

其他建材

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

中航三鑫

002163

中性

中标四亿元幕墙工程, 未来看点在特种玻璃

公司全资子公司深圳市三鑫幕墙工程有限公司今日被确定为“深圳机场航站区扩建工程 T3 航站楼幕墙工程二标”项目的中标单位, 中标价为人民币 40667.4 万元, 工期为 533 天。

投资要点:

- 幕墙合同 4 亿元, 预计贡献 2012 年营业利润 5000 万元左右。本次中标业务属于公司传统的幕墙业务, 合同金额占 2009 年收入 24.13%。由于工程工期 533 天, 预计业绩将于 2012 年体现。工程收入 4 亿元, 按幕墙工程约 12.5% 的毛利率计算, 可贡献营业利润 5100 万元。
- 幕墙工程高占比影响公司盈利。公司 2010 前三季度, 公司营业收入 15.15 亿元, 其中有来自于幕墙工程的贡献占比接近 60%。虽然特种玻璃生产线的陆续投产有望提升业务, 但幕墙工程业务的低盈利能力是公司今年增收不增利的根源。
- 目前仍在转型过程中, 未来看点在特种玻璃。公司近两年进军特种玻璃领域, 已有电子玻璃, 超白压延玻璃与离线 LOW-E 线投产。受光伏行业旺盛需求影响, 今年电子与超白压延玻璃业绩明显, 但离线 LOW-E 线业绩一般。目前特种玻璃业务业绩尚未充分体现, 上半年在营业利润中占比 15.2%, 但该业务毛利率达 29.3%, 约为幕墙工程的两倍, 仍是公司未来业绩的主要看点。
- 关注明年初 TCO 与在线 LOW-E 线投产情况。明年一季度, 公司位于海南在线 800 万 m² TCO 线与全氧燃烧 20 万吨在线 LOW-E 线将会投产。在线 TCO 为国内首条线, 而 LOW-E 线所使用的在线法又有别于目前多数产商的离线法, 更适合于住宅市场, 因此明年新线的投产情况非常值得关注。
- 投资评级: 预计 10-12 年, 公司的销售收入将由 22.9 亿增长至 46.9 亿, 对应的 EPS 分别为 0.11, 0.21, 0.60 元。目前 100 倍以上的市盈率已较高, 给予公司“中性”的投资评级。
- 风险提示: 特玻业务投产时间及市场开拓情况可能影响公司未来业绩的释放。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1685	2290	3144	4692
同比(%)	21%	36%	37%	49%
归属母公司净利润(百万元)	38	44	85	240
同比(%)	-14%	17%	94%	180%
毛利率(%)	14.0%	17.2%	19.6%	22.7%
ROE(%)	6.7%	2.9%	5.4%	13.5%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.21	0.60
P/E	162.22	138.91	71.47	25.48
P/B	10.84	4.02	3.86	3.44
EV/EBITDA	73	39	20	10

资料来源: 中投证券研究所

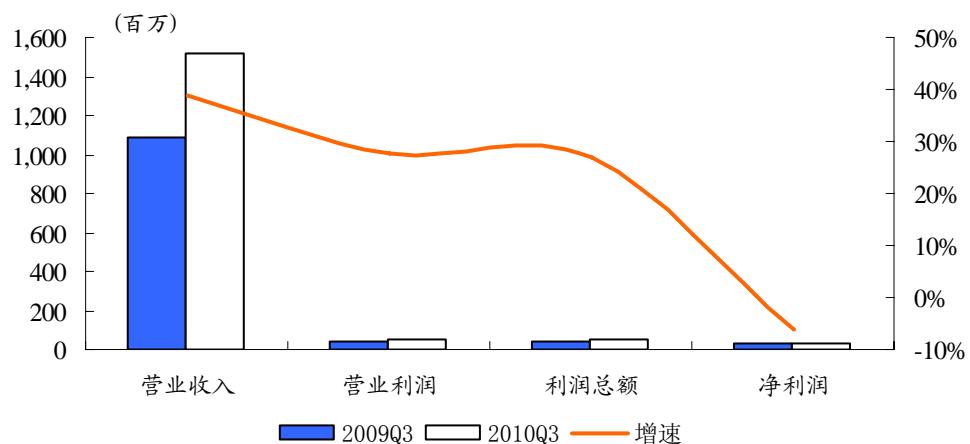
相关报告

《中航三鑫-增收不增利, 转型效果尚未明显体现》2010-10-25

《中航三鑫-进军特种玻璃加工领域, 业绩有待关注》2010-10-8



图 1 前三季度主要经营数据



资料来源：公司公告

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
收入 (亿元)	3.42	3.94	3.02	3.85	4.05	5.94	3.62	4.66	6.88
环比增速	-11.2%	15.3%	-23.2%	27.2%	5.2%	46.7%	-39.1%	29.0%	47.5%
毛利率	12.3%	20.2%	12.8%	16.4%	14.0%	12.9%	14.8%	15.9%	11.8%
费用率	8.4%	11.3%	11.0%	8.3%	10.2%	7.6%	11.9%	8.9%	7.5%
归属股东净 利润 (亿元)	0.06	0.17	0.05	0.19	0.07	0.06	0.04	0.18	0.08
环比增速	-63.0%	155.7%	-67.7%	256.3%	-60.9%	-23.5%	-34.5%	376.7%	-53.6%
净利率	1.9%	4.2%	1.8%	5.0%	1.8%	1.0%	1.0%	3.8%	1.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司内部运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q3
营运能力						
存货周转率(次)	3.51	3.07	3.70	4.32	4.78	3.91
应收账款周转率(次)	10.50	10.43	10.08	7.12	4.85	3.82
资金状况						
资产负债率(%)	63.0	59.5	50.5	55.1	75.8	56.8
经营活动现金流(亿元)	0.1	0.4	0.2	0.3	0.6	0.8
增长率(%)		649.7	-44.8	44.5	64.5	378.6
资本性支出						
资本性支出(亿元)	0.1	0.5	1.4	2.5	8.8	4.8
增长率(%)		602.7	174.4	73.6	255.6	-24.9

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司新增生产线情况

产品	权益比例	地点	生产线	年产量(万吨)	(预计)投产时间	项目金额(万元)	备注
离线 LOW-E	100%	广东大亚湾		140 万 m ²	2009.07	15,926	2011 年完全达产
在线 LOW-E	100%	海南	3#线	20	2011.04	72,788	全氧燃烧技术
TCO	100%	海南	2#线	20	2011 年 1 季度	48,463	在线 TCO 技术
TCO 导电膜玻璃	100%	海南	1-2#线	钢化 TCO600 万 m ² , 不钢化玻璃	2010 年 8 月		
强化深加工项目	100%	海南	3-6#线	200 万 m ² , 背后板玻璃 250 万 m ²	2011 年 6 月	9,562.75	
电子玻璃	100%	海南	1#线	20	2010.04	11,628	薄玻璃生产线改造
超白浮法	100%	海南	4#线	20	2011 年底	44,000	
超白压延	70%	蚌埠	1#线	8	2010.3	18,500	
	70%	蚌埠	2#线	20	2011 年中	42,600	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 中航三鑫盈利预测假设

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
幕墙工程施工	32388.88	24291.66	27935.41	
主营业务收入(万元)	161944.40	186236.06	214171.47	239872.05
同比增长	25.0%	15.0%	15.0%	12.0%
营业成本(万元)	140891.63	162863.43	187292.95	209768.10
毛利率	13.00%	12.55%	12.55%	12.55%

工程玻璃深加工制品

钢化中空玻璃				
销量(万 m ²)	192.00	167.00	147.00	147.00
含税单价(元/m ²)	142.46	138.90	138.90	138.90
单价(元/m ²)	121.76	118.72	118.72	118.72
主营业务收入(万元)	23378.30	19825.76	17451.48	17,451.48
同比增长	-30%	-15%	-12%	0%
营业成本(万元)	20385.88	17288.06	15217.69	15217.69
毛利率(对外销售)	12.80%	12.80%	12.80%	12.80%

离线 LOW-E 中空(总产能 140 m²)

销量(万 m ²)	75.00	100.00	120.00	120.00
含税单价(元/m ²)	240.00	237.00	236.00	236.00

单价 (元/m ²)	205	203	202	202
主营业务收入 (万元)	15,384	20,257	24,205	24,205
同比增长		32%	19%	0%
主营业务成本 (万元)	11230.68	14584.70	17427.69	17427.69
毛利率	27%	28%	28%	28%

在线 LOW-E(3 号线)

产能 (万吨)			5.00	10.00
成品率			0.75	0.80
销量 (万 m ²)			251.25	536.00
含税单价 (元/m ²)	65	63	61	57.00
单价 (元/m ²)	56	54	52	49
主营业务收入 (万元)			13,099	26,113
同比增长				99%
主营业务成本 (万元)			9562.53	19584.62
毛利率		28%	27%	25%

TCO 玻璃(2 号线)

产能 (万吨)		2.00	7.00	10.00
成品率		0.45	0.61	0.63
销量 (万 m ²)		113	534	788
含税单价 (元/m ²)		100	90	85.00
单价 (元/m ²)		85.47	76.92	72.65
主营业务收入 (万元)	9,615.38	41,057.69	57,211.54	
同比增长			327%	39%
主营业务成本 (万元)	4326.92	22581.73	34326.92	
毛利率	55.00%	45.00%	40%	

超白浮法(4 号线)

销量 (万吨)			5	10.00
含税单价 (元/吨)			3,300	3,100.00
单价 (元/吨)			2,821	2,650
主营业务收入 (万元)			14,102.56	26,495.73
同比增长				88%
主营业务成本 (万元)			10153.85	19606.84
毛利率			28.00%	26.00%

浮法玻璃

1 号线产量	10.00	20.00	20.00	20.00
2 号线产量		13.00	13.00	10.00
3 号线产量			12.00	10.00
4 号线产量			8.00	8.00
合计	10.00	33.00	53.00	48.00
含税单价 (元/吨)	1,400	1,450	1,480	1480.00

单价 (元/吨)	1,197	1,239	1,265	1,265
主营业务收入 (万元)	8,974	40,897	67,043	60,718
同比增长		356%	64%	-9%
主营业务成本 (万元)	6461.54	31491.03	51622.91	46752.82
毛利率	28.00%	23.00%	23.00%	23.00%
<hr/>				
幕墙门窗	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
主营业务收入(万元)	7,471.51	7,471.51	7,471.51	7,471.51
同比增长	20%	0%	0%	0%
主营业务支出 (万元)	6,438.73	6,500.21	6,500.21	6,500.21
同比增长	20%	1%	0%	0%
毛利率	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%
<hr/>				
超白压延 (70%)				
1 线产能 (万吨)	8	8	8	8
1 线成品率	0.6	0.62	0.65	0.65
2 线产能 (万吨)		7.00	20.00	20.00
2 线成品率		0.6	0.65	0.65
销量 (万 m ²)	600	1,145	2,275	2,275
含税单价 (元/m ²)	60	56	54	52
单价 (元/m ²)	43	42	42	43
主营业务收入(万元)	25,800	48,090	95,550	97,825
主营业务支出 (万元)	18,060.00	33,663.00	66,885.00	68,477.50
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
<hr/>				
内部抵减收入 (万元)	14,000	18,000	25,000	28,000
内部抵减成本 (万元)	13,860	17,820	24,750	27,720
<hr/>				
主营业务收入总计 (万元)	228,953	314,393	469,152	529,363
毛利率	17%	20%	23%	23%

四、投资建议：中性

根据公司目前情况，我们预计公司 10-12 年的销售收入将由 22.9 亿增长至 46.9 亿，对应的 EPS 分别为 0.11, 0.21, 0.60 元，给予公司“中性”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	1364	1823	2496	3129
应收账款	515	687	943	938
其它应收款	432	581	798	1103
预付账款	46	62	85	127
存货	60	80	106	152
其他	307	406	555	795
	5	6	9	13
非流动资产				
长期投资	1380	3310	3451	3329
固定资产	0	0	0	0
无形资产	409	501	2035	2352
其他	87	87	87	87
	884	2721	1328	890
资产总计				
	2745	5133	5947	6458
流动负债				
短期借款	1188	2691	3418	3653
应付账款	493	1755	2219	2170
其他	388	569	759	906
	306	367	440	577
非流动负债				
长期借款	893	818	818	818
	768	768	768	768
负债合计				
	125	50	50	50
负债和股东权益				
少数股东权益	2081	3509	4236	4471
股本	101	105	131	214
资本公积	204	402	402	402
留存收益	184	918	918	918
归属母公司股东权益	175	198	260	453
	563	1518	1580	1773
负债和股东权益				
	2745	5133	5947	6458

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	57	54	175	239
折旧摊销	39	48	111	322
财务费用	32	25	70	123
投资损失	15	96	139	148
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-29	-100	-169	-374
	1	-15	25	20
投资活动现金流				
资本支出	-880	-1940	-220	0
长期投资	877	1940	220	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-3	0	0	0
长期借款	951	2058	301	-244
普通股增加	269	1262	464	-50
资本公积增加	753	0	0	0
其他	0	198	0	0
	0	734	0	0
现金净增加额				
	-71	-136	-163	-194
	128	172	256	-5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1685	2290	3144	4692
营业成本	1450	1896	2529	3625
营业税金及附加	38	50	69	103
营业费用	46	65	101	160
管理费用	90	113	156	235
财务费用	15	96	139	148
资产减值损失	-4	8	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	50	60	140	411
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	52	62	142	413
所得税	13	14	31	91
净利润	39	48	111	322
少数股东损益	1	4	26	83
归属母公司净利润	38	44	85	240
EBITDA	96	181	349	683
EPS (元)	0.18	0.11	0.21	0.60

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.7%	35.9%	37.3%	49.2%
营业利润	3.6%	21.2%	134.0	192.6%
归属于母公司净利润	-14.2%	16.8%	94.4%	180.5%
盈利能力				
毛利率	14.0%	17.2%	19.6%	22.7%
净利率	2.2%	1.9%	2.7%	5.1%
ROE	6.7%	2.9%	5.4%	13.5%
ROIC	3.2%	3.5%	5.7%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	68.4%	71.2%	69.2%
净负债比率	62.49	71.91%	70.52	65.70%
流动比率	1.15	0.68	0.73	0.86
速动比率	0.89	0.53	0.57	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.58	0.57	0.76
应收账款周转率	5	4	4	5
应付账款周转率	4.42	3.96	3.81	4.35
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.21	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.14	0.44	0.60
每股净资产(最新摊薄)	1.40	3.78	3.93	4.41
估值比率				
P/E	162.22	138.91	71.47	25.48
P/B	10.84	4.02	3.86	3.44
EV/EBITDA	73	39	20	10

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434