

巨头战略合作，技术加速升级

■公司与面板龙头京东方达成战略合作协议：1) 京东方每年采购公司液晶玻璃基板量不低于京东方当年国产化液晶玻璃基板使用量的 80%；2) 合肥第六代面板产线每年采购公司液晶玻璃基板量,逐步达到该生产线每年液晶玻璃基板实际使用量的 60%以上;3) 北京第五代面板产线每年采购公司液晶玻璃基板量,逐步达到该生产线每年液晶玻璃基板实际使用量的 60%以上。

■公司客户认证速度超预期，单一大客户消耗公司最少 30%产能：公司 1 月公告通过京东方 G6 认证后，通过我们产业链调研，目前公司对京东方的玻璃基板出货量已经从 100k/月迅速拉升到 5 月份的 400k/月，近日又签订为期五年的战略合作协议，进展速度超预期。根据估算，单条玻璃基板 6 代线的满产产能是 4 万片/月 (48 万片/年)，如果仅以 6 代线计算，则京东方订单将占公司 30%的产能。如果加上 5 代线和未来可能参与的 8 代线，则仅京东方一家订单产值可以达到 13 亿元-17 亿元。我们预计后续台湾等客户的认证速度将加快，台湾市场玻璃基板需求更大，达到 3900 万片。

■两大龙头长期战略合作更有利于民族企业升级：1) 公司掌握玻璃基板和基板设备制造的核心技术，为将来上下游的合作奠定了坚实的基础，在更广阔的显示领域都会有合作机会。正如我们之前的深度报告中提到的，公司的发展将立足玻璃基板，借鉴康宁和旭硝子的发展经验，进入多品种的显示大产业，实现横向拓展。而公司和京东方的合作将加快这一技术合作和横向拓展的速度。2) 协议中公司和京东方的合作领域还将包括其他如照明等行业领域。3) 玻璃基板和面板关税提升将有利于两大国产化龙头发展。

■投资建议：给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价 30 元。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.95, 1.43 和 2.06 元，12 个月目标价 30 元相当于 2014 年 32 倍的动态市盈率。

■风险提示：销售不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	778.9	931.9	2,376.3	3,849.7	5,466.5
净利润	142.7	369.3	855.4	1,290.4	1,861.2
每股收益(元)	0.16	0.41	0.95	1.43	2.06
每股净资产(元)	0.43	6.44	7.39	8.81	10.88

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	143.2	55.3	23.9	15.8	11.0
市净率(倍)	52.1	3.5	3.1	2.6	2.1
净利润率	18.3%	39.6%	36.0%	33.5%	34.0%
净资产收益率	47.9%	7.0%	15.0%	19.5%	20.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	103.7%	18.2%	13.2%	21.7%	20.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

30.00 元

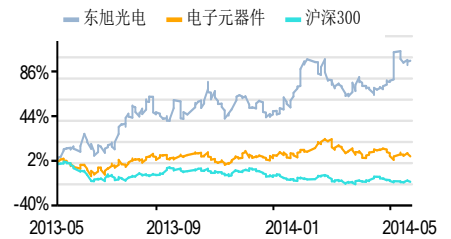
股价 (2014-05-19)

23.25 元

交易数据

总市值 (百万元)	21,310.80
流通市值 (百万元)	15,877.79
总股本 (百万股)	903.00
流通股本 (百万股)	672.79
12 个月价格区间	11.45/23.87 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	22.35	13.21	122.04
绝对收益	18.47	6.69	106.11

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

相关报告

立足玻璃基板，光电大产业 2014-05-14
成就巨头

1. 公司与面板龙头京东方达成战略合作协议，认证进度加快

1.1. 京东方和公司达成玻璃基板战略协议

1、协议有效期内,在符合合作前提的前提下,京东方每年采购公司液晶玻璃基板量 不低于京东方当年国产化(指中国本土企业在中国大陆生产产品的情形)液晶玻璃基板 使用量的 80%。

2、协议有效期内,在符合合作前提且不违反京东方与其他核心供应商已签署的协议约定的前提下,京东方位于合肥的第六代面板产线每年采购公司液晶玻璃基板量,逐步达到该生产线每年液晶玻璃基板实际使用量的 60%以上;京东方位于北京的第五代面板产线每年采购公司液晶玻璃基板量,逐步达到该生产线每年液晶玻璃基板实际使用量的 60%以上。

3、关于液晶玻璃基板供应的具体品种、规格、单价、数量,由双方和/或其指定的控股子公司另行协商确定,具体以双方和/或其指定的控股子公司另行签署的书面供货协议及订单约定为准。

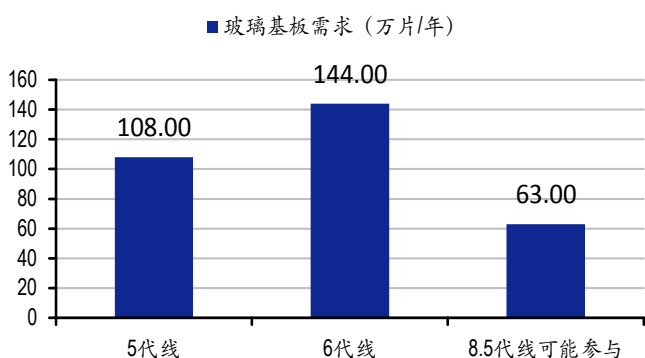
同时,公司承诺与保证,对于公司在京东方高世代面板生产线(含 6.5 代及以上)产地 200 公里以内新增配套玻璃生产线,京东方拥有优先参与投资权。

1.2. 战略协议达成，公司下游客户认证进度超预期

公司 1 月公告通过京东方 G6 认证后,通过我们产业链调研,目前公司对京东方的玻璃基板出货量已经从 100k/月迅速拉升到 5 月份的 400k/月,近日又签订为期五年的战略合作协议,进展速度超预期。同时京东方自身面板技术从 0.5mm 向 0.4mm 升级,公司已经在 0.4mm 上成功突破,并已成功切入京东方,在与康宁、旭硝子的竞争中,依靠国家扶持优势、本土化优势以及产品优势,有望成为京东方这次 0.4mm 升级的主要供货商,利用技术升级机会弯道超车。

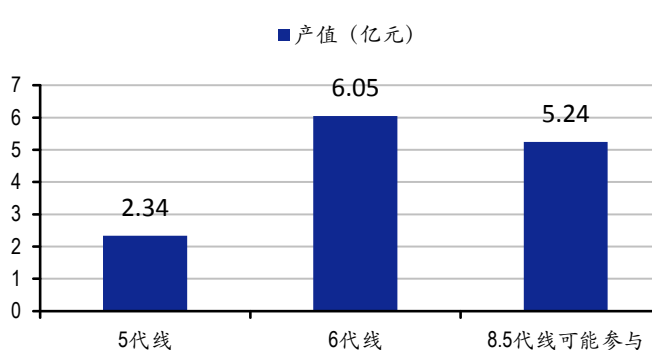
根据公司和京东方的战略协议,我们对于协议带来的公司的产能和产值进行了估算。单条玻璃基板 6 代线的满产产能是 4 万片/月(48 万片/年),如果仅以 6 代线计算,则京东方订单将占公司 30%的产能,产值最保守达到 6 亿元,未来随着国产化进程还有进一步份额提升空间,可达到 10 亿元。如果加上 5 代线和未来可能参与的 8 代线,则仅京东方一家订单产值可以达到 13 亿元-17 亿元。

图 1：按照京东方产线产能 60%的玻璃基板测算需求



数据来源：京东方公告，安信证券研究中心估算

图 2：按照目前市场价格测算 60%订单的产值价值



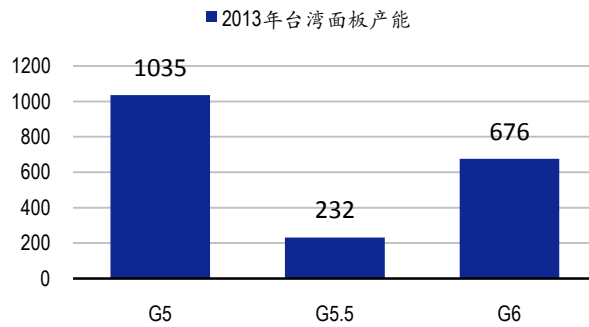
数据来源：京东方公告，安信证券研究中心整理估算

1.3. 战略合作协议拉开客户认证序幕，后续速度将加快

我们认为这次战略仅仅是公司客户拓展成功的第一步,从国内京东方的认证入手,获得 60%的合作协议,未来公司在台湾客户的布局将加快认证速度。公司不止获得大陆面板

厂商的认证，台湾方面也获得中华映管认证，友达和群创的认证也在进行中，大批量供货后，台湾市场的面板出货量同样能成为公司玻璃基板销量的保证。我们对台湾 2013 年的面板产能进行估计，台湾 5、5.5、6 代线的总玻璃基板需求约在 3900 万片每年左右。公司玻璃基板产能仅占可替代市场空间的 10%-20%。

图 3：2013 年台湾 5 至 6 代液晶面板产能（万片）



数据来源：公开资料、安信证券研究中心测算

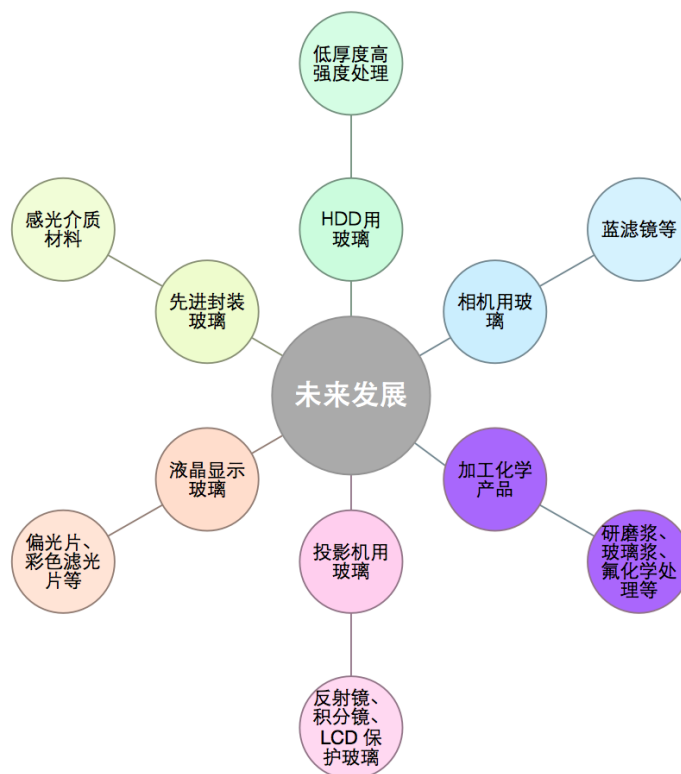
2. 长期战略合作更有利于两大龙头推动国产化发展

2.1. 两大龙头实现显示行业上下游合作，提升技术进步速度

京东方和公司都是国内掌握核心技术和推动国产化发展的显示行业龙头。两者在对彩电和面板国产化进程中都起到关键的推动作用，不仅为国产电视厂商实现了超过国外竞争对手的经济效益，还为中国人民彩电普及和升级做出了重大的贡献，是中国显示技术行业的开拓者。

公司掌握玻璃基板和基板设备制造的核心技术，为将来上下游的合作奠定了坚实的基础，在更广阔的显示领域都会有合作机会。正如我们之前的深度报告中提到的，公司的发展将立足玻璃基板，借鉴康宁和旭硝子的发展经验，进入多品种的显示大产业，实现横向拓展。而公司和京东方的合作将加快这一技术合作和横向拓展的速度。

图 4： 高端玻璃厂商未来可能发展路径



数据来源：安信证券研究中心整理

2.2. 龙头企业将实现更多领域的合作，实现民族企业升级

两大企业实现合作，不仅意味着玻璃基板的国产化进程启动加速，更意味着在更广阔的显示照明行业和更多领域如光伏等行业国内龙头将形成战略合作的模式，实现民族企业的又一步升级。公司玻璃基板技术赶超国际水平，设备制造业务也是立足之本。同时集团在照明、城镇化建设等方面都具有较强的技术实力和前期基础，未来在国内企业实力逐渐增强，需求打开的情况下，国产化需求将会全面爆发。

3. 为保护国内产业发展，玻璃基板和面板关税将提高

公司玻璃基板相较于康宁等玻璃具有明显的价格优势，这种价格优势将会在玻璃基板和面板关税提高后更加明显。根据我们产业链调研得知，公司玻璃基板的价格比康宁产品的裸价（不算关税和运输成本的价格）低 10% 以上，加上关税提高的因素和运输费用后，价格相差将达到 20% 以上。同时进口面板的关税提高也有利于京东方等国产面板企业迅速发展抢占市场份额。

国家出台的一系列类似面板行业的扶持政策对国产基板玻璃的需求有正向作用。《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，提高玻璃基板等关键配套材料的本地化配套率，并通过“补贴基板厂商”、“给予面板厂商国产原材料采购补贴”等方式给予财政支持。2013 年 12 月，财政部公布 2014 年关税实施方案，将 6 代及以下液晶玻璃基板的进口关税上调为 6%。

为保护国内面板产业的发展，液晶面板厂和行业专家都在不同场合提出提高液晶面板的进口关税，目前面板关税提高已经进入提案日程。2012 年，中国把液晶面板进口关税从 3% 提到 5%。今年全国两会上，全国政协委员、中科院院士欧阳钟灿认为，未来五年中国平板产业仍将处在攻坚期，需要国家给予更多政策支持，并建议国家将液晶显示面板

关税税率从 5% 提高至 10%。全国人大代表、TCL 集团董事长李东生也认为，在关税政策上加大对国内平板显示企业的保护力度意义重大，方式包括材料免税和增值税退税，以及将液晶面板进口关税由目前的 5% 提高至 8%-10%。

4. 盈利预测

公司目前系国内最大的集平板显示产业装备制造、产品生产于一体的高新技术企业，拥有液晶玻璃基板、等离子玻璃基板、高铝盖板玻璃等高端显示玻璃器件的制造技术，创新能力强，核心竞争力强。同时企业发展战略清晰，受益基板玻璃国产化大背景明确，切入国内大陆台湾主要面板厂商。未来产品线横向拓展打造光电显示龙头企业，我们认为公司的龙头地位和技术实力毋庸置疑，鉴于未来空间大，成长速度快，给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价 30 元。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.95，1.43 和 2.06 元，12 个月目标价 30 元相当于 2014 年 32 倍的动态市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	778.9	931.9	2,376.3	3,849.7	5,466.5	成长性					
减:营业成本	379.8	409.8	1,009.9	1,655.4	2,377.9	营业收入增长率	645.9%	19.6%	155.0%	62.0%	42.0%
营业税费	11.2	11.6	28.5	42.3	60.1	营业利润增长率	1,938.1	31.7%	174.2%	59.4%	39.8%
销售费用	4.5	8.2	16.6	30.8	49.2	净利润增长率	1,103.9	158.9%	131.6%	50.9%	44.2%
管理费用	75.2	100.3	230.5	377.3	546.7	EBITDA 增长率	1,119.8	31.2%	211.7%	57.9%	36.6%
财务费用	-0.3	3.0	-5.2	-2.3	-7.3	EBIT 增长率	2,402.9	32.8%	170.8%	60.0%	39.6%
资产减值损失	5.6	0.2	2.2	2.7	1.7	NOPLAT 增长率	2,157.7	34.6%	170.4%	63.3%	37.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	665.7%	272.0%	-0.2%	45.6%	-0.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	93.7%	1,067.0	17.7%	24.2%	26.0%
营业利润	303.0	398.9	1,093.7	1,743.6	2,438.2	利润率					
加:营业外净收支	23.6	148.5	297.0	446.7	546.7	毛利率	51.2%	56.0%	57.5%	57.0%	56.5%
利润总额	326.6	547.4	1,390.7	2,190.3	2,984.9	营业利润率	38.9%	42.8%	46.0%	45.3%	44.6%
减:所得税	85.6	137.8	351.8	519.5	749.2	净利润率	18.3%	39.6%	36.0%	33.5%	34.0%
净利润	142.7	369.3	855.4	1,290.4	1,861.2	EBITDA/营业收入	40.5%	44.4%	54.3%	52.9%	50.9%
						EBIT/营业收入	38.9%	43.1%	45.8%	45.2%	44.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	24	37	148	198	166
货币资金	110.8	2,586.7	752.6	262.6	1,900.7	流动营业资本周转天数	339	1,010	558	446	397
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	450	1,625	868	554	536
应收账款	592.5	972.6	1,007.7	2,157.6	2,276.4	应收账款周转天数	145	302	150	148	146
应收票据	0.8	-	5.4	0.7	7.9	存货周转天数	72	90	94	86	83
预付账款	756.0	2,789.0	1,969.0	3,732.8	3,295.4	总资产周转天数	563	2,143	1,248	818	729
存货	168.7	298.6	935.8	903.5	1,606.5	投资资本周转天数	431	1,504	929	704	586
其他流动资产	59.5	75.6	64.4	66.5	68.9						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	47.9%	7.0%	15.0%	19.5%	20.7%
长期股权投资	0.2	-	-	-	-	ROA	11.7%	4.5%	13.9%	16.6%	18.5%
投资性房地产	14.2	12.2	12.2	12.2	12.2	ROIC	103.7%	18.2%	13.2%	21.7%	20.4%
固定资产	50.4	141.1	1,811.4	2,420.5	2,607.0	费用率					
在建工程	197.0	1,914.1	724.2	337.3	191.2	销售费用率	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
无形资产	58.2	112.8	110.5	108.2	105.9	管理费用率	9.6%	10.8%	9.7%	9.8%	10.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.0%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产总额	2,061.7	9,033.0	7,448.5	10,041.6	12,112.2	三费/营业收入	10.2%	12.0%	10.2%	10.5%	10.8%
短期债务	485.0	580.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	114.8	181.6	409.8	544.8	949.9	资产负债率	75.6%	35.0%	7.2%	14.5%	10.7%
应付票据	-	150.0	61.6	207.7	308.1	负债权益比	309.6%	53.8%	7.7%	17.0%	11.9%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	2.34	8.15	9.24	9.06	7.25
长期借款	800.0	2,300.0	-	640.1	-	速动比率	2.10	7.79	7.42	7.91	5.98
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1,152.5	131.94	-209.28	-745.91	-333.40
负债总额	1,558.4	3,158.8	535.3	1,457.7	1,292.5	分红指标					
少数股东权益	111.4	60.5	244.0	624.4	998.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	383.0	903.0	903.0	903.0	903.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	8.9	4,910.7	5,766.1	7,056.5	8,917.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	503.3	5,874.2	6,913.1	8,583.9	10,819.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	241.0	409.5	855.4	1,290.4	1,861.2	EPS(元)	0.16	0.41	0.95	1.43	2.06
加:折旧和摊销	12.4	11.6	200.7	293.9	349.0	BVPS(元)	0.43	6.44	7.39	8.81	10.88
资产减值准备	5.6	0.2	-	-	-	PE(X)	143.2	55.3	23.9	15.8	11.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	52.1	3.5	3.1	2.6	2.1
财务费用	-0.1	-3.3	-5.2	-2.3	-7.3	P/FCF	-3,039.9	-8.1	-10.1	-23.7	16.1
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	26.2	21.9	8.6	5.3	3.7
少数股东损益	98.4	40.2	183.5	380.4	374.5	EV/EBITDA	18.6	37.7	15.4	10.5	7.0
营运资金的变动	-637.0	-2,479.4	406.2	-2,604.8	73.5	CAGR(%)	90.7%	76.1%	340.7%	90.7%	76.1%
经营活动产生现金流量	-467.0	-1,837.2	1,640.7	-642.5	2,650.9	PEG	1.6	0.7	0.1	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-704.0	-2,250.3	-600.0	-490.0	-380.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	1,265.9	6,441.7	-2,874.8	642.5	-632.8	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵晓光声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

