

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：李彪 S0350115070033
010-68366838 lis03@ghzq.com.cn

深耕光电显示领域，国产化替代空间明确

——东旭光电（000413）调研简报

投资要点：

东旭光电是集液晶玻璃基板装备制造、技术研发及生产销售于一体的高新技术企业，目前已经投产4条玻璃基板产线。公司产品成功打入了京东方、龙腾光电等国内显示屏厂商的6代线供应链，打破了康宁、旭硝子等少数国际大厂对玻璃基板领域的控制，成为玻璃基板领域国产化的核心力量。随着玻璃基板生产线建设以及销售扩大，公司业绩稳健成长，2015年上半年公司营业收入14.47亿元，同比增加58.97%；归属于上市公司股东的净利润4.33亿元，同比增长6.29%。

1. 玻璃基板业务拓展顺利，产能逐渐释放：

玻璃基板是TFT-LCD显示屏的核心原材料，一块显示面板需要两片玻璃基板，分别用作TFT阵列基板和彩色滤光片基板。目前玻璃基板市场绝大部分市场份额被美国康宁、日本旭硝子等公司占据，公司2013年募投项目在芜湖规划建设10条第六代玻璃基板产线。目前1-4线实现投产销售，5线尚在调试中，6-10线正在建设当中，1-10线的动力、配套设备全部完成。已投产的4条线目前产能利用率可以达到80%以上，良率也达到80%，接近国际一线厂商水平。10条线建设完成后，将达到480万片/年的产能。公司采用溢流熔融法制备基板玻璃，是与国际巨头康宁公司同一技术路线，溢流法制备的玻璃具备表面平整度高、不需要研磨抛光等优点，在玻璃基板市场上占据绝大部分市场份额。目前东旭光电产品已经批量供货给京东方等国内主要显示企业，同时公司产品也陆续通过了台湾客户认证，成功进入了台湾市场。

公司80亿增发目前已经获得证监会核准，增发完成后郑州旭飞光电科技有限公司、石家庄旭新光电科技有限公司两家公司将以总对价37.6亿注入成为东旭光电全资子公司，旭飞、旭新目前共计有3条五代线投产，预计年底前可以新增2条产线转固，建设全部完成后规划产线达到7条。随着旭飞和旭新的注入，公司玻璃基板产线进一步扩充。旭飞、旭新15-18年的承诺利润合计达到6001、13998、24316、38375万元，将给公司业绩增长提供动力。同时旭飞、旭新的注入有利于解决公司关联交易的问题，未来公司运营将进一步趋于透明。同时，公司积极进行8.5代线、LTPS用基板玻璃技术储备，未来将根据下游需求放量情况，进一步拓展到高世代线以及低温多晶硅用玻璃基板领域，长期发展空间广阔。公司2015年上半年玻璃基板业务营收达到2.86亿。同比增长178.3%，随着未来产能的不断释放，公司玻璃基板业务营收将快速成长。

2. 彩色滤光片项目是向光电显示领域纵深拓展重要一步：

目前大陆共有4条液晶面板五代线，其中京东方、龙腾光电、中航光电子等都需外购彩膜。公司投资31.1亿在昆山建设5代线彩色滤光片项目，与大日本印刷株式会社（DNP）进行技术合作，规划建设3条第五代彩色滤光片生产线，规划产能达到16.5万片/月，达产后预计每年实现销售收入为19.08亿元，税后利润3.43亿元。东旭光电以“打造中国光电产业旗舰”为目标，彩色滤光片项目的建设是公司立足基板业务，向光电显示领域纵深拓展的重要一步。液晶显示屏是一个由众多材料和元件组成的体系，未来存在广阔的拓展空间。

3. 盖板玻璃、蓝宝石、石墨烯等多个领域的业务培育中：

公司托管的四川旭虹光电科技有限公司盖板业务采用浮法工艺，可以用于手机等产品的防护窗。公司盖板业务逐渐放量，本次增发公司如期履行了大股东旭飞、旭新注入承诺，未来旭虹的盖板业务大概率也将注入上市公司。蓝宝石方面公司 2015 年 3 月完成了江苏吉星的收购，收购后公司形成了蓝宝石盖板和高铝玻璃盖板完善的视窗盖板领域布局。针对新兴材料，公司投资设立北京旭碳新材料科技有限公司，致力于石墨烯相关技术研发孵化。未来随着公司光电领域新业务的发展，有望给公司提供新的利润增长点。

4. 大股东及员工持股计划参与定增，彰显公司长期发展信心：

公司 80 亿增发目前已经通过证监会核准，控股股东东旭集团认购 30 亿元，长江兴利 2 号定向计划、长江兴利 3 号定向计划分别认购不超过 5 亿元和 2 亿元。长江兴利 2 号、3 号分别是公司员工持股计划以及为控股股东及其附属企业部分董事、监事和高级管理人员及其它人员设立的资产管理计划。大股东和员工持股计划的认购，体现了公司内部对公司长期发展的信心。

5. 给予东旭光电增持评级：

公司是国内玻璃基板主要生产企业，积极布局光电显示领域的发展，我们认为其将充分受益于液晶显示产业向中国转移的趋势。我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 0.37、0.41、0.50 元，公司目前股价对应 15-17 年的市盈率分别为 23 倍、21 倍和 17 倍，给予增持评级。

6. 风险提示：

1. 装备业务成长低于预期
2. 玻璃基板产线量产慢于预期

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	2143.40	2864.44	3946.05	5024.11
增长率(%)	130.00%	33.64%	37.76%	27.32%
净利润（百万元）	880.63	994.70	1560.23	1941.85
增长率(%)	138.46%	12.95%	56.85%	24.46%
摊薄每股收益（元）	0.331	0.374	0.405	0.505
ROE(%)	13.68%	12.64%	8.95%	10.03%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	13.68%	12.64%	8.95%	10.03%	EPS	0.33	0.37	0.41	0.50
销售毛利率	44.97%	45.13%	49.21%	50.03%	P/E	26.24	23.23	21.41	17.21
销售净利率	42.42%	35.85%	40.82%	39.90%	P/B	3.59	1.46	1.33	1.19
成长能力					P/S	10.78	8.07	5.86	4.60
收入增长率	130.00%	33.64%	37.76%	27.32%					
利润增长率	121.99%	12.95%	56.85%	24.46%	资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营运能力					货币资金	3106.59	5010.94	5274.82	4961.82
总资产周转率	0.17	0.14	0.17	0.20	应收和预付款项	3881.08	6388.38	6735.75	9739.20
应收账款周转率	1.97	1.79	1.91	1.96	存货	512.85	559.99	798.79	891.82
存货周转率	2.30	2.81	2.51	2.82	其他流动资产	510.57	590.00	550.00	500.00
偿债能力					长期股权投资	0.00	435.02	435.02	435.02
资产负债率	47.23%	24.24%	23.69%	22.52%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比	3.60	8.21	7.12	7.62	固定资产和在建工程	4026.59	7848.72	9027.36	8558.99
速动比	3.14	7.46	6.40	6.96	无形资产和开发支出	220.65	197.48	174.31	151.14
					其他非流动资产	14.11	7.05	0.00	0.00
利润表 (百万元)	2014E	2015E	2016E	2017E	资产总计	12272.43	21037.58	22996.04	25237.99
营业收入	2143.40	2864.44	3946.05	5024.11	短期借款	1289	294	394	592
营业成本	1179.50	1571.72	2004.20	2510.55	应付和预收款项	604.04	614.27	901.53	970.55
营业税金及附加	26.34	35.81	48.14	60.79	长期借款	3572	3572	3572	3572
销售费用	14.82	27.50	41.43	60.79	其他负债	331.69	620.00	580.00	550.00
管理费用	210.62	281.00	324.37	433.58	负债合计	5796.63	5099.82	5447.49	5684.65
财务费用	60.44	132.25	72.86	87.83	股本	2662.08	3097.10	3097.10	3097.10
资产减值损失	7.61	8.00	10.00	12.00	资本公积	2919.97	10919.97	10919.97	10919.97
投资收益	0.00	0	0	0	留存收益	854.69	1849.39	3409.61	5351.46
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	6436.73	15866.45	17426.68	19368.52
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	39.07	71.31	121.88	184.81
营业利润	644.06	808.16	1445.05	1858.57	股东权益合计	6475.80	15937.76	17548.55	19553.34
其他非经营损益	441.14	400.00	450.00	500.00	负债和股东权益总计	12272.43	21037.58	22996.04	25237.99
利润总额	1085.20	1208.16	1895.05	2358.57	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
所得税	176.03	181.22	284.26	353.79	经营性现金净流量	-38.80	-1053.36	1895.55	-252.89
净利润	909.17	1026.94	1610.79	2004.78	投资性现金净流量	-1150.04	-3925.00	-1667.50	-185.00
少数股东损益	28.54	32.24	50.57	62.94	筹资性现金净流量	1735.37	6882.71	35.84	124.88
归属母公司股东净利	880.63	994.70	1560.23	1941.85	现金流量净额	546.52	1904.35	263.89	-313.01

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。