

历经风雨，“彩虹”再现

彩虹股份调研快报

报告关键点：

- 近期玻璃基板成品率迅速提升
- 高技术壁垒+模式复制带来业绩超预期的可能

报告摘要：

- 近期，我们一直对彩虹股份保持了较高的关注，由于前期公司玻璃基板生产线相对不够稳定，我们未对公司做出盈利预测和评级。本周我们对公司进行了实地调研并参观了中后端生产工序。生产线冷修后，之前影响成品率的关键性指标玻璃气泡得到了明显改善。近几日玻璃结也大幅减少，使得产品成品率短期内大幅回升，我们认为未来成品率达到甚至超过公司项目可行性研究报告（下简称“可研”）中预期的水平，已基本是大概率事件，对此我们将持续跟踪。
- 据了解，公司目前增发进展符合预期，由于公司目前的股价水平已大幅超越可研中增发的参考底价，我们的盈利预测按照目前股价75%约9元的增发价格水平计算，项目计划募集资金35亿元，则股份相应增加约3.89亿股。
- 按照公司新建玻璃基本生产线计划建设进度，咸阳二线以及张家港、合肥一线将在今年4季度点火，之后三地的生产线将按照3个月为周期逐条投产。我们相对保守的按照点火后4个月后生产线正式达产达标计算，公司全部的13条玻璃基板预计在2011年将释放近50%产能，并在2012年贡献全部产能。
- 我们以2011年达产生产线总体成品率60%，2012年总体成品率65%进行测算，比照可研中未来产品价格每年可能的降幅，则预计公司2010-2012年增发摊薄后的EPS分别为0.07、0.61、1.38元（公司盈利的影响因素很多，我们的假设相对谨慎）。
- 公司未来的不确定性，有利方面是公司未来成品率很有可能超过我们的预期，同时由于我们是采用生产0.7mm玻璃基板进行测算，目前公司0.63mm玻璃基板技术相对成熟，0.5mm也可产出成品，但成品率有待提升，产品薄化将同时提升产品产量、销售价格和盈利水平。风险方面，一方面是成品率近期虽然出现大幅提升，但是距离可研中的预期成品率尚有一定的空间，其指标的稳定性也需要时间的检验；另一方面，由于玻璃基板产品丰厚的毛利率是依赖其技术壁垒，未来如果国内其他企业在该技术领域有所突破，竞争因素有可能会影响到玻璃基板长期的毛利率水平。
- 随着导致公司亏损的CRT业务的逐步退出，转型玻璃基板将成为公司近几年最大的看点。处于平板显示产业链“微笑曲线”上端的玻璃基板，将成为国内平板显示市场迅速发展最大的受益者。我们积极看好公司未来的发展空间，成品率的上升、技术的发展与该模式的复制将不断的带来超预期的可能。参考该产业链的估值水平，按照2011年30倍的PE，给予“买入-B”的投资评级，12个月目标价18.3元。之后，可以进一步关注我们之后将推出的公司的深度研究报告。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,025.2	1,310.0	1,205.5	2,391.7	3,896.0
Growth(%)	77.4%	-56.7%	-8.0%	98.4%	62.9%
净利润	30.5	-715.2	56.3	492.8	1,117.8
Growth(%)	-207.1%	-2448.3%	-107.9%	775.8%	126.8%
毛利率(%)	11.6%	0.9%	18.0%	38.5%	47.3%
净利润率(%)	1.0%	-54.6%	4.7%	20.6%	28.7%
每股收益(元)	0.07	-1.70	0.07	0.61	1.38
每股净资产(元)	3.39	3.46	6.04	6.56	7.73
市盈率	169.9	-7.2	176.9	20.2	8.9
市净率	3.6	3.5	2.0	1.9	1.6
净资产收益率(%)	2.1%	-49.6%	1.2%	9.8%	18.8%
ROIC(%)	4.3%	-43.2%	5.5%	10.1%	19.0%
EV/EBITDA	58.1	-7.7	25.2	10.6	5.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	2.2%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级： **买入-B**

上次评级：

目标价格： **18.3 元**

期限： 6 个月 上次预测： 15.00 元

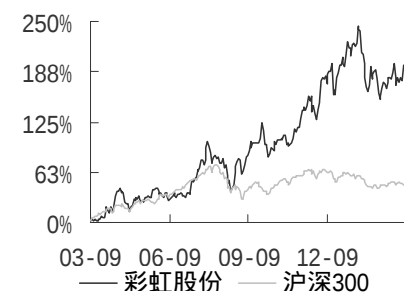
现价： 12.29 元

报告日期： **2010-03-13**

市场数据

总市值(百万元)	5,175.92
流通市值(百万元)	5,049.09
总股本(百万股)	421.15
流通股本(百万股)	410.83
12 个月最高/最低	4.11/14.34 元
十大流通股股东(%)	52.48%
股东户数	25,634

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.98	12.32	148.96
绝对收益	7.42	2.76	195.56

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
李孔逸	助理行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn

前期研究成果

彩虹股份：高科技产品突破 彩虹焕发新生

2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-3-13**

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,025.2	1,310.0	1,205.5	2,391.7	3,896.0	成长性					
减: 营业成本	2,674.8	1,298.4	988.4	1,472.1	2,053.9	营业收入增长率	77.4%	-56.7%	-8.0%	98.4%	62.9%
营业税费	8.4	4.8	3.6	7.2	11.7	营业利润增长率	-205.7%	-2468.1%	-109.5%	782.6%	127.0%
销售费用	152.1	75.7	72.3	153.1	249.3	净利润增长率	-207.1%	-2448.3%	-107.9%	775.8%	126.8%
管理费用	90.6	130.6	36.2	69.4	113.0	EBITDA 增长率	525.3%	-838.6%	-162.1%	150.2%	79.9%
财务费用	39.9	20.1	28.6	63.8	81.9	EBIT 增长率	-883.1%	-1099.8%	-113.9%	589.4%	117.6%
资产减值损失	33.3	505.2	7.3	16.6	2.7	NOPLAT 增长率	-1032.2%	-1102.1%	-111.9%	585.8%	117.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.4%	-6.7%	272.2%	15.7%	12.8%
投资和汇兑收益	4.5	-	-	-	-	净资产增长率	-1.7%	2.1%	235.5%	8.5%	17.8%
营业利润	30.6	-724.7	69.1	609.6	1,383.7	利润率					
加: 营业外净收支	-0.1	0.6	0.6	0.6	0.7	毛利率	11.6%	0.9%	18.0%	38.5%	47.3%
利润总额	30.5	-724.2	69.7	610.2	1,384.3	营业利润率	1.0%	-55.3%	5.7%	25.5%	35.5%
减: 所得税	0.1	0.1	10.5	91.5	207.6	净利率	1.0%	-54.6%	4.7%	20.6%	28.7%
净利润	30.5	-715.2	56.3	492.8	1,117.8	EBITDA/营业收入	3.1%	-52.2%	35.2%	44.4%	49.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.3%	-53.8%	8.1%	28.2%	37.6%
货币资金	108.4	173.1	136.2	321.8	516.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	238	853	776	523
应收帐款	379.4	303.5	181.6	360.4	587.1	流动营业资本周转天数	80	183	142	73	83
应收票据	330.2	296.2	165.1	327.6	533.7	流动资产周转天数	135	297	254	140	149
预付帐款	4.9	0.3	10.2	24.9	45.4	应收帐款周转天数	39	84	66	37	40
存货	264.5	302.5	130.0	195.6	272.9	存货周转天数	28	83	69	25	22
其他流动资产	-	-0.0	-1.0	10.8	25.9	总资产周转天数	249	550	1,186	987	712
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	193	433	1,072	918	644
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	24.1	24.1	30.0	30.0	30.0	ROE	2.1%	-49.6%	1.2%	9.8%	18.8%
投资性房地产	4.7	5.6	-	-	-	ROA	1.5%	-37.0%	1.0%	7.3%	14.2%
固定资产	900.2	832.1	4,880.9	5,436.7	5,877.0	ROIC	4.3%	-43.2%	5.5%	10.1%	19.0%
在建工程	3.5	1.0	400.5	350.2	275.1	费用率					
无形资产	22.5	20.8	47.4	72.2	95.4	销售费用率	5.0%	5.8%	6.0%	6.4%	6.4%
其他非流动资产	0.0	0.0	4.5	5.8	5.4	管理费用率	3.0%	10.0%	3.0%	2.9%	2.9%
资产总额	2,042.4	1,959.3	5,985.3	7,136.0	8,264.7	财务费用率	1.3%	1.5%	2.4%	2.7%	2.1%
短期债务	314.0	240.0	662.7	1,081.7	923.6	三费/营业收入	9.3%	17.3%	11.4%	12.0%	11.4%
应付帐款	268.1	230.1	130.0	193.6	270.1	偿债能力					
应付票据	-	-	81.2	121.0	168.8	资产负债率	30.1%	25.5%	18.2%	25.5%	24.3%
其他流动负债	24.3	18.1	46.5	51.3	59.1	负债权益比	43.0%	34.3%	22.3%	34.3%	32.0%
长期借款	-	-	200.0	400.0	600.0	流动比率	1.78	2.19	0.71	0.88	1.43
其他非流动负债	4.0	8.6	8.0	14.0	21.5	速动比率	1.33	1.52	0.55	0.74	1.23
负债总额	613.8	500.2	1,089.8	1,823.0	2,004.5	利息保障倍数	1.77	-35.01	3.41	10.56	17.90
少数股东权益	0.9	0.8	3.5	26.8	79.8	分红指标					
股本	421.1	421.1	809.9	809.9	809.9	DPS(元)	-	-	0.01	0.12	0.28
留存收益	1,006.6	1,037.1	4,082.1	4,476.3	5,370.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,428.6	1,459.0	4,895.5	5,313.0	6,260.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	2.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	30.4	-724.2	56.3	492.8	1,117.8	EPS(元)	0.07	-1.70	0.07	0.61	1.38
加: 折旧和摊销	83.8	84.9	327.0	389.3	446.8	BVPS(元)	3.39	3.46	6.04	6.56	7.73
资产减值准备	33.3	505.2	7.3	16.6	2.7	PE(X)	169.9	-7.2	176.9	20.2	8.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.5	2.0	1.9	1.6
财务费用	17.2	24.8	21.4	28.6	63.8	P/FCF	138.1	-7.6	-2.9	44.2	31.0
投资收益	-4.5	-	-	-	-	P/S	1.7	4.0	8.3	4.2	2.6
少数股东损益	-0.1	-9.0	3.0	25.9	58.8	EV/EBITDA	58.1	-7.7	25.2	10.6	5.8
营运资金的变动	-63.6	91.4	444.9	-320.0	-408.4	CAGR(%)	157.5%	-217.6%	193.2%		
经营活动产生现金流量	105.2	-25.2	867.1	668.5	1,299.6	PEG	1.1	0.0	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	38.3	-329.4	-4,839.0	-937.0	-835.0	ROIC/WACC	1.8	-20.2	0.6	1.1	2.0
融资活动产生现金流量	-73.7	970.6	3,971.6	456.7	-263.6	REP	1.8	-0.2	3.3	1.6	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。
 王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。
 李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn	马正南 010-59113593	北京联系人 mazn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn	刘欢 0755-82558069	深圳联系人 liuhuan@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	深圳联系人 ligr@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 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
 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：200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034