

张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn

2010年1月4日

彩虹股份(600707.SH)/12.23 元

实际有效产出是决定盈利能力的关键

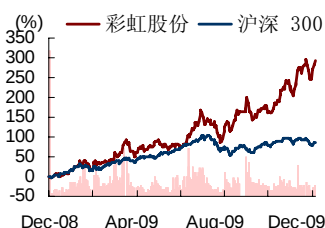
投资评级: **审慎推荐-A**
评级调整: 首次
目标估值: 14.4 元

基础数据

总股本(万股) 42115
流通股本(万股) 41083
总市值(亿元) 52
流通市值(亿元) 50
52周股价 3.0-12.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	118	259
相对表现	30	108	176



相关报告

- 1、《彩虹股份(600707): CRT 业务处置方式和玻璃基板良品率是关注重点》, 2009/11/16;
- 2、《电子元器件行业 2010 年度投资策略-围绕产能转移, 寻找投资机会》, 2009/12/13。

近日, 我们再次对公司进行了实地调研, 对玻璃基板生产线的冷修状况进行了进一步的沟通。我们认为玻璃基板项目的实际有效产出才是盈利能力的最好评价指标, 可以同时从良品率、溢流速度、厚度、B 品产出等多个角度来提高有效产出从而提高盈利能力, 这也意味的盈利能力提升的确定性在提高。

➤ 我们认为, 公司基于定向增发顺利进行的角度考虑, 对 CRT 业务的固定资产采取大笔计提的处置方式可能性较大, 而目前冷修已经找到针对的问题, 良品率达到 60% 的确定性也提高了;

➤ 每一条玻璃基板生产线的运营费用基本是固定的, 因此其实际有效产出是决定盈利能力的关键。以玻璃基板的薄型化为例, 基板厚度从 0.7 毫米降到 0.63 毫米就能使项目的产能就能提高 10%, 而且成本基本不变, 意味着整体毛利率提高 10% 以上。

1、良品率达到 60% 以上的确定性提高

冷修前, 咸阳 1 号线的良品率在 40% 左右, 主要原因是玻璃溶解过程中产生的气泡未及时排放干净, 导致产品的嵌点较多。经过冷修, 公司基本已经找到解决这个问题的方法。我们预计, 冷修后良品率达到 60% 以上的确定性提高了。

另外, 按照计划, 公司将于 12 月 28 日重新点火, 大概需要 45 天来升温。也就是说, 需要到明年 2 月中旬以后才能知道新的良品率是多少。

2、大笔计提 CRT 业务的固定资产是较好选择

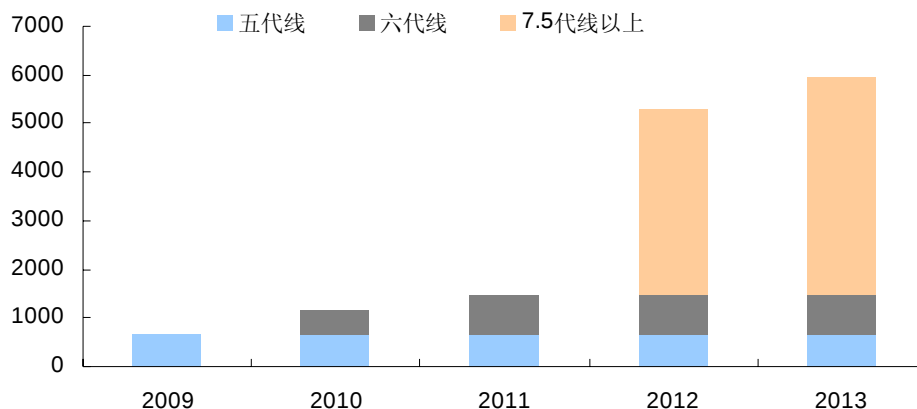
如我们前面报告分析, 公司现有 CRT 业务固定资产的账面价值还有 6 个亿。这部分固定资产是 CRT 业务的累赘, 也是未来公司盈利增长的隐患。对公司来说, 继续留在这部分固定资产, 对增发的顺利进行非常不利。我们认为, 大笔计提这部分固定资产是一个比较好的选择。虽然, 我们现在还无法猜测公司会采取什么方式, 但是大笔计提的可能性应该还是比较高的。

3、已经生产出 0.5 毫米基板, 具备转产 8 代线的基本条件

目前公司可以生产的玻璃基板厚度有三个规格: 0.7、0.63、0.5 毫米。0.7 毫米工艺最成熟, 良品率最高 (40% 左右), 0.63 毫米和 0.5 毫米由于稳定生产时间较短, 尚难判断良品率。如果抛开良品率的问题, 公司能生产出 0.5 毫米的玻璃基板说明已经具备了转产 8 代线的基本条件。

因为当前国内的液晶面板产业背景已经与公司在做玻璃基板项目的可行性分析时大不相同, 从 8 月份还开始, 大陆集中涌现出了 7 个 7.5 代线以上的建设项目, 国内液晶面板各世代产能结构将在 2012 年发生逆转。因此, 对公司来说, 向 7.5 代线以上升级是非常现实的问题。而向 7.5 代线以上升级的基本条件是厚度达到 0.5 毫米, 因为目前 7.5 代线以上玻璃基板的趋势是 0.5 毫米。

当然, 对公司来说要实现 8 代线玻璃基板的生产能力还有很多问题要解决。

图1：目前可预见的各世代线液晶面板产能发展进程


资料来源：招商证券
单位：万平方米

4、玻璃基板薄型化可以增加产能和降低成本，盈利能力提高

因为公司是采用溢流下拉法生产玻璃基板，在溢流速度一定的情况下，玻璃基板越薄，所能产出的面积越大。而且单位面积玻璃基板所用的原材料减少，又能降低原材料成本。加上按照目前的市场价格，薄的产品相对于较厚产品有一定的溢价。因此，在这三重因素作用下，玻璃基板薄型化可以有效增强其盈利能力（相当于在总成本基板不变的情况下，收入提高10%以上，意味着总体毛利率提高10%！）。

按照公司目前的工艺能力，我们认为应该以0.63毫米来预期未来产出玻璃基板的厚度。因此，我们将以此为基础修改我们对玻璃基板项目的盈利预测，具体如下表所示。

表1：6.6元增发价下产能、收入、净利润、EPS相对良品率的敏感性分析

良品率	50%	55%	60%	65%
10年产能（万片）	34.8	38.3	41.8	45.3
10年收入（万元）	14745.4	16219.9	17694.5	19169.0
10年净利（万元）	4974.0	6095.1	7216.2	8337.4
10年EPS（元）	0.047	0.057	0.068	0.078
11年产能（万片）	324.2	356.6	389.1	421.5
11年收入（万元）	138554.2	152409.6	166265.0	180120.4
11年净利（万元）	40721.9	51098.9	61475.9	71852.9
11年EPS（元）	0.381	0.478	0.576	0.673
12年产能（万片）	475.9	523.5	571.1	618.7
12年收入（万元）	204817.4	225299.1	245780.8	266262.6
12年净利（万元）	64950.7	82705.7	99460.8	116215.9
12年EPS（元）	0.608	0.774	0.931	1.088

资料来源：招商证券

表2：60%良品率下EPS对增发价格的敏感性分析

增发价格(元)	6.6	7.6	8.6	9.6	10.6
10年EPS	0.068	0.073	0.078	0.082	0.086
11年EPS	0.576	0.622	0.662	0.697	0.729
12年EPS	0.931	1.005	1.070	1.127	1.179

资料来源：招商证券

相比此前我们做的分析，我们发现玻璃基板薄型化对整个项目的盈利能力影响很大（11年 EPS 提高 40%！）。从中我们也总结出比良品率更为直接有效的玻璃基板项目盈利能力评价指标——项目的实际有效产出（包括 A 品和 B 品），它不仅受良品率影响，而且还受基板的厚度、熔炉的溢流速度和 B 品的收益能力（B 品也能销售）的影响。

总结，我们认为项目的有效产出=A 品良品率*溢流速度/厚度+B 品产出。因此，项目盈利能力可以从良品率、溢流速度、厚度、B 品产出等多个角度去提升，这相当于是增强了项目盈利的确定性。

5、合理估值 14.4 元，首次评级“审慎推荐-A”

从公司为扫除顺利增发障碍角度考虑，CRT 业务固定资产采用大笔计提的处置方式确定性在提高；而从玻璃基板项目实际有效产出角度考虑，良品率对盈利能力的影响在淡化，加上由于冷修对原有工艺问题的发现和有针对性的改进，良品率提高到 60%以上的确定性也在明显提高。因此，目前对公司未来盈利的判断能力已经明显提高。以 11 年 25 倍 PE 给公司估值，合理估值应该是 14.4 元。因此，我们给予其“审慎推荐-A”评级，6 个月目标价 14.4 元。

参考报告：

- 1、《彩虹股份（600707）：CRT 业务处置方式和玻璃基板良品率是关注重点》，2009/11/16；
- 2、《电子元器件行业 2010 年度投资策略-围绕产能转移，寻找投资机会》，2009/12/13。

分析师简介

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2005-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，浙江大学电子材料学士，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。