%	133.1%	199.0%	92.5%
管理费用	62.9	89.5	128.6	180.0	249.0	EBITDA 增长率	15.8%	14.3%	144.1%	109.2%	69.8%
财务费用	14.2	15.2	50.2	49.9	63.2	EBIT 增长率	-1.2%	4.3%	143.4%	134.2%	82.3%
资产减值损失	9.0	-3.8	4.4	9.2	13.2	NOPLAT 增长率	0.7%	-8.1%	141.3%	136.3%	83.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	71.1%	123.7%	44.8%	34.6%	16.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	22.9%	3.2%	226.7%	8.6%	14.1%
营业利润	47.8	49.5	107.4	319.1	609.6	利润率					
加: 营业外净收支	4.8	2.0	2.5	4.5	4.5	毛利率	15.4%	14.0%	18.6%	22.1%	24.9%
利润总额	52.6	51.5	109.9	323.6	614.1	营业利润率	3.4%	2.9%	5.0%	9.8%	13.0%
减: 所得税	8.4	13.0	20.9	58.3	104.4	净利率	3.1%	2.2%	4.1%	8.0%	10.7%
净利润	43.8	37.6	87.7	262.2	504.6	EBITDA/营业收入	5.9%	5.6%	10.8%	14.7%	17.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.4%	3.8%	7.4%	11.3%	14.3%
货币资金	283.1	514.6	1,000.0	400.0	563.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	54	73	123	147	140
应收帐款	292.1	477.4	619.4	948.1	1,361.0	流动营业资本周转天数	47	43	46	50	54
应收票据	3.4	4.7	5.9	9.0	12.9	流动资产周转天数	226	245	290	225	185
预付帐款	54.9	60.3	69.0	81.8	99.4	应收帐款周转天数	53	78	87	82	84
存货	299.6	307.4	381.5	558.0	771.8	存货周转天数	71	65	58	52	51
其他流动资产	0.3	-	8.0	8.5	9.0	总资产周转天数	321	446	579	480	396
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	135	229	304	276	239
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	5.8%	4.1%	11.3%	19.0%
投资性房地产	2.8	-	-	-	-	ROA	3.1%	1.4%	2.1%	5.8%	8.8%
固定资产	277.2	409.4	1,050.9	1,619.1	2,031.4	ROIC	15.1%	8.1%	8.8%	14.3%	19.5%
在建工程	153.1	877.9	719.5	643.7	590.6	费用率					
无形资产	58.6	87.2	81.4	76.0	70.9	销售费用率	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	8.9	5.6	208.7	240.7	252.7	管理费用率	4.5%	5.3%	6.0%	5.5%	5.3%
资产总额	1,434.0	2,744.6	4,144.2	4,584.8	5,762.7	财务费用率	1.0%	0.9%	2.3%	1.5%	1.3%
短期债务	224.0	493.1	252.9	208.2	300.0	三费/营业收入	9.1%	9.0%	11.1%	9.8%	9.4%
应付帐款	287.0	425.9	468.2	685.0	947.4	偿债能力					
应付票据	122.2	204.3	238.9	314.5	415.7	资产负债率	55.1%	75.8%	47.2%	49.8%	54.1%
其他流动负债	36.4	25.2	219.3	224.2	246.3	负债权益比	122.8%	313.3%	89.4%	99.3%	117.9%
长期借款	15.0	768.0	668.0	668.0	868.0	流动比率	1.36	1.15	1.84	1.41	1.48
其他非流动负债	90.8	125.0	140.7	253.7	396.3	速动比率	0.92	0.89	1.50	1.02	1.07
负债总额	790.5	2,080.6	1,939.8	2,340.0	3,170.7	利息保障倍数	4.36	4.26	3.14	7.39	10.64
少数股东权益	97.7	101.0	102.3	105.5	110.6	分红指标					
股本	204.0	204.0	401.8	401.8	401.8	DPS(元)	0.03	0.05	0.07	0.20	0.44
留存收益	341.8	359.0	1,665.4	1,849.0	2,177.0	分红比率	31.0%	54.2%	30.0%	30.0%	35.0%
股东权益	643.5	664.0	2,169.5	2,356.3	2,689.3	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	1.3%	3.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	44.2	38.5	87.7	262.2	504.6	EPS(元)	0.11	0.09	0.22	0.65	1.26
加: 折旧和摊销	21.6	31.5	72.9	113.1	145.9	BVPS(元)	1.60	1.65	5.40	5.86	6.69
资产减值准备	9.0	-3.8	4.4	9.2	13.2	PE(X)	133.8	155.9	66.9	22.4	11.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.1	8.8	2.7	2.5	2.2
财务费用	10.3	15.8	16.4	50.2	49.9	P/FCF	-49.2	23.8	-6.7	-16.9	17.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.2	3.5	2.7	1.8	1.2
少数股东损益	0.4	0.9	1.3	3.2	5.1	EV/EBITDA	37.4	41.2	25.8	13.5	8.1
营运资金的变动	-22.0	28.8	-40.2	-147.5	-139.6	CAGR(%)	81.7%	136.5%	107.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	34.5	56.8	176.3	290.0	592.4	PEG	1.6	1.1	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-246.7	-880.4	-558.0	-600.5	-500.5	ROIC/WACC	1.6	0.9	0.9	1.5	2.1
融资活动产生现金流量	159.2	951.2	1,107.0	-143.2	72.0	REP	2.9	3.0	2.9	1.5	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月起就职于中信建投证券研究所，从事建筑与建材行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006、2007 年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”，2009 年荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009 年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034