

## 彩虹股份 (600707)

# 不经历风雨 怎能见彩虹

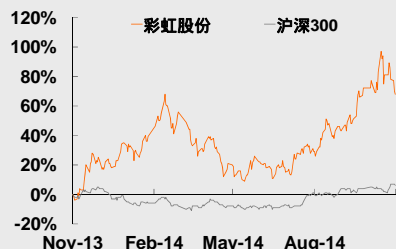
### 推荐 (首次)

现价：10.54元

#### 主要数据

行业	平安电子
公司网址	www.chgf.com.cn
大股东/持股	彩虹集团电子股份有限公司/19.82%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/28.13%
总股本(百万股)	737
流通 A 股(百万股)	735
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	78.61
流通 A 股市值(亿元)	78.39
每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	63.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

沈少捷  
投资咨询资格编号  
S1060514050001  
021-38631130  
Shenshaojie196@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 基板国产化迎发展机遇，国内8.5代线新增市场空间或达60亿

玻璃基板是液晶面板的主要配套部件，成本达到15-20%的占比，由于运输成本的考虑，一般基板供应地会靠近于面板生产线，成为裙带产业。相较于下游面板线巨额的投资，玻璃基板新线仅需其2%-3%的投资额，短期内下游面板的产能周期投放决定了上游基板的需求。

随着全球液晶面板产业中心加速向我国转移（工信部的预测今年面板自给率将突破50%，而“十二五”规划要求明年达到80%），我国本土企业的玻璃基板价格优势将愈发突显，而随着面板8.5代产线的扩容，基板国产化将迎来机遇。根据DisplaySearch的统计，目前全球面板8.5代线的产能约为1500万片/年，仅明年国内就将新增300万片，配套玻璃基板市场空间将达到60亿，而当前我国本土企业无一家具有相应的生产能力，未来，随着国家政策扶持力度的加大，我国玻璃基板龙头企业攻破8.5代线工艺技术指日可待！

#### ■ 铅华尽洗、彩虹初见

公司目前是国内最主要的玻璃基板本土生产企业，自今年以来，公司基板业务的发展方向更为明确，继上半年剥离掉OLED业务之后，基板生产线CH01、CH03陆续点火、转固，同时，根据三季报的披露显示，公司基板业务收入同比已达到了57.26%增幅，业务发展正逐步走上正轨。

公司基板规划产线共有13条，其中5代线7条、6代线6条，目前在产的生产线为咸阳的5代线CX03、CX05，以及合肥6代线CH03，我们预计，随着公司产线运行情况的稳定，今年会形成2条5代线、3条6代线的产能，明年大概率将有更多条线实现转固，而众望所归的8.5代液晶面板的产线投建也将进入规划议程。

#### ■ 集团产业布局惠及公司发展

自去年以来，公司控股大股东中电集团就对于旗下新型显示产业进行了清晰定位，明确要求通过垂直产业链整合以及产业协同来完成新型显示产业的发展，并从中电熊猫集团开始了股权的改革以及G108项目（中电熊猫面板8.5代线）的启动。作为集团唯一的玻璃基板生产企业，彩虹大概率将肩负相应配套的重任，未来，公司丰富的海外企业合作经验或将助力完成这一历史使命。

#### ■ 盈利预测及投资建议

我们预计公司2014-2016年营业收入可实现1.91、9.66、14.44亿元，净利润为-1.40、0.73、3.60亿元，对应EPS为-0.19、0.10、0.49元，我们参考可比公司2016年的平均19倍估值水平，并考虑公司8.5代基板线投建的可能，给予公司2016年溢价至26倍的估值，对应股票价格为12.74元，首次给予“推荐”评级。

#### ■ 风险提示

下游面板产能投建低于预期、集团改革低于预期、公司生产线良率下滑风险等。

## 正文目录

一、面板产业转移铸就我国玻璃基板行业发展机遇 .....	4
1.1、全球液晶面板产业中心已加速向我国转移 .....	4
1.2、配套玻璃基板产业迎来发展机遇 .....	7
1.3、玻璃基板国产化众望所归，8.5 代线或触发拐点 .....	10
二、铅华尽洗、彩虹初见 .....	12
2.1、公司内生性转型拐点来临 .....	12
2.2、集团产业布局惠及公司发展 .....	14
三、估值及投资建议 .....	16
3.1、产线布局及运行假设 .....	16
3.2、毛利率敏感性分析 .....	19
四、风险提示 .....	21
五、附录 .....	22

## 图表目录

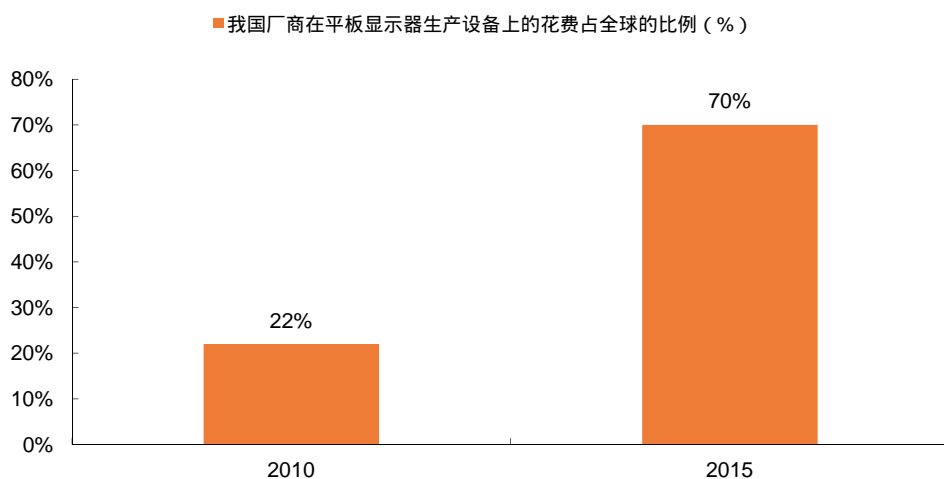
图表 1	我国液晶面板企业不断加速产线投资.....	4
图表 2	我国境内新的 TFT LCD 世代线投资和发展趋势.....	5
图表 3	我国境内液晶面板企业 8 代以上生产线计划投建情况.....	5
图表 4	我国 TFT 面板全球市占率将稳步提升.....	6
图表 5	政策加码助推产业转移.....	6
图表 6	每块 TFT 面板需要两片相同的玻璃基板.....	7
图表 7	玻璃基板成本占到面板总成本的 15-20%水平( 17 英寸 LCD 成本( 左 )、32 英寸 LCD 成本( 右 )).....	8
图表 8	液晶面板价格也已止跌回升( 单位: 美元 ).....	8
图表 9	企业营收以及 LCD 的销售额已一改去年的颓废, 自今年年初以来有所反弹.....	8
图表 10	玻璃基板产能需求明显增加.....	9
图表 11	玻璃基板大部分市场被国外企业所把持.....	10
图表 12	玻璃基板位于 TFT-LCD 产业“微笑曲线”的最顶端.....	10
图表 13	京东方( 左 )、深天马( 右 ) 面板产业净利率水平( % ).....	11
图表 14	康宁仍是 8.5 代线的引领者.....	11
图表 15	传统业务逐步淡出( 各业务收入占比% ).....	12
图表 16	彩虹咸阳 1 线 5 年转固的艰辛历程.....	12
图表 17	国内面板及玻璃基板产线分布图.....	13
图表 18	新型显示产业的地位已上升为集团三大系统工程目标之一.....	14
图表 19	熊猫集团股权重组后的股权结构.....	15
图表 20	公司各产线布局及运行情况.....	16
图表 21	公司各产线布局及运行情况.....	17
图表 22	5 代线良率、毛利率敏感性分析.....	19
图表 23	6 代线良率、毛利率敏感性分析.....	19
图表 24	公司基板业务营业情况预测.....	19
图表 25	可比公司 2016 年平均 PE 为 19 倍.....	20
图表 26	中电熊猫 8.5 代线配套对公司业绩影响分析及 16 年估值假设.....	21
图表 27	公司股权结构.....	22
图表 28	公司历史沿革.....	22
图表 29	世界主要玻璃基板 8.5 代线产线情况.....	22
图表 30	国内 8.5 代面板产线情况.....	23
图表 31	玻璃基板各工艺比较.....	23

## 一、面板产业转移铸就我国玻璃基板行业发展机遇

### 1.1、全球液晶面板产业中心已加速向我国转移

2008 年随着全球金融危机的爆发，促使国际液晶面板价格的暴跌，年最高降幅达 58%，全球液晶产业迎来了再洗牌，而我国液晶产业在此轮浪潮下率先打响了反击战，以京东方、华星光电为首的面板企业陆续投放大尺寸产线，同时，随着我国液晶消费量的提升，也逐步吸引了三星、友达、LG、群创等国际优秀企业的入驻，从而奠定了我国成为世界液晶面板产业中心的基础。

**图表1 我国液晶面板企业不断加速产线投资**



资料来源：NPD DisplaySearch，平安证券研究所整理

近年来为了免除国产终端产品（电视、手机、平板）长期面临的“缺芯少屏”短板，我国已出台了多条相关行业扶持的政策，从国家战略角度推动我国面板产业的发展。根据中国光学光电子行业协会在“中国国际显示产业高峰论坛”上公布的数据，2013 年国产面板产值首次突破千亿元人民币，达到 1070 亿元，同比增加 44.6%。而今年以来，随着更多的国产面板生产线投产，产值增长更加迅猛，1 至 8 月的产值已经达到去年全年水平。同时，根据工信部的数据及预测，我国国产面板的自给率也在前 8 月达到 48%，预计到 2014 年年底，国产面板自给率将首次突破 50%。全球液晶产业中心正加速在向我国转移。

图表2 我国境内新的TFT LCD世代线投资和发展趋势

Maker	2013	2014	2015	2016
BOE		(B3) Hefei Gen6 (1500x1850mm)	90K/M → 110K/M (10K : Oxide TFT)	
		(B4) Beijing G8 (2200x2500mm)	100K/M → 125K/M → 135K/M	
	a-Si TFT & Oxide →	(B5) Hefei Gen 8	30K/M → 60K/M (4K : White OLED)	
	LTPS & OLED →	(B6) Gen5.5	20K/M (4K: RGB OLED)	
			LTPS →	(B7) LTPS Gen6 25K/M
			a-Si TFT & Oxide/AMOLED →	(B8) Chongqing Gen8 90K/M
		Gen10.5 (2900x3320mm) →	? (B9) Gen10.5 30K/M	
ChinaStar (CSOT)		Shenzhen Gen8 (2200x2500mm)	120K/M → 140K/M	
			Shenzhen Gen8 60K/M	
			LTPS & OLED →	Wuhan Gen6 30K/M
CEC-Panda		Nanjing G6(1500x1800mm)	83K/M	
			a-Si TFT & Oxide →	Nanjing Gen8 30K → 60K → 120K/M
Tianma		Xiamen G5.5	15K/M LTPS+15K/M OLED	
			LTPS + AMOLED, Shanghai, Phase -1 →	G5.5 15K/M
			LTPS + AMOLED, Shanghai, Phase-2 →	G5.5 15K/M
			(Under Consideration) LTPS, Xiamen →	? G6 30K/M
Samsung		Suzhou G8	55K/M → 110K/M	
LG Display		Guangzhou G8	60K/M → 120K/M	
AUO		(Under Consideration) LTPS, Kunshan →	? Kunshan G6 LTPS 30K/M	
Foxconn		(Under Planning) LTPS, Chengdu →	? Tianyi (天依) G6 LTPS (24K/M)	
CPT-TG		(Under Planning) Qxide+AMOLED →	? Fuzhou (福州) G4 LTPS (30K/M)	
Truly		(Old line from Samsung) LTPS+AMOLED →	Huizhou (惠州) G4 LTPS(30K/M)	

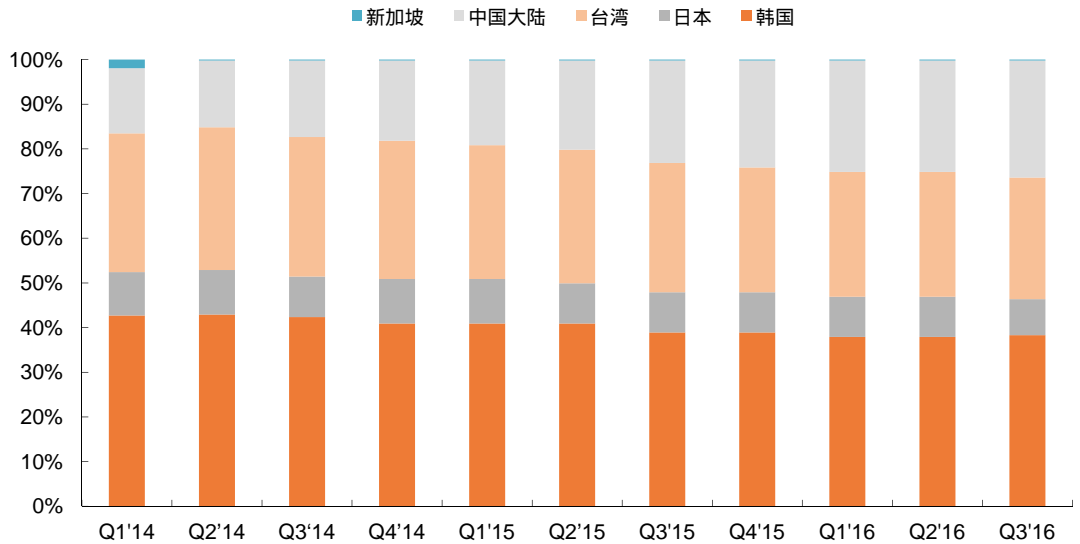
资料来源：NPD DisplaySearch，平安证券研究所整理

图表3 我国境内液晶面板企业8代以上生产线计划投建情况

公司	产线	世代线	产能 (万片/月)	投产时间
BOE (京东方)	重庆 B8 线	8.5	9	15 年
	B9 线	10.5	-	16-17 年
CSOT (华星光电)	深圳	8.5	10	15 年
CEC-Panda (中电熊猫)	南京	8.5	6	15 年

资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

图表4 我国TFT面板全球市占率将稳步提升



资料来源：中华液晶网，平安证券研究所整理

图表5 政策加码助推产业转移

日期	文件	详细内容
2009.2	《关于组织实施彩电产业战略转型产业化专项有关问题的通知》	将6至8代TFT-LCD液晶面板配套件及材料——混合液晶材料、光学薄膜、玻璃基板、彩色滤光片等，列为专项重点。
2011.3	《电子信息制造业“十二五”发展规划》	光电子材料重点发展高世代液晶显示屏(LCD)用玻璃基板，偏光片、彩色滤光片、液晶等相关材料，大尺寸靶材，高纯电子气体和试剂。

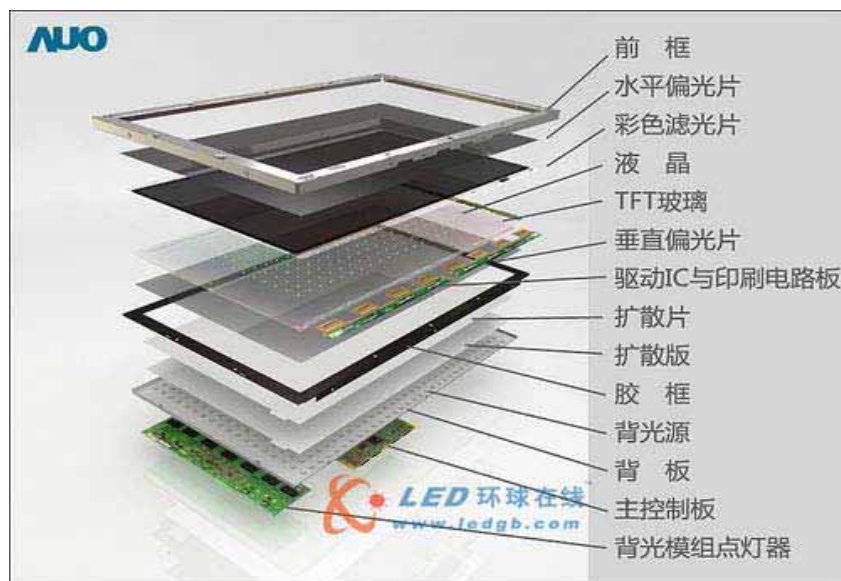
2012.2	《新材料产业“十二五”发展规划目录》	将液晶平板显示器(TFT) 基板玻璃、等离子显示(PDP) 基板玻璃、透明导电氧化物(TCO) 玻璃列为重点发展和支持新材料。
2012.7	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2015 年，新型平板显示面板满足国内彩电整需求量的 80%以上，提高关键材料和核心生产设备本地化配套率。
2013.12	《2014 年关税实施方案》	6 代及以下的液晶玻璃基板的暂定关税由 2013 年的 4%上调为 6% ,6 代以上(不含 6 代)的液晶玻璃基板的暂定关税仍保持为 4%。

资料来源：LED 环球在线，平安证券研究所整理

## 1.2、配套玻璃基板产业迎来发展机遇

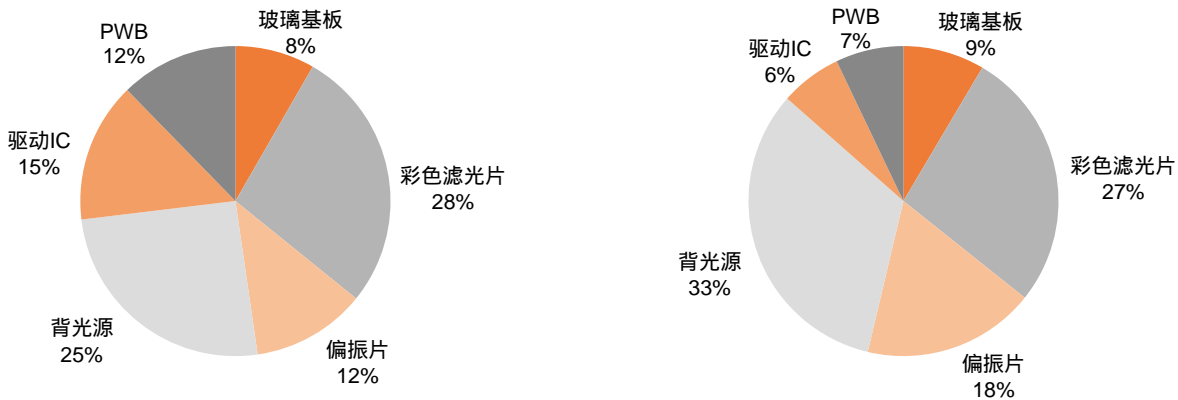
玻璃基板是液晶面板的主要部件和基础载体。每块 TFT 面板至少需要两片相同的玻璃基板，分别作为 TFT 阵列基板和彩色滤光片基板，玻璃基板在整个液晶面板产业链中占据重要的战略地位，液晶显示器的很多性能比如分辨率、透光度、重量、视角等都与玻璃基板的性能密切相关。

图表6 每块TFT面板需要两片相同的玻璃基板



资料来源：LED环球在线，平安证券研究所整理

图表7 玻璃基板成本占到面板总成本的15-20%水平（17英寸LCD成本（左）、32英寸LCD成本（右））



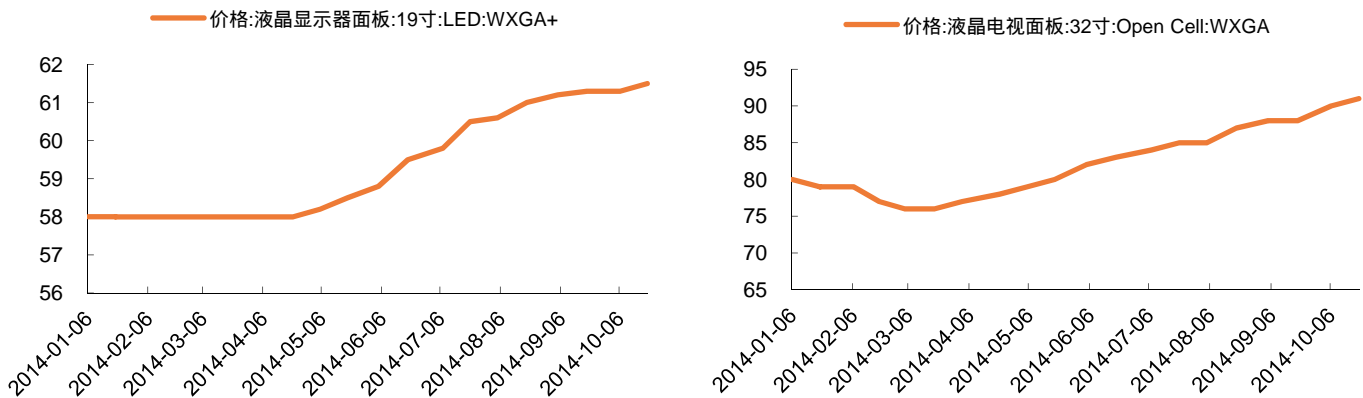
注：一块面板需要两块基板，图中彩色滤光片中含有另一块基板的成本

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

一条面板线一般需要 3-4 条玻璃基板线进行配套供给，而相较于下游面板线巨额投资（建设一条 8.5 代面板线需要近 300 亿的投资额），玻璃基板新线仅需其 2%-3% 的投资额，因此，上游基板线的供应弹性相对更为灵活，下游面板的产能投放短期内决定了上游基板的需求。

从今年面板产业整体的运行情况来看，企业营收以及 LCD 的销售额已一改去年的颓废，自今年年初以来有所反弹，面板价格也止跌回升，大尺寸面板的表现更为优异。面板行业基本面的改善是面板企业追加产线投放、升级产线工艺的基石，而作为产线配套的玻璃基板产业也或将迎来发展机遇。

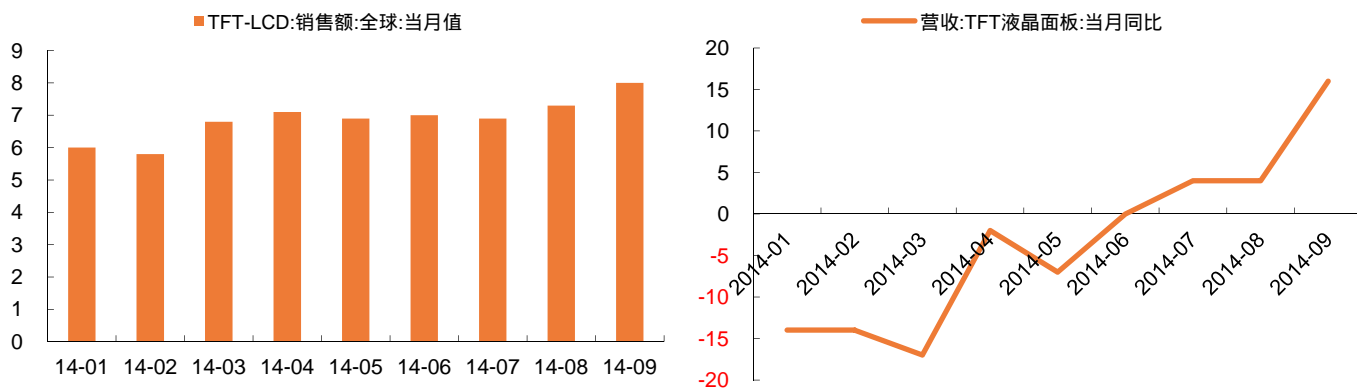
图表8 液晶面板价格也已止跌回升（单位：美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所整理

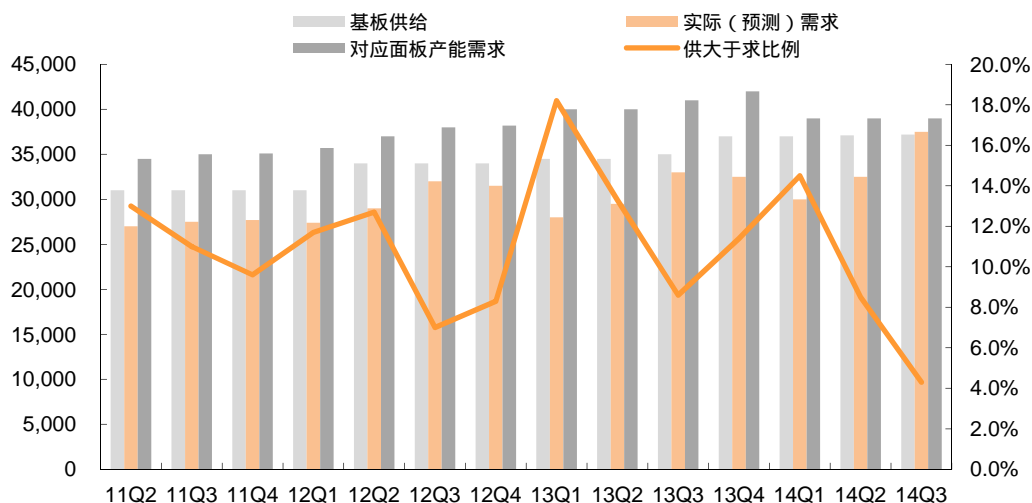
图表9 企业营收以及LCD的销售额已一改去年的颓废，自今年年初以来有所反弹





资料来源: Wind, 平安证券研究所整理

图表10 玻璃基板产能需求明显增加



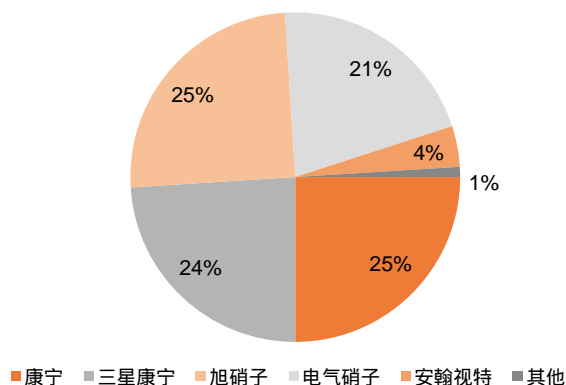
资料来源: DisplaySearch, 平安证券研究所整理

### 1.3、玻璃基板国产化众望所归，8.5代线或触发拐点

从当前全球玻璃基板产业状况来看，我国本土企业的生产技术明显落后于国际一流企业，市场的大量份额也被国外企业所把持，玻璃基板产业已成为我国液晶面板战略产业最为薄弱的环节：

- 相较于我国面板产线已攻克 8.5 代线的技术水平，本土企业玻璃基板 8.5 代线未有一席之地。
- 本土企业 6 代线良率始终较国际先进企业存在较大差距（世界先进水平良率保持在 85%左右，而我们当前勉强能够支撑 70%的良率）
- 本土玻璃基板企业仅有彩虹、东旭，两者当前所能释放的产能不到全球需求的 10%。

图表11 玻璃基板大部分市场被国外企业所把持

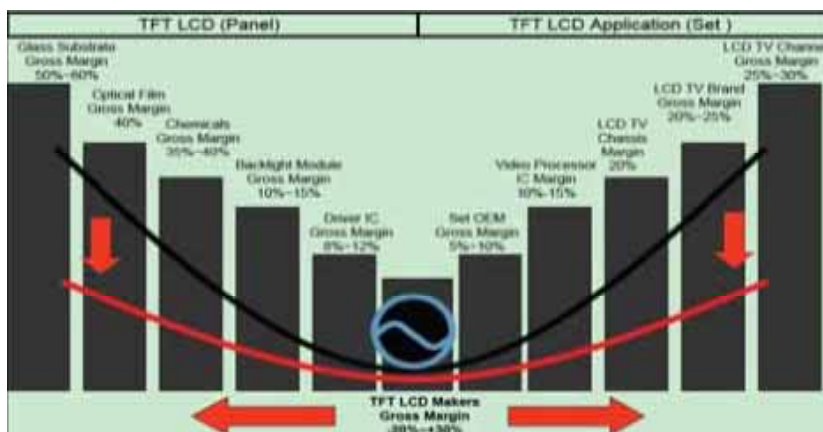


资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

但基板产业较高的技术垄断获得超额垄断利润却是我国所不能忽视的。根据美国康宁的报告资料，其鼎盛时期，玻璃基板业务净利率能达到 85%水平，即使在经历 08 年金融危机之后，净利率水平仍能够维持在 40-50%左右（当前有所滑落）。

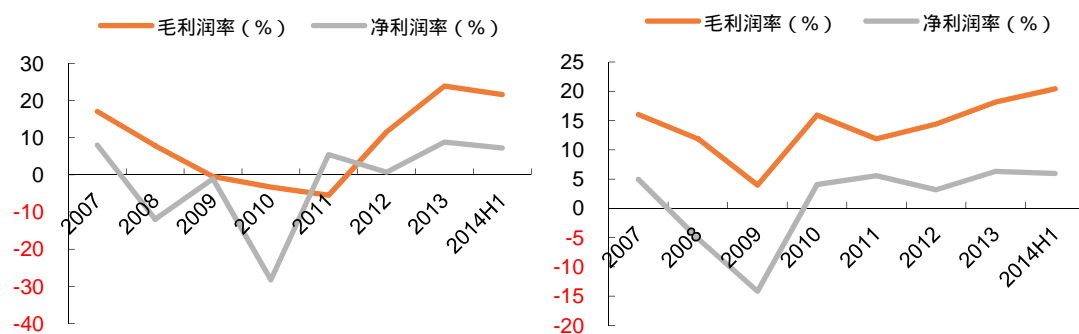
相对于较高利润的玻璃基板，下游面板厂商的盈利状况却不容乐观，较高的产线投资所带来的却只有微薄的利润，即使像我国京东方这样已具有一定规模效应的企业，净利润水平也仅能维持在 7%-8%，而作为主要成本之一的玻璃基板，其价格与国外同产品相比要低 15%-20%，若能成功实现玻璃基板的国产化替代，面板企业的平均净利率将提高 2 个百分点，极具吸引力。

图表12 玻璃基板位于TFT-LCD 产业“微笑曲线”的最顶端



资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

图表13 京东方（左）、深天马（右）面板产业净利率水平（%）



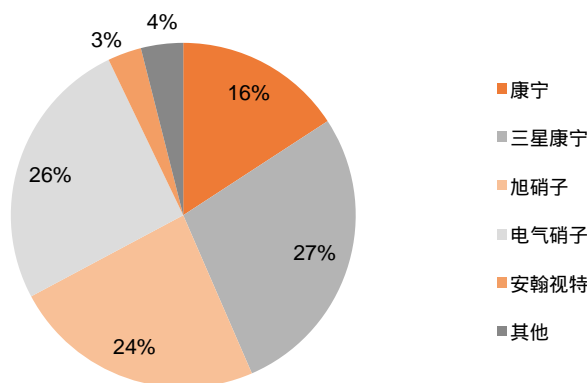
资料来源：Wind，平安证券研究所整理

### 面板 8.5 代线或为转型拐点

自 2006 年 10 月夏普的 8 代线开始量产，玻璃基板尺寸达到了 2160mm × 2400mm，液晶面板产业正式进入 8 代线的时代。随后三星和索尼合资的面板厂 S-LCD 也宣布 8 代以上的投资布局，不过 S-LCD 所设定的规格比夏普略大，玻璃基板尺寸为 2200mm × 2500mm，因此被称为 8.5 代线。随着 LPL、友达、奇美电相继跟随三星选定同样规格，比夏普 8 代线略大的规格反而后来居上成为主流规格。

根据 DisplaySearch 统计数据，目前全球 8.5 代线面板产能约为 1500 万片/年，即需要配套玻璃基板 8.5 代线产能 3000 万片/年，若从 07 年投建开始计算，年均需求 8.5 代线基板量为 375 万片。而从当前国内面板线投建规划来看，明年国内将新增 8.5 代线面板产能将达到 300 万片，基板需求 600 万片。作为面板的裙带产业（考虑运输问题，一般高世代线基板的建设会靠近面板生产线），我们认为，我国玻璃基板产业将在国际面板高世代线产业迁移的背景下完成本土化升级，8.5 代线玻璃基板技术工艺的攻破指日可待！

图表14 康宁仍是8.5代线的引领者



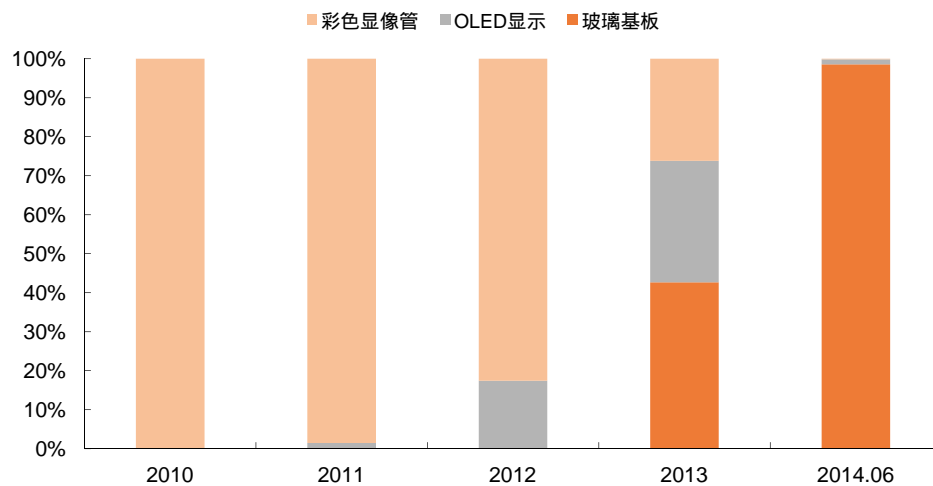
资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

## 二、铅华尽洗、彩虹初见

### 2.1、公司内生性转型拐点来临

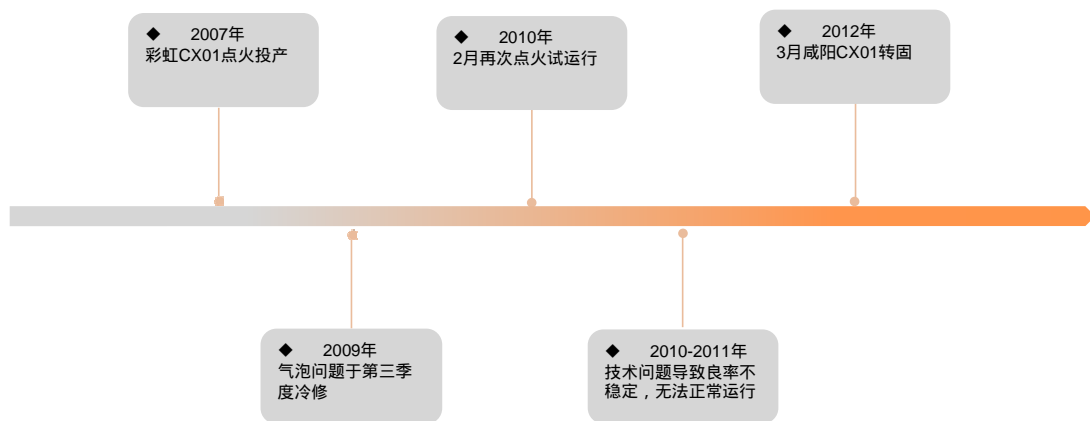
公司传统主营业务曾是 CRT 彩色显像管，一度为国内第一大、世界第二大生产厂商，在历史上就与日本东芝、日立等知名企业有过深度合作，并具有多种技术融合的技术能力，存有海外企业合作基因。后随着平板电视产业的兴起，CRT 彩电市场萎缩，公司逐步转变向 LCD 产业发展。在 OLED 产业布局初尝败果后，公司逐步明确加大 LCD 上游玻璃基板业务的地位，在历练彩虹咸阳 1 线 5 年转固的酸苦艰辛之后，基板业务逐步走上正轨。

图表15 传统业务逐步淡出（各业务收入占比%）



资料来源：Wind，平安证券研究所整理

图表16 彩虹咸阳1线5年转固的艰辛历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

**铅华洗净、初见彩虹。**自今年以来，公司逐步剥离资产，重新定位玻璃基板业务为核心发展方向。2014年4月17日公司公告，将彩虹（佛山）平板显示有限公司51%股权出让，这是继公司13年将CRT业务退出之后，再一次地剥离OLED业务，为玻璃基板业务的做大做足准备。

- 2014年7月21日公司公告，2010年非公开发行股票募集资金投资的G6液晶基板玻璃生产线合肥CH01线技改项目于2014年7月19日竣工并成功点火。
- 2014年7月24日公司公告，非公开发行股票募集资金投资的G6液晶基板玻璃生产线今年以来取得重大突破，合肥CH03线良率已达到公司制定的在建工程结转固定资产标准，将通过验收结转固定资产。
- 公司公告，正在积极推进8.5代液晶玻璃基板的研究与开发，适时进行投资和建设。
- 公司收到2014年基本建设贷款财政贴息资金1689万元，专项用于高世代TFT-LCD玻璃基板生产线项目。

公司目前规划产线共有13条，其中5代线7条、6代线6条，目前在产5代线为咸阳的CX03、CX05线，03线良率较为稳定，可以保持在70%以上，预计年底可能需要停窑冷修，而05线运行状态较为不稳定；10月份新点火的CX02线，预计2015年初可以达产；6代线合肥CH03良率保持70%，新点火线CH01线处于爬坡期，预计年底可以达产。今年年底公司或将再点火6代线一条，届时将形成2条5代线、3条6代线的产能。

根据公司股东大会《关于确定液晶基板玻璃项目在建工程结转固定资产标准的议案》内容，公司液晶基板玻璃项目在建工程结转固定资产标准为：

- (1)五代基板玻璃生产线连续三个月产量达到35000张/月(良品率达到50%以上)，六代基板玻璃生产线连续三个月产量达到22000张/月(良品率达到50%以上)；
- (2)产品通过中批量认证；
- (3)产品形成批量销售。

**图表17 国内面板及玻璃基板产线分布图**

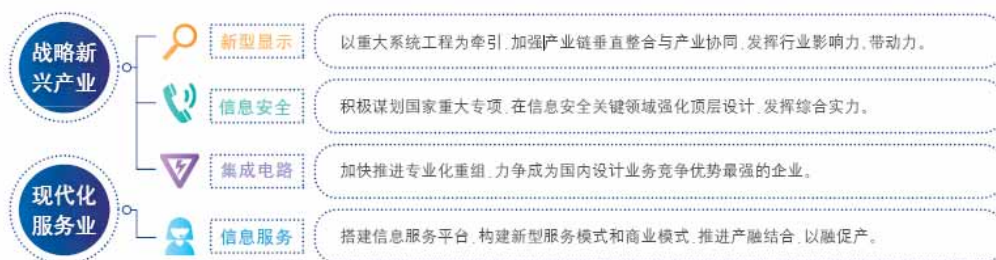


资料来源：Wind，平安证券研究所整理

## 2.2、集团产业布局惠及公司发展

2012年12月31日，彩虹集团公司整体并入中国电子，成为中国电子全资子公司。中国电子吸纳彩虹主要意图在于布局显示全产业链，使上下游的生产充分发挥作用，形成联动效应。从中国电子当前的产业定位来看，新型显示产业的地位已上升为集团三大系统工程目标之一，其中，对于新型显示垂直产业链整合以及产业协同集团也提出了明确的要求。

图表18 新型显示产业的地位已上升为集团三大系统工程目标之一



资料来源：2013年中电集团社会责任报告书，平安证券研究所整理

自去年开始，中电熊猫塑造新型显示产业的战略已拉开序幕：

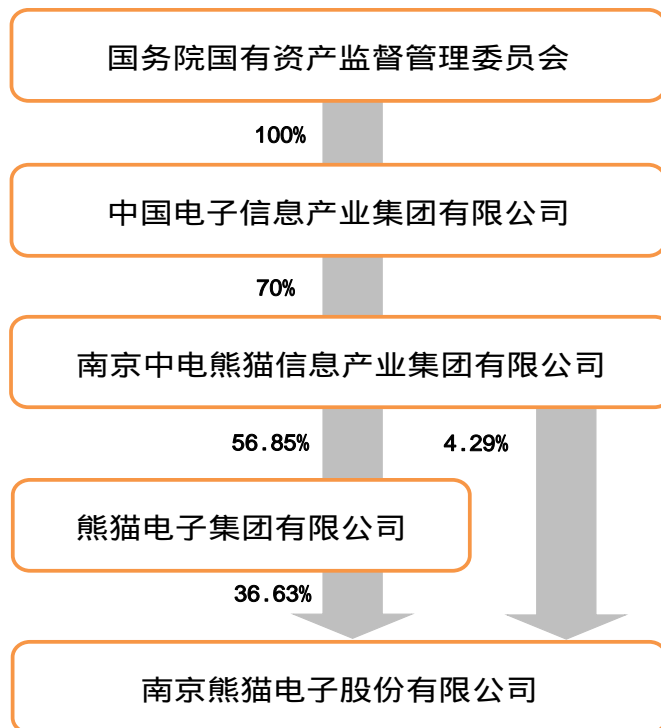
➤ **G108 项目启动**

2013年7月，由中国电子、南京市、日本夏普株式会社共同投资打造的金属氧化物 TFT (IGZO) 8.5代线超高分辨率液晶显示项目（简称 G108 项目）启动建设。项目建设规模为月产 6 万张玻璃母板(2200mm×2500mm)，产品覆盖 TV 用大尺寸面板及移动平板显示载体用中小尺寸面板全系列，而根据近期召开的 2014 中国平板显示学术会议信息，中电熊猫 8.5 代线将于明年 3 月建成投产。

➤ **中电熊猫系股权变化**

2014年9月24日，南京熊猫电子股份有限公司（南京熊猫，600775.SH；00553.HK）发布公告称，控股股东熊猫电子集团有限公司（以下简称“熊猫集团”）各股东方已就熊猫集团股权重组事宜（编注：其中涉及南京熊猫股份转移）形成书面决议。根据书面协议，中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）将减持熊猫集团 46646 万元注册资本，中国长城资产管理公司（以下简称“长城资管”）在完成股改后经其总部批准减持熊猫集团 7983 万元注册资本。自此，中电集团将实现对熊猫集团的全控，面板产业也将进行全方位的布局。

图表19 熊猫集团股权重组后的股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

中电熊猫 8.5 代线的投产将会迫切需求上游玻璃基板的配套，而对于国内玻璃基板企业的技术水平来说，并不能够在短期内完成这一使命，与国外先进企业的合作或将成为可能，而彩虹作为中电集团唯一的玻璃基板生产企业，存有的丰富海外企业合作基因将助力企业完成这一历史使命。

### 三、估值及投资建议

我们基于公司当前产线的布局情况及毛利率敏感性分析进行盈利的预测：

#### 3.1、产线布局及运行假设

公司目前共有 13 条生产线，其中包括咸阳、张家港共 7 条 5 代线、合肥 6 条 6 代线，我们假设 14 年共正式运行 4 条生产线（其中 1 条为 6 代线）、15 年运行 6 条生产线（其中 3 条为 6 代线），并假设 5 代线产能为 80 万片/年，产品销售价格为 180 元/片；6 代线产能为 50 万片/年，产品销售价格为 360 元/片。

图表20 公司各产线布局及运行情况

公司	生产线	世代线	生产情况
陕西电子玻璃（咸阳）	CX01	5	2007 年点火，2011 年停运
	CX02	5	2010 年 11 月点火，2013 年 8 月停炉冷修，2012 年



公司	生产线	世代线	生产情况
			6月验收转固
	CX03	5	2012年4月11日点火,2013年11月通过验收转固
	CX05	5	2013年11月点火
彩虹平板(张家港)	CZ01	5	冷修
	CZ02	5	冷修
	CZ03	5	待建
彩虹夜晶玻璃(合肥)	CH01	6	2014年7月点火、预计年底转固
	CH02	6	预计年底点火
	CH03	6	2014年7月转固
	CH04	6	待建
	CH05	6	待建
	CH06	6	待建

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表21 公司各产线布局及运行情况

玻璃基板	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
CX01					
CX02	5	70	70	80	50
CX03	50	50	70	80	80
CX05	5	50	70	50	60
销售合计(万片)	60	170	210	210	190

玻璃基板	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
单价(元/片)	180	170	160	160	160
销售收入(百万元)	108	289	336	336	304
CZ01			50	70	80
CZ02			50	70	80
CZ03			50	70	80
销售合计(万片)	0	0	150	210	240
单价(元/片)	180	170	160	160	160
销售收入(百万元)	0	0	240	336	384
CH01	5	50	50	50	30
CH02		30	50	50	40
CH03	18	50	30	50	50
CH04		25	50	50	50
CH05		25	50	50	50
CH06		25	50	50	50
销售合计(万片)	23	205	280	300	270
单价(元/片)	360	330	310	310	310
销售收入(百万元)	82.8	676.5	868	930	837
5代线销售收入(百万元)	108	289	576	672	688
6代线销售收入(百万元)	82.8	676.5	868	930	837

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

### 3.2、毛利率敏感性分析

根据当前运行情况，我们预计公司 5 代线 2 条线同开，基本可以保持盈亏平衡，即假设毛利率水平为 12%，良率保持 75%；同时，我们假定 6 代线运行良率保持在 70%的状态下，毛利率水平可以达到 32%。

图表22 5代线良率、毛利率敏感性分析

5代线/3线同开/良率	75%	60%	65%	70%	80%	85%
2条5代线收入(万元)	10800	8640	9360	10080	11520	12240
成本	9504	9504	9504	9504	9504	9504
3条同开后成本	13543.2	13543.2	13543.2	13543.2	13543.2	13543.2
3条同开后收入	16200	12960	14040	15120	17280	18360
3条同开后毛利率	16.40%	-4.50%	3.54%	10.43%	21.63%	26.24%

资料来源：平安证券研究所整理

图表23 6代线良率、毛利率敏感性分析

6代线/3线同开/良率	70%	60%	65%	75%	80%	85%
收入(万元)	12600	10800	11700	13500	14400	15300
成本	8568	8568	8568	8568	8568	8568
毛利率	32.00%	20.67%	26.77%	36.53%	40.50%	44.00%

资料来源：平安证券研究所整理

图表24 公司基板业务营业情况预测

项目	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
5代线收入(百万元)	108	289	576	672	688
YOY(%)		167.59%	99.31%	16.67%	2.38%
毛利率(%)	12.00%	16.40%	26.24%	26.24%	25.00%

项目	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
成本 (百万元)	95.04	241.60	424.88	495.70	516.00
<b>6代线收入 (百万元)</b>	<b>82.8</b>	<b>676.5</b>	<b>868</b>	<b>930</b>	<b>837</b>
YOY (%)		717.03%	28.31%	7.14%	-10.00%
毛利率 (%)	32.00%	36.53%	44.00%	44.00%	42.00%
成本 (百万元)	56.30	429.35	486.08	520.80	485.46

资料来源：平安证券研究所整理

根据我们的预测,预估公司 2014-2016 年营业收入可实现 1.91、9.66、14.44 亿元,净利润为-1.40、0.73、3.60 亿元,对应 EPS 为-0.19、0.10、0.49 元,基于公司今明两年处于转型期,无法给予合理估值,我们以 2016 年为基数,进行公司估值水平的测算。参考可比公司 2016 年的平均 19 倍估值水平,考虑到公司 2015 年大概率进行 8.5 代线投建进度、2016 年实现生产收入,公司 2016 年估值存有溢价,我们给予 26 倍的估值,对应股票价格为 12.74 元,首次给予“推荐”评级。

图表25 可比公司2016年平均PE为19倍

公司代码	公司名 字	当前股 价	2014EP S	2015EP S	2016EP S	2014P E	2015P E	2016P E
000413	东旭光 电	7.56	0.30	0.42	0.58	25	18	13
000725	京东方 A	2.5	0.07	0.09	0.11	37	27	22
002450	康得新	32.67	1.06	1.47	1.90	31	22	17
002643	烟台万 润	14.64	0.37	0.51	0.78	40	29	19
300128	锦富新 材	14.91	0.40	0.65	0.90	37	23	17

300305	裕兴股份	22.61	0.58	0.78	0.91	39	29	25
平均市盈率						35	25	19

资料来源：Wind，平安证券研究所整理

**图表26 中电熊猫8.5代线配套对公司业绩影响分析及16年估值假设**

<b>中电熊猫 8.5 代线配套对公司业绩影响：</b>
中电熊猫计划投建 8.5 代面板生产线，产能为月产 6 万片；
则：年产为 72 万片，需求玻璃基板为 144 万片/年；
根据康宁的年报信息，8.5 代玻璃基板生产线的毛利率基本稳定在 45%-50%左右的水平。
同时，我们假设 8.5 代线产品价格为 1000 元/片；
则：中电熊猫 8.5 代配套对公司业绩影响为 $1000*144*30%=4.32$ 亿元净利；
若实现投产，考虑到投产验收进度，我们假设公司 16 年年中达产；
<b>则：公司业绩影响为 2.16 亿元。</b>
<b>16 年估值假设：</b>
以我们预测的公司 16 年净利 3.61 亿为基数，加上 8.5 代线配套利润影响，则公司净利可达 5.77 亿元；
根据可比公司平均市盈率 20 倍估值，考虑 8.5 代线配套，则公司潜在市值可为 $5.77*20=115.4$ 亿；
对应我们预测的 16 年净利 3.61 亿，则潜在市盈率为 $115.4/3.61=32$ 倍；
考虑到 8.5 代线配套、达产的不确定性，我们最终给予平均的市盈率；
<b>即可比公司平均市盈率与潜在市盈率的平均数=26 倍。</b>

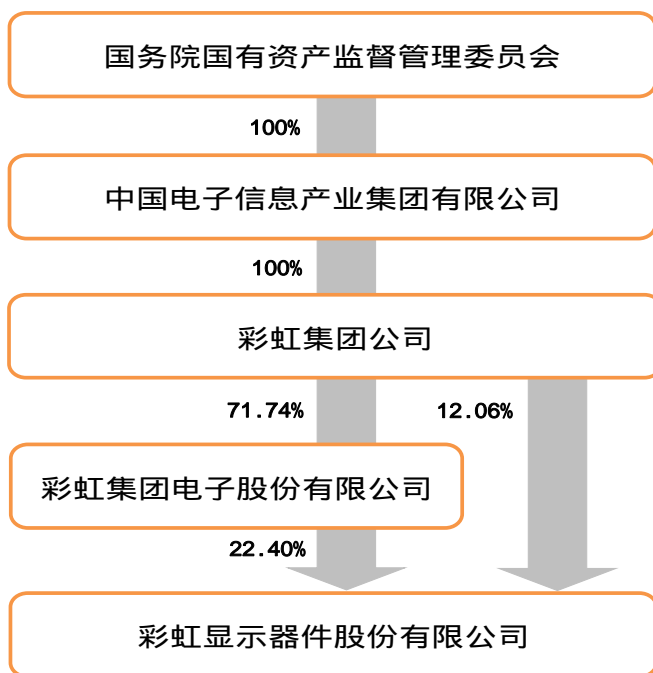
资料来源：Wind，平安证券研究所整理

## 四、风险提示

- 下游面板产能投建情况低于预期
- 集团改革低于预期
- 公司生产线良率下滑风险。

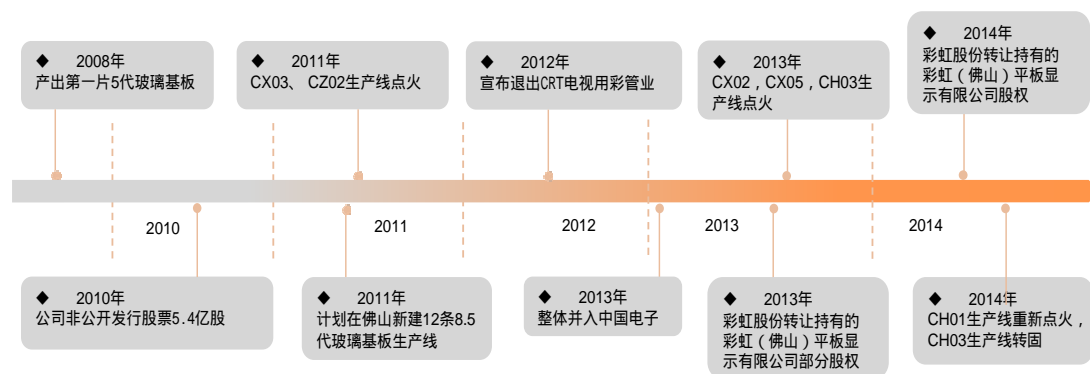
## 五、附录

图表27 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表28 公司历史沿革



资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

图表29 世界主要玻璃基板8.5代线产线情况

公司	生产方法	产能(万片/年)	产线	产线情况
旭硝子	浮法	144	深圳	投产
		120	昆山	投产
康宁	溢流法	180	北京	投产
三星康宁	溢流法	130	无锡	投产
日本电气硝子	溢流法	157	韩国京畿道坡州市	投产
		72	广州	计划
		146	厦门	计划

资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

图表30 国内8.5代面板产线情况

公司	产线	世代	投产量(万片/年)	投产状况
三星	苏州	G8.5	66	已投产
LG	广州	G8.5	72	未投产
京东方	北京	G8.5	120	已投产
	合肥	G8.5	108	已投产
	重庆	G8.5	108	未投产
华星光电	深圳	G8.5	144	已投产
	深圳	G8.5	120	未投产

资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理

图表31 玻璃基板各工艺比较

方法	浮法	流孔下引法	溢流熔融法
产能 (吨/日)	300至700	5至20	5至20
单线投资额	150millions US\$	100millions US\$	100millions US\$
抛光投资额	150millions US\$ (Cover glass抛光便宜些)	-	-
拉引方向	水平	垂直	垂直
成形介质	熔融锡	金属滚轮	不接触
成形原理	利用锡和玻璃的密度差	重力	重力
玻璃厚度的关键	熔融玻璃的流入量是否均匀恒定	熔融玻璃的流速	熔融玻璃的流速
厚度	0.1-2.5mm	0.3-2.5mm	0.04-2.5mm
抛光过程	取决于厂商	需要	不需要
主要厂商	旭硝子	电气硝子	康宁、东旭集团

资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所整理



会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1766	919	867	3551	5254
现金	850	641	572	2897	4332
应收账款	148	126	57	193	289
其他应收款	17	13	7	41	69
预付账款	24	7	17	91	137
存货	124	127	76	134	182
其他流动资产	604	4	137	195	245
<b>非流动资产</b>	6237	6429	6237	5792	5303
长期投资	24	0	19	18	17
固定资产	1495	1500	2059	3923	3472
无形资产	179	158	155	151	148
其他非流动资产	4539	4772	4005	1699	1667
<b>资产总计</b>	8003	7348	7104	9342	10558
<b>流动负债</b>	1527	2254	2638	4803	5658
短期借款	287	409	2052	2910	3142
应付账款	623	641	378	1677	2277
其他流动负债	618	1204	207	215	239
<b>非流动负债</b>	4539	3135	2648	2648	2648
长期借款	4061	2648	2648	2648	2648
其他非流动负债	478	487	0	0	0
<b>负债合计</b>	6067	5390	5285	7450	8306
少数股东权益	-33	-86	-86	-86	-86
股本	737	737	737	737	737
资本公积	3850	3850	3850	3850	3850
留存收益	-2617	-2543	-2682	-2609	-2249
归属母公司股东权益	1936	1958	1819	1892	2252
<b>负债和股东权益</b>	8003	7348	7104	9342	10558

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-57	38	-599	1497	1362
净利润	-2216	22	-140	73	360
折旧摊销	-71	-607	249	479	660
财务费用	91	115	130	146	144
投资损失	-3	-245	-40	-50	-60
营运资金变动	147	448	-503	847	255
其他经营现金流	1995	304	-295	3	2
<b>投资活动现金流</b>	-1448	780	18	46	-44
资本支出	-606	555	-5	-5	-105
长期投资	9	32	-16	1	1
其他投资现金流	-851	194	40	50	60
<b>筹资活动现金流</b>	926	-1004	512	780	117
短期借款	287	409	2052	2910	3142
长期借款	4061	2648	2648	2648	2648
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3422	-4061	-4188	-4778	-5672
<b>现金净增加额</b>	-579	-186	-69	2324	1436

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	249	240	191	966	1444
营业成本	269	201	151	671	911
营业税金及附加	1	2	1	4	6
营业费用	29	31	17	29	29
管理费用	203	177	99	130	101
财务费用	91	115	130	146	144
资产减值损失	1900	24	2	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	245	40	50	60
<b>营业利润</b>	-2241	-65	-170	33	310
营业外收入	28	128	40	50	60
营业外支出	0	40	10	10	10
<b>利润总额</b>	-2213	22	-140	73	360
所得税	3	0	0	0	0
<b>净利润</b>	-2216	22	-140	73	360
少数股东损益	-494	-53	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-1722	75	-140	73	360
EBITDA	-2221	-557	208	658	1114
EPS (元)	-2.34	0.10	-0.19	0.10	0.49

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-30.47	-3.66	-20.37	406.03	49.56
营业利润(%)	-287.66	97.08	-159.59	119.41	841.45
归属于母公司净利润(%)	-232.70	104.34	-286.68	152.23	393.61
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	-8.26	16.10	20.68	30.51	36.91
净利率(%)	9.06	-692.59	31.22	-73.18	7.55
ROE(%)	-60.84	3.73	-7.07	3.76	16.68
ROIC(%)	-28.51	0.77	-0.61	2.40	5.51
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.80	73.35	74.40	79.75	78.67
净负债比率(%)	199.64	184.93	250.21	166.54	87.66
流动比率	1.16	0.41	0.33	0.74	0.93
速动比率	1.03	0.35	0.28	0.69	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.12	0.15
应收账款周转率	2.16	1.75	2.08	7.71	5.99
应付账款周转率	0.41	0.38	0.37	0.94	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.34	0.10	-0.19	0.10	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.05	-0.81	2.03	1.85
每股净资产(最新摊薄)	2.68	2.78	2.59	2.69	3.18
<b>估值比率</b>					
P/E	-4.38	100.96	-54.08	103.55	20.98
P/B	3.83	3.69	3.96	3.82	3.23
EV/EBITDA	-4.87	-19.39	51.85	16.43	9.70

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	