

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

生产渐入佳境，期待业绩爆发

事件描述

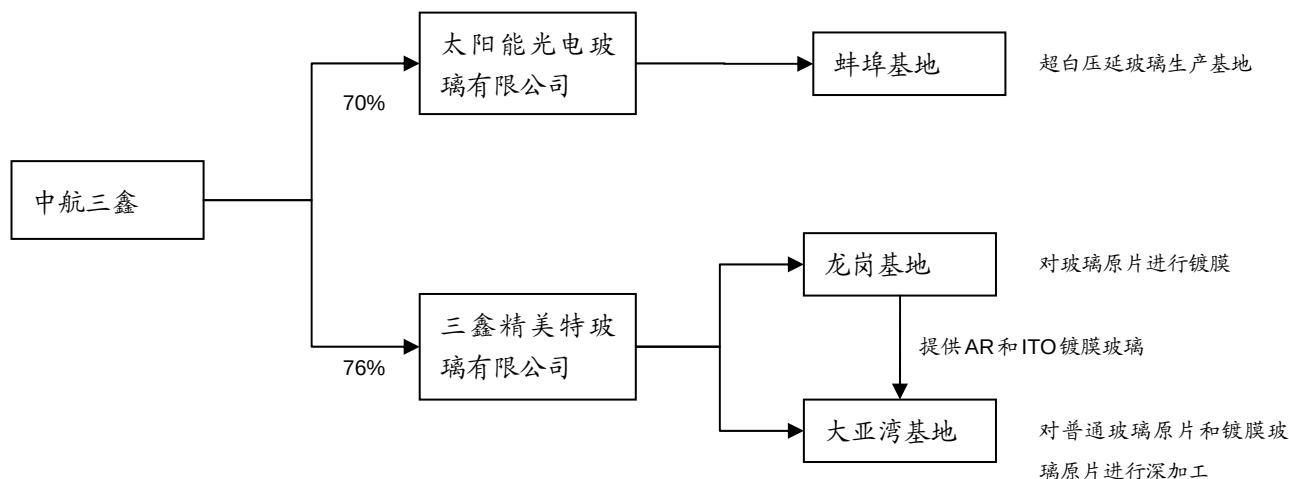
1月10、11日，我们参观了中航三鑫旗下子公司精美特玻璃在大亚湾和龙岗的生产基地以及太阳能光电玻璃在蚌埠的超白压延生产基地，并与子公司高管进行了交流，主要观点如下：

事件评论

太阳能光电玻璃和三鑫精美特的业务结构

此次调研的两家公司均是中航三鑫的控股子公司，其中蚌埠的“太阳能光电玻璃有限公司”，主要生产超白压延玻璃；深圳的“三鑫精美特”则是家电、电子玻璃整合的主要平台，有龙岗和大亚湾两个生产基地。

图1：三鑫精美特两大生产基地的关系图示



资料来源：长江证券研究部

蚌埠的超白压延将成为国内最大的基地

蚌埠基地共有两条超白压延生产线，一条2010年3月份投产，另一条目前仍在建，预计今年5月前后点火。产品用于制造太阳能晶硅电池，主要以3.2mm规格为主，也有部分4mm产品（产量约为每月几十吨左右）。

■ 已投产的生产线为1窑2线，日熔量约为250吨（随着工艺的日趋合理将能够达到260、280吨左右），2010年

1 月份点火, 3 月份投产, 调试到 6-7 月份成品率达到 67% 左右, 目前产品率已经达到 75%, 属国内一流水平 (前三甲)。如果按照 2010 年 12 月的产量进行年化的话, 年产量能达到 800 万平方米。

- 在建的生产线为 1 窑 5 线 (国内首条最大), 设计日熔量能达到 650 吨, 对应原有生产线的成品率, 预计年产量将超过 2000 万平方米, 届时公司超白压延玻璃的年产能将达到 2800 万平方米。而 1 窑 5 线的设计也将进一步降低单位生产成本 (类似于水泥生产线单线规模越大, 生产成本越低)。此外, 由于有了 1 期的生产经验, 预计 2 期的调试时间将大大缩短, 投产后大概 2 个月左右成品率能达到 70% 以上。

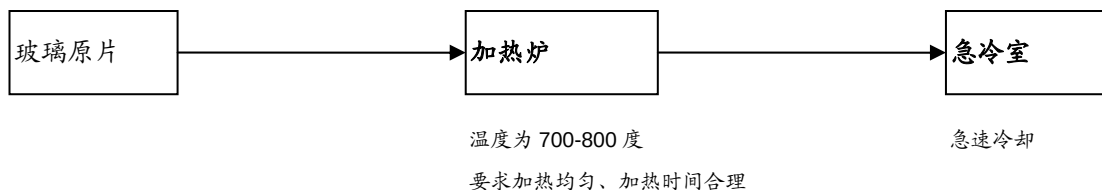
两条生产线均是由国内技术研究能力最强的蚌埠玻璃设计院设计安装的, 30% 的持股比例保证了其对公司的技术支持。

产品深加工或将进一步提高盈利能力

公司超白压延玻璃的盈利能力较强, 价格也较高, 未钢化价格约为 40 元/平米, 钢化后的价格约为 60 元/平米, 如果镀膜的话价格将更高。

- **钢化:** 公司目前有两个钢化炉, 分别于 2010 年 8 月和 2010 月投产, 目前产能为 1.5 万平米/天左右, 最好可以达到 2 万平米/天, 但仍低于目前约 2.34 万平米的超白压延产量。未来该业务将持续拓展, 实现对自身产品的全钢化。由于钢化和不钢化价格差异较大, 公司实现钢化配套将大幅提高公司的获利能力。

图 2: 玻璃钢化工艺



资料来源: 长江证券研究部

- **镀膜:** 公司的镀膜生产线是在 2010 年底刚上的, 主要是对超白压延玻璃进行 AR 镀膜, 可以增强光线透过率 2-3 个百分点 (增透玻璃)。作为一款深加工产品, 附加值较高。目前已经生产出产品, 但还没有开始销售, 预计这将是公司 2011 年的利润突破点之一。

质量位居前列, 成本控制优秀

质量位居前列; 超白压延玻璃的质量主要从三方面来看: 结石和气泡数以及厚度是否均匀。结石是绝不允许的, 因为在强化时易炸裂; 气泡多了则会影响玻璃密度; 厚度是否均匀也是衡量玻璃产品质量的关键因素。

公司的生产线由蚌埠设计院设计安装, 生产设备属于国内先进水平, 产品质量也在一定程度得到保证。目前, 公司产品在下游客户中的认可度较高, 位列该业务领域的前三甲。与南玻相比, 两者产品质量差不多, 不过南玻的生产稳定性更强一些 (能够长期保持 75% 的成品率), 由于公司的生产线比较新, 所以生产稳定性还略差一些, 不过预计后面将更加稳定运营。

成本控制优秀; 产品的成本主要是原材料和能源。其中能源主要是指天然气, 在总成本占比中达到 25-30%。原材料主要是指超白砂 (含铁量低的硅砂, 50-60ppm 左右) 和纯碱, 其中超白砂成本占比超过 60%。

公司在成本控制方面做的比较好:

- 1、公司的超白砂来自凤阳, 是国内两个超白砂矿源之一, 运输成本较低;
- 2、公司的采购部门预计到了 2010 年纯碱价格的大幅上扬, 提前进行了备货, 为公司节约了成本;
- 3、公司的生产线设计为油气两用 (天然气便宜的时候用天然气, 重油有优势的时候就用重油) 更具灵活性。

需求季节性下调，难掩市场热景

尽管近期需求出现季节性下调，我们认为 2011 年超白压延市场仍将维持景气，主要基于以下几个理由：

- 超白压延玻璃在 2010 年 7-12 月属井喷状态，产品价格一路上涨。目前价格虽趋于平稳，主要是由于淡季需求降低（圣诞放假），并不是产能过剩的原因。
- 尽管近两年不断有厂家在上生产线，产能直线上升：目前全国已有约 50 条，未来还将有几十条陆续投产，增速高于需求增长。不过达到供需平衡，至少要到 2011 年年底左右，而且多晶硅电池需求也存在超预期。
- 公司的客户主要来自国外，并与多家客户（江西赛维等）达成战略合作协议。

（注：通常秋后是产品的销售旺季）

镀膜玻璃生产线步入正轨，成未来重要看点

三鑫精美特在龙岗基地共有三条镀膜线，其中，2007 年 8 月 20 日，三鑫精美特融资租赁了中航第一集团国际租赁有限责任公司真空镀膜玻璃生产线一套，2008 年 7 月 8 日又以融资租赁的方式新建两条 AR+ITO 镀膜（即可以切换生产）生产线。目前，深圳龙岗：19 英寸双面 AR 面板，6.5 万片/月；AR+ITO 导电玻璃单面，15 万片/月。

其中，AR 镀膜线是目前国内最大的 AR 生产线；融资租赁的线 2010 年 5 月份才投产，下半年才开始实现盈利。目前镀膜后的产品一般先送到大亚湾基地做深加工再外买（深加工能够提升产品附加值）。

我们认为公司这几条镀膜线未来亮点突出：

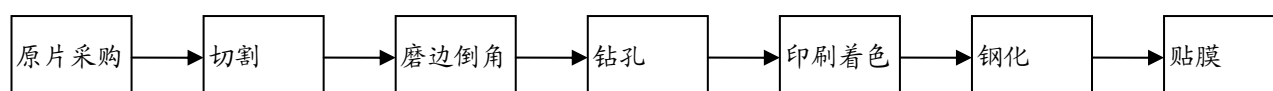
- 目前公司的 AR 镀膜玻璃在国内处在前沿地位；公司龙岗的生产线是国内最大的 AR 镀膜玻璃生产线；公司的视屏玻璃经过 AR 镀膜，能够有效降低反射率，使透过率达到 98% 以上，解决了玻璃反光问题，随着下游消费要求的提高，AR 的用途越来越广泛（比如 iPhone 手机触摸屏就镀了 AR 膜，即使在强光环境下也能够正常阅读）。
- 之前由于一直处在生产调试阶段，未能贡献盈利；到 2010 年下半年随着生产线正常运转，3 条镀膜线开始逐步贡献利润；产品档次和长信科技类似，预计毛利率在 30% 以上；目前订单饱满，AR 玻璃最大客户是飞利浦、三星等厂商；ITO 玻璃主要用于人体电子秤构件和手机触屏，目前在配套秤上公司已经做到华南第一。

大亚湾主要配套家电和电子玻璃深加工

2005 年三鑫精美特正式开始进入电子玻璃领域，大亚湾生产线主要做下游深加工。产品主要用于家电底座等支撑结构（无需镀膜）、视屏玻璃（AR 光学镀膜）和电子秤、手机（ITO 镀膜），其中支撑结构用玻璃占比最大，但毛利相对较低，而镀膜后的玻璃产品毛利较高，毛利能达到 30% 以上。

目前该基地的生产方式主要是以销定产；生产线设计产能为厚片 3-4 万片/天，2mm 以下薄片 1-1.5 万片/天，2010 年生产情况都偏紧，产能利用率约为 80%。

图 3：大亚湾生产基地电子玻璃生产流程



资料来源：长江证券研究部

注：公司的玻璃原片主要来自龙岗分公司的镀膜成品、海南的浮法玻璃，自己提供的占到 50%，然后也从外面厂商采购一部分。

下游客户分散，降低经营风险

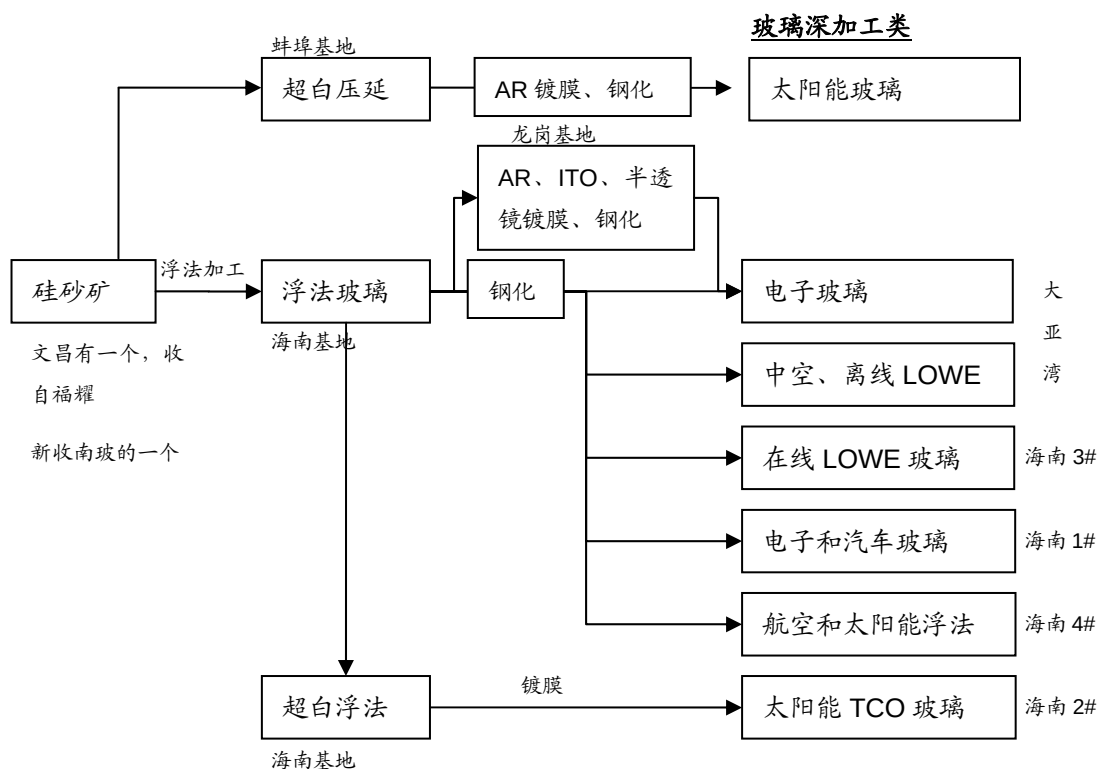
产品国内配套客户有：TCL、长虹、创维、美的、安美特、联创等，国外客户包括飞利浦、三星、DELL 等，均属于长期合作关系。但并没有签订战略合作协议，更多是考虑不被一家客户绑定，分散风险，因为家电和电子企业波动较大，一旦被固定几个厂商绑定可能会影响对其他公司的供应，存在经营风险。

产业链一体化将带来更大的竞争优势

玻璃的销售基本上都是直销模式，下游客户最看重的就是**产品质量、价格和保供能力**，公司目前已实现了玻璃产业链的一体化，规模效应和协同效应开始显现，在成本和管理（包括质量管理和工期安排）上都更具优势。

玻璃产业链：从最上游的硅砂矿（包括收购福耀和南玻的矿），到浮法玻璃加工，以及各类玻璃深加工产品。

图 4：公司已形成玻璃产业链一体化



资料来源：长江证券研究部

注：目前海南 3、4 号线还未投产，2 号线即将点火；蚌埠基地的两条超白压延也仅投产一条，另一条产能较大的仍在建

维持“推荐”评级

一直以来，市场对中航三鑫最大的疑虑在于幕墙施工背景的公司突然华丽转型大规模生产浮法玻璃和特种玻璃，公司能否成功实现转型？从本次调研来看，我们认为公司蚌埠和大亚湾基地产销均已步入正轨，显示公司转型已初步取得成功；公司目前布局产业链上下游，规模效应和协同效应即将显现。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.16、0.48、0.99 元/股，对应 PE 分别为 106、35、17，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1685	2269	3659	5368	货币资金	515	681	1098	1074
营业成本	1450	1902	2897	4042	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	235	367	762	1326	应收账款	432	567	915	1342
% 营业收入	14.0%	16.2%	20.8%	24.7%	存货	307	418	637	889
营业税金及附加	38	52	84	123	预付账款	60	86	130	182
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	其他流动资产	50	69	114	170
销售费用	46	75	147	244	流动资产合计	1364	1821	2895	3657
% 营业收入	2.8%	3.3%	4.0%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	90	125	201	295	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	15	23	54	104	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	1.0%	1.5%	1.9%	固定资产合计	409	1198	1929	2271
资产减值损失	-4	0	0	0	无形资产	87	83	78	74
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	5	5	5
营业利润	50	92	275	559	其他非流动资产	878	1619	1934	1571
% 营业收入	2.9%	4.1%	7.5%	10.4%	资产总计	2745	4726	6842	7577
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	493	1241	2420	2113
利润总额	52	92	275	559	应付款项	388	509	776	1082
% 营业收入	3.1%	4.1%	7.5%	10.4%	预收账款	15	35	68	116
所得税费用	13	21	63	129	应付职工薪酬	2	2	3	5
净利润	39	71	212	431	应交税费	8	23	37	54
归属于母公司所有者的净利润	37.6	62.3	192.3	396.3	其他流动负债	281	356	526	725
少数股东损益	1	9	20	34	流动负债合计	1188	2166	3830	4094
EPS (元/股)	0.18	0.16	0.48	0.99	长期借款	768	768	1008	1048
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	30	30	30	30
经营活动现金流净额	57	110	252	546	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	95	95	95	95
收回现金	0	0	0	0	负债合计	2081	3059	4963	5267
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	563	1558	1750	2146
无形资产投资	87	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	0	-1600	-1200	-200	少数股东权益	101	110	129	164
其他	-968	0	0	0	股东权益	664	1667	1879	2310
投资活动现金流净额	-880	-1600	-1200	-200	负债及股东权益	2745	4726	6842	7577
债券融资	-20	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	932	0	0	EPS	0.184	0.155	0.479	0.986
银行贷款增加 (减少)	778	747	1419	-266	BVPS	3.25	4.15	4.68	5.75
筹资成本	-15	-23	-54	-104	PE	82.37	97.91	31.74	15.40
其他	209	0	0	0	PEG	0.67	0.79	0.26	0.12
筹资活动现金流净额	951	1656	1365	-371	PB	4.67	3.66	3.25	2.64
现金净流量	128	166	417	-24	EV/EBITDA	59.87	39.23	17.37	9.24
					ROE	5.8%	4.3%	11.3%	18.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利