



## 彩虹股份（002313）调研报告

## ——迈向高端，“彩虹”再现

报告日期：2010年8月25日

## 报告概要：

近日，我们调研了彩虹股份，与公司管理层就公司主营业务现状、增发项目的进展进行了沟通和交流。

## 基础数据

总股本（百万股）	736.76
流通A股（百万股）	418.03

## 公司评级

所属行业	电子元器件
公司股价	18.40元
投资评级	增持

## 公司市场表现



## 相关报告

IT 通信行业研究员

姓名：费瑶瑶

执业证书编号：S0990209080062

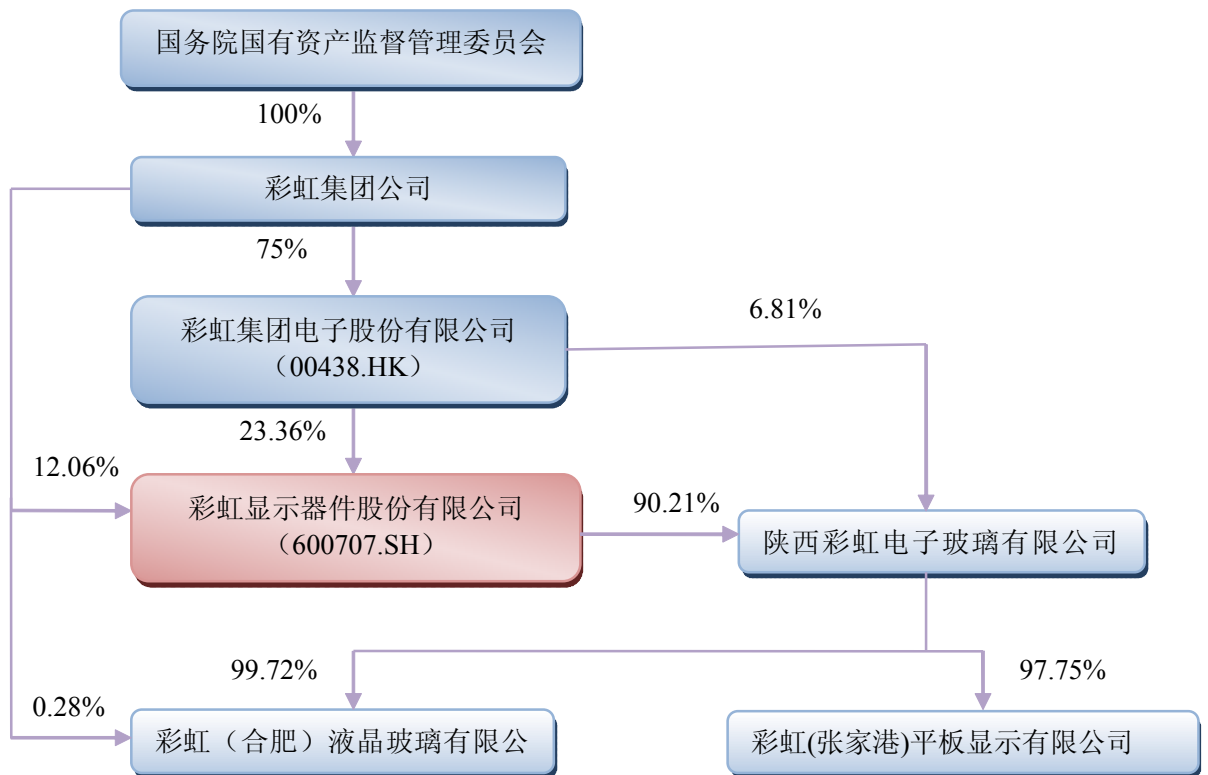
Email: feiyy@vsun.com

- ◇ 传统业务恢复增长态势。公司披露2010年中报显示上半年实现营业收入702.87百万元，同比增长12.37%，实现净利润10.99百万元；且收入来源均来自公司CRT彩管业务，产能利用率以及市场占有率双升，国内市场占有高达38.2%，稳居国内第一，国际市场占有率达17.2%，传统业务扭亏为盈。随着液晶面板对CRT的加速替代，公司CRT彩管业务也将逐步推出，短期内的盈利主要得益于经济危机部分厂商退出市场占有率得以提升，稳定了公司的现金流。
- ◇ 新业务收益的首次确认主要集中在2011年。公司第一条玻璃基板生产线产能约在52万片/年，公司通过非公开募集投产10条基板生产线，包括原有一条试验线以及自主投产的2条生产线，一共拟投产13条玻璃基板线，其中目前已经量产的一条，预计三季度陆续有3条陆续点火，从点火到量产大概有2-3个月的时间，故认为玻璃基板业务主要首次实现收益主要集中在2011年，2010年主要只是第一条玻璃基板试验线的小规模量产；OLED业务一期项目厂房施工已全面完成，动力设备已经进行调试，预计10月份开始试生产，年产能1,200万片。
- ◇ 玻璃基板价格自2009年起需求逐步增加，根据DisplaySearch最新一季TFTLCD玻璃基板出货与预测报告指出，2009年TFTLCD玻璃基板出货面积达2亿4千2百万平方公尺，同时预估今年将较去年成长15%，价格也有望持续上涨。公司目前主要生产0.7mm厚度的玻璃基板，同时也突破了0.63mm和0.5mm厚度玻璃基板的工艺，玻璃基板目前是产品厚度越薄要求的工艺越高，价格也就越贵。
- ◇ 基于玻璃基板良品率的维持在70%以上，我们预计2010-2012年主营业务收入16.48、26.56以及40.45亿元，净利润为73.48、509.36、1023.64百万元，EPS为0.10、0.69和1.39元，对应目前股价PE分别为168.4、26.67和13.45倍，目前估值偏高但是公司对于玻璃基板技术的突破、产能的扩张，首次关注给予“增持”评级。
- ◇ 风险揭示：1、下游需求受制于康宁垄断地位，存在不及预期的风险；2、玻璃基板的高毛利率是依赖其技术壁垒，国内河北东旭于投建两条玻璃基板并于近日已经点火，且康宁以及旭硝子近日宣布在中国建玻璃基板的生产线，竞争加剧可能导致玻璃基板毛利率的下滑；3、面板行业的强周期性，随着宏观经济的波动，可能存在面板企业缩量减产进而影响的玻璃基板的需求下滑，景气度下降；4、短期估值偏高的风险。

### 1 公司背景

彩虹股份成立于1992年7月，实际控制人为彩虹集团率属于国资委，公司一直致力于彩管及相关业务的发展壮大，经过最近几年的研发突破，并逐步形成了包括彩色显像管、OLED业务和TFT-LCD 玻璃基板业务等三大主业。公司本次发行募集资金全部用于增资陕西彩虹电子玻璃有限公司（以下简称“电子玻璃公司”），投资建设第五代和第六代TFT-LCD 玻璃基板生产线，预计对电子玻璃公司资35亿元，电子玻璃公司又拟将上述增资资金中的18亿元和5亿元分别增资投入彩虹（合肥）液晶玻璃有限公司（以下简称“合肥液晶公司”）、彩虹（张家港）平面显示有限公司（以下简称“张家港显示公司”），用于上述两公司高世代TFT-LCD 玻璃基板项目的建设。通过增资公司并取得了电子玻璃公司，公司将分享业绩的液晶玻璃基板业务的需求空间。

图1：彩虹股份增发后股权结构



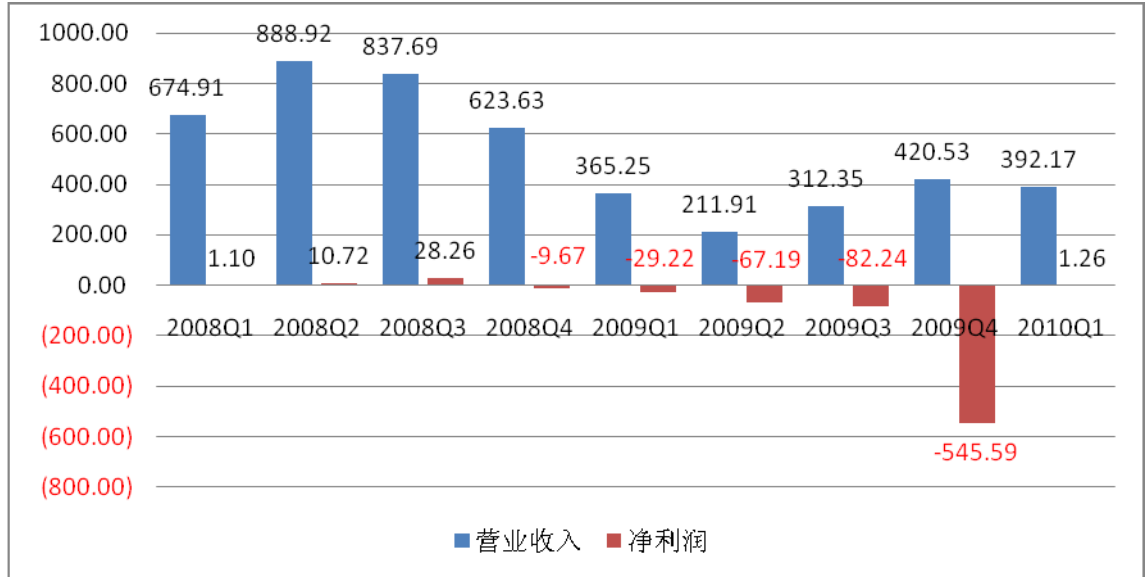
数据来源：公司公告，英大证券研究所

#### 1.1 传统业务逐步走出危机，稳定公司现金流

公司目前主营主要来自于传统彩管业务的生产和销售，受2008年金融危机影响以及液晶电视对传统CRT电视的加速替代，2009年公司主营业务大幅下滑，连续5个季度出现亏损。2009年度对CRT生产线设备计提资产减值准备4.805亿元，本次计提前固定资产账面价值为7.94 亿元，其中CRT 生产线设备为5.78 亿元，本次计提后为9790.84万元，计提比例高达83.07%，理清公司资产结构，有利于公司大力开拓新业务。但是随着宏观经济面的回暖，以及在液晶对传统CRT电视替代过程中部分厂商的退出，公司盈利逐步回暖，在不

考虑计提减值准备影响，实际上传统业务在2009年底逐步走出了危机。随着公司主营逐步向液晶面板核心材料玻璃基板和下一代显示技术OLED调整，以及液晶对CRT替代的不可逆转，传统业务对公司盈利的贡献逐步下滑，但有利于稳定公司现金流

图2:2008Q1-2010Q1单季度公司营业收入和净利润



数据来源：Wind，英大证券研究所

### 1.2 玻璃基板主业凸显，定向增发促使产能扩展

公司定向增发，通过注资取得电子玻璃公司的控股地位，将分享TFT-LCD玻璃基板的需求空间。其中对电子玻璃公司资35亿元，电子玻璃公司又拟将上述增资资金中的18亿元和5亿元分别增资投入合肥液晶公司、张家港显示公司，用于上述两公司高世代TFT-LCD玻璃基板项目的建设。通过控股电子玻璃公司、合肥液晶公司以及张家港显示公司，彩虹股份已经突破了液晶面板的核心材料，逐步分享三个产业基地TFT-LCD玻璃基板产能扩展的收益。

电子玻璃公司成立于2006年10月16日，公司主要经营液晶显示器用玻璃基板产品，由彩虹集团公司发起，由彩虹集团公司、四川长虹电器股份有限公司及41位自然人股东共同出资组建；但是通过本次注资，彩虹股份取得了该公司的控股地位。电子玻璃公司首期投资8.34亿元于2008年9月8日建设成国内第一条拥有自主知识产权的第五代液晶玻璃基板生产线，设计生产能力为年产五代玻璃基板75万平米（52万片），打破了国外企业对该行业的垄断局面，有力地推动了我国平板显示产业的进程。并于2009年9月24日，轻薄化新品0.63mm厚玻璃基板试作成功；2009年10月8日，0.5mm厚新品试做成功并投入批量生产。项目二期工程2009年5月19日动工开建，计划投资17亿元再建三条五代玻璃基板生产线和一个国家级玻璃基板研发中心。计划2011年5月三条线全部投产。二期工程达产后，可年产液晶玻璃基板221万平方米，约合154.2万片产品。届时，一、二期总产量可满足国内现有生产线第五代液晶面板市场25%的需求。

合肥液晶公司是彩虹股份的全资子公司通过彩虹集团公司投资建设的彩虹（合肥）高世代液晶玻璃基板项目于2009年12月在合肥市新站综合开发试验区破土动工。该项目一期投资额为37亿元人民币（其中募投资金19亿元），建设2条5代(兼容5.5代)、四条6代生产线（其中2条6代线投资为非募投资项目），年生产能力为5代玻璃基板126万片，6代玻璃基板139万片。

张家港显示公司由彩虹集团公司与张家港市经济开发区实业总公司于2008年10月共同投资成立，彩虹股份通过注资5亿元，投资建设3条第5代玻璃基板生产线，预计5代线年产能达到150万片。

电子玻璃公司一期的第1条5代玻璃基板量产率最高可达80%，已经小规模量产出货；随着公司募集资金的到位，公司张家港、合肥一期两个生产基地的二条液晶玻璃基板生产线在9月份中下旬同时点火，咸阳二期一条5代线预计10月份点火；随着公司产能的逐步释放，三个产业基地的13条线达产，有望实现进口替代可满足国内约46%玻璃基板的需求，并在国内实现50%左右的市场占有率。

表1：公司液晶玻璃基板的产能

	原生产线	增加生产线	达产产能	进度
陕西彩虹电子玻璃有限公司	1条第五TFT-LCD 玻璃基板生产线	3条第5代TFT-LCD 玻璃基板生产线	206.2万片/年	一期第一条量产，二期第一条5代10月份点火
彩虹（合肥）液晶玻璃有限公司	-	2条第5代液晶玻璃基板生产线和4条第6代玻璃基板生产线	5代玻璃基板126万片，6代玻璃基板139万片	第一条5代9月份点火
彩虹（张家港）平面显示有限公司	-	3条第5代玻璃基板生产线	150万片/年	第一条5代9月份点火

数据来源：公司公告，英大证券研究所

### 1.3 OLED业务，占据第三代显示器件的制高点

与其他平板显示器相比，OLED的成本低、全固态、主动发光、亮度高、对比度高、视角宽、响应速度快、厚度薄、低电压直流驱动、功耗低、工作温度范围宽、可实现软屏显示等特点，被称为“梦幻显示器”。产品广泛应用于MP3、MP4、MP5、手机、数字机顶盒、接收机、蓝牙耳机、仪器仪表、医疗电子、安防、手持设备等领域。

彩虹股份通过彩虹（佛山）平面显示有限公司（以下简称“佛山公司”）开展第三代显示器件OLED业务，已经形成了年产OLED显示屏（以2.2英寸产品计）2500万片的生产规模。并于7月中旬启动建设AMOLED生产线，并计划在2010-2012年间，彩虹集团将总投资94.2亿元，分两次启动建设两条4.5代AMOLED生产线的建设，2010年启动首条生产线建设，在10英寸以下的产品市场达到和国际基本同步的技术水平和产业水平；在2013年启动更高世代AMOLED生产线，实现TV用大尺寸OLED面板技术达到全球一流水平7月中旬顺德

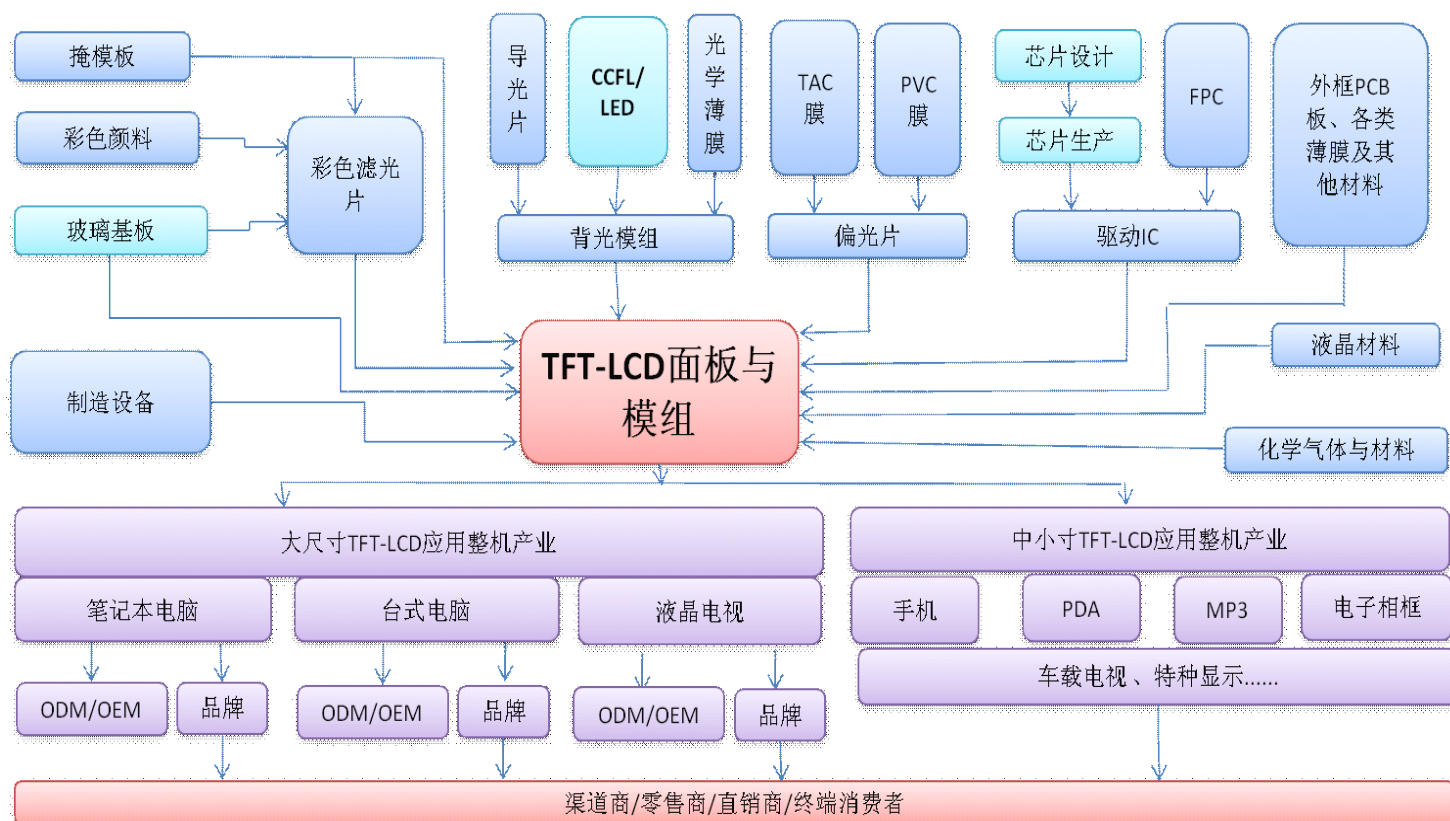
区与彩虹集团举行“彩虹4.5代AMOLED生产线项目签约仪式”，正式在顺德启动建设AMOLED生产线，两年后，这一目前世界最先进的平板显示器将贴上“顺德造”的标签，广泛应用于手机屏幕、家电数字显示、游戏机，甚至电视等，有望全面升级替代目前的液晶和等离子面板。

## 2 行业背景:下游需求旺盛，上游核心材料缺失

### 2.1 TFT-LCD液晶面板产业链

随着LCD面板价格的下滑，加速了对CRT的替代，液晶技术逐步成为目前市场主流的面板技术，液晶电视渗透亦大幅加速，占整机销售比重已经高达70%以上，部分家电厂商也已停止了对CRT电视的量产。TFT-LCD产业链上游为材料和相应的零部件制造，中游是LCD面板和LCD模组制造，下游则为各类应用整机产业，其中，玻璃基板处于TFT-LCD产业链上游，液晶面板的核心材料，占据了整个面板成本的17%-23%。

图3：TFT-LCD产业链

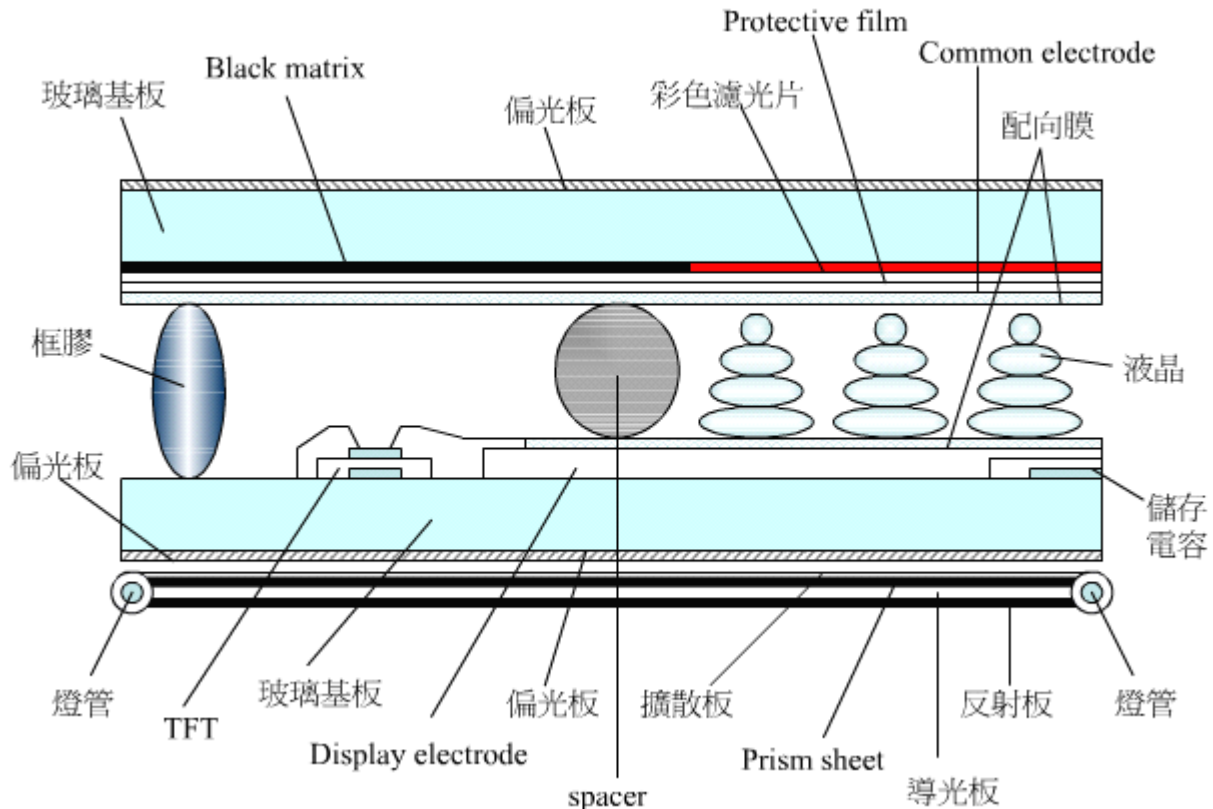


数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所（绿色框为面板上游核心器件）

从LCD液晶面板切面结构图看，一片TFT-LCD面板需使用到二片玻璃基板，分别供作底层玻璃基板及彩色滤光片（Color Filter）之底板使用。一般玻璃基板制造供货商对于液晶面板组装厂及其彩色滤光片加工制造厂之玻璃基板供应量之比例约为1:1.1至1:1.3左右。

LCD所用之玻璃基板概可分为碱玻璃及无碱玻璃两大类；碱玻璃包括钠玻璃及中性硅酸硼玻璃两种，多应用于TN及STN LCD上，主要生产厂商有日本板硝子（NHT）、旭硝子（Asahi）及中央硝子(Central Glass)等，以浮式法制程生产为主；无碱玻璃则以无碱硅酸铝玻璃(Alumino Silicate Glass, 主成分为SiO<sub>2</sub>、Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>、B<sub>2</sub>O<sub>3</sub>及BaO等)为主，其碱金属总含量在1%以下，主要用于TFT-LCD上，领导厂商为美国康宁( Corning )公司，以溢流熔融法制程生产为主。

图4:LCD液晶面板切面结构图



数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所

玻璃基板的生产对工艺的要求非常高，且是TFT-LCD整个产业链核心的材料之一，国外厂商对国内采取了全部封锁，国外厂商目前处于绝对垄断地位。根据DisplaySearch最新披露，从厂商出货面积看，2009年四季度三星康宁（Samsung Corning Precision）以33%市场占有率领先群雄，AGC以25%市场占有率排名第二，康宁（Corning）与NEG则分居第三及第四名，总体上看康宁占据了玻璃基板的绝对领先地位。

表2：玻璃基板厂商09年四季度市场占有率

Region	Coming	SCP	AGC	NEG	AvanStrate
Japan	40%	0%	41%	17%	2%
Korea	0%	64%	14%	18%	4%
Taiwan	38%	0%	36%	18%	7%
China	50%	7%	16%	22%	5%
Singapore	0%	0%	18%	0%	82%
Total	19%	33%	25%	18%	5%

数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所

**2.2 面板大规模投建，玻璃基板需求稳定**

随着显示技术的不断演进，液晶显示、等离子显示灯平板显示技术的发展，加速了对传统CRT显示的替代；据iSuppli披露2008年全球CRT彩电销售同比下滑24.45%，国内则同比下降15.61%。目前平板显示的液晶产业，随着技术的逐步完善成熟，成本下降，应用领域与市场占有量也迅速扩张。下游需求刺激了面板产业的快速向高世代拓展，国内迅速启动了高世代的投建，在大陆面板市场的吸引下，日、韩主流面板生产商纷纷公布在大陆建设高世代线的计划。

**表3：国际主流面板厂商产能**

	世代	基板	2008年底月投片量	2009年底月投片量
三星	G3.5	600 x 720	20	20
	G4	730 x 920	60	60
	G5	1,100 x 1,300	160	160
	G7	1,870 x 2,200	90	90
	G7-2	1,870 x 2,200	90	90
	G8	2,200 x 2,500	50	50
	G8-2	2,200 x 2,500	0	60
	LG	G4	680 x 880	60
G5		1100 x 1250	60	60
G6		1500 x 1850	90	90
G7		1950 X 2250	110	110
G8		2,200 x 2,500	0	83
友达	G3.5	610x720,600x720,620x750	130	130
	G4	680 x 880	60	60
	G5	1100x1300,1100x1250	310	310
	G6	1500 x 1850	240	240
	G7.5	1950 x 2250	75	75
	G8.5		50	?
中华映管	G3.5	620*750	60	60
	G4	680*880	92.6	92.6
	G4.5		70	?
	G6		90	100~120
夏普	G6	1500×1850	65	65
	G8	2160×2460	90	90

数据来源：公开信息整理，英大证券研究所

**表3：国内关于5代以上面板的投产情况**

厂商名称	代数	地点	基板尺寸 (MM)	产能 (千片/月)	预计量产时间	投资额 (亿元)
上广电-NEC	5代	上海	1100*1300	85	2004Q4	
京东方	5代	北京	1100*1300	100	2005Q1	
龙腾光电	5代	昆山	1100*1300	140	2008Q4	
深超光电	5代	深圳	1100*1300	60	2008Q4	
京东方	6代	合肥	1500*1950	90	2010年底	175

中电熊猫	6代	南京	1500*1950	60	2010年底	138
上广电-NEC	6代	上海	1500*1950	90	计划中	175
京东方	8代	北京	2200*2500	90	2011年底	280
夏普	8代	南京	2160*2460	90	2012年	300
LG Display	8.5代	广州	2200*2500	120	2012年初	270
三星	7.5代	苏州	1950*2250		2010年底	137
龙飞光电	8.5代	昆山	2200*2500	90	2011年底	230
广新光电	8.5代	佛山	2200*2500	90	2012年	236
TCL 深超	8.5代	深圳	2200*2500	100	2013年	245

数据来源：公开信息整理，英大证券研究所

受益于LCD产业高度发展的拉动，玻璃基板的需求一直处于快速增长阶段。2009年较2002年产业启动初期，玻璃基板出货面积实现了10倍的增上，根据DisplaySearch最新一季TFT-LCD玻璃基板出货与预测报告，2009年TFT-LCD玻璃基板出货面积达2亿4,200万平方公尺，同时预计2010年交去年同比增长15%。

图5：2007-2013年玻璃基板出货量



数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所

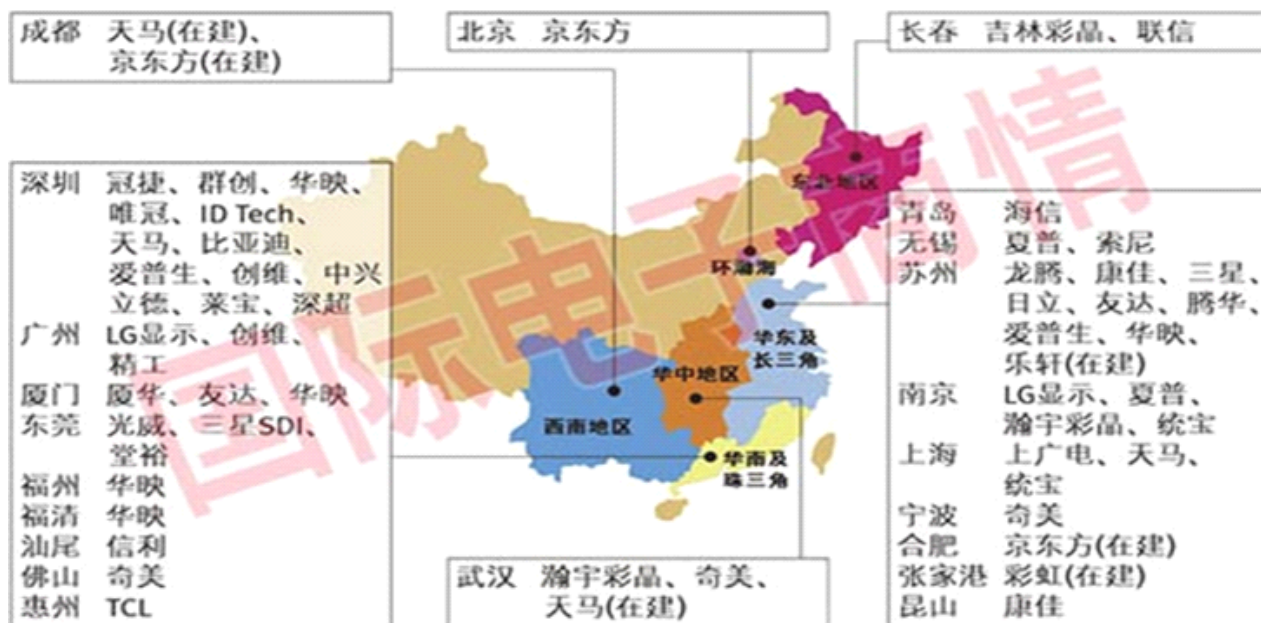
### 2.3 上游核心材料缺失，国内LCD产业发展受到制约

目前，中国不仅仅是电子产品的制造大国，国内的消费市场也快速增长，中国彩电产量已经占全球总产量的一半，笔记本电脑更是达到全球总产量60%，为此国内早在几年前就开始了面板的投建，并已经形成了4条第五代液晶面板生产线，同时也加快的高世代液晶面板的筹建。与此同时，在加速面板产业迅速发展的同时，已建的公司如京东方、上广电等却连续亏损，原因之一在于国内TFT-LCD产业链在液晶材料、偏光板、玻璃基板、背光模组等关键原材料上是缺失的，几乎均需要进口，且关键原材料占据了其80%的原材料成本，故而国内面板厂商议价能力不强，从而制约了产业的发展。

从整个产业份额发展看，TFT-LCD上游资源被日韩和我国台湾地区少数企业控制，而全球前五大厂商也占据着面板领域80%的市场份额。而国内的LCD产业主要集中在下游组

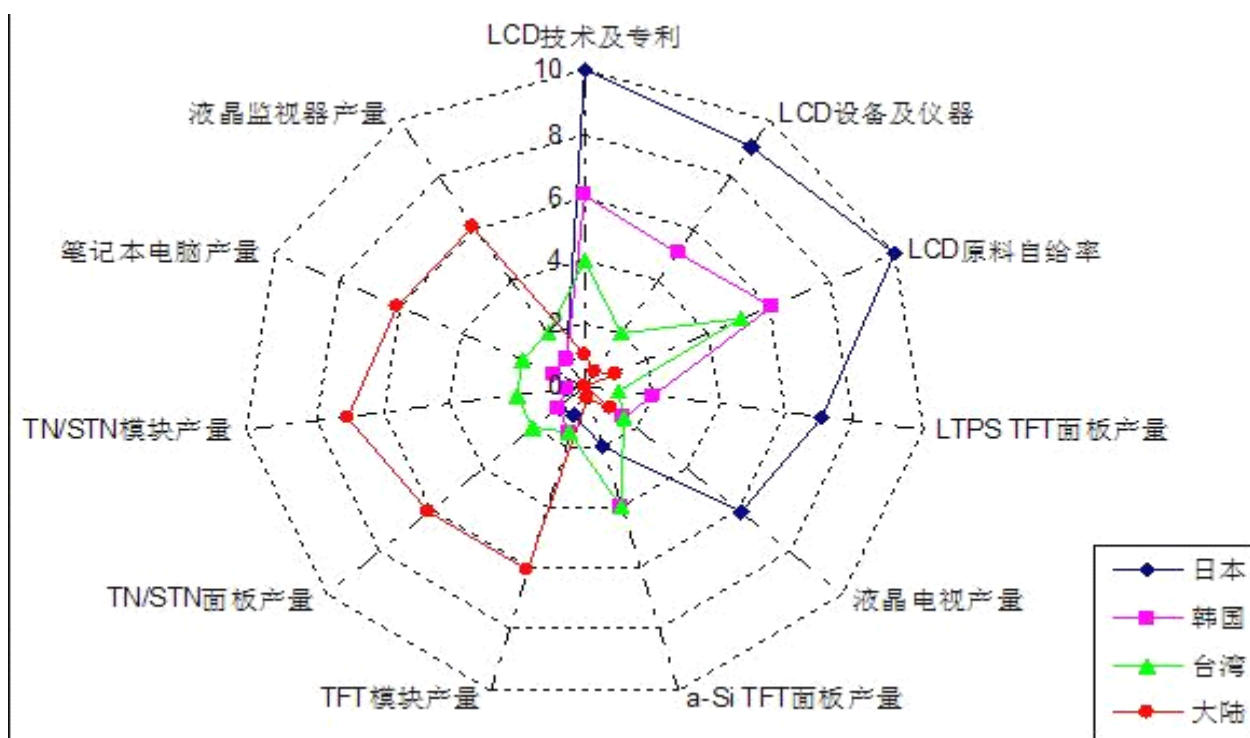
装，与日、韩、台湾均存在较大的差距。

图6：中国主要TFT-LCM厂商分布



数据来源：国际电子商情网，英大证券研究所

图7：中日台韩LCD产业对比



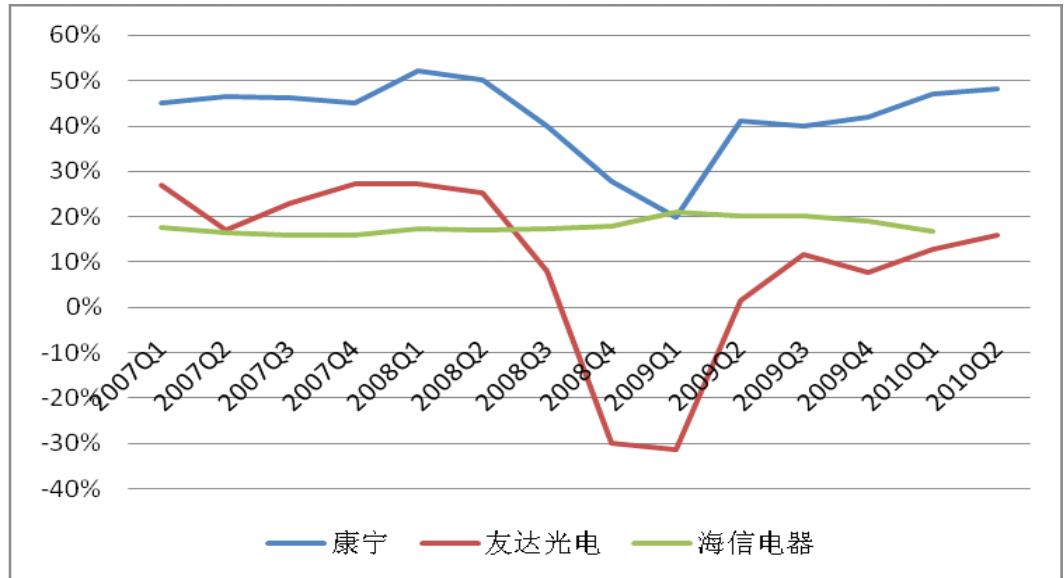
数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所

## 2.4 玻璃基板处于产业链上游，微笑曲线的左边

玻璃基板目前占据了整个面板成本的17%-23%，对工艺的要求比较高，处于产业链上游，微笑曲线的左边，体现了更多的研发附加值，毛利率维持在40%左右水平明显高于处于中间环节的TFT-LCD面板制造，其获得的产业附加值较低，产业周期性波动较大，毛利率则处于-25%-30%范围。我们选取了产业链比较有代表性公司康宁、友达光电以及下游的

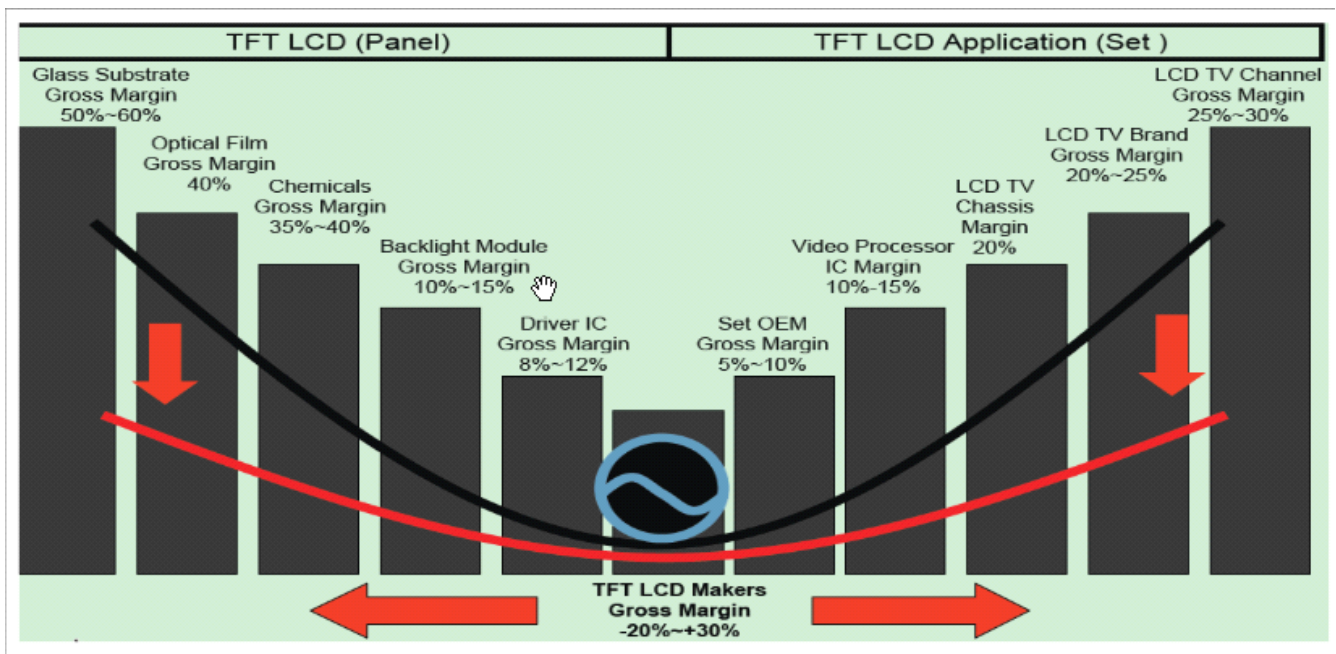
海信电器，从毛利率变动趋势，在2008年经济危机爆发的一段时间内，作为业内三大面板商之一的面板商，一度陷入亏损；但是康宁公司毛利随有所下滑，但是依旧维持了20%以上的毛利；海信电器毛利率则依旧维持了较为稳定的水平。

图8：产业链上中下游代表公司的毛利率水平对比



数据来源：彭博、Wind，英大证券研究所

图9：液晶面板产业链的“微笑曲线”



数据来源：DisplaySearch，英大证券研究所

### 2.4 OLED——有望成为下一代显示技术的“梦幻显示器”

OLED显示技术与传统的LCD显示方式不同，无需背光灯，采用非常薄的有机材料涂层和玻璃基板，当有电流通过时，这些有机材料就会发光。而且OLED显示屏幕可以做得更轻更薄，可视角度更大，并且能够显著节省电能。与LED区别在于，在照明领域，受结构限制，LED是点光源，而OLED是平面光源；在显现领域，LED显现屏是由发光二极管排列

组成的显现器件，无法显现高分辨率的图像，而OLED是由光刻电极基板与有机发光材料结合组成的显现器件，可以实现高分辨率的图像。

OLED显示技术按照驱动方式可以分为AMOLED(主动式有源矩阵)和PMOLED(被动式无源矩阵)。AM和PM差别在于电流的驱动方式，当外接电流通过时，液晶的排列方式会发生改变，电流停止后，若液晶排列方式保持不归原位(具有记忆性)就称为有源式(AMOLED)；而一旦电流消失即回复原位，必须再次充电才能排列的称为无源式(PMOLED)。

PMOLED的构造较简单，驱动视电流决定灰阶、分辨率及画质表现，以单色和多色产品居多，应用在小尺寸产品上。但受制于驱动方式，分辨率无法提高，因此应用产品尺寸局限于约5"以内，产品将被限制在低分辨率小尺寸市场。AMOLED在技术较为领先，虽然目前PMOLED占据了大部分的市场份额，但是业内专家认为OLED的技术方向应该是AMOLED，真正对目前LCD构成威胁的也是AMOLED，国际OLED制造商，包索尼、三星、奇晶、先锋等都采用AMOLED技术。

据市场研究公司iSuppli最新发表的研究报告称，2013年全球OLED(有机发光二极管)电视机出货量将从2007年的3000万台增长到280万台，复合年增长率为212.3%。从全球销售收入看，2013年全球OLED电视机的销售收入将从2007年的200万美元增长到14亿美元，复合年增长率为206.8%。该机构也称，全球AMOLED市场将从6700万美元上升至2014年的46亿美元。

### 3 盈利分析:向高端迈进，“彩虹”再现

#### 3.1 玻璃基板良品率稳定在70%-80%

LCD所用之玻璃基板概可分为碱玻璃及无碱玻璃两大类；碱玻璃包括钠玻璃及中性硅酸硼玻璃两种，多应用于TN及STN LCD上，主要生产厂商有日本板硝子(NHT)、旭硝子(Asahi)及中央硝子(Central Glass)等，以浮式法制程生产为主；无碱玻璃则以无碱硅酸铝玻璃(Alumino Silicate Glass，主成分为SiO<sub>2</sub>、Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>、B<sub>2</sub>O<sub>3</sub>及BaO等)为主，其碱金属总含量在1%以下，主要用于TFT-LCD上，领导厂商为美国康宁(Corning)公司，以溢流熔融法制程生产为主。从康宁目前的市场占有率以及良品率看，溢流熔融法拥有较为明显的优势，相较于浮式法，溢流熔融法免除了后端研磨抛光，良品率得以保证，也成为超薄平板玻璃成形的主流技术。

公司目前正是采用和康宁一样的技术，从2008年9月玻璃基板投产以来，在经过2009年10月冷修之后良品率在2010年4月份回升至70%，目前良品率可高达80%以上。公司募投资金扩产10条玻璃基板，共13条生产线，达产之后有望满足国内50%的份额。

### 3.2 占据OLED显示技术的制高点

公司控股子公司彩虹（佛山）平板显示有限公司的OLED一期项目厂房施工已全面完成，动力设备已经进行调试，预计10月份开始，试生产年产能1,200万片，目前主要面向小尺寸。彩虹集团也与近期在佛山启动了彩虹4.5代AMOLED生产线，按照计划在2010-2012年间，彩虹集团将投资94.2亿元，分两次启动建设两条生产线。首条生产线投资49.6亿元，将于2012年初投产，成为国内首条、全球第二条AMOLED生产线，产品为AMOLED显示屏，用于手持移动设备、家电等终端产品。

彩虹集团通过打造OLED产业，占据OLED显示技术的制高点，配合彩虹股份的玻璃基板制造能力，打造第三代显示的完整的产业链；随着OLED有望逐步成为面板显示的主流技术，该部份业务也将出现较大的发展机会。

### 3.3 盈利预测以及投资评级

传统业务恢复增长态势。公司披露2010年中报显示上半年实现营业收入702.87百万元，同比增长12.37%，实现净利润10.99百万元；且收入来源均来自公司CRT彩管业务，产能利用率以及市场占有率双升，国内市场占有高达38.2%，稳居国内第一，国际市场占有率达17.2%，传统业务扭亏为盈。随着液晶面板对CRT的加速替代，公司CRT彩管业务也将逐步推出，短期内的盈利主要得益于经济危机部分厂商退出市场占有率得以提升，稳定了公司的现金流。

新业务收益的首次确认主要集中在2011年。公司第一条玻璃基板生产线产能约在52万片/年，公司通过非公开募集投产10条基板生产线，包括原有一条试验线以及自主投产的2条生产线，一共拟投产13条玻璃基板线，其中目前已经量产的一条，预计三季度陆续有3条陆续点火，从点火到量产大概有2-3个月的时间，故认为玻璃基板业务主要首次实现收益主要集中在2011年，2010年主要只是第一条玻璃基板试验线的小规模量产；OLED业务一期项目厂房施工已全面完成，动力设备已经进行调试，预计10月份开始试生产，年产能1,200万片。

玻璃基板价格自2009年起需求逐步增加，根据DisplaySearch最新一季TFTLCD玻璃基板出货与预测报告指出，2009年TFTLCD玻璃基板出货面积达2亿4千2百万平方公尺，同时预估今年将较去年成长15%，价格也有望持续上涨。公司目前主要生产0.7mm厚度的玻璃基板，同时也突破了0.63mm和0.5mm厚度玻璃基板的工艺，玻璃基板目前是产品厚度越薄要求的工艺越高，价格也就越贵。

鉴于以上分析，以及基于玻璃基板良品率的维持在70%，我们预计2010-2012年主营业务收入16.48、26.56以及40.45亿元，净利润为73.48、509.36、1023.64百万元，EPS为0.10、0.69和1.39元，对应目前股价PE分别为168.4、26.67和13.45倍，目前估值偏高但是公司对于

玻璃基板技术的突破、产能的扩张，首次关注给予“增持”评级。

表4：公司分业务收入以及盈利预测

单位：百万元	2010E	2011E	2012E
CRT彩管业务	1509.04	905.42	543.25
毛利率	13.8%	10%	10%
玻璃基板业务	123.55	1650.84	3301.69
毛利率	48%	58	58%
OLED收入	15.0	100.0	200.0
毛利率	10%	15%	20%
总收入	1647.59	2656.26	4044.94
综合毛利率	16.33%	40.02%	49.67%

数据来源：英大证券研究所

## 4 风险提示

4.1 下游需求受制于康宁垄断地位，存在不及预期的风险。目前国内面板厂商主要采用的康宁的玻璃基板，公司小规模量产，不能满足国内面板商的大量需求，故对于使用公司玻璃基板可能存在比较谨慎的态度；

4.2 玻璃基板的高毛利率是依赖其技术壁垒，国内河北东旭于投建两条玻璃基板并于近日已经点火，且康宁以及旭硝子近日宣布在中国建玻璃基板的生产线，竞争加剧可能导致玻璃基板毛利率的下滑；

4.3 面板行业的强周期性，随着宏观经济的波动，可能存在面板企业缩量减产进而影响的玻璃基板的需求下滑，景气度下降；

4.4 短期估值偏高的风险

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

### 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

#### 1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准