

建材行业

报告原因：公司调研

2012 年 7 月 23 日

市场数据：2012 年 7 月 22 日

收盘价（元）	21.12
一年内最高/最低（元）	29.49/19
市净率	6.08
市盈率	18
流通 A 股市值（百万元）	2451

基础数据：2012 年 3 月 31 日

每股净资产（元）	3.45
资产负债率%	56.48
总股本/流通 A 股（百万）	11700/11700
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

方兴科技 (600552)

细分领域竞争优势明显，未来增长可观

买入

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产 收益率	市盈率
2010A	9.69	3.77	0.63	80.5	0.54	4.26	13.4	67
2011A	10.7	10.7	0.63	0.4	0.54	13.16	19.4	38
2012E	9.39	24.87	1.33	109	1.14	20.16	28.8	18
2013E	11.72	12.19	1.78	33.97	1.53	21.63	27.8	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

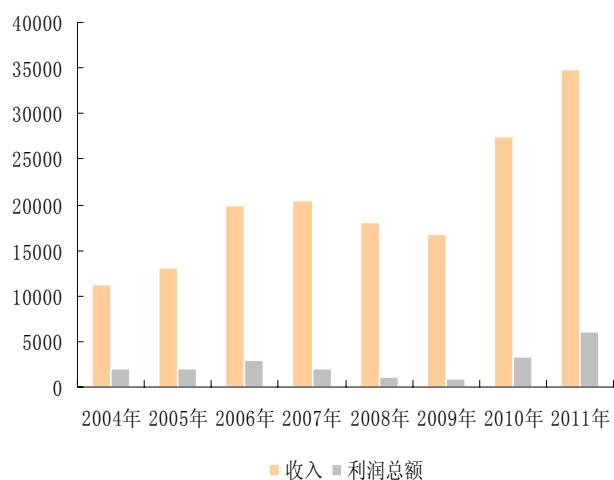
- 去年公司资产置换后，公司现以控股子公司形式生产经营，目前的主要业务为 ITO 导电膜玻璃及电熔氧化锆、硅酸锆、球形石英粉等新材料生产与销售。
- **ITO 导电膜玻璃业务：**持股 75% 的华益公司成立于 93 年，是国内较早的从事 ITO 导电膜玻璃的公司之一，2002 年上市时是国内第一家以 ITO 导电玻璃为主的公司。公司近几年利润增长很快，2009 年收入和净利润只有 1.68 亿和 1013.8 万，2011 年分别增长到 3.49 亿和 6006.17 万，收入和净利润 CAGR 分别为 44.07% 和 143.4%。目前公司 ITO 导电膜玻璃 12 条线按照标准尺寸产能 4000 万片，规模居同行业前列，产品种类分为 TN 型、STN 型、电阻式触摸屏用和电容式触摸屏用 ITO 玻璃，产能细分是 TN 和 STN 占到 70%，电阻式和电容式占到 20%。去年销量 3000 万片，TN 型销量 1500 万片、STN 型 700 万片、电阻式 400 万、电容式 300 万片。
- **TN、STN 和 TFT 有各自使用领域，彼此之间没有必然取代关系。**液晶显示按技术分为 TN、STN 和 TFT。TN\STN 都是黑白屏用，TN 型技术层次低、价格低廉、表现出黑白单色及一些简单文字、数字显示，应用范围多在 3 英寸以下的产品，应用在计算器、游戏机、普通仪表、电子钟表、小家电等，STN 型相对 TN 型线路精细，信息量复杂、成品率高、价格相对 TFT 便宜，应用到电子记事本、翻译机、黑白显示手机、电子辞典、游戏机、办公设备、普通 MP3、电子仪表等。TFT 型反映速度更快，色彩品质丰富，用于数码相机、笔记本电脑等。TN-LCD 和 STN-LCD 目前市场以工业品、专业化需求为主，生命周期普遍比较长，价格便宜，工艺简单成熟，我们认为将来仍具有稳定的市场。各自有各自的性价比优势和适合的应用范围，三者之间没有必然的取代关系。
- **公司逐步进入高端触摸屏领域。**非募投项目 130 万片电容式触摸屏导电膜玻璃生产线项目今年 5 月已经投产，主体设备由华益公司自主研发、设计，设备成本比国外低 40%，良品率达到 95% 以上。经过近几年技术和经验积累，公司已经具备进入触摸屏能力。今年定增项目之一投资 5 亿元的中小尺寸电容式触摸屏项目将使用先进的 OGS 技术，投产后将跻身于高端触摸屏业内，公司的产业链也将得以延伸。
- **电容锆业务：贡献利润最多。**今年 3 月公司购买了中恒公司剩余的 40% 股权，现持有公司 100% 股权。中恒公司电容锆生产线 2008 年下半年投产，经过近几年市场开拓客户认可度提高。目前拥有 2 条氧化锆生产线，每条线产能 6000 吨，实际产能在 15000 吨，是国内规模最大的电容锆生产企业，产能利用率维持 70% 以上。去年中恒公司净利润 1.13 亿，是利润最高的子公司。公司近几年增长很快，产品的销量快速增加，2009 年中恒公司收入只有 1.39 亿，净利润只有 1154.9 万，近 3 年净利润 CAGR 达到了 213%。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

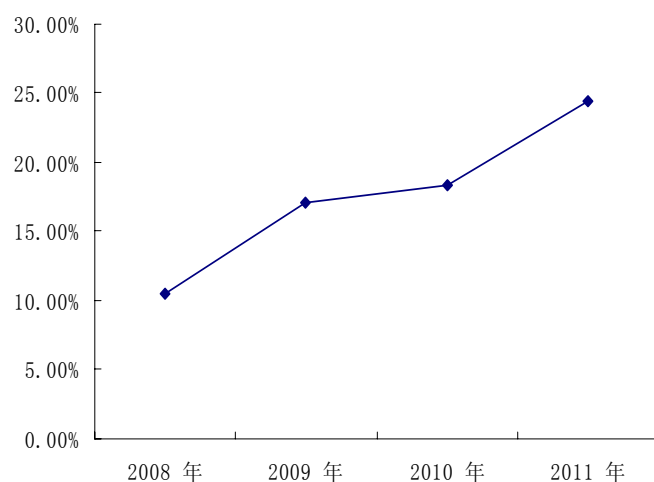


- **电熔锆在部分结构陶瓷、锆铁红色料等领域对化学锆替代作用明显。**
氧化锆按制作工艺的不同，分为化学法氧化锆和电熔法氧化锆两种。化学法氧化锆是采用氯碱化工及高温煅烧的工艺生产出来的，具有纯度高的优点，但成本高、产生很多污染；电熔法氧化锆则是采用电弧炉熔炼的物理方法来制造的，成本低、产品性能稳定、适应工业化大生产，每吨成本比化学锆高 1 万元左右，广泛用于陶瓷、玻璃、耐火、电子、冶金、机械、化工等领域，其中陶瓷、耐火材料需求占比最高，电熔锆缺点是纯度相对较低。电熔锆纯度提高比较困难，但随着电熔锆技术的发展，电熔锆的纯度越来越高，达到了 99.5% 以上，在部分结构陶瓷、锆铁红色料等领域对化学锆替代作用明显。
- **高档电容锆比重增加将提高公司整体毛利率。**公司非募投项目 7000 吨氧化锆项目今年下半年投产，年底产能将达到 2.2 亿吨，将是今年利润增长点之一。此外，公司今年定增募投项目之一的高纯超细氧化锆项目，其电容锆纯度将达到 3 个 9，接近化学锆，可应用在传统电熔氧化锆无法胜任的领域，预计产品售价在 5 万元/吨，相对于普通锆出厂价 3 万/吨（含税）高出 60% 以上。公司与全球第一大锆英砂供应商 ILUKA 建立了原料供应关系，通过大宗采购的方式保证自身原材料供应，降低了原材料成本，产品结构中高档电容锆比重增加将提高公司整体毛利率。
- **稳固主业，剥离非相关业务，整体架构将更加清晰。**公司去年资产置换完成后，浮法玻璃业务被置换出后，今年 3 月公司购买了中恒公司剩余 40% 股权，继续加强现有公司在电容锆业务优势。今年在 3 月和 4 月分别出售了方兴假日酒店和方圆光电科技公司两公司股权，剥离盈利较差的资产，公司整体架构和业务战略将更加清晰。
- **盈利预测和投资建议。**公司合并中恒公司 40% 股权，130 万片触摸屏和 7000 吨电容锆项目投产是公司今年利润增长的主要来源。我们认为公司所处的 ITO 玻璃和电容锆业务具备很好的增长前景，以及公司在相关领域具备很强的竞争优势，未来增长空间很大。预计 2012-2014 年 EPS 为 1.44、1.53 和 1.85 元，2011-2014 年 CAGR 为 36%，2012 和 2013PEG 仅 0.16、0.4，给予公司股价“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏低于预期；技术开发较慢。

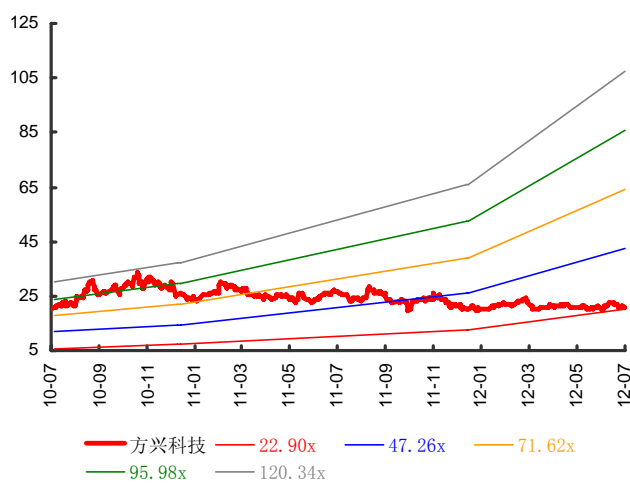
图：华益公司收入和利润规模变化



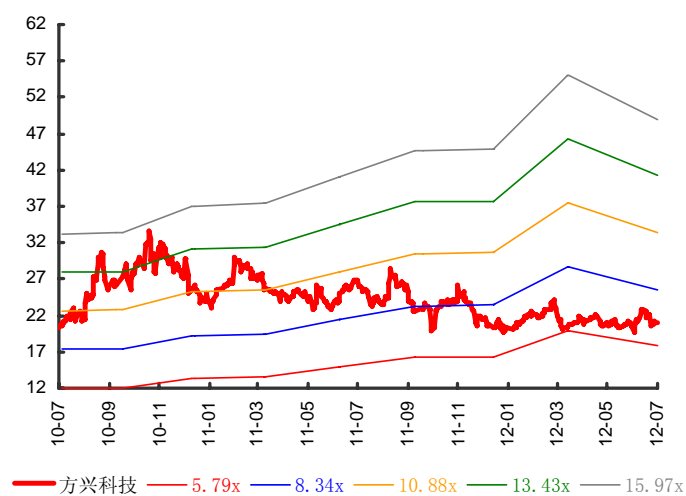
图：公司毛利率变化



图：公司 PE-BAND 图



图：公司 PB-BAND 图



表：利润预测表（万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业总收入	61,132.29	107,367.80	93,920.38	117,277.42	131,572.66
二、营业总成本	58,533.85	93,238.02	74,989.03	91,915.28	100,867.04
营业成本	49,886.11	81,106.05	65,409.15	80,539.37	87,183.48
营业税金及附加	194.27	462.5	375.68	469.11	526.29
销售费用	1,305.38	2,293.73	1,878.41	2,345.55	2,631.45
管理费用	4,845.85	5,935.06	5,447.38	6,802.09	7,631.21
财务费用	2,452.47	2,613.80	1,878.41	1,759.16	2,894.60
资产减值损失	-150.24	826.88	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.12	3.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益			0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.12	3.37	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	2,601.56	14,133.15	18,931.35	25,362.14	30,705.62
加：营业外收入	3,883.74	947.96	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	2,324.37	152.42	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	4,160.94	14,928.69	18,931.35	25,362.14	30,705.62
减：所得税	150.23	2,623.67	3,218.33	4,311.56	5,219.96
六、净利润	4,010.71	12,305.02	15,713.02	21,050.57	25,485.67
减：少数股东损益	383.99	5,916.29	2,356.95	3,157.59	3,822.85
归属于母公司所有者的净利润	3,626.71	6,388.72	13,356.06	17,892.99	21,662.82
增速	80.49%	76.16%	109.06%	33.97%	21.07%
EPS	0.31	0.55	1.14	1.53	1.85

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现



中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。