东旭光电

一季度政府补助影响大，六代线点火进程加快

业绩回顾

业绩低于预期

1Q15 实现营收 5.98 亿元，同比增长 4%，受去年高基数影响(1Q14 同比增长 202%)；归属于上市公司股东净利润 2.11 亿元，同比增长 2%；但扣非净利润同比下降 56%。

毛利率环比改善，费用率急剧上升：1Q15 毛利率为 43.4%，环比改善 2.9 个百分点，受益于高毛利的玻璃基板占比增加。期间费用率同比大增 10.3 个百分点至 20.1%，主要是：1)高端人才引进导致管理费用同比上升 103%；2)业务扩张资金需求攀升导致贷款增加，财务费用同比增 125%。

政府补助规模超营业利润，应收账款数量和坏账均增加：1Q15 营业外收入 1.43 亿元，高于营业利润(1.27 亿元)，其中政府补助占 98%。1Q15 应收账款余额较期初增加 78%，同时坏账准备增加使得资产减值损失增加至 551 万元(vs1Q14 的 0.2 万元)。

发展趋势

六代线点火进程加快，资产注入循序渐进：3 月底第五条 G6 已点火运营，后续还将有至少三条线点火。玻璃基板业务动能充足，今年预计实现五条线的满产满销，有望成为营收的主要贡献来源(vs2014 的 16%)，但需密切关注点火爬坡良率。目前郑州旭飞和石家庄旭新 G5 玻璃基板注入进度在按计划进行中。

未来规划“石墨烯+蓝宝石+智能化装备”持续布局中：石墨烯产业化仍需要较长时间，短期内暂时看不到贡献。蓝宝石贡献初显，收购的江苏吉星(50.5%股权)进展顺利，预计 2015 年将贡献营收的 10~15%。智能化装备计划覆盖滤光片+玻璃基板+液晶面板生产线，与京东方的国产化战略合作今年有望落地。

盈利预测调整

维持盈利预测不变，对应 2015/16e EPS 为 0.44/0.71 元。当前股价对应 2015/16 年 P/E 27.7x /17.2x。

估值与建议

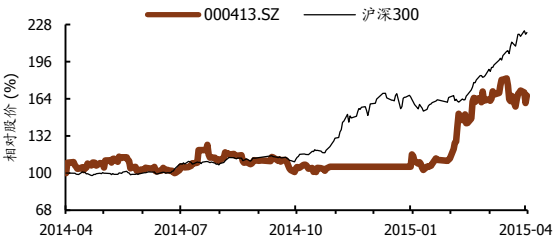
微幅上调目标价至 10 元(+7.5%)，对应 2014 年初至今动态 PE(TTM)均值减 1.5x 标准差(22x)与 2015EPS，**维持 A 股中性评级**。

风险

上行：六代线客户加速导入。下行：六代线扩产过快但需求不振。

维持中性

股票代码	000413.SZ	200413.SZ
最新收盘价	人民币 12.13	港币 7.76
目标价	人民币 10.00	
52 周最高价/最低价	人民币 13.60~7.12	港币 9.62~4.11
总市值(亿)	人民币 308	港币 385
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,960.48	港币 35.97
发行股数(百万)	2,412	250
其中：自由流通股(%)	69	96
30 日日均成交量(百万股)	158.78	4.66
主营行业		电子元器件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	932	2,143	3,651	5,793
增速	19.6%	130.0%	70.3%	58.7%
归属母公司净利润	369	881	1,166	1,878
增速	158.9%	138.5%	32.4%	61.1%
每股净利润	0.14	0.33	0.44	0.71
每股净资产	2.18	2.42	3.28	4.05
每股股利	0.00	0.10	0.04	0.07
每股经营现金流	-0.69	-0.02	0.34	0.36
市盈率	87.4	36.7	27.7	17.2
市净率	5.6	5.0	3.7	3.0
EV/EBITDA	78.9	43.8	22.0	13.1
股息收益率	0.0%	0.8%	0.4%	0.6%
平均总资产收益率	6.7%	8.2%	8.5%	11.6%
平均净资产收益率	11.9%	14.4%	15.4%	19.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈勤意
分析员
erica.chen@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080514080007
SFC CE Ref: BAT983

宗佳颖
联系人
Jiaying.Zong@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080114080046

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	932	2,143	3,651	5,793
营业成本	410	1,180	1,868	2,875
营业税金及附加	12	26	45	71
营业费用	8	15	22	34
管理费用	100	211	351	546
财务费用	3	60	24	18
其他	0	0	0	0
营业利润	399	644	1,334	2,242
营业外收支	148	441	120	100
利润总额	547	1,085	1,454	2,342
所得税	138	176	250	403
少数股东损益	40	29	38	61
归属母公司净利润	369	881	1,166	1,878
EBITDA	414	781	1,517	2,520
资产负债表				
货币资金	2,587	3,196	3,889	3,554
应收账款及票据	943	1,088	1,854	2,799
预付款项	2,789	2,749	2,559	3,150
存货	299	513	812	1,250
其他流动资产	105	554	584	628
流动资产合计	6,722	8,101	9,698	11,381
固定资产及在建工程	2,180	4,027	4,941	5,257
无形资产及其他长期资产	113	235	357	476
非流动资产合计	2,311	4,367	5,404	5,839
资产合计	9,033	12,468	15,102	17,220
短期借款	580	1,289	1,289	1,289
应付账款及票据	285	512	811	1,391
其他流动负债	-40	586	1,313	1,292
流动负债合计	825	2,387	3,413	3,972
应付长期债券	0	0	0	0
非流动负债合计	2,334	3,605	2,891	2,319
负债合计	3,159	5,992	6,304	6,291
股东权益合计	5,814	6,437	8,721	10,791
少数股东权益	61	39	77	138
负债及股东权益合计	9,033	12,468	15,102	17,220
现金流量表				
净利润	369	881	1,166	1,878
折旧和摊销	12	69	152	252
营运资本变动	-2,551	-213	-472	-1,243
其他	289	-870	0	0
经营活动现金流	-1,837	-44	908	966
投资活动现金流入	4	-10	-127	-127
投资活动现金流出	-2,255	-1,140	-1,061	-561
投资活动现金流	-2,250	-1,150	-1,188	-688
股权融资	4,971	12	1,000	0
银行借款	1,474	1,784	-268	-714
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	6,442	1,735	974	-613
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	2,354	541	693	-335

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	19.6%	130.0%	70.3%	58.7%
营业利润	31.7%	61.5%	107.1%	68.1%
EBITDA	29.0%	88.9%	94.2%	66.1%
净利润	158.9%	138.5%	32.4%	61.1%
盈利能力				
毛利率	56.0%	45.0%	48.8%	50.4%
营业利润率	42.8%	30.0%	36.5%	38.7%
EBITDA 利润率	44.4%	36.5%	41.6%	43.5%
净利润率	39.6%	41.1%	31.9%	32.4%
偿债能力				
流动比率	8.15	3.39	2.84	2.87
速动比率	7.79	3.18	2.60	2.55
现金比率	3.14	1.34	1.14	0.89
资产负债率	35.0%	48.1%	41.7%	36.5%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	6.7%	8.2%	8.5%	11.6%
净资产收益率	11.9%	14.4%	15.4%	19.2%
每股指标				
每股净利润（元）	0.14	0.33	0.44	0.71
每股净资产（元）	2.18	2.42	3.28	4.05
每股股利（元）	0.00	0.10	0.04	0.07
每股经营现金流（元）	-0.69	-0.02	0.34	0.36
估值分析				
市盈率	87.4	36.7	27.7	17.2
市净率	5.6	5.0	3.7	3.0
EV/EBITDA	78.9	43.8	22.0	13.1
股息收益率	0.0%	0.8%	0.4%	0.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

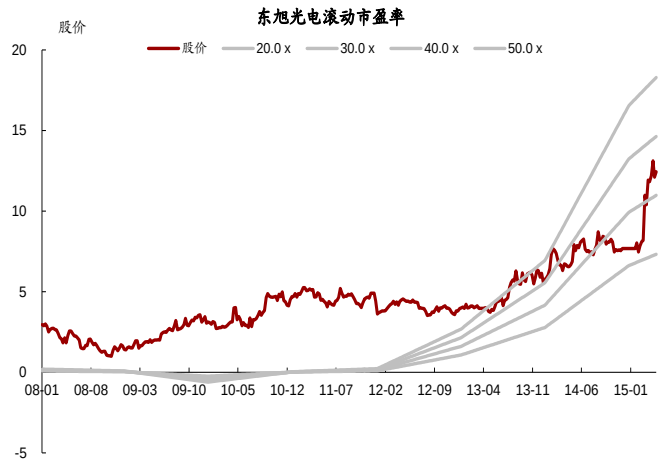
东旭光电成立于 1992 年，于 1996 年上市，2010 年东旭集团重组宝石集团，向玻璃基板行业转型。2014 年公司“石家庄宝石电子玻璃股份有限公司”更名为“东旭光电科技股份有限公司”。目前公司是集液晶玻璃基板制造、销售，液晶玻璃基板装备制造、技术服务为一体的高新技术企业，公司及托管公司拥有五大生产基地，产品覆盖 5 代、6 代玻璃基板及等离子玻璃基板、盖板玻璃等高端显示玻璃。玻璃基板行业处于液晶产业链的上游，是构成液晶显示器件的一个基本部件，是面板国产化中成本下降的关键，位于平板显示产业链微笑曲线的最顶端，属于技术密集及资金密集型行业。

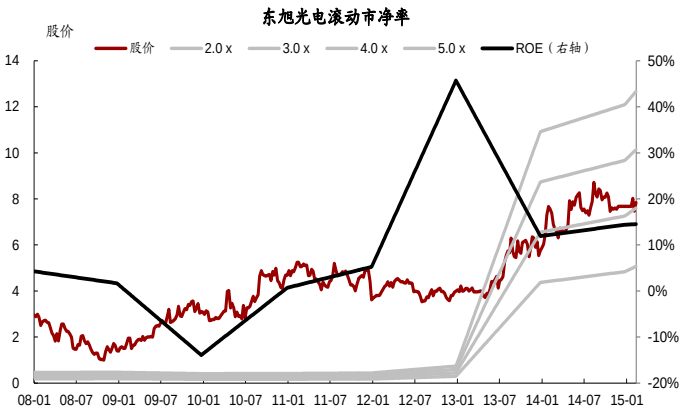
图表 1：季度业绩表现

单位：百万元	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014A	1Q15	1Q14+/-	2Q14+/-	3Q14+/-	4Q14+/-	2014A+/-	1Q15+/-
营业收入	**577**	**333**	**278**	**956**	**2,143**	**598**	**202%**	**422%**	**-2%**	**142%**	**130%**	**4%**
营业成本	261	172	177	569	1,180	339	303%	292%	17%	279%	188%	30%
毛利	**317**	**160**	**100**	**387**	**964**	**259**	**150%**	**710%**	**-24%**	**58%**	**85%**	**-18%**
营业税金及附加	9	6	6	5	26	7	340%	206%	70%	30%	128%	-27%
销售费用	2	3	4	6	15	4	39%	4%	135%	144%	82%	162%
管理费用	33	48	42	88	211	66	68%	44%	66%	291%	110%	101%
财务费用	22	1	7	30	60	50	880%	-127%	410%	688%	1884%	125%
资产减值损失	0	0	4	3	8	6	-164%	-189%	-121%	-83%	4795%	n.a.
公允价值变动净收益	-	-	-	-	-	-						
投资收益	-	-	-	-	-	-						
营业利润	**251**	**102**	**37**	**254**	**644**	**127**	**147%**	**860%**	**-69%**	**33%**	**61%**	**-49%**
营业外收入	2	179	231	29	441	143	-92%	113%	1464%	6%	193%	7034%
营业外支出	0	0	0	0	0	0	-99%	71%	801%	-100%	-94%	507%
税前利润	**253**	**281**	**268**	**283**	**1,085**	**270**	**102%**	**298%**	**100%**	**30%**	**98%**	**7%**
所得税	33	63	67	14	176	49	-7%	207%	135%	-73%	28%	52%
有效税率	12.9%	22.3%	24.8%	5.1%	16.2%	18.3%	-54%	-23%	18%	-80%	-36%	42%
少数股东损益	13	19	5	(8)	29	9						
归属于母公司所有者的净利润	**208**	**200**	**197**	**276**	**881**	**211**	**236%**	**284%**	**95%**	**79%**	**138%**	**2%**
毛利率	54.9%	48.2%	36.2%	40.4%	45.0%	43.3%	-11.4%	17.1%	-10.4%	-21.5%	-11.1%	-11.5%
销售费用率	0.3%	0.8%	1.6%	0.6%	0.7%	0.7%	-0.3%	-3.3%	0.9%	0.0%	-0.2%	0.4%
管理费用率	5.7%	14.4%	15.0%	9.3%	9.8%	11.0%	-4.5%	-37.6%	6.1%	3.5%	-0.9%	5.3%
财务费用率	3.8%	0.4%	2.6%	3.1%	2.8%	8.4%	2.7%	7.3%	2.1%	2.2%	2.5%	4.5%
营业利润率	43.5%	30.8%	13.4%	26.5%	30.0%	21.2%	-9.7%	51.9%	-29.0%	-21.9%	-12.8%	-22.3%
净利润率	36.0%	60.1%	70.9%	28.9%	41.1%	35.3%	3.6%	-21.6%	35.2%	-10.3%	1.5%	-0.6%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：市盈率与市净率





资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：可比公司估值表

公司	代码	股价	投资建议	总市值（亿元）	EPS				市盈率				市净率			
					2013A	2014A/E	2015E	2016E	2013A	2014A/E	2015E	2016E	2013A	2014A/E	2015E	2016E
安防产业链																
平均值									102.3	75.3	52.1	35.1	13.0	10.2	8.7	7.1
中位数									97.2	78.2	59.9	37.5	11.8	9.4	7.3	6.7
苹果产业链																
平均值									73.4	40.3	33.3	23.7	10.6	6.9	6.3	5.1
中位数									54.1	36.8	33.4	23.1	9.4	6.9	6.3	5.0
金属机壳																
平均值									61.6	78.7	33.0	23.5	6.3	5.4	4.0	3.5
中位数									67.1	58.7	32.6	22.3	6.0	5.0	4.5	4.2
触摸屏产业链																
平均值									227.3	313.6	202.4	148.0	5.2	4.2	3.4	3.2
中位数									114.8	51.3	34.5	22.5	5.5	4.4	4.0	3.5
显示器件产业链																
东旭光电	000413.SZ	12.13	中性	308	0.14	0.33	0.44	0.71	87.4	36.7	27.7	17.2	5.6	5.0	3.7	3.0
锦富新材	300128.SZ	18.15	推荐	92	0.19	0.36	0.44	0.48	94.6	49.7	41.0	37.7	6.8	5.0	4.6	4.2
京东方A	000725.SZ	4.58		1,616	0.07	0.07	0.10	0.13	68.7	67.6	47.4	35.1	5.7	3.1	2.1	2.1
深天马	000050.SZ	27.23		308	0.13	0.52	0.74	0.97	214.7	52.1	36.6	28.0	20.7	5.7	4.1	3.6
康得新	002450.SZ	46.90		447	0.69	1.04	1.49	2.04	67.8	45.1	31.6	23.0	11.9	9.5	5.1	4.1
平均值									106.6	50.2	36.9	28.2	10.1	5.7	3.9	3.4
中位数									87.4	49.7	36.6	28.0	6.8	5.0	4.1	3.6
LED产业链																
平均值									334.9	173.6	42.1	29.6	7.8	6.0	5.0	4.2
中位数									99.5	72.1	39.9	28.1	7.6	5.1	5.8	4.9
蓝宝石产业链																
平均值									174.9	51.0	83.6	54.0	10.1	7.0	7.3	6.4
中位数									87.0	51.0	37.5	27.9	10.6	7.0	6.7	5.5
金融设备																
平均值									73.1	56.8	43.2	33.0	13.1	12.1	8.5	6.9
中位数									83.0	53.4	40.9	30.2	10.5	12.1	7.9	6.5
智能穿戴																
平均值									136.1	70.2	64.2	46.8	10.8	7.4	7.0	5.9
中位数									124.5	68.5	58.5	45.4	8.9	7.2	5.9	5.0
汽车电子																
平均值									729.2	95.0	49.0	36.1	9.6	7.8	5.7	5.0
中位数									74.7	59.6	42.9	33.2	9.4	8.1	6.5	5.6

资料来源：Wind，中金公司研究部　备注：股价更新至 2015-4-29，黄色标注的为中金覆盖公司，2015/16 EPS 为中金预测，其余为 Wind 一致预测值

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准:“确信买入”(Conviction BUY): 分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上; 绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”; 绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。

行业评级标准: “超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上; “标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间; “低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹

北京
中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

CICC
中金公司