

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: 18.06 元

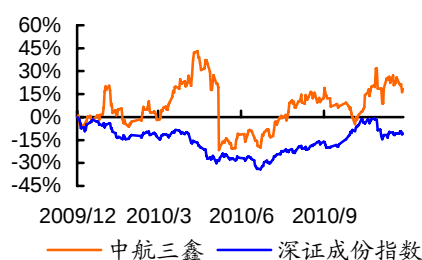
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12905.02
总股本(百万)	402
流通股本(百万)	144
流通市值(亿)	26
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	3.79	9.52	39.03
深证成份指数	1.40	10.39	26.03



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

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:

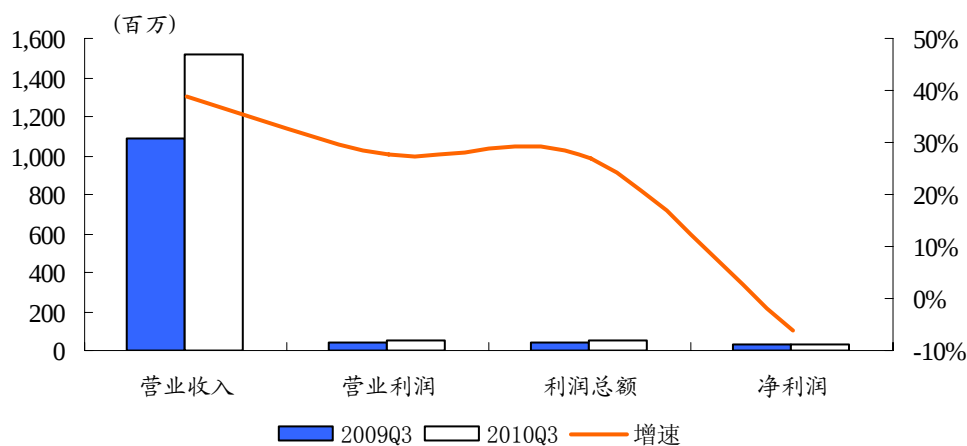
- **幕墙合同 4 亿元, 预计贡献 2012 年营业利润 5000 万元左右。**本次中标业务属于公司传统的幕墙业务, 合同金额占 2009 年收入 24.13%。由于工程工期 533 天, 预计业绩将于 2012 年体现。工程收入 4 亿元, 按幕墙工程约 12.5% 的毛利率计算, 可贡献营业利润 5100 万元。
- **幕墙工程高占比影响公司盈利。**公司 2010 前三季度, 公司营业收入 15.15 亿元, 其中有来自于幕墙工程的贡献占比接近 60%。虽然特种玻璃生产线的陆续投产有望提升业务, 但幕墙工程业务的低盈利能力是公司今年增收不增利的根源。
- **目前仍在转型过程中, 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

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	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	
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 万 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%

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%

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%

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

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					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1364	1823	2496	3129	营业收入	1685	2290	3144	4692
现金	515	687	943	938	营业成本	1450	1896	2529	3625
应收账款	432	581	798	1103	营业税金及附加	38	50	69	103
其它应收款	46	62	85	127	营业费用	46	65	101	160
预付账款	60	80	106	152	管理费用	90	113	156	235
存货	307	406	555	795	财务费用	15	96	139	148
其他	5	6	9	13	资产减值损失	-4	8	10	10
非流动资产	1380	3310	3451	3329	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	409	501	2035	2352	营业利润	50	60	140	411
无形资产	87	87	87	87	营业外收入	2	2	2	2
其他	884	2721	1328	890	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2745	5133	5947	6458	利润总额	52	62	142	413
流动负债	1188	2691	3418	3653	所得税	13	14	31	91
短期借款	493	1755	2219	2170	净利润	39	48	111	322
应付账款	388	569	759	906	少数股东损益	1	4	26	83
其他	306	367	440	577	归属母公司净利润	38	44	85	240
非流动负债	893	818	818	818	EBITDA	96	181	349	683
长期借款	768	768	768	768	EPS (元)	0.18	0.11	0.21	0.60
其他	125	50	50	50	主要财务比率				
负债合计	2081	3509	4236	4471	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	101	105	131	214	成长能力				
股本	204	402	402	402	营业收入	20.7%	35.9%	37.3%	49.2%
资本公积	184	918	918	918	营业利润	3.6%	21.2%	134.0	192.6%
留存收益	175	198	260	453	归属于母公司净利润	-14.2%	16.8%	94.4%	180.5%
归属母公司股东权益	563	1518	1580	1773	获利能力				
负债和股东权益	2745	5133	5947	6458	毛利率	14.0%	17.2%	19.6%	22.7%
现金流量表					净利率	2.2%	1.9%	2.7%	5.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	6.7%	2.9%	5.4%	13.5%
经营活动现金流	57	54	175	239	ROIC	3.2%	3.5%	5.7%	10.8%
净利润	39	48	111	322	偿债能力				
折旧摊销	32	25	70	123	资产负债率	75.8%	68.4%	71.2%	69.2%
财务费用	15	96	139	148	净负债比率	62.49	71.91%	70.52	65.70%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.15	0.68	0.73	0.86
营运资金变动	-29	-100	-169	-374	速动比率	0.89	0.53	0.57	0.64
其它	1	-15	25	20	营运能力				
投资活动现金流	-880	-1940	-220	0	总资产周转率	0.81	0.58	0.57	0.76
资本支出	877	1940	220	0	应收账款周转率	5	4	4	5
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.42	3.96	3.81	4.35
其他	-3	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	951	2058	301	-244	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.21	0.60
短期借款	269	1262	464	-50	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.14	0.44	0.60
长期借款	753	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.40	3.78	3.93	4.41
普通股增加	0	198	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	734	0	0	P/E	162.22	138.91	71.47	25.48
其他	-71	-136	-163	-194	P/B	10.84	4.02	3.86	3.44
现金净增加额	128	172	256	-5	EV/EBITDA	73	39	20	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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, 旨在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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434