

主业锁定两大核心

买入 (首次)

目标价: 27 元

- 从 ITO 导电膜玻璃规模领先企业向电容触摸屏拓展
- 电熔氧化锆具有规模和技术优势, 拟募投高纯超细氧化锆

报告摘要:

➤ **主营业务增长点:** 公司短期业绩仍需要电熔氧化锆产品和 ITO 导电膜玻璃产品的支撑; 长期看募投项目投产后 (预计从现在起还需要约 2 年时间) 将为公司长期业绩增长做出贡献。公司紧紧依托蚌埠玻璃工业设计研究院, 长期也有新产品在产业化阶段注入上市公司的预期。

➤ **华益公司 ITO 导电膜玻璃业务:** 目前拥有 12 条导电膜玻璃生产线。若按照 14*16 英寸计算产能约 4000 万片, 综合良品率能达到 95%。近期将新增 130 万片电容式触摸屏 ITO 导电膜玻璃。

➤ **中恒公司电熔氧化锆业务:** 公司为国内电熔氧化锆行业龙头企业。生产工艺是用高温熔化, 中恒公司现有的三条生产线设计总产能 15000 吨, 7000 吨投产后, 加起来可达到 22000 吨, 考虑到生产线维护等需要时间, 实际上的产能大约会有 15000 吨左右。

➤ **拟定向增发, 预计下半年实施增发, 乐观预计项目明年底投产:** 电容式触摸屏项目虽然比竞争对手晚 2 年, 但可以借鉴经验教训少走弯路。在设备选型、经营策略方面都有很好的借鉴。从整个市场看, 当前触摸屏仍然是供不应求, 需求较大。高纯超细电熔氧化锆项目, 目前电熔氧化锆的纯度 99.3%, 定增项目产品的目标是 99.9%, 接近于化学氧化锆。纯度提高, 但是成本并无较大的增加, 性价比很高。

➤ **投资建议:** 受益产能扩充、合并报表范围扩大的原因, 我们预计公司 2012/2013/2014 年归属母公司股东净利润分别为 1.57、1.898、2.59 亿元, EPS 分别为 1.35/1.62/2.22 元, PE 分别为 16.13、13.37、9.78 倍。从中性情况考虑给予公司 2012 年 20 倍的 PE, 则合理股价应在 27 元, 给予公司买入评级。

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	611.3	1073.7	1330.0	1617.0	2150.0
YoY	3.8%	75.6%	23.9%	21.6%	33.0%
毛利率	18.4%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	40.1	123.1	172.4	209.8	282.5
YoY	75.9%	206.8%	40.1%	21.7%	34.6%
净利润率	6.6%	11.5%	13.0%	13.0%	13.1%
ROE	12.5%	26.8%	27.3%	24.9%	25.1%
EPS(元/股)	0.31	0.55	1.35	1.62	2.22
P/E(x)	70.0	39.7	16.1	13.4	9.8
P/B(x)	9.4	7.7	5.2	3.8	2.7

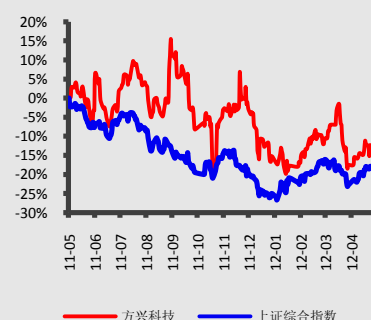
电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	11700
流通 A 股 (万股)	11700
总市值 (亿元)	24.89
每股净资产 (元)	3.45

市场数据

最新收盘价	21.69
最近一个月涨幅	5%
2012 年 PE	18.0
2012 年 PB	5.3

目录

1. 投资建议.....	3
2. 调研情况.....	4
2.1. 公司概况.....	4
2.2. 实际控制人——蚌埠玻璃工业设计院	5
2.3. 华益公司 ITO 导电膜玻璃业务.....	5
2.4. 中恒公司电熔氧化锆业务	6
2.5. 拟定向增发，预计下半年实施增发，乐观预计项目明年底投产.....	6

图表目录

图 1：公司股权结构及主要子公司	4
表 1：公司主要子公司 2011 年收入和利润情况	3

1. 投资建议

公司短期业绩仍需要电熔氧化锆产品和 ITO 导电膜玻璃产品的支撑；长期看募投项目投产后（预计从现在其还需要约 2 年时间）将为公司长期业绩增长做出贡献。公司紧紧依托蚌埠玻璃工业设计研究院，从长期看也有新产品在产业化阶段注入上市公司的预期。

随着去年公司资产置换成功，目前主要子公司有中恒公司、华益公司和华洋公司等。其中前二者对业绩贡献较大。中恒公司电熔氧化锆业务 2011 年全年实现营业收入 51426.02 万元，净利润 11333.09 万元，同比增长 190.14%。华益公司 ITO 导电膜玻璃业务 2011 年全年实现营业收入 34928.75 万元，净利润 6006.17 万元，同比增长 83.11%。如果按照股权比例合并报表，不计浮法玻璃业务（已置换出去）影响，三家子公司归属母公司净利润为 1.61 亿元，摊薄 EPS 为 1.37 元。

今明两年公司业绩主要取决于中恒和华益两家子公司。其中电熔氧化锆产品 2011 年受益供需紧张价格上涨，净利润率创出 22.4% 历史高位。ITO 导电膜玻璃业务景气度也较高。二者在 2011 年的毛利率分别达到 29.29% 和 32.91%，但这一盈利水平很难在新的一年里被复制。

受益产能扩充、合并报表范围扩大的原因，今明两年公司净利润总体仍可大幅增长，我们预计公司 2012/2013/2014 年归属母公司股东净利润分别为 1.57、1.898、2.59 亿元，EPS 分别为 1.35/1.62/2.22 元，PE 分别为 16.13、13.37、9.78 倍。从中性情况考虑给予公司 2012 年 20 倍的 PE，则公司合理应在 27 元，给予公司买入评级。

表 1：公司主要子公司 2011 年收入和利润情况

子公司	股权占比	2011 年 营业收入	2011 年 营业利润	2011 年 净利润	主营产品	净利润率
中恒	100%	5.14	1.30	1.13	电熔氧化锆	22.04%
华益	75%	3.49	0.62	0.60	ITO 导电膜玻璃	17.20%
华洋	100%	0.78	0.02	0.02	超细粉体	3.01%

资料来源：宏源证券研究所

2. 调研情况

2012 年 4 月 27 日我们对方兴科技（600552）进行了实地调研，与公司副董事长夏宁、总经理陈阿琴、董秘黄晓婷、证代林珊做了交流，并参观子公司华益导电膜玻璃公司生产线。我们主要关心公司资产置换后的发展战略以及定增募投项目计划等。

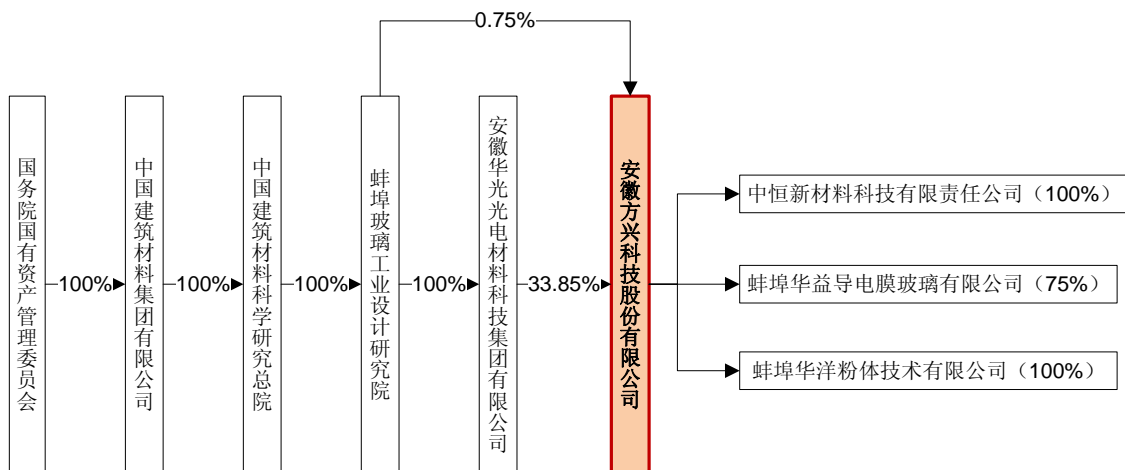
2.1. 公司概况

重大资产置换和购买中恒公司股权：2011 年 6 月 30 日公司完成了重大资产置换。蚌埠玻璃工业设计研究院以其持有的蚌埠中恒新材料科技有限责任公司 60%的股权、蚌埠华洋粉体技术有限公司 100%的股权、蚌埠中凯电子材料有限公司 100%的股权以及部分土地使用权、房屋与方兴科技浮法玻璃业务相关资产和负债进行置换，以提高方兴科技的资产质量和持续盈利能力。今年 3 月 15 日拟受让中贝公司持有的中恒公司 40%股权，转让价款总计 1467 万元，受让完成后，方兴科技持有中恒公司 100%的股权。

资产置换后，公司主营业务包括 ITO 导电膜玻璃（华益导电膜玻璃公司，公司持有 75%的股权）和新材料两大板块，并计划通过定增项目向下游延伸一步投资建设电容触摸屏生产线。

主营业务经营情况：2011 年公司实现营业收入 10.7 亿元，营业利润 1.41 亿元，同比分别增长 10.7%、89.79%。实现利润总额 1.49 亿元，净利润 1.23 亿元，同比分别增长 61.89%、48.08%。归属于母公司股东净利润 6388.72 万元，比上年同期增长 0.4%。

图 1：公司股权结构及主要子公司



资料来源：宏源证券研究所

2.2. 实际控制人——蚌埠玻璃工业设计院

公司直接股权控制人安徽华光光电材料科技集团有限公司。2007 年华光科技划转为中国建材，蚌埠玻璃设计院代管。蚌埠玻璃工业设计院是 1953 年建院，1970 年搬到蚌埠，是老牌国家级科研单位。2000 年第一批科研单位改制和政府部门脱钩，改制为企业，进入中国建材。从单纯的研究设计逐步发展工程总包，再发展产业，但最核心的还是依托研发创新的能力，从 10 年前的总产值 4-5 千万，到去年总的收入已超过 100 亿，发展速度是非常快的。蚌埠玻璃工业设计研究院在国内玻璃业绝对是龙头老大，国内高端玻璃的设计和总包的市场占有率接近 90%，占中国企业在海外进行施工或总包的比例也超过 90%。

蚌埠玻璃工业设计研究院最初是做浮法玻璃、平板玻璃，随后发展了各种各样的新型玻璃，如超白玻璃、LOW-E 玻璃、晶硅电池的盖板玻璃、TCO 玻璃。中国建筑材料集团有限公司给蚌埠院的定位是“新材料、新玻璃、新能源”。

晶硅电池的盖板玻璃，称为超白压延玻璃在国内也是蚌埠院所独有的技术，去年获得了国家的科技进步二等奖，这个奖是非常有份量的，同时这项技术获得省里的一等奖。薄膜太阳能电池的基板玻璃，即 TCO 玻璃，也是我们自有技术。

此外 TFT 玻璃，ITO 上游的靶材（目前基本全是进口）等院里都有研制，有许多的技术储备，下一步如果有特别好的项目，也有可能给上市公司来做，但目前还没有确定的事项。

公司 ITO 导电膜玻璃的上游是基板玻璃。蚌埠院也在建设基板玻璃生产线（浮法工艺），按照 0.33mm 设计。目前公司采购的厚度 0.55mm 以上的基板玻璃主要来自洛阳玻璃，厚度小于 0.55mm 的基板玻璃主要来自日本旭硝子。国内供应商对比的话，洛玻产品质量相对浙玻要稳定些。

蚌埠院参与设计的 TFT 玻璃生产线有成都 4.5 代线、5 代线（与东旭合作）。在 TFT 玻璃上的突破具有战略意义，使得玻璃基板（原来全部进口）的单价从 400 降到不到 200 元。目前 4.5 代 TFT 玻璃基板的客户有深天马、台湾的企业。

蚌埠院作为我国重要的特种玻璃、新材料科研基地，也是上市公司长足发展的坚强后盾。蚌埠院研发孵化的项目，并推动产业化，引进人才和培养人才。这使得蚌埠已经成为我国四大自主创新综合试验区的一部分。2011 年 7 月，国家将合芜蚌试验区与北京中关村、武汉东湖、上海张江示范区作为“3+1”试验示范区序列，列入国家“十二五”科技发展规划和国家自主创新能力建设规划，作为重点建设内容。

2.3. 华益公司 ITO 导电膜玻璃业务

公司目前拥有 12 条导电膜玻璃生产线。如果按照 14*16 英寸来计算，产能大概是 4000 万片，为业内规模最大。业内前四大分别为：华益、莱宝、南玻、长信。华益的综合良品率能达到 95%。11、12 条生产触摸屏 ITO 玻璃，已经形成了 130 万片电容式触摸屏 ITO 导电膜玻璃。

上游基板玻璃的来源看，1.1mm、0.7mm、0.55mm 全部用洛玻的产品，占了 70%；

0.55mm 以下用日本旭硝子的产品。

2.4. 中恒公司电熔氧化锆业务

概况: 中恒公司为国内氧化锆行业龙头企业。目前硅酸锆砂下游为耐火材料的企业(如瑞泰科技)和色料企业。生产工艺是用高温熔化,炉子用一段时间就需停下来维修、护理,所以实际上是达不到设计产能的,中恒公司现有的三条生产线设计总产能为 15000 吨,7000 吨投产后,加起来可达到 22000 吨,但实际上的产能是达不到的,大约会有 15000 吨左右。

中恒公司的竞争优势: 中恒公司原属于蚌埠玻璃设计院,具有很深的技术积累;与全球第一大锆英砂供应商 ILUKA 建立了良好的原料供应关系;产品性价比高;规模优势,目前是业内产能最大,品质最优。

电熔氧化锆的成本构成: 锆英砂占近 80%,电力 10~15%,其他 8%。

加工工艺: 高温电弧炉,是公司自有技术。

锆产业链:

氧化锆(ZrO_2)材料是国家鼓励重点发展的高性能新材料之一。由于其具有优越的物理、化学性能,是结构陶瓷、导电陶瓷、功能陶瓷、冶金用高性能耐火材料、隔热材料的主要材料之一,是支撑现代高温电热装备、航空航天器结构件、敏感元件、冶金耐火材料、玻璃耐火材料等新材料产业的基础之一。按照制作工艺的不同,氧化锆分成电熔氧化锆和化学氧化锆两种。电熔法氧化锆则是采用电弧炉熔炼的物理方法来制造的;化学法氧化锆是采用氯碱化工及高温煅烧的工艺生产出来的。由于采用电弧炉熔炼方法生产电熔氧化锆具有生产成本低、产品性能稳定、适应工业化大生产等优点。电熔氧化锆主要用在陶瓷色料、耐火材料等领域。

上游: 原材料的品位非常关键。国内还未发现矿产资源能达到品味要求,目前采购澳大利亚 ILUKA。锆英砂价格波动比较大,公司作为大客户比较优惠,去年价格有点走高,今年预测向下走的趋势。

下游需求中陶瓷材料占 60%,耐火材料占 40%。在拓展国际市场,全球前 5 大都是公司客户。同时拓展在高硬度产品上的应用,添加了锆之后,耐磨性更好,应用不断拓展,属于比较基础的材料,生命力很强。如汽车刹车片。

竞争对手: 营口阿斯创,前些年发展还不错,现在已经被公司超越。东方锆业,主要是做化学氧化锆。

2.5. 拟定向增发,预计下半年实施增发,乐观预计项目明年底投产

拟非公开发行:

发行不超过 4500 万股,不低于 19.89 元,预计募集资金不超过 10 亿元,蚌埠院拟认购不低于本次发行数量 10%的股份,合计不超过 30%。募集资金投向中小尺寸电容式触摸屏项目、高纯超细氧化锆项目和补充流动资金。

定增募投之中小尺寸电容式触摸屏：

本次发行募集资金中的**5亿元**将用于中小尺寸电容式触摸屏项目。经过近几年的经验积累和技术研发，公司已经具备了电容式触摸屏生产加工能力，本次募集资金拟投入的电容式触摸屏生产线项目建成达产后，将形成年产**3,910万片 3.5~12.1英寸**电容式触摸屏的生产能力。

实施主体为上市公司母公司，将新增**4条**触摸屏生产线（属于ITO玻璃的下游），产能合计**170万片**。公司由一家ITO导电膜玻璃领域的优势企业，向下游延伸做触摸屏是符合行业发展特性的。同行主要企业如莱宝和长信都已经有一定的触摸屏产能，而公司最快将在年底（募集资金到位前后）开始生产线建设，并与明年形成产能。确实从时间上明显迟于竞争对手，但迟入有迟入的好处。早入利润率比较高，迟进入则可借鉴前面生产厂家的经验，少走弯路。在投入项目的内容上，在设备选型方面，在经营策略方面都有很好的借鉴。且这几年技术进步很快，生产设备经过更新换代更先进了，价格却更便宜。公司做了很久的调研，目前触摸屏市场还是供不应求，现在市场有唱空的声音，公司认为这是业内已经在做的一些生产厂家放出来的信息，他们希望别人都不要来做，这样他们的业绩可以更好。当然，从大的方向来看，产能扩大和价格下降是必然趋势。

预计该项目能够贡献年收入**6.5亿**，良率达到**80%**，成本费用合计约**4.3亿元**。

定增募投项目之高纯超细氧化锆：

本次募集资金中**3亿元**拟投入的高纯超细氧化锆生产线项目建成达产后，将形成年产**5000吨高纯氧化锆**和**3000吨微纳米级氧化锆**的生产能力。

实施主体为子公司中恒公司。定增项目之高纯超细电熔氧化锆，能够巩固中恒公司在国内氧化锆行业龙头地位。目前电熔氧化锆的纯度**99.3%**，定增项目产品的目标是**99.9%**，接近于化学氧化锆。纯度提高，但是成本并无较大的增加，因此性价比很高。

这意味着定增项目对产品性能和品质的提升明显，它的纯度能够接近化学锆，那么它在下流的某些领域可以替代化学锆，而它的生产成本、生产工艺方面要优于化学锆，因此我们对未来下游的市场前景非常看好。消费电子产品中的众多元件中用到氧化锆，比如iphone中有500个元件中用到了锆。

预计募投项目达产后将贡献年收入**5.8亿元**，成本费用合计**4.1亿**，净利润**19%**。

单位:百万元

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1074	1330	1617	2150	经营活动现金流				
YoY	76%	24%	22%	33%	净利润	123	172	210	282
营业成本	811	998	1213	1613	折旧与摊销	38	35	46	59
营业税金及附加	5	4	5	6	财务费用	27	16	19	21
销售费用	23	29	36	47	非经常性/非经营性损益	7	0	0	0
管理费用	59	76	92	123	营运资金的减少	-266	66	-90	-168
EBITDA	214	259	318	420	长期经营性负债的增加	0	-3	0	0
YoY	143%	21%	23%	32%	经营活动现金流净额	-71	286	185	194
EBIT	176	223	272	361	投资活动现金流				
财务费用	26	16	19	21	固定资产购建	-160	-100	-100	-100
非经营性/经常性损益	(0)	0	0	0	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	149	208	253	340	非经常性或非经营性损益	0	0	0	0
所得税费用	26	35	43	58	非核心资产的减少	-2	0	0	0
净利润	123	172	210	282	投资活动现金流量净额	-162	-110	-110	-110
YoY	207%	40%	22%	35%	筹资活动现金流				
少数股东损益	59	15	20	23	短期借款增加	188	-45	35	-109
归属母公司所有者净利润	64	157	190	259	长期借款增加	27	75	71	66
YoY	76%	146%	21%	37%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-85	-16	-19	-21
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	筹资活动现金流量净额	129	14	87	-64
资产					现金及现金等价物净增加额	-103	190	162	20
货币资金	114	246	408	428	现金及现金等价物期末余额	55	246	408	428
应收款项	342	399	485	645					
预付款项	50	77	93	124	主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
存货	189	192	233	311	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	26.8%	27.3%	24.9%	25.1%
流动资产合计	695	914	1220	1508	净利率	11.5%	13.0%	13.0%	13.1%
固定资产	290	319	357	391	毛利率	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
在建工程	25	62	81	91	营业费用率	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
无形资产	15	24	32	38	管理费用率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%
非核心资产	4	4	4	4	财务费用率	2.4%	1.2%	1.2%	1.0%
非流动资产合计	335	410	473	524	资本结构				
资产总计	1030	1324	1693	2032	资产负债率	55.4%	56.7%	53.8%	47.6%
负债					权益乘数	2.24	2.09	2.01	1.81
短期借款	430	385	420	311	流动资产/总资产	67.5%	69.0%	72.0%	74.2%
应付款项	80	115	140	186	流动负债/总负债	97.3%	88.4%	82.6%	76.8%
预收款项	22	133	162	215	偿债能力				
其他应付款	23	30	30	30	流动比率	1.25	1.38	1.62	2.03
其他流动负债	0	0	0	0	速动比率	0.91	1.09	1.31	1.61
流动负债合计	555	663	752	742	产权比率	1.24	1.19	1.08	0.86
长期借款	6	81	152	218	归属母公司股东权益/负债	0.58	0.65	0.74	0.97
长期经营性负债	6	6	6	6	营运能力				
其他非流动负债	3	0	0	0	存货周转率	6.32	5.23	5.70	5.93
非流动负债合计	15	87	158	224	应收账款周转率	4.55	3.59	3.66	3.80
负债合计	570	751	910	966	流动资产周转率	2.10	1.65	1.52	1.58
股本	117	117	117	117	固定资产周转率	3.53	4.36	4.78	5.75
资本公积金	158	158	158	158	总资产周转率	1.16	1.13	1.07	1.15
留存收益	54	211	401	661	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	329	486	676	936	EPS(元)	0.55	1.35	1.62	2.22
少数股东权益	131	146	166	189	BPS(元)	2.81	4.16	5.78	8.00
股东权益合计	460	632	842	1124	P/E(x)	39.72	16.13	13.37	9.78
负债和股东权益合计	1030	1383	1752	2091	P/B(x)	7.71	5.22	3.75	2.71

分析师简介:

李坤阳

宏源证券研究所电子行业研究员，清华大学工学硕士，4 年证券分析从业经验，2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮	
	010-88085798	010-88085111	010-88083561	010-88085993	
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云		
	010-88085279	0755-82934785	010-88085760		
	jiahaosen@hysec.com	sunwanying@hysec.com	luoyun@hysec.com		
QFII	方芳	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	fangfang@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。