

2011年1月17日

彩虹股份

打造中国显示器件龙头

A
买入

600707.SS - 人民币 16.28

目标价格: 人民币 25.25

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(13)	(17)	5	24
相对新华富时A50指数(%)	(14)	(12)	13	42

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	737
流通股(%)	59.6
流通股市值(人民币 百万)	7,151
3个月日均交易额(人民币 百万)	178
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
彩虹集团电子股份有限公司	22.36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

我们借中银国际高端装备制造业投资者会议之机邀请到了彩虹股份董事会秘书龙涛先生、张家港平板显示副总经理及彩虹(南方)研究院院长与投资者就公司最近业务发展情况进行交流。公司目前咸阳一期5代线已经与一些客户达成了框架性协议,我们认为公司有可能在一季度开始批量对客户供货。OLED方面,公司通过引进团队开发技术,将在未来显示器件更新换代过程中取得先机。

支撑评级的要点

- **玻璃基板业务进展顺利。**公司一期5代线良品率保持在70%,并且已经与下游大客户达成框架性供货协议,预计在今年1季度可以批量供货。
- **8.5代线将在春节后点火。**公司在张家港建设的8.5代线将在春节后点火,主要是在以前张家港的5.5代线基础上进行技术摸索,这是中国本土企业的第一条8.5代玻璃基板生产线。
- **OLED是未来显示主流。**在PMOLED和AMOLED方面,公司都是通过引进成熟技术团队来进行自主开发。公司的AMOLED采用的LTPS技术路线。由于PMOLED受限于功耗和大尺寸显示分辨率低,很难做到大尺寸,因此AMOLED更符合未来行业的主流。

影响评级的主要风险

- 公司的玻璃基板订单确定情况将直接影响盈利能力;玻璃基板行业目前处于垄断状态,下游客户订单有可能受制于行业内领先企业。

估值

- 我们维持2010-2012年预测每股收益0.03元、0.63元和1.15元。维持**买入**评级。

图表1.投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,025	1,310	1,375	2,809	3,548
变动(%)	-	(57)	5	104	26
净利润(人民币 百万)	30	(715)	21	465	849
全面摊薄每股收益(人民币)	0.072	(1.698)	0.029	0.631	1.153
变动(%)	-	(2,448.3)	(101.7)	2,067.3	82.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.029	0.631	1.153
变动(%)	-	-	0.0	0.0	0.0
核心每股收益(人民币)	0.072	(1.698)	0.029	0.631	1.153
变动(%)	-	(2,448.3)	(101.7)	2,067.3	82.6
全面摊薄市盈率(倍)	229.3	N/M	569.2	26.3	14.4
核心市盈率(倍)	229.3	N/M	569.2	26.3	14.4
每股现金流量(人民币)	0.25	(0.06)	0.14	0.70	1.77
价格/每股现金流量(倍)	66.4	(277.4)	117.0	23.7	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.7	(12.5)	71.8	11.3	7.0
每股股息(人民币)	0.047	0.092	0.090	0.090	0.090
股息率(%)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

我们邀请到了彩虹股份董事会秘书、张家港平板显示公司副总经理及彩虹（南方）研究院院长与投资者就公司玻璃基板和 AMOLED 业务最新进展及行业信息进行了沟通。

玻璃基板业务进展

公司从 2007 年开始布局生产玻璃基板业务，目前咸阳一期生产线在客户方面认证情况良好，并且已经与某台湾知名面板厂商达成框架性协议，我们预计 2011 年 1 季度末极有可能实现批量供货。公司在咸阳一期产线上通过多次调整稳定了良率，并从去年开始一直保持在 70% 左右（良率水平与康宁的 80% 已经比较接近）。张家港第一条 5 代线目前良率已经达到 50%，平均保持在 30% 左右，预计将快速提升。张家港第一条 8.5 代线预计将在春节后点火。张家港 8.5 代线将主要是在以前的 5.5 代线的基础上进行技术摸索。8.5 代的产品在原料配方、生产工艺等方面与 5、6 代线的产品差异不大，但由于产品尺寸较大，在产品成型、良品率方面的技术仍是攻克重点

OLED 业务

OLED 将是下一代显示器件的主流，公司 PMOLED 依靠引进技术人员自主研发，目前已经出货 19 万片，预计 3 月份可以达到 85% 的良率，PMOLED 产品受制于功耗问题，做 2.2 寸以上的大尺寸比较困难，在分辨率方面也将受到限制，因此我们预计未来公司将把重点放在 AMOLED；目前 AMOLED 行业应用低的主要问题来自于良率和成本，AMOLED 的成本一般是 LCD 的 1.5 倍，行业内仍然是三星一家独大，占据了 93% 的市场份额，台湾的统宝、友达光电(AUO.TW/新台币 10.01，未有评级)、奇美等也在开发，公司的 AMOLED 产品从日韩先进厂商引进技术团队，在技术路线上跟进目前较成熟的 LTPS，并且买入 60 多项日本企业专利，得到了广东政府 6 亿的资金扶持，预计第一条产线 2012 年 4 月开始试生产。

我们认为公司的玻璃基板和 AMOLED 生产在中国高端显示器件发展方面起到了示范作用，将得到政府的大力扶持。同时公司的玻璃基板和 AMOLED 的产业在中国高端显示器件产业化和打破国外垄断格局走在了国内其他厂商的前面。公司的主要看点在于玻璃基板的产业化进度和 AMOLED 的开发进展。我们维持对公司的买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,025	1,310	1,375	2,809	3,548
销售成本	(2,675)	(1,298)	(1,175)	(1,831)	(2,038)
经营费用	(196)	(632)	(38)	116	222
息税折旧前利润	154	(621)	162	1,094	1,733
折旧及摊销	(84)	(84)	(105)	(495)	(686)
经营利润 (息税前利润)	70	(705)	57	600	1,047
净利息收入/(费用)	(40)	(20)	(42)	(51)	(42)
其他收益/(损失)	0	1	0	4	4
税前利润	30	(724)	15	553	1,009
所得税	0	0	(2)	(83)	(151)
少数股东权益	0	9	9	(5)	(9)
净利润	30	(715)	21	465	849
核心净利润	30	(715)	21	465	849
每股收益(人民币)	0.072	(1.698)	0.029	0.631	1.153
核心每股收益(人民币)	0.072	(1.698)	0.029	0.631	1.153
每股股息(人民币)	0.047	0.092	0.090	0.090	0.090
收入增长(%)	n.a.	(57)	5	104	26
息税前利润增长(%)	n.a.	(1,100)	(108)	951	75
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(502)	(126)	576	58
每股收益增长(%)	n.a.	(2,448)	(102)	2,067	83
核心每股收益增长(%)	n.a.	(2,448)	(102)	2,067	83

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	173	947	3,152	1,981	2,018
应收帐款	275	255	267	546	690
库存	303	155	140	218	243
其他流动资产	325	453	462	900	1,116
流动资产总计	1,076	1,809	4,020	3,645	4,066
固定资产	832	314	1,673	2,342	2,518
无形资产	21	146	131	118	106
其他长期资产	31	981	1,558	1,558	1,558
长期资产总计	884	1,441	3,363	4,018	4,182
总资产	1,959	3,250	7,383	7,663	8,248
应付帐款	178	322	291	453	505
短期债务	240	706	650	500	400
其他流动负债	74	312	191	325	367
流动负债总计	492	1,339	1,132	1,278	1,272
长期借款	0	574	1,470	1,200	1,000
其他长期负债	9	162	162	162	162
股本	421	421	737	737	737
储备	1,037	297	3,434	3,833	4,616
股东权益	1,458	718	4,171	4,570	5,352
少数股东权益	1	458	449	453	462
总负债及权益	1,959	3,250	7,383	7,663	8,248
每股帐面价值(人民币)	3.46	1.70	5.66	6.20	7.26
每股有形资产(人民币)	3.41	1.36	5.48	6.04	7.12
每股净负债/(现金)(人民币)	0.16	0.79	(1.40)	(0.38)	(0.84)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	30	(724)	15	553	1,009
折旧与摊销	84	84	105	495	686
净利息费用	25	21	42	51	42
运营资本变动	(63)	87	(28)	(194)	(117)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	29	507	(29)	(388)	(317)
经营活动产生的现金流	105	(25)	104	516	1,303
购买固定资产净值	(2)	(333)	(1,500)	(1,200)	(900)
投资减少/增加	35	0	0	0	0
其他投资现金流	5	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	38	(329)	(1,500)	(1,200)	(900)
净增权益	0	34	3,498	0	0
净增债务	(54)	934	745	(420)	(300)
支付股息	(20)	(39)	(66)	(66)	(66)
其他融资现金流	0	41	(576)	0	0
融资活动产生的现金流	(74)	971	3,601	(486)	(366)
现金变动	70	616	2,205	(1,170)	37
期初现金	108	173	947	3,152	1,981
公司自由现金流	104	(375)	(1,438)	(735)	361
权益自由现金流	50	559	(693)	(1,155)	61

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.1	(47.4)	11.8	39.0	48.8
息税前利润率(%)	2.3	(53.8)	4.2	21.3	29.5
税前利润率(%)	1.0	(55.3)	1.1	19.7	28.4
净利率(%)	1.0	(54.6)	1.6	16.6	23.9
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.4	3.6	2.9	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	4.6	28.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.2	3.4	2.7	3.0
估值					
市盈率(倍)	229.3	N/M	569.2	26.3	14.4
核心业务市盈率(倍)	229.3	N/M	569.2	26.3	14.4
目标价对应核心业务	349.2	N/M	866.9	40.0	21.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.8	9.7	2.9	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	66.4	(277.4)	117.0	23.7	9.4
企业价值/息税折旧前	45.7	(12.5)	71.8	11.3	7.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	41.3	64.3	45.8	35.7	41.3
应收帐款周转天数	33.2	70.9	69.3	52.8	63.6
应付帐款周转天数	21.5	89.6	81.3	48.4	49.3
回报率					
股息支付率(%)	64.6	n.a.	309.0	14.3	7.8
净资产收益率(%)	2.1	(99.6)	0.9	10.6	17.1
资产收益率(%)	3.6	(21.7)	0.9	6.8	11.2
已运用资本收益率(%)	1.8	(29.5)	0.3	8.2	14.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371