

## 建材行业

报告原因：年报披露

2011 年 3 月 29 日

市场数据：2011 年 3 月 29 日

收盘价（元）	19.16
一年内最高/最低（元）	21/11.02
市净率	5.12
市盈率(2011)	38
流通 A 股市值（百万元）	2759

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：[zhaohong@sxzq.com](mailto:zhaohong@sxzq.com)

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：[sxzqyjfzb@i618.com.cn](mailto:sxzqyjfzb@i618.com.cn)

孟军

邮箱：[mengjun@sxzq.com](mailto:mengjun@sxzq.com)

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

## 中航三鑫 (002163)

买入

正值转型期，新业务带来新回报

首次评级

### 公司研究/点评报告

#### 盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	16.85	20.6	0.37	-14.2	0.09	2.94	6.68	204
2010A	23.29	38.3	0.64	70.8	0.16	4.28	4.27	119
2011E	39.7	70.8	1.99	210.8	0.5	8.36	11.7	38
2012E	59.06	48.4	3.73	86.9	0.93	10.5	17.9	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

#### 投资要点：

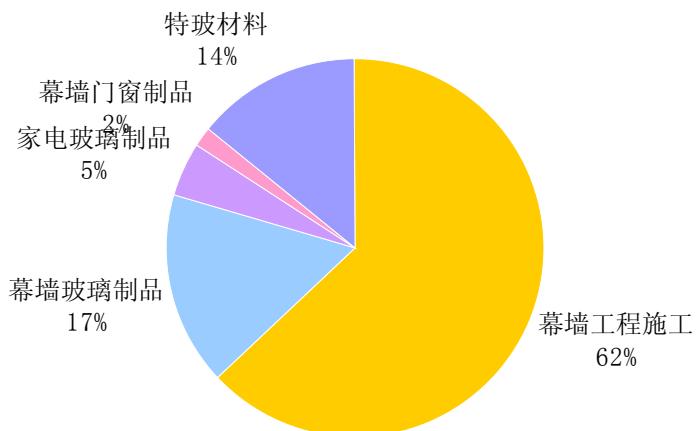
- **全年业绩增长 70.8%。** 2010 年公司实现营业收入 23.29 亿元，同比增长 38.26%，实现净利润 6425.85 万元，同比增长 70.8%，每股收益 0.17 元，分红方案为每 10 股派 1 元转增 10 股。
- **四季度毛利率环比提升 10 个百分点。** 2010 年公司综合毛利率 16.23%，比 2009 年提高 2.3 个百分点，其中，四季度毛利率 21.04%，环比三季度提升 10 个百分点，我们认为毛利率提升主要由于公司安徽蚌埠超白压延一线的投产和海南一线实现量产。
- **公司传统幕墙业务稳步增长，特玻业务增长迅速。** 2010 年公司幕墙施工营业收入 15.56 亿元，同比增长 22.74%，幕墙玻璃制品收入 2.5 亿元，同比增长 7.48%，两项业务收入占比由 97% 降至 85%，毛利占比由 87% 降到 53%，安徽蚌埠一线和海南一线投产以及大亚湾离线 LOW-E 玻璃全年贡献产能，特玻业务收入增长迅速，实现收入 3.54 亿元，收入占比跃升至 15.3%，毛利率 36.34%，是公司各业务中毛利率最高的，贡献毛利占比达到 34.7%。
- **新项目投产导致三大费用率提升 0.5 个百分点。** 2010 年公司三大费用率 9.45%，比 2009 年提升 0.5 个百分点，上升较快的主要原因是销售费用，我们认为主要由于海南特玻和三鑫太阳能投产，新产品推出导致采购和运费增加。
- **公司正处转型关键时期，未来盈利能力将明显提升。** 近几年幕墙工程竞争激烈，利润率不断降低，公司 2009 年开始着眼于特种玻璃、航空玻璃等深加工玻璃领域，引进美国 PPG、德国 DTEC 公司最先进玻璃生产技术，部分项目的投产已开始贡献业绩。另外，公司与控股股东下属航材院签署了关于投资航空涂料的合作框架协议和航空玻璃的合作框架协议，依托中航工业集团的优势，公司航空材料业务将增长迅速。公司今年 3 月计划启动定向增发，募投项目全部集中在太阳能玻璃、航空玻璃、电子玻璃等高端特种玻璃，未来 2 年内公司将有 4 条超白压延玻璃、1 条 600T/D 在线 LOW-E 投产，1 条 350T/D 航空仪表及电子玻璃投产。公司的战略符合玻璃行业未来发展规划，全部项目投产后，公司业务呈现多元化趋势，盈利能力也会明显提升。
- **盈利预测和投资建议。** 我们预计公司实现营业收入 39.79 亿元/59.06 亿元/70 亿元，EPS0.5 元/0.93 元/1.26 元，2011 年 PE 为 38 倍，PEG 为 0.2，我们认为公司正处于转型期，特种玻璃将为公司带来新的重要盈利来源，看好公司在这一领域的发展，给予“买入”评级。

表：公司已经投产和在建的特种玻璃生产线统计

		项目	产品类型	产能	持股比例	投产时间
海南中航特玻材料公司	海南	1 号线	电子级玻璃 (1.6mm-4mm) 及汽车级玻璃 (ITO 玻璃)	600T/D	100%	2010 年 4 月
		2 号线	太阳能 TCO 镀膜玻璃, 在线 LOW-E 玻璃及光伏级超白浮法玻璃	1050 万平米 (钢化 TCO 玻璃 600 万平米, 不钢化 TCO 玻璃 200 万平米, 背板玻璃 250 万平米)	100%	2011 年 1 月
		3 号线	全氧燃烧在线 LOW-E 玻璃	600T/D (1050 万平米)	100%	2011 年 4 月
		4 号线	航空和太阳能超白浮法玻璃	600T/D (航空玻璃 4 万吨, 超白太阳能玻璃 10 万吨)	100%	2011 年 8 月
		5 号线	超白压延太阳能玻璃	500T/D	100%	2012 年 2 月
		6 号线	航空仪表及电子浮法玻璃生产线项目	350T/D	100%	2012 年 4 月
广东中航特种玻璃公司	广东	大亚湾离线 low-E 玻璃	离线 low-e 玻璃	140 万平米	70%	2009 年 7
中航三鑫太阳能光电	安徽	蚌埠 1 线 (250t/d)	超白压延玻璃	250T/D	70%	2010 年 11 月
		蚌埠 2 线 (600t/d)	超白压延玻璃	600T/D	70%	2011 年中投产

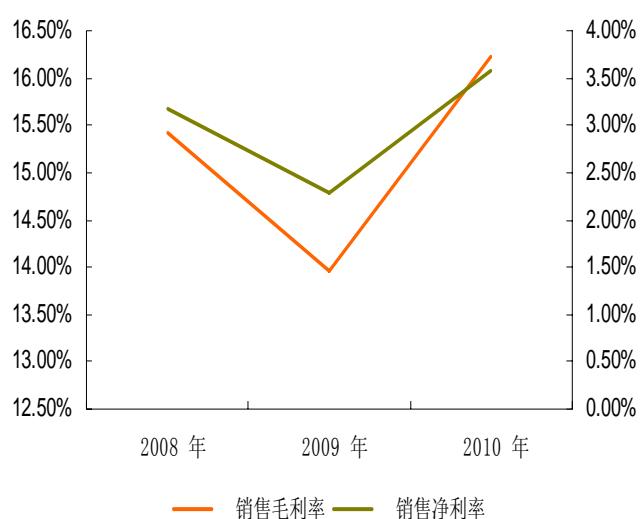
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司收入结构组成



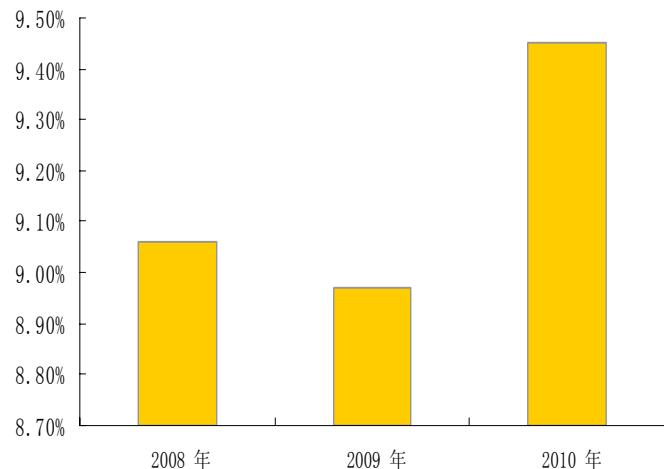
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司毛利率和净利率变化



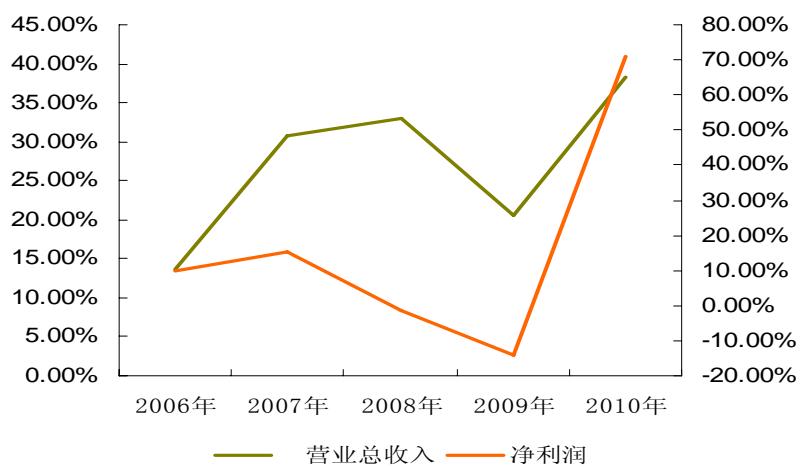
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司收入和净利润增长变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表：利润预测表（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	168515.85	232,994.80	397969.28	590592.79	700067.07
二、营业总成本	163562.99	223,027.22	364680.06	528355.94	615356.78
营业成本	145003.62	195,175.75	318117.66	459256.58	533448.94
营业税金及附加	3830.27	5,156.14	8755.32	12993.04	15401.48
销售费用	4642.17	6,656.49	11939.08	17717.78	21002.01
管理费用	8950.4	12,299.55	19898.46	29529.64	35003.35
财务费用	1520.38	3,055.53	5969.54	8858.89	10501.01
资产减值损失	-383.85	683.75	0	0	0
四、营业利润	4952.86	9967.58	33289.22	62236.85	84710.28
加：营业外收入	234.05	749.85	0	0	0
减：营业外支出	33.72	358.78	0	0	0
五、利润总额	5153.19	10358.65	33289.22	62236.85	84710.28
减：所得税	1301.02	2,035.41	8322.30	15559.21	21177.57
六、净利润	3852.17	8323.24	24966.91	46677.64	63532.71
减：少数股东损益	90	1,897.40	4993.38	9335.53	12706.54
归属于母公司所有者的净利润	3762.18	6425.84	19973.53	37342.11	50826.17
EPS	0.09	0.16	0.50	0.93	1.26

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。