

中报点评**评级：推荐**

2009 年 7 月 22 日

2009 年 7 月 22 日**市场数据 2008 年 7 月 22 日**

当前价格（元）	13.6
52 周价格区间（元）	3.34 ~ 14.72
总市值（百万）	2774
流通市值（百万）	1102
总股本（万股）	20400
流通股（万股）	8101
近一月换手（%）	138.7 %
实际控制人	中航集团
公司网址	www.sanxinglass.com

财富证券研究发展中心**研究员：王璇****+86 755 82575658****wangxuan@cfzq.com****相关报告：**

《中航三鑫深度调研报告——夯实发展、增长明确的幕墙一体化企业》

——2009 年 6 月 12 日

主要观点：**➤ 业绩符合预期**

2009 年上半年公司实现营业收入 6.87 亿元，同比增长 3.86%；实现净利润 2.44 亿元，同比增长 16.38%。实现每股收益 0.12 元，基本符合预期。

➤ 特玻材料项目业绩释放开始提速。

公司中报显示，上半年公司幕墙工程带来的营业收入仍占 73%，特玻材料收入占 26%，下半年随着三大特玻项目的投产，特玻材料收入比例将稳步上升，明年业绩增厚将明显受益于特玻材料项目产能的释放。

➤ 定向增发海南特玻项目正按计划顺利实施。

公司于 2009 年 6 月 5 日公布的非公开增发 1 亿股、增发价 8.98 元/股的募集资金方案已上报证监会，将全部用于向海南中航特玻材料有限公司增资，以收购福耀海南浮法玻璃有限公司相关资产，目前已支付资产购置合同款的 60%，正组织进行资产移交并办理有关资产交易的过户手续。

同时，公司为海南中航特玻材料产业基地的建设和建成后的生产经营引入了一批在玻璃生产经营领域具有长期实践经验的高素质专业技术和生产管理人员，为公司在特种玻璃市场的发展提供了强有力的支持。

➤ 公司订单和盈利水平受金融危机影响较小。

受金融危机影响，公司虽然因幕墙产品、工程玻璃及电子玻璃产品海外订单延迟履约 3 亿元，但 09 年上半年仍实现销售订单 12.5 亿元，与去年同期相比增长 42%。报告期内公司的综合毛利率为 14.80%，比去年同期微增 0.59%，主要是幕墙工程的毛利率由去年同期的 12.01%增长到报告期内的 15.33%，而工程玻璃制品和电子玻璃制品业务受出口下滑的影响，毛利率分别下降了 7.88%和 0.32%，报告期内的毛利分别为 13.63%和 12.03%，但同时公司玻璃制品出口产品退税率由 5%提高到 11%，相应降低了公司的产品成本。

➤ **盈利预测与投资评级：**预计 2009 年，2010 年，2011 年 EPS 分别为 0.24 元、0.57 元和 0.9 元，目前公司股价 13.6 元，维持“推荐”评级。

盈利预测表

表 1: 公司分业务销售收入及毛利率预测

单位: 百万元		2007	2008A	2009E	2010E	2011E
幕墙工程	销售收入	772.74	1022.11	1289.71	1502.13	1715.88
	销售成本	661.81	882.58	1108.24	1278	1416.15
	销售利润	110.93	139.53	181.47	224.13	299.73
	毛利率	14.36%	13.65%	14.07%	14.92%	17.47%
	收入占比	73%	73%	68%	59%	56%
	毛利占比	65%	65%	57%	45%	44%
幕墙玻璃制品	销售收入	215.16	237.98	318	446	660
	其他幕墙玻璃	215.16	237.98	240	250	250
	Low-E 玻璃	0	0	78	196	410
	销售成本	171.66	187.28	244.11	333.03	462.05
	其他幕墙玻璃	171.66	187.28	188.11	191.03	189.24
	Low-E 玻璃	0	0	56	142	272.81
	销售利润	43.5	50.7	73.89	112.97	197.95
	其他幕墙玻璃	43.5	50.7	51.89	58.97	60.76
	Low-E 玻璃	0	0	22	54	137.19
	毛利率	20.22%	21.30%	23.24%	25.33%	29.99%
	其他幕墙玻璃	20.22%	21.30%	21.62%	23.59%	24.30%
	Low-E 玻璃	0	0	28.21%	27.55%	33.46%
	收入占比	20.45%	17.08%	16.73%	17.39%	21.56%
	其他幕墙玻璃	20.45%	17.08%	12.63%	9.75%	8.17%
	Low-E 玻璃	0	0	4.10%	7.64%	13.39%
	毛利占比	25.50%	23.70%	23.24%	22.77%	29.27%
	其他幕墙玻璃	25.50%	23.70%	16.32%	11.89%	8.98%
	Low-E 玻璃	0	0	6.92%	10.88%	20.29%
超白玻璃	销售收入			80	300	327.4
	销售成本			56.76	201.14	213.89
	销售利润			23.24	98.86	113.51
	毛利率			29.05%	32.95%	34.67%
	收入占比			4.21%	11.70%	10.69%
	毛利占比			7.31%	19.93%	16.79%
电子玻璃	销售收入	64.31	88.07	142	214	235
	销售成本	48.18	71.58	114.08	169.97	189.68
	销售利润	16.13	16.49	27.92	44.03	45.32
	毛利率	25.08%	18.72%	19.66%	20.57%	19.29%
	收入占比	6.11%	6.32%	7.47%	8.35%	7.68%
	毛利占比	9.46%	7.71%	8.78%	8.87%	6.70%

幕墙门窗制品	销售收入		45.38	71	102	123
	销售成本		38.19	59.59	85.87	103.27
	销售利润		7.19	11.41	16.13	19.73
	毛利率		15.84%	16.07%	15.81%	16.04%
	收入占比		3.26%	3.74%	3.98%	4.02%
	毛利占比		3.36%	3.59%	3.25%	2.92%
合计	销售收入	1052.21	1393.54	1900.71	2564.13	3061.28
	销售成本	881.65	1179.63	1582.78	2068.01	2385.04
	毛利率	16.21%	15.35%	16.73%	19.35%	22.09%

资料来源：财富证券

表 2：公司盈利预测（2009～2010 年考虑定向增发 1 亿股后摊薄）

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1052.21	1393.54	1900.71	2564.13	3061.28
收入增长率		32.44%	36.39%	34.90%	19.39%
- 主营业务成本	881.65	1179.63	1582.78	2068.01	2385.04
毛利率	16.21%	15.35%	16.73%	19.35%	22.09%
- 主营税金及附加	25.08	32.11	45.74	60.64	72.15
主营业务利润	145.48	181.8	272.19	435.48	604.09
+ 其他业务利润	0	0	0	0	0
- 营业费用	39.39	49.43	81.76	94.58	112.28
管理费用	41.17	62.88	84.29	109.89	134.92
财务费用	10.33	14.22	18.77	24.65	29.34
营业利润	52.59	47.82	87.36	206.36	327.55
+ 投资收益	0	0	0	0	0
营业外收入	2	5.38	2	2	2
- 营业外支出	0.57	0.6	1	1	1
利润总额	54.02	52.6	88.36	207.36	328.55
- 所得税	6.28	8.36	14.05	31.10	49.28
少数股东损益	3.17	0.39	2.65	2.07	6.57
净利润	44.57	43.85	71.66	174.18	272.69
EPS	0.39	0.21	0.24 (摊薄后)	0.57 (摊薄后)	0.9 (摊薄后)

资料来源：财富证券

● 投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.