

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

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 16.41元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11894.23
总股本(百万)	402
流通股本(百万)	144
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.09
每股净资产(元)	1.65
资产负债率	75.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中航三鑫	2.43	4.99	10.95
深证成份指数	-1.41	-11.53	9.88



相关报告

《中航三鑫-中标四亿元幕墙工程，未来看点在特种玻璃》2010-12-13

《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

中航三鑫 002163

中性

玻璃业务驱动业绩超预期，加大特玻投资力度

公司29日公布2010年业绩修正公告，预计归属母公司净利润6000-6800万元，同比增长60%-80%，对应每股收益0.15-0.17元。同时公布的还包括光伏玻璃投资、文晶砂矿投资加大、设立航空玻璃子公司、转让幕墙公司股权等事项。

投资要点:

- **公司四季度EPS0.08-0.1元，源于玻璃行业高景气。**公司前三季度EPS为0.07元，四季度贡献全年盈利一半以上。主要归因于：①2010年国外光伏厂商装机量激增带动国内超白压延供不应求。公司蚌埠1线于2010年中期调试完成，销售收益于下半年体现。②玻璃行业11月份需求增长带动各类产品价格全面上涨。公司海南基地1线电子玻璃四季度销量良好。
- **7000万元增资900万m²超白压延玻璃，未来盈利谨慎乐观。**公司目前拥有蚌埠1线250T/D超白压延线，2线1500万m²将于今年下半年投产。本次公司继续在蚌埠投资7000万元，预计将于2012年达产。建成后公司超白压延产能将达到3025万m²，为目前的5倍。今年国内规模较大的产商均加快超白压延玻璃投资，我们预计2011年底该产品价格可能出现下滑，对公司该业务盈利谨慎乐观。
- **增大砂矿投资规模，建立航空玻璃子公司，夯实特玻实力。**公司文昌优质超白石英砂的投资规模由1.43亿元增加至4.18亿元。目前文昌砂矿仍处于建设期，预计2011年可完成建设，可确保优质玻璃的原材料供应。另外，公司与航材院合资建立设立北京航空玻璃有限公司，符合公司发展航空玻璃的战略。
- **幕墙工程合同额6.9亿元，约可贡献营业利润9600万元。**公司近期中标的重大幕墙工程合同共有3个，共计6.9亿元。由于大部分施工时间集中在2011年，按照完工百分比法确认收入的话，则业绩大部分体现在2011年。根据公司往年幕墙施工的盈利能力推算，三个合同约可贡献营业利润9600万元。
- **投资评级：**我们预计公司10-12年的销售收入将由24.5亿增长至50.3亿，对应的EPS分别为0.16, 0.28, 0.66元，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销售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	2450	3373	5026
同比(%)	21%	45%	38%	49%
归属母公司净利润(百万元)	38	64	114	264
同比(%)	-14%	70%	79%	130%
毛利率(%)	14.0%	17.8%	20.2%	22.8%
ROE(%)	6.7%	4.1%	7.1%	14.5%
每股收益(元)	0.09	0.16	0.28	0.66
P/E	175.25	103.30	57.60	25.00
P/B	11.71	4.29	4.07	3.62
EV/EBITDA	78	36	19	10

资料来源: 中投证券研究所

一、四季度 EPS 达 0.08-0.1 元，源于玻璃行业高景气

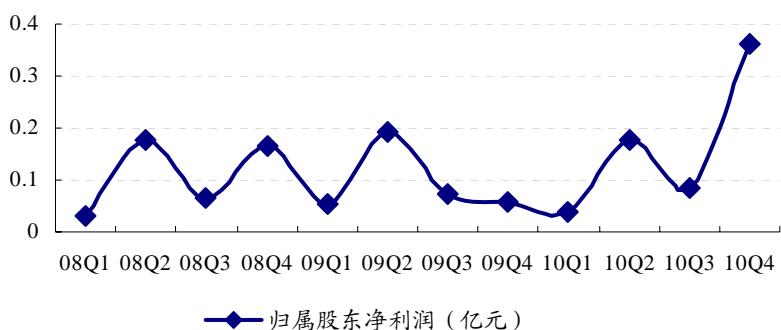
公司预计全年实现归属于母公司净利润为 6000-6800 万元，同比增长 60%-80%，对应 EPS 为 0.15-0.17 元。

公司前三季度 EPS 总共为 0.07 元，而第四季度 EPS 就达到 0.08-0.1 元，超过全年盈利的一半。这也是公司从 08 年以来单季度盈利的最高点。这主要得益于公司光伏行业与玻璃行业的拉动作用。

首先，光伏行业高景气拉动超白压延玻璃供不应求。2010 年国外大量产能受政府补贴下调预期影响，为赶“末班车”而加大光伏投资，造成光伏装机容量激增。由于超白压延玻璃可用作晶体硅电池的盖板，因而需求直接与国外光伏行业相关。从国内产能的反应来看，下半年超白压延玻璃供不应求，价格也维持高位。公司目前拥有的蚌埠 250T/D 超白压延线于 2010 年 3 月投产，经过调试恰好于下半年进入正常运作。根据我们推算，2010 年超白压延对公司营业利润的贡献达到 20%。

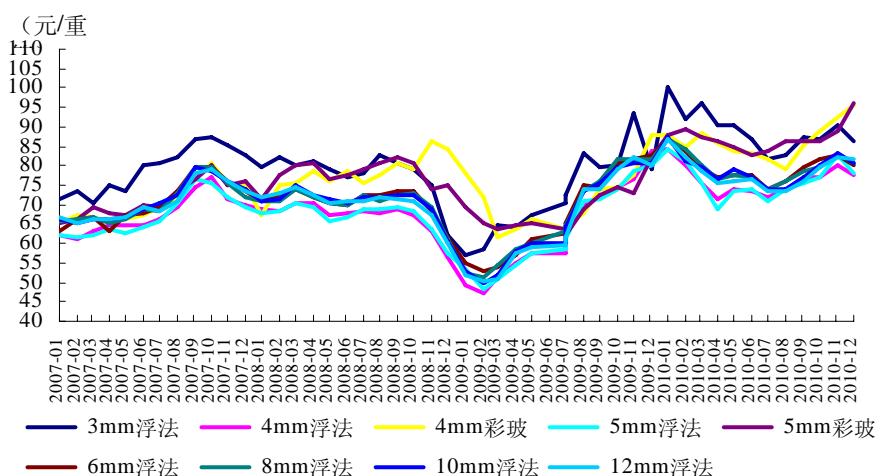
其次，今年四季度国内玻璃行业进入需求旺季，11 月份国内玻璃均价更是出现全面上涨。其中，5mm 普通浮法玻璃价格 11 月价格达到 83 元/重箱，较 7 月份价格上涨 17%。由于公司海南基地已有 1 号线投产，目前产品大多用作汽车玻璃。四季度销售情况良好，因而销售收入与收益均好于预期。

图 1 公司单季度归属于母公司净利润情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司单季度归属于母公司净利润情况



资料来源：玻璃信息网、中投证券研究所

二、投资项目与子公司设立，加大特玻投资力度

2.1 7000 万元增投 900 万 m²超白压延玻璃，未来盈利谨慎乐观。

公司目前拥有蚌埠 1 线 250T/D 超白压延线，2 线 1500 万 m² 将于今年下半年投产。本次公司继续在蚌埠投资 7000 万元，预计将于 2012 年达产。建成后公司超白压延产能将达到 3025 万 m²，为目前的 5 倍。

受光伏行业需求旺盛导致的高利润刺激，国内厂商投资热情高涨。进入 2011 年，各大厂商均有较大规模的产能扩张计划，且绝大部分产能均会实现翻番。经核实，目前已确定今年投资的共有 9 条生产线，新增日熔量达 4600 吨，折合年产量为 1.15 亿 m²。而根据我们的测算，今年国内对超白压延玻璃的新增需求为 2550 万 m²。进入 2011 年下半年，国内超白压延供给压力将会增大，价格很可能无法维持 2010 年底的高水平，我们对公司超白压延玻璃的业绩情况持谨慎乐观态度。

表 1 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 月	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	9,562.75	
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		
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	
	70%	蚌埠	1#线	8	2010.3	18,500	
超白压延	70%	蚌埠	2#线	20	2011 年下半年	42,600	
	70%	蚌埠	3#线	7.2	2012 年	7,000	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 今明两年国内超白压延厂商扩张计划

公司	地点	产能 (T/D)	年产能 (万m ²)	投产时间
南玻	东莞	650	1625	2011 年底
福莱特	安徽凤阳	500*2	2500	2011 年 5 月
耀皮	常熟	250	625	2011 年 1 月
中航三鑫	蚌埠	600	1500	2011 年下半年
		360	900	2012 年
信义	天津	500	1250	2011 年初
	芜湖	500	1250	2011 年初
中俊新能源	无为	550*2	2750	2011 年中
中国建材		700	1750	2012 年(估计)
河北东旭	锦州	250	625	2012 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 文昌砂矿投资规模增大，保障超白砂供应。

由于租用土地价格上涨、部分土地使用方式改租为征的原因，海南特玻公司文昌优质超白石英砂的投资规模由之前的 1.43 亿元增加至 4.18 亿元。目前文昌砂矿仍处于建设期，预计 2011 年可完成建设。

据公司公告，石英砂在特种玻璃生产原料中占到约 70% 的比重。由于未来生产线的增加，矿源成为优质玻璃生产的重要条件之一。公司在海南拥有 TCO 玻璃、在线 LOWE、电子玻璃等生产线，确保原材料来源是公司进军高端玻璃市场的重要保证。

2.3 合资建立航空玻璃公司，夯实特玻业务实力

在公司的战略布局中，公司表示将通过资本运作加快融入中航工业航空材料制造配套供应体系，因而航空玻璃也属于公司重点发展的特种玻璃之一。公司海南 4#线的计划就是 600T/D 的特玻线，产品即为航空玻璃与太阳能超白玻璃，

公司本次与航材院合资设立北京航空玻璃有限公司，并将其定位为航空玻璃、高速列车玻璃、防火防暴玻璃生产的子公司。由于航材院是中国面向航空的综合性材料研究机构和最大的材料工程研究中心之一，因而此举可保障公司航空玻璃的研究实力。

三、幕墙工程实力增加，幕墙产品股权减少

3.1 幕墙工程中标合同达 6.9 亿元，业绩将于今明两年体现。

公司近期中标超过亿元的幕墙工程合同共有 3 个，其中北京“神华技术创新基地幕墙工程”中标价 1.66 亿元，将于 2011 年完工；而深圳机场二标段项目和“上海东方蓝海国际广场外装饰幕墙工程”中标价分别为 4.07 亿与 1.18 亿元，均于 2012 年完工。

三个合同共计 6.9 亿元，由于大部分施工时间集中在 2011 年，按照完工百分比法确认收入的话，则业绩大部分体现在 2011 年。根据公司往年幕墙施工的盈利能力推算，三个合同约可贡献营业利润 9600 万元。

3.2 转让幕墙产品公司股权，有助公司盈利能力提升。

公司 2007 年 12 月与崎陞国际有限公司共同设立三鑫（惠州）产品有限公司，公司持股 70%。由于幕墙产品竞争激烈，该子公司近年来的盈利能力一直处于低水平，2010 年前 10 个月净利润率仅为 2%。

由于公司未来发展重心在特种玻璃，公司将幕墙产品公司 10% 的股权转让给崎陞国际有限公司，转让价格预计将介于 110 万至 130 万元间。此举将降低幕墙产品在业务中的占比，有助于公司盈利能力提升，符合公司长期战略目标。

四、盈利预测假设

表 3 中航三鑫盈利预测假设

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
幕墙工程施工(建筑装饰业)				
主营业务收入（万元）	161,944	194,333	223,483	257,006
同比增长	25.0%	20.0%	15.0%	15.0%
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）	23,378	19,826	17,451	17,451
同比增长	-30%	-15%	-12%	0%
营业成本（万元）	20,386	17,288	15,218	15,218
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	130.00
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	26,222
同比增长		32%	19%	8%

主营业务成本 (万元)	11230.68	14584.70	17427.69	18880.00
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)		2.50	7.00	10.00
成品率		0.45	0.61	0.63
销量 (万 m ²)		141	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)		12,019.23	41,057.69	57,211.54
同比增长			242%	39%
主营业务成本 (万元)		5408.65	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)		3,500	3,200.00
单价 (元/吨)		2,991	2,735
主营业务收入 (万元)		14,957	27,350
同比增长			83%
主营业务成本 (万元)		10,769	20,239
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		12.50	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	32.50	53.00	48.00
含税单价 (元/吨)	1,520	1,470	1,480	1480.00
单价 (元/吨)	1,299	1,256	1,265	1,265

主营业务收入 (万元)	12,991	40,833	67,043	60,718
同比增长		214%	64%	-9%
主营业务成本 (万元)	9353.85	30625.00	51622.91	46752.82
毛利率	28.00%	25.00%	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%)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
1 线产能 (万吨)	8	8	8	8
1 线成品率	0.65	0.67	0.67	0.67
2 线产能 (万吨)		7	20	20
2 线成品率		0.6	0.65	0.67
3 线产能 (万吨)			4.00	7.20
3 线成品率			0.63	0.67
销量 (万 m ²)	650	1,195	2,610	2,948
单价 (元/m ²)	44	43	42	43
<hr/>				
主营业务收入(万元)	28,600	51,385	109,620	126,764
<hr/>				
主营业务支出 (万元)	20,020	35,970	76,734	88,735
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<hr/>				
家电玻璃				
主营业务收入(万元)	9,200.00	9,200.00	9,200.00	9,200.00
主营业务支出 (万元)	7,600.00	7,600.00	7,600.00	7,600.00
毛利率	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%
<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)	244,970	337,325	502,588	587,508
毛利率	18%	20%	23%	23%

资料来源：中投证券研究所

五、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 24.5 亿增长至 50.3 亿，对应的 EPS 分别为 0.16, 0.28, 0.66 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	1946	2673	3351
应收账款	515	735	1012	1005
其它应收款	432	622	856	1181
预付账款	46	67	92	137
存货	60	85	113	163
其他	307	431	591	851
	5	7	9	14
非流动资产				
长期投资	1380	3310	3587	3683
固定资产	0	0	0	0
无形资产	409	501	2172	2656
其他	87	87	87	87
	884	2721	1328	940
资产总计	2745	5256	6260	7034
流动负债				
短期借款	1188	2794	3692	4186
应付账款	493	1805	2420	2602
其他	388	604	808	970
	306	385	465	614
非流动负债				
长期借款	893	818	818	818
其他	768	768	768	768
	125	50	50	50
负债合计	2081	3612	4510	5004
少数股东权益	101	106	131	210
股本	204	402	402	402
资本公积	184	918	918	918
留存收益	175	218	298	500
归属母公司股东权益	563	1538	1618	1820
负债和股东权益	2745	5256	6260	7034

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	202	267
折旧摊销	39	69	140	343
财务费用	32	25	73	135
投资损失	15	97	145	164
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-29	-126	-181	-397
	1	-12	26	21
投资活动现金流				
资本支出	-880	-1940	-360	-230
长期投资	877	1940	360	230
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	951	2107	435	-44
长期借款	269	1312	614	182
普通股增加	753	0	0	0
资本公积增加	0	198	0	0
其他	0	734	0	0
现金净增加额	-71	-137	-179	-226
	128	220	277	-7

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	2450	3373	5026
营业成本	1450	2013	2692	3881
营业税金及附加	38	54	74	111
营业费用	46	70	108	171
管理费用	90	121	167	251
财务费用	15	97	145	164
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	87	177	438
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	52	89	179	440
所得税	13	20	39	97
净利润	39	69	140	343
少数股东损益	1	5	25	79
归属母公司净利润	38	64	114	264
EBITDA	96	209	395	737
EPS (元)	0.18	0.16	0.28	0.66

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.7%	45.4%	37.7%	49.0%
营业利润	3.6%	75.3%	103.9	147.3%
归属于母公司净利润	-14.2%	69.6%	79.4%	130.4%
获利能力				
毛利率	14.0%	17.8%	20.2%	22.8%
净利率	2.2%	2.6%	3.4%	5.2%
ROE	6.7%	4.1%	7.1%	14.5%
ROIC	3.2%	4.1%	6.3%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	68.7%	72.1%	71.1%
净负债比率	62.49	71.25%	70.67	67.34%
流动比率	1.15	0.70	0.72	0.80
速动比率	0.89	0.54	0.56	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.61	0.59	0.76
应收账款周转率	5	4	4	5
应付账款周转率	4.42	4.06	3.81	4.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.16	0.28	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.13	0.50	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.40	3.83	4.03	4.53
估值比率				
P/E	175.25	103.30	57.60	25.00
P/B	11.71	4.29	4.07	3.62
EV/EBITDA	78	36	19	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