

中航三鑫(002163.sz)

幕墙大丰收，特玻高潜力，期待明年大增长

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

预计公司 2010、2011、2012 年营业收入将分别达到 23.29、33.69、47.79 亿元，EPS 分别为 0.15、0.48、0.77 元。公司业务中 Low-E 玻璃、电子玻璃、TCO 导电玻璃、航空玻璃等产品具备“新能源”、“节能”和“消费升级”多种概念，考虑未来几年快速增长，给予 2011 年 50 倍市盈率，对应目标价为 24.00 元，给予买入评级。

关键假设

(1) 公司主营业务中特种玻璃占比逐年提高，而幕墙工程营业收入占比逐步下降，公司毛利率逐步，分别达到 17.47%、21.24%、22.30%。

(2) 公司玻璃深加工生产线中，海南 3#在线 Low-E 玻璃、海南 2#TCO 导电玻璃、海南 4#超白浮法玻璃、蚌埠 2#线超白压延玻璃、强化深加工项目 3-6#分别于 2011 年陆续投产。

(3) 公司幕墙业务、玻璃深加工等由于竞争日趋激烈而导致毛利率逐年下降。

有别于大众的认识

我们对公司各部分主营业务进行了仔细核算，充分考虑了各部分产品价格的下降和该业务毛利率的下降，进而对公司未来三年运作情况进行预测。

风险提示

公司特玻生产线投产时间可能晚于预期，产品成品率可能低于预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,396.68	1,685.16	2329.00	3369.40	4779.12
增长率(%)	33.02%	20.65%	38.21%	44.67%	41.84%
EBITDA(百万元)	88.07	97.88	151.09	334.21	509.33
净利润(百万元)	43.85	37.62	58.84	191.55	311.19
增长率(%)	-1.64%	-14.20%	56.40%	225.54	62.46%
每股收益(元)	0.215	0.184	0.146	0.477	0.775
市盈率	22.99	78.25	123.32	37.88	23.32
市净率	1.84	5.23	4.73	4.21	3.56
EV/EBITDA	12.79	39.44	50.93	23.78	15.67

数据来源：中航三鑫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)	18.06
目标价格(元)	24.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	3.79%	3.44%	85.65%
沪深300	-0.93%	9.98%	-9.73%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	401.78/122.18
主要股东:	
	韩平元
主要股东持股比例	19.68%

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	

幕墙工程再获大订单，工程收入超预期

2010年12月13日，中航三鑫全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司中标“深圳机场航站区扩建工程T3航站楼幕墙工程二标”项目，中标价为人民币40667.4万元，工期为533天。

回顾公司2010年公告的中标情况，我们进行了对比。

(1) 公司全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司曾于2010年10月26日，中标神华房地产“北京低碳能源研究所及神华技术创新基地项目（一期）神华技术创新基地幕墙工程”。中标价为人民币16600万元，工期为2010年9月30日至2011年11月15日。该中标通知书中标金额占公司2009年度营业总收入的9.85%。

(2) 公司全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司再次与昆明新机场建设指挥部签订新一标段的施工合同，中标价为人民币9932万，占2009年营业收入的5.89%。

(3) 公司全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司曾于2010年4月26日，中标中国建筑股份有限公司的“鄂尔多斯那达慕运动场项目幕墙系统”工程，合同总金额1.0107亿元，建设工期2010年4月22日至2010年11月30日。中标金额占2009年营业收入的6%。

(4) 公司全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司曾于2010年3月5日中标天津泰达发展有限公司“泰达广场A区、B区及泰达中央广场项目A区塔楼幕墙专业承包工程”。中标价为人民币12739.4866万元，工期为2010年2月10日至2011年3月31日。该中标通知书中标金额占公司2009年度营业总收入的7.56%。

此次公司中标项目金额占到2009年营业收入（168515.85万元）的24.13%，远高于其余项目的中标规模。至此，公司今年幕墙业务已经中标90045.89万元，该规模已经远远超过去年同期公司中标情况。这一系列大订单的获得再次印证了公司的高成长性。

玻璃深加工在建项目进展乐观

公司在2009年以来，通过大规模的技改和新建生产线，玻璃深加工业务已经大规模的开展，并逐步释放产能。其中大亚湾离线Low-E玻璃生产线与2009年7月投产后，经过调试，已经基本达产，公司的海南1#生产线电子玻璃易于2010年4月技改成功投产，在蚌埠的1#超白压延玻璃生产线于2010年3月投产，在海南的TCO导电膜玻璃生产线（1-2#线）于2010年8月投产。其余生产线将于2011年陆续投产，并与2012年全部达产。

表1：公司已有的生产线和在建生产线

大分类	生产线名称	具体情况
幕墙板块产品	大亚湾三鑫节能幕墙生产基地	幕墙制品和工程相对稳健，每年保持25%-30%的增速。
工程玻璃业务	年产140万平方米离线Low-E玻璃	2009年7月投产，2010年全年生产，估计2010年生产100万平方米左右，每个月10万平方米的销量。
	海南特玻新建全氧在线Low-E燃烧（3号线）	产能为600T/D，年生产400多万重量箱在线LOW-E镀膜玻璃或400万重量箱高档玻璃原片，预计2011年二季度投产，发挥50%左右。
电子玻璃业务	三鑫精美租赁线	费用已经付清，但贡献利润有限，几乎可以忽略。
	海南特玻1号线改造	2010年4月点火投产，预计全年贡献50%的生产线效益。
	两条AR+ITO镀膜玻璃生产线	预计2010年5月份投产，今年贡献业绩有限，工艺和市场需要进一步攻关，毛利率可达45%以上，盈利能力很强，2011年可以期待。
	海南TCO导电膜玻璃	年生产钢化TCO玻璃600万平方米、不钢化TCO玻璃200万平方米，

太阳能玻璃业务		背板玻璃250万平方米，第一期建设1-2#线，计划在2010年8月底前完成，可以贡献1/3利润；二期建设3-6#线，计划2011年6月底前完成。
	海南特玻2号线改造	2010年年底投产，预计2011年全年贡献8-9亿收入，净利率20%左右。
	蚌埠日熔量250 T/D超白压延玻璃生产线	09年年底点火投产，年产112万重量箱超白玻璃（原片60万、钢化超白52万左右），预计2010年贡献收入2-2.5亿收入，净利2000万以上。
	1200万m ² /a太阳能超白玻璃项目	刚公告投资，建设期1年，预计2011年4月投产；在蚌埠投资3.5亿建造。
	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。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

根据公司近期的公告和相关生产线的进展情况，我们调高了公司业绩预期。依据下列假设条件，进行分析：

（1）受到诸多幕墙企业的竞争引向，公司原有主营业务中幕墙工程营业收入占比逐步下降，营业收入同比增长率分别降低为20%、5%、4%，毛利率逐步回落到11%左右。

（2）公司大亚湾的离线Low-E玻璃生产线于2010、2011、2012年分别生产并销售工程玻璃100、110、120万平米，毛利率逐年下滑至26.8%。

（3）公司海南3#在线Low-E玻璃生产那西安于2010、2011、2012年分别生产并销售0、300、700万平米，毛利率逐年下降至24.5%。

（4）公司海南2#线TCO玻璃生产线于2010、2011、2012年分别销售0、10、13万吨TCO玻璃，毛利率则下降到38%。

（5）公司海南1#生产线于2010、2011、2012年分别销售10、14、15万吨ITO玻璃，毛利率从25%下降到22.80%。

（6）公司于海南TCO1-6#生产线将分别投产，预计2010、2011、2012年分别销售TCO玻璃0、200、500万平米，毛利率下降到36%。

（7）公司海南4#生产线于2012年生产14万吨浮法玻璃，毛利率则下降到26%。

（8）公司在蚌埠生产线于2010、2011、2012年生产并销售600、960、1892万平米超白压延玻璃，毛利率下降到25.3%。

综合来看，公司2010、2011、2012年营业收入将分别达到23.29、33.69、47.79亿元，毛利率由于特玻产品逐年提升而大幅上升，分别达到17.47%、21.24%、22.30%。公司营业收入和净利润保持高速增长，预计2010、2011、2012年EPS分别为0.15、0.48、0.77元。公司业务中Low-E玻璃、电子玻璃、TCO导电玻璃、航空玻璃等多种产品具备“新能源”、“节能”和“消费升级”多种高增长空间市场，以及2011年开始的快速增长率，给予2011年50倍市盈率，对应目标价为24.00元，给予“买入”评级。

盈利预测与投资评级

公司特玻生产线投产时间可能晚于预期，产品成品率可能低于预期。

资产负债表

单位：百万元

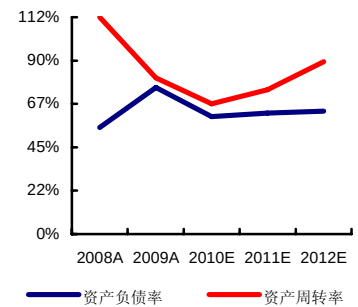
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	933	1,364	2,293	2,699	3,476
货币资金	283	515	1,352	1,339	1,556
应收及预付	350	542	543	796	1,140
存货	300	307	398	564	780
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	501	1,380	1,874	2,174	2,374
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	277	409	409	409	409
在建工程	153	878	1,378	1,678	1,878
无形资产	59	88	87	87	87
其他长期资产	11	5	0	0	0
资产总计	1,434	2,745	4,167	4,874	5,851
流动负债	685	1,188	1,734	2,109	2,625
短期借款	224	493	993	1,093	1,193
应付及预收	446	655	741	1,016	1,432
其他流动负债	15	39	0	0	0
非流动负债	106	893	798	938	1,088
长期借款	15	768	768	908	1,058
应付债券	50	30	30	30	30
其他非流动负债	40	95	0	0	0
负债合计	790	2,081	2,532	3,047	3,713
股本	204	204	402	402	402
资本公积	184	184	919	919	919
留存收益	157	175	213	405	716
归属母公司股东权益	546	563	1,534	1,725	2,036
少数股东权益	98	101	101	101	101
负债和股东权益	1,434	2,745	4,167	4,874	5,851

利润表

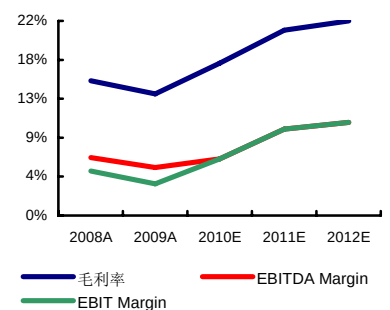
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1397	1685	2329	3369	4779
营业成本	1181	1450	1922	2654	3714
营业税金及附加	32	38	53	77	109
销售费用	49	46	73	110	160
管理费用	63	90	129	195	287
财务费用	14	15	66	80	91
资产减值损失	9	-4	12	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	48	50	73	248	409
营业外收入	5	2			
营业外支出	1	0			
利润总额	53	52	76	250	412
所得税	8	13	17	59	101
净利润	44	39	59	192	311
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	44	38	59	192	311
EBITDA	93	92	151.09	334.21	509.33
EPS (元)	0.21	0.18	0.15	0.48	0.77

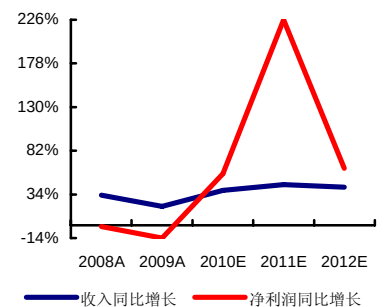
资产负债率趋势



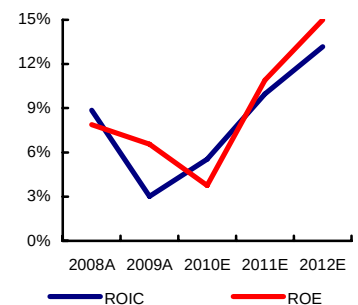
经营利润率趋势



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

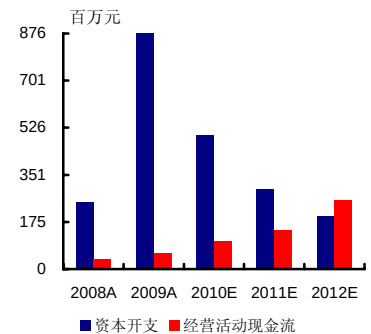
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	35	57	102	144	255
净利润	44	39	59	192	311
折旧摊销	22	32	0	0	0
营运资金变动	-51	-29	-37	-131	-153
其它	19	16	80	84	97
投资活动现金流	-247	-880	-497	-297	-197
资本支出	-247	-876	-497	-297	-197
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动现金流	160	951	1,232	140	159
银行借款	317	1,600	500	240	250
债券融资	-209	-555	-134	0	0
股权融资	62	2	932	0	0
其他	-10	-96	-66	-100	-91
现金净增加额	-53	128	837	-13	217
期初现金余额	328	283	515	1,352	1,339
期末现金余额	275	411	1,352	1,339	1,556

主要财务比率

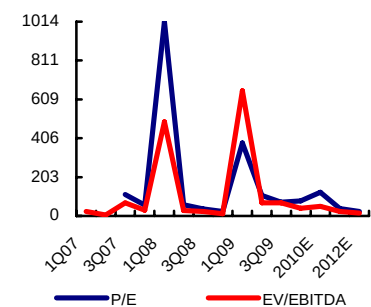
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	33.0%	20.7%	38.2%	44.7%	41.8%
营业利润	-8.8%	3.6%	47.4%	239.4%	65.3%
归属于母公司净利润	-1.6%	-14.2%	56.4%	225.5%	62.5%
获利能力					
毛利率	15.4%	14.0%	17.5%	21.2%	22.3%
净利率	3.2%	2.3%	2.5%	5.7%	6.5%
ROE	8.0%	6.7%	3.8%	11.1%	15.3%
ROIC	9.0%	3.1%	5.6%	10.2%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	55.1%	75.8%	60.8%	62.5%	63.5%
净负债比率	3.2%	122.8%	26.9%	37.9%	33.9%
流动比率	1.36	1.15	1.32	1.28	1.32
速动比率	0.85	0.84	1.03	0.95	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.12	0.81	0.67	0.75	0.89
应收账款周转率	7.12	4.85	5.70	5.63	5.71
存货周转率	4.32	4.78	4.74	4.79	4.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.21	0.18	0.15	0.48	0.77
每股经营现金流	0.17	0.28	0.25	0.36	0.64
每股净资产	2.68	2.76	3.82	4.29	5.07
估值比率					
P/E	23.0	78.2	123.32	37.88	23.32
P/B	1.8	5.2	4.73	4.21	3.56
EV/EBITDA	11.1	40.7	50.93	23.78	15.67

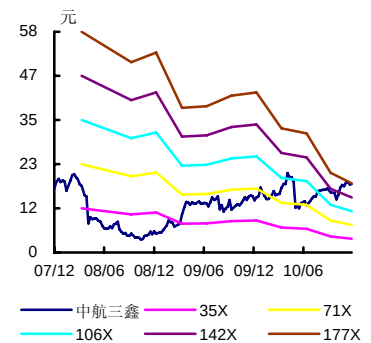
资本支出与经营活动现金流



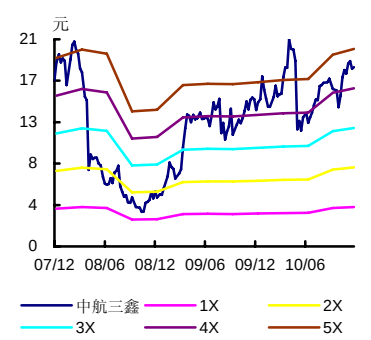
相对估值



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。

相关研究报告

中航三鑫(002163.sz)_季报点评	黄立图	2010-10-26
中航三鑫(002163.sz)_公告点评	黄立图	2010-07-27
中航三鑫(002163.sz)_公司跟踪研究报告	黄立图	2010-04-09

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 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：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。