

日期: 2012年3月13日
行业: 塑料薄膜制造业



倪亮
021-53519888-1952
nlbeijing@hotmail.com
执业证书编号: S0870511100001

IPO 询价区间 RMB36.45-43.74 元
上市合理估值 RMB40.50-48.60 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (万股) 2,000
发行后总股本 (万股) 8,000
发行方式 网下询价配售
网上定价发行

保荐机构 东海证券

主要股东 (IPO 前)

| | |
|------|--------|
| 王建新 | 33.34% |
| 北京人济 | 18.00% |
| 上海佳信 | 6.07% |
| 王克 | 5.00% |

收入结构 (11)

| | |
|---------|--------|
| 塑料薄膜制造业 | 98.18% |
|---------|--------|

报告编号: NL12-NSP01

首次报告时间: 2012年3月13日

中厚型特种功能性聚酯薄膜龙头企业

■ 投资要点:

中厚型特种功能性聚酯薄膜龙头

公司主要从事中厚型特种功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售。公司是国内规模最大的中厚型特种功能性聚酯薄膜生产企业之一。公司能根据市场和客户的不同需求,生产出不同规格、不同型号、不同用途的差异化特种功能性聚酯薄膜产品,目前公司特种功能性聚酯薄膜产品的厚度在 50-400 μm 之间,是国内唯一一家能生产最大厚度为 400 μm 的聚酯薄膜生产企业。

公司盈利能力优异

最近三年,尽管公司主要原材料成本快速上涨,公司通过产品结构的优化与产品创新,使得公司综合毛利率水平保持稳定上升,2009—2011 年综合毛利率水平分别为 24.11%、33.86% 和 36.16%。2011 年综丝用膜和光学基膜产品的毛利率分别达到 57.30% 和 40.50%。

IPO 募投项目将打开公司成长空间

预计募投项目将分别于 2012 年后陆续投产,我们预测 2012-2014 年公司全面摊薄每股收益为 1.62 元、2.01 元和 2.21 元,分别同比增长 16.72%、23.46% 和 10.40%。

定价结论

我们认为给予公司 2012 年预测 EPS1.62 元的 25-30 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 40.50-48.60 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及 2011 年下半年以来上市的创业板股票发行价对最新收盘价的平均折扣率 27.87% 的状况,建议给予一二级市场 10% 的折扣率,合理的申购价格中枢应当在 40.10 元左右,考虑 20% 的询价区间,建议设定询价区间为 36.45-43.74 元。

■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (亿元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 46,245.93 | 55,268.66 | 69,694.76 | 77,299.70 |
| 年增长率 | 29.96% | 19.51% | 26.10% | 10.91% |
| 归属于母公司的净利润 | 11,137.39 | 12,999.31 | 16,049.29 | 17,717.82 |
| 年增长率 | 7.93% | 16.72% | 23.46% | 10.40% |
| (发行后摊薄) 每股收益 (元) | 1.39 | 1.62 | 2.01 | 2.21 |

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1、公司概况 | 4 |
| 1.1 公司简介 | 4 |
| 1.2 股权结构 | 4 |
| 2、行业背景 | 5 |
| 2.1 BOPET 薄膜下游应用领域广阔，需求前景良好 | 5 |
| 2.2 行业竞争情况 | 7 |
| 2.3 公司的市场竞争地位 | 9 |
| 3、公司的经营分析 | 9 |
| 3.1 公司业务结构 | 9 |
| 3.2 公司的产能、产量、销量以及产能利用率情况 | 12 |
| 3.3 公司主要产品销售价格 | 13 |
| 3.4 公司主要产品的成本情况 | 14 |
| 3.5 公司盈利能力 | 14 |
| 3.6 募集资金投向 | 15 |
| 4、业绩预测 | 16 |
| 4.1 现有业务情况预测 | 16 |
| 4.2 公司利润表预测 | 17 |
| 5、估值与定价 | 17 |
| 5.1 国内/国际同类公司比较分析 | 17 |
| 5.2 公司可给的估值水平及价格区间 | 18 |
| 6、风险因素 | 19 |

表

| | |
|------------------------------|----|
| 表 1 公司的股东及实际控制人情况 (单位: 万股、%) | 4 |
| 表 2 最近几年的产能与需求情况 | 7 |
| 表 3 聚酯薄膜进出口数据 | 8 |
| 表 4 公司主要产品的市场占有率情况 | 9 |
| 表 5 分业务营业收入结构 | 10 |
| 表 6 营业收入区域结构 | 12 |
| 表 7 产能、产能、销量及产能利用情况 | 13 |
| 表 8 公司主要产品销售价格情况 | 13 |
| 表 9 主要原材料在营业成本中的占比结构 | 14 |
| 表 10 公司主要原材料价格变动情况 | 14 |
| 表 11 公司主要产品毛利率 | 15 |
| 表 12 募投项目未来营业收入、营业成本和净利润预测 | 15 |
| 表 13 现有业务销售量、销售价格及毛利率预测 | 16 |
| 表 14 公司损益简表及预测 (单位: 万元) | 17 |
| 表 15 同行业上市公司估值比较 | 18 |
| 表 16 最近上市 (创业板) 股票的相对估值 | 18 |

图

| | |
|-----------------------|----|
| 图 1 公司所处产业链结构图 | 6 |
| 图 2 聚酯薄膜进出口均价比较 | 8 |
| 图 3 太阳能背材基膜 | 10 |
| 图 4 综丝用膜 | 11 |
| 图 5 光学基膜 | 12 |

1、公司概况

1.1 公司简介

公司主要从事中厚型特种功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售。公司是国内规模最大的中厚型特种功能性聚酯薄膜生产企业之一。公司能根据市场和客户的不同需求，生产出不同规格、不同型号、不同用途的差异化特种功能性聚酯薄膜产品，目前公司特种功能性聚酯薄膜产品的厚度在 50-400μm 之间，是国内唯一一家能生产最大厚度为 400μm 的聚酯薄膜生产企业。

公司成立于 2004 年 12 月，经过多年的技术积累和沉淀，现已经掌握了太阳能背材、电气绝缘、光电投射以及纺织机械等工业领域用中厚型特种聚酯薄膜生产的核心技术，并能通过对原材料的改性、设备的组装、工艺的设计、配方的优化、参数的调整，自行生产出最大厚度为 400μm、纵向收缩低于 0.8%（国家标准为 3%）、不同耐热性、不同透光性等功能各异的工业用聚酯薄膜。经过多年的市场耕耘，公司产品已获得客户的高度认可，目前公司已成为 ISOVOLTAIC、日本东洋铝业等国际知名的太阳能电池（背材）生产企业的指定基膜供应商。

1.2 股权结构

2009 年 6 月，公司由前身常州裕兴绝缘材料有限公司整体变更设立。公司实际控制人为王建新，发行前持股比例为 33.34%，本次 IPO 后持股比例为 25.01%；公司股权结构较分散，主要高级管理人员与核心技术人员均有持股，团队利益相对协调一致。本次发行后，公司总股本为 8,000 万股。

表 1 公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

| 序号 | 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | |
|----|--------------|----------|--------|----------|--------|
| | | 持股数 | 持股比例 | 持股数 | 持股比例 |
| 1 | 王建新 | 2,000.40 | 33.34% | 2,000.40 | 25.01% |
| 2 | 北京人济 | 1,080.00 | 18.00% | 1,080.00 | 13.50% |
| 3 | 上海佳信 | 364.2 | 6.07% | 364.2 | 4.55% |
| 4 | 王克 | 300 | 5.00% | 300 | 3.75% |
| 5 | 刘勤学 | 142.8 | 2.38% | 142.8 | 1.79% |
| 6 | 其他27名自然人股东合计 | 2,112.6 | 35.21% | 2,112.6 | 26.40% |

| 7 | 本次发行社会公众股份 | -- | -- | 2,000 | 25.00% |
|---|------------|----|-------|---------|---------------|
| | 合计 | | 6,000 | 100.00% | 8,000 100.00% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2、行业背景

2.1 BOPET 薄膜下游应用领域广阔，需求前景良好

BOPET 薄膜性能优异

双向拉伸聚酯薄膜（BOPET 薄膜）是一种绿色、环保、综合性能优异的高分子、高性能的膜材料。

良好的物理性能：机械强度高、刚性好、韧性强，电绝缘性能优良，无毒、无嗅、无味、耐磨、耐折叠、耐针孔和抗撕裂等特点，其拉伸强度是聚碳酸酯薄膜、尼龙薄膜的 3 倍，冲击强度是 BOPP 膜（双向拉伸聚丙烯薄膜）的 3-5 倍。BOPET 薄膜具有良好的耐热性，热收缩性极小，120℃下、15 分钟后收缩率小于 1.25%。BOPET 薄膜还具有优异的耐蒸煮性、耐低温冷冻性（-70℃）。此外，BOPET 薄膜具有其他类型薄膜不可比拟的气体阻隔性能，阻氧性和阻湿性好。

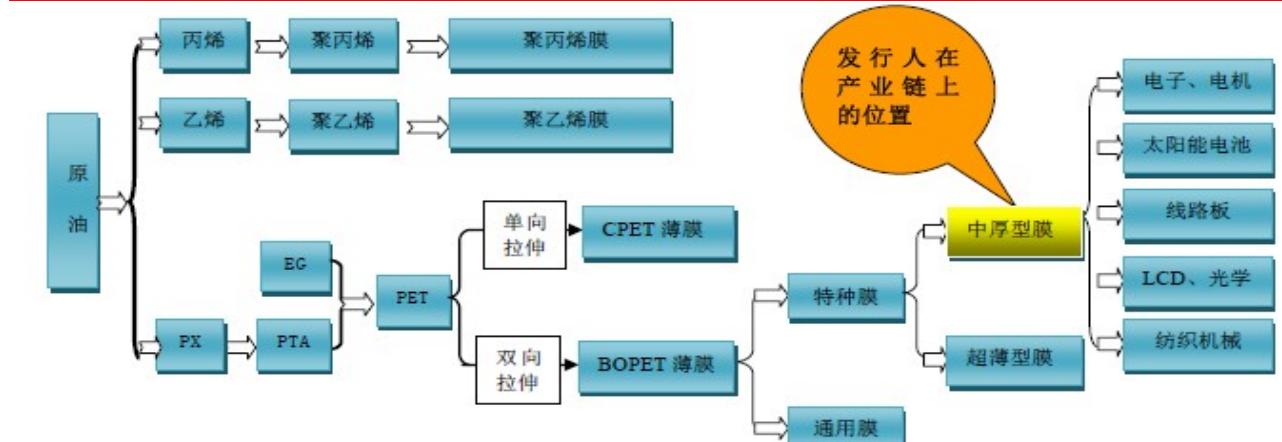
良好的化学性能：BOPET 薄膜具有良好的耐油性和耐化学品性，除了硝基苯、氯仿、苯甲醇外，大多数化学品都不能使它溶解，与氧化剂、还原剂接触时不易发生作用，但聚酯薄膜会受到强碱的侵蚀。

下游应用领域广阔

聚酯经拉伸加工后制成各类聚酯薄膜，广泛应用于包装材料、电子信息、电气绝缘、护卡、影像胶片、热烫印箔、太阳能应用、光学、航空、建筑、农业等生产领域。

作为一种可持续改性的新型工业材料，通过新技术的运用及生产工艺的优化，如聚酯改性、共混改性、纳米改性等新技术，多层共挤、内添加剂、涂层等生产工艺的优化，可进一步优化聚酯薄膜的性能，进一步扩大 BOPET 薄膜（特别是特种膜）的运用领域，从而使 BOPET 薄膜产业富有强大、持续的生命力。

图 1 公司所处产业链结构图



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所

聚酯薄膜具有一定的不可替代性

聚酯薄膜具有优异的物理和化学性能，在各应用领域中都表现出不可替代性。例如，在包装领域，由于聚酯薄膜无毒无嗅，气体阻隔性、阻氧性、阻湿性能好，已成为软饮料包装、药品包装的首选材料；在电子信息、电气绝缘领域，聚酯薄膜由于其具有极高的机械性能、耐热性和化学惰性，绝缘性能好、抗击穿电压高，其他材料难以替代；在太阳能应用领域，聚酯薄膜的耐热、耐寒性，良好的机械性能、柔韧性以及尺寸稳定性，使其成为太阳能电池背材的重要基材；在光学领域，由于聚酯薄膜具有极好的光学性能，如透明度好、雾度低、光泽度高，其他产品难以取代。

下游需求快速增长

近年来，聚酯薄膜行业虽然出现了产能过剩的现象，但是行业本身（特别是特种膜）的市场需求仍保持了快速的增长趋势，从 2002 年到 2010 年中国 BOPET 薄膜需求增加了 6.92 倍（从 13 万吨增加到 103 万吨），年复合增长率达到了 29.53%，远高于同期国民经济的增长速度。未来，随着经济的发展、特种膜应用领域的扩大以及替代需求的增长，行业市场需求潜力巨大，从而有利于行业吸引更多的资金和人才进行技术、产品、管理等方面的创新，推动行业的发展。

根据专业咨询机构英国 PCI 膜咨询公司资料，目前国内 60% 的 BOPET 薄膜应用于包装材料，40% 应用于电子（气）绝缘、护卡材料、新能源、影像胶片、热烫印及其他工业领域等。

2.2 行业竞争情况

通用膜产能迅速扩张导致过度竞争

通用膜主要用于包装行业，需求量大，适合大规模生产，目前产能也大。由于新投资的通用膜生产线绝大多数都在追求产量的提高，缺乏生产、研发特殊性产品的计划，所产薄膜大多只适合一般用途的软包装产品；既有的生产设备大多数难以生产高附加值的产品、用途越来越广的新颖产品，致使通用膜市场呈现出产品供给远大于需求的局面。

根据中塑协 BOPET 专委会的统计，目前国内约 90%以上的既有产能和新增产能基本上都是生产普通包装用途的通用膜，这些产能生产的产品相同、客户对象也基本相同，而只有近 10%的产能为用于生产特种功能性聚酯薄膜。

2011 年，由于通用膜新增产能的陆续投产以及市场需求的放缓，12μm 主流通用膜价格急剧下降，均价由 2010 年 12 月的 2.8 万元/吨下降至 2011 年 12 月的 1.25 万元/吨，降幅达到了 55%以上，这也导致了通用膜行业利润水平的显著降低。

表 2 最近几年的产能与需求情况

| 项目(单位: 万吨) | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年(预计) | 2012 年(预计) |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|
| 设计产能 | 57 | 67.1 | 67.1 | 82.78 | 100.3 | 154.28 | 185 |
| 增长率(%) | 5.2 | 17.7 | 0 | 23.4 | 21.1 | 53.8 | 19.9 |
| 需求 | 40 | 55 | 65 | 81 | 103 | 121 | 142 |
| 增长率(%) | 33.3 | 37.5 | 18.2 | 24.6 | 27.2 | 17.5 | 17.4 |

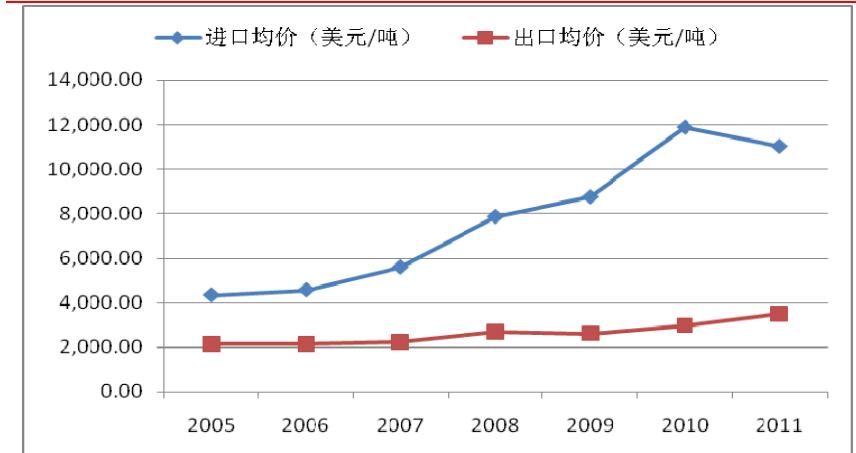
数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

高附加值的特种功能性聚酯薄膜供应不足

随着特种膜应用领域的不断扩大以及替代需求的日益旺盛，加上产能建设周期又较长，因此特种膜供不应求的矛盾在短时期内将很难缓解，对于其需求的缺口，目前只能依赖进口来弥补。这种结构性矛盾从我国近年来的海关进出口统计数据中就能看出：进口的是高附加值的特种功能性聚酯薄膜，出口的则是普通包装用途的聚酯薄膜。

由于国内某些特种功能性聚酯薄膜产品还是空白，特别是高附加值的高端中厚型特种功能性聚酯薄膜，基本上只能依赖进口，而出口基本上是低端产品，这就导致了进口产品均价为出口产品的 2-4 倍，并且进口产品的均价每年都有较大幅度的上涨，而出口产品的均价却上涨不大。

图 2 聚酯薄膜进出口均价比较



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 3 聚酯薄膜进出口数据

| 年度 | 进口 | | | 出口 | | |
|---------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|
| | 数量 (吨) | 金额 (万美元) | 均价 (美元 /吨) | 数量 (吨) | 金额 (万美元) | 均价 (美元 /吨) |
| 2011 年度 | 236,285.60 | 260,105.40 | 11,008.10 | 140,436.10 | 493,55.9 | 3,514.50 |
| 2010 年度 | 192,986.40 | 229,191.90 | 11,876.00 | 156,439.50 | 46,659.50 | 2,982.60 |
| 2009 年度 | 143,183.60 | 125,163.80 | 8,741.50 | 63,125.40 | 16,503.90 | 2,613.30 |
| 2008 年度 | 125,861.80 | 98,891.10 | 7,857.10 | 120,493.10 | 32,391.20 | 2,688.20 |
| 2007 年度 | 128,020.90 | 71,546.40 | 5,588.70 | 114,143.60 | 25,409.00 | 2,226.10 |
| 2006 年度 | 108,526.50 | 49,586.00 | 4,569.00 | 85,443.20 | 18,210.50 | 2,131.30 |
| 2005 年度 | 92,058.50 | 39,940.40 | 4,338.60 | 54,305.70 | 11,567.10 | 2,130.00 |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

特种膜市场主要竞争对手

目前特种膜市场，特别是高端特种膜（如光学基膜、太阳能背材基膜等）市场仍然由国外厂商（或其合资的厂商）占据领先地位。以 LCD 用聚酯薄膜（光学基膜）为例，根据中塑协 BOPET 专委会编制的《中国 BOPET 行业的现状分析报告》（2008 版）显示，2005 年全球 68.3% 的 LCD 桌面电脑显示器、49.9% 的笔记本电脑和 43% 的 LCD 电视已转移到中国生产，使中国成为 LCD 面板未来最主要的产业基地，但是，与国内 LCD 产业蓬勃发展不协调的是，国内 LCD 用聚酯薄膜（光学基膜）仍处于起步阶段，目前还主要依赖从韩国 SKC 公司、日本东丽公司等进口。

在 BOPET 薄膜的特种膜细分行业内，目前主要竞争企业有国外的美国杜邦帝人、日本东丽株式会社、韩国东丽世韩公司、韩国 SKC 公司，国内的佛山杜邦鸿基薄膜有限公司、四川东材科技股份有限公司、中国乐凯胶片集团有限公司等。

2.3 公司的市场竞争地位

根据国内 BOPET 专委会的统计数据，截止 2010 年底中厚型特种功能性聚酯薄膜的产能约为 12.5 万吨(其中 2010 年新增 2.5 万吨)，公司的产能为 2 万吨，占国内中厚型特种膜总产能的 16%，是目前国内规模最大的中厚型特种膜供应商之一。

公司是目前国内唯一一家能生产最大厚度达到 400μm 高性能特种功能性聚酯薄膜的企业；公司是国内为数不多的几家能生产光学基膜的企业，根据《高速发展的中国 BOPET 产业》（中国 BOPET 网，中国塑料加工工业协会 BOPET 专委会理事长徐志强），目前国内生产光学基膜的企业主要为公司和合肥乐凯科技产业有限公司；公司的太阳能背材基膜系列产品是目前国内能满足太阳能光伏发电相关性能和质量要求并批量生产的两家企业之一（另外一家为东材科技）；在综丝膜方面，公司是国内第一家生产胶片（薄膜）综丝用原材料的企业。

表 4 公司主要产品的市场占有率情况

| 产品 (单位: 吨) | 2011 年度 | | | 2010 年度 | | |
|------------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|
| | 公司销量 | 市场容量 | 市场占有率 | 公司销量 | 市场容量 | 市场占有率 |
| 特种电气绝缘用膜 | 5,121.57 | 40,560 | 12.63% | 7,640.21 | 31,200 | 24.49% |
| 太阳能背材基膜 | 8,365.79 | 55,125 | 15.18% | 5,191.52 | 42,000 | 12.36% |
| 特种电子膜 | 1,157.61 | 40,560 | 2.85% | 1,379.20 | 31,200 | 4.42% |
| 光学基膜 | 1,786.10 | 20,280 | 8.81% | 382.52 | 15,600 | 2.45% |
| 综丝膜 | 993.97 | 2,000 | 49.70% | 458.54 | 1,000 | 45.85% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3、公司的经营分析

3.1 公司业务结构

公司目前主要的产品中，太阳能背材基膜业务占比最高，达 43.67%，且在过去三年呈现快速增长的趋势；另外，公司新产品综丝用膜和光学用膜均在最近两年呈现爆发式增长，业务收入分别达到 3,800 万元和 3,960 万元，占比分别为 8.37% 和 8.73%。新产品的开拓凸显了公司强劲的研发创新能力。

表 5 分业务营业收入结构

| 产品名称 (单位: 万元) | 2011 年度 | | 2010 年度 | | 2009 年度 | |
|---------------|-----------|---------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 太阳能背材基膜 | 19,828.23 | 43.67% | 10,371.27 | 29.77% | 1,870.60 | 9.17% |
| 特种电气绝缘用膜 | 10,498.37 | 23.12% | 13,569.59 | 38.95% | 5,302.78 | 26.00% |
| 特种电子用膜 | 2,872.51 | 6.33% | 3,032.88 | 8.71% | 2,172.10 | 10.65% |
| 护卡膜 | 1,440.43 | 3.17% | 2,018.71 | 5.79% | 2,915.54 | 14.29% |
| 触摸开关膜 | 2,435.26 | 5.36% | 1,892.59 | 5.43% | 2,124.02 | 10.41% |
| 综丝用膜 | 3,801.38 | 8.37% | 1,696.52 | 4.87% | - | - |
| 珠片膜 | 569.67 | 1.25% | 1,612.12 | 4.63% | 5,969.64 | 29.27% |
| 光学基膜 | 3,962.54 | 8.73% | 643.97 | 1.85% | 41.51 | 0.20% |
| 合计 | 45,408.39 | 100.00% | 34,837.66 | 100% | 20,396.20 | 100% |

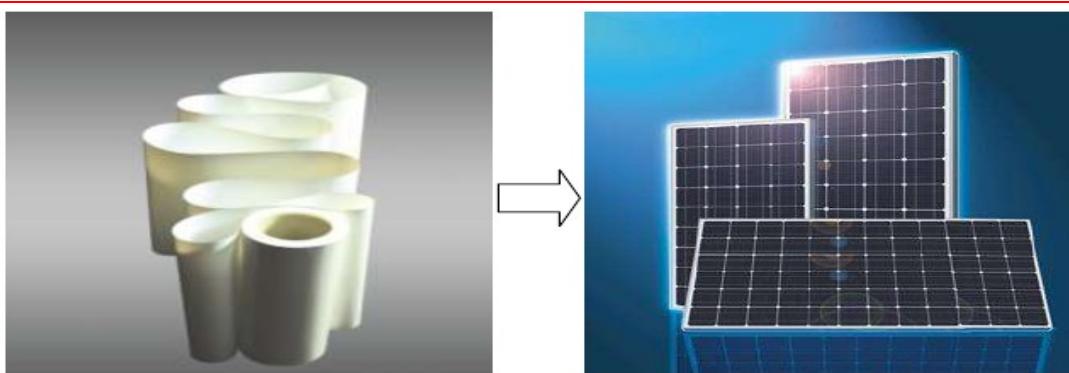
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

太阳能背材基膜

太阳能背材基膜主要用于太阳能电池背材。目前太阳能背材主要由三层结构组成, 外层是“T”薄膜, 中间层“P”薄膜, “T”与“P”之间用胶水粘结。其中“T”表示含氟的薄膜 (PVF、PVDF 等), 厚度一般在 37 μm 左右, 该层是用作太阳能电池封装材料的主要层, 其作用是耐气候、抗 UV 紫外、耐老化、不感光等; “P”表示聚酯薄膜 (BOPET 膜), 厚度一般为 250 μm , 主要的作用及功能是水气阻隔性、电气绝缘性、尺寸稳定性, 易加工性及耐撕裂性等。

公司是国内同行中率先进入太阳能背材基膜领域的企业, 也是国内首家研发成功并批量生产的企业。早在 2007 年公司就已涉足太阳能背材基膜领域, 经过 2-3 年的研发, 目前可提供厚度在 125-350 μm 之间的太阳能背材基膜产品, 有透明、半透明、亚光白色、黑色等多种型号的产品。目前, 公司已成为 ISOVOLTAIC、日本东洋铝业等国际知名的太阳能电池 (背材) 生产企业的指定基膜供应商。

图 3 太阳能背材基膜



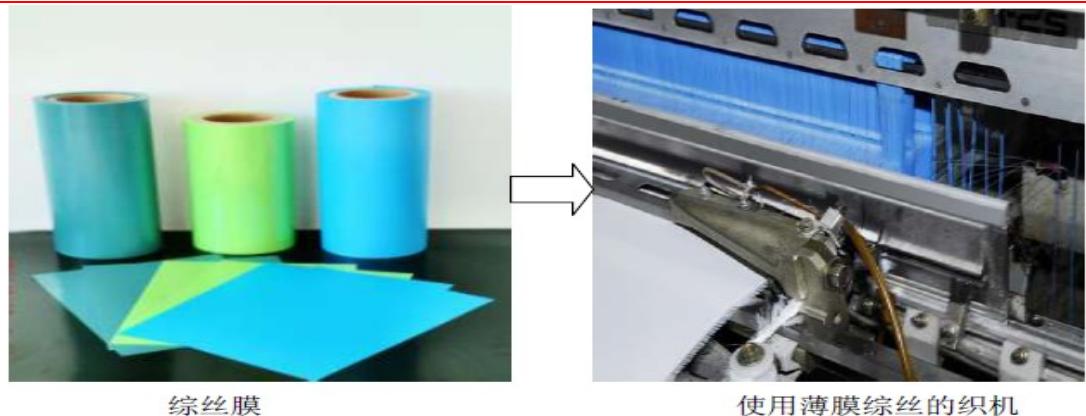
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

综丝用聚酯薄膜

综丝是纺织生产过程中的大宗易耗配件，传统综丝是用碳钢或不锈钢制作的，由于钢制综丝存在重量大、易氧化、噪音大、损耗多等不足，尤其在南方湿润的气候条件及水污染日益严重的环境里，钢制综丝的上述缺点是致命的。而塑料综丝以其重量轻、损耗小、价格低、不会氧化、容易清洗等优点成了钢制综丝的理想替代品。

公司于2009年开始研发综丝用聚酯薄膜，2010年初开始批量生产并投入市场，成为国内第一家生产胶片综丝用聚酯薄膜的企业，经过两年的市场检验，公司综丝膜已完全可以满足纺织机械的要求，成为市场上首选的综丝原材料。

图 4 综丝用膜



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所

光学基膜

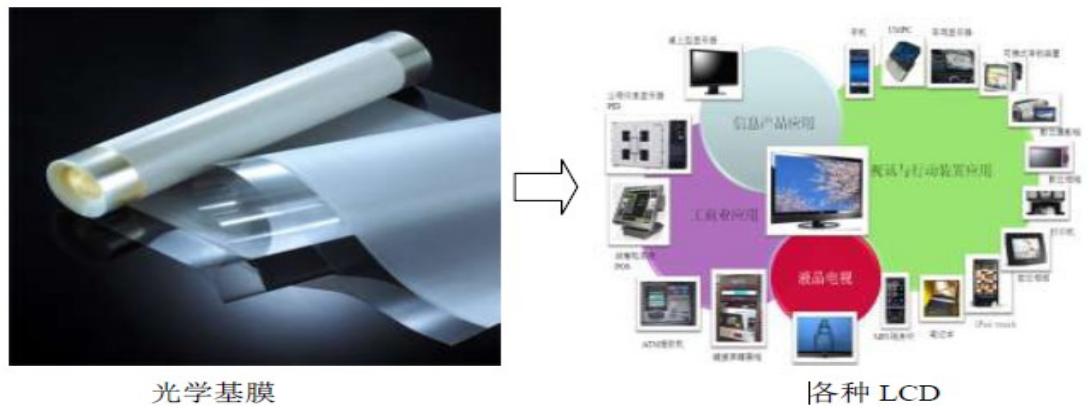
光学基膜主要用于液晶显示器的光学膜片，光学基膜经过涂层等工艺后即可以制成光学膜片，光学膜片主要包括反射膜、扩散膜、棱镜片等。光学膜片主要是利用各种特制材料的光学性能（例如光源的集中反射、光源的均匀扩散、光源的增亮等）起到增强光源、保证屏幕各区域显示亮度均一性等作用。一张液晶显示屏一般需要7-8张具有不同功能的专用聚酯薄膜（2张光扩散膜，1张增亮膜，2张相位差膜，1张防眩光膜，1张反射膜），光学膜片主要应用于LCD的背光模组，背光模组是LCD生产的核心器件之一，是LCD面板的发光源。

背光模组的生产技术长期以来均掌握在以韩国三星、日本夏普以及台湾瑞仪光电等少数几家大型电子生产制造企业手中，因此一直以来，国内光学模组的供给完全是依赖进口，这也导致了生产光学模片（组）所需的光学基膜在国内也是一片空白，而近年来随着国内一些光学膜片（组）生产企业的逐步兴起（如宁波激智新材料科技有限公司），以裕兴科技、乐凯集团为首的几家企业生产的光学基膜开始逐

步替代部分进口的光学基膜（片、组）。

公司2007年开始研发光学基膜，并于2008年实现试生产，2009年开始小批量生产，2010年已经开始批量生产。公司研发生产的光学基膜采用了与聚酯光学性能相匹配的新型聚合物交联微球替代传统的无机氧化物抗粘连剂，并通过粒径复配和母料分散技术，使薄膜具有高透光性、低雾度和优良的抗粘连性能，因此，相对于国内其他竞争对手的光学基膜产品而言，公司生产的聚酯薄膜具有更好光学性能。

图 5 光学基膜



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所

业务收入的区域结构

表 6 营业收入区域结构

| 产品名称 (单位: 万元) | 2011 年度 | | 2010 年度 | | 2009 年度 | |
|---------------|-----------|---------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国内 | 32,421.87 | 71.40% | 29,466.72 | 84.58% | 19,215.01 | 94.21% |
| 其中：江浙地区 | 21,821.41 | 48.06% | 17,424.15 | 50.02% | 11,500.07 | 56.38% |
| 广东地区 | 5,106.05 | 11.24% | 6,642.88 | 19.07% | 3,990.82 | 19.57% |
| 上海地区 | 3,246.40 | 7.15% | 2,962.56 | 8.50% | 3,103.04 | 15.21% |
| 国内其他 | 2,248.01 | 4.95% | 2,437.13 | 7.00% | 621.08 | 3.05% |
| 国外 | 12,986.52 | 28.60% | 5,370.93 | 15.42% | 1,181.19 | 5.79% |
| 合计 | 45,408.39 | 100.00% | 34,837.66 | 100% | 20,396.20 | 100% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 公司的产能、产量、销量以及产能利用率情况

最近三年，公司的产能利用率水平一直处于高位稳定状态，产销率基本保持在100%附近，可见公司经营情况良好。

表 7 产能、产能、销量及产能利用情况

| 年度 | 产品名称 | 设计产能 | 产量(吨) | 产能利用率 | 销量(吨) | 销售收入(万元) | 产销率 |
|-----------|---------|---------------|-----------|--------|-----------|-----------|---------|
| 2011 年 | 珠片用聚酯薄膜 | 22,000 吨/年 | 373.81 | 93.62% | 385.35 | 569.67 | 103.09% |
| | 特种电气绝缘膜 | | 5,052.44 | | 5,121.57 | 10,498.37 | 101.37% |
| | 护卡用聚酯薄膜 | | 839.51 | | 815.41 | 1,440.43 | 97.13% |
| | 触摸开关膜 | | 1,406.56 | | 1,312.07 | 2,435.26 | 93.28% |
| | 特种电子膜 | | 1,201.24 | | 1,157.61 | 2,872.51 | 96.37% |
| | 太阳能背材基膜 | | 8,189.79 | | 8,365.79 | 19,828.23 | 102.15% |
| | 光学基膜 | | 1,822.15 | | 1,786.10 | 3,962.54 | 98.02% |
| | 综丝膜 | | 932.61 | | 993.97 | 3,801.38 | 106.58% |
| 2010 年 | 合计 | 20,000 吨/年 | 19,818.11 | 93.04% | 19,937.87 | 45,408.39 | 100.60% |
| | 珠片用聚酯薄膜 | | 1,059.47 | | 1,099.65 | 1,612.12 | 103.78% |
| | 特种电气绝缘膜 | | 7,623.23 | | 7,640.21 | 13,569.59 | 100.22% |
| | 护卡用聚酯薄膜 | | 1,335.53 | | 1,279.75 | 2,018.71 | 95.82% |
| | 触摸开关膜 | | 1,089.30 | | 1,103.17 | 1,892.59 | 101.29% |
| | 特种电子膜 | | 1,234.02 | | 1,379.22 | 3,032.88 | 111.75% |
| | 太阳能背材基膜 | | 5,302.86 | | 5,191.52 | 10,371.27 | 97.90% |
| | 光学基膜 | | 382.52 | | 382.52 | 643.97 | 100.00% |
| 2009 年 | 综丝膜 | 20,000 吨/年 | 580.96 | 90.35% | 458.54 | 1,696.52 | 79.00% |
| | 合计 | | 18,607.89 | | 18,534.58 | 34,837.66 | 99.61% |
| | 珠片用聚酯薄膜 | | 5,810.53 | | 5,775.50 | 5,969.64 | 99.40% |
| | 特种电气绝缘膜 | | 4,066.86 | | 3,965.92 | 5,302.78 | 97.52% |
| | 护卡用聚酯薄膜 | | 2,490.78 | | 2,672.22 | 2,915.54 | 107.28% |
| | 触摸开关膜 | | 1,786.69 | | 1,801.96 | 2,124.02 | 100.85% |
| | 特种电子膜 | | 1,320.49 | | 1,236.86 | 2,172.10 | 93.67% |
| | 太阳能背材基膜 | | 1,061.20 | | 950.56 | 1,870.60 | 89.57% |
| | 光学基膜 | | 28.36 | | 25.71 | 41.51 | 90.66% |
| | 合计 | | 16,564.91 | | 16,428.73 | 20,396.20 | 99.18% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.3 公司主要产品销售价格

在产能有限的情况下，公司通过调整产品结构，以及开发高附加值的新产品综丝用膜、光学基膜等，最近三年公司产品均价逐步提升，2009—2011 年产品均价分别为 12.41 元/公斤、18.8 元/公斤和 22.77 元/公斤。

表 8 公司主要产品销售价格情况

| 产品名称(元/公斤) | 2011 年 | 2010 年 | 2009 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 珠片用聚酯薄膜 | 14.78 | 14.66 | 10.34 |
| 特种电气绝缘膜 | 20.5 | 17.76 | 13.37 |
| 护卡用聚酯薄膜 | 17.67 | 15.77 | 10.91 |

| | | | |
|---------|-------|-------|-------|
| 触摸开关膜 | 18.56 | 17.16 | 11.79 |
| 特种电子膜 | 24.81 | 21.99 | 17.56 |
| 太阳能背材基膜 | 23.7 | 19.98 | 19.68 |
| 光学基膜 | 22.19 | 16.83 | 16.15 |
| 综丝膜 | 38.24 | 37 | - |
| 所有产品均价 | 22.77 | 18.8 | 12.41 |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.4 公司主要产品的成本情况

主要原材料结构

表 9 主要原材料在营业成本中的占比结构

| 项目 (单位: 万元) | 2011 年度 | | 2010 年度 | | 2009 年度 | |
|-------------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 聚酯切片 (超有光) | 10,196.05 | 34.54% | 5,586.79 | 23.34% | 7,765.79 | 48.87% |
| 聚酯切片 (半消光) | 11,418.74 | 38.68% | 12,353.87 | 51.61% | 3,623.41 | 22.80% |
| 抗粘连母料 | 1,656.85 | 5.61% | 1,083.13 | 4.52% | 587.64 | 3.70% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

原材料价格情况

公司主要原材料价格受原油价格影响较大，在最近三年原材料价格呈逐步走高的趋势。

表 10 公司主要原材料价格变动情况

| 原材料类别 (单位: 元/公斤) | 2011 年度 | | | 2010 年度 | | | 2009 年度 | | |
|------------------|---------|-------|-------|---------|------|------|---------|-----|-----|
| | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 | 单价 |
| 聚酯切片 (超有光) | 10.35 | | | 8.48 | | | 7.02 | | |
| 聚酯切片 (半消光) | | 10.76 | | | 8.78 | | | 7.3 | |
| 抗粘连母料 | | | 10.99 | | | 9.05 | | | 7.8 |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.5 公司盈利能力

公司主要产品太阳能背材基膜的毛利率水平波动较大，2009—2011 年其毛利率水平分别为 45.01%、31.2% 和 36.04%；公司新产品的盈利能力十分突出，2011 年综丝用膜和光学基膜产品的毛利率分别达到 57.30% 和 40.50%。

最近三年，尽管公司主要原材料成本快速上涨，公司通过产品结构的优化与产品创新，使得公司综合毛利率水平保持稳定上升，2009—2011 年综合毛利率水平分别为 24.11%、33.86% 和 36.16%。

表 11 公司主要产品毛利率

| 产品 | 2011 年 | | 2010 年度 | | 2009 年度 | |
|----------|-----------|--------|---------|---------|---------|--------|
| | 毛利率 | 变动 | 毛利率 | 变动 | 毛利率 | 变动 |
| 太阳能背材基膜 | 36.04% | 4.84% | 31.20% | -13.84% | 45.04% | 3.31% |
| 特种电气绝缘用膜 | 33.70% | 0.51% | 33.19% | 2.23% | 30.96% | 2.73% |
| 特种电子用膜 | 37.47% | 1.40% | 38.87% | 0.26% | 38.61% | 5.05% |
| 护卡膜 | 23.58% | -3.96% | 27.54% | 11.04% | 16.50% | -2.14% |
| 主营业务 | 触摸开关膜 | 28.51% | -2.07% | 30.58% | 9.42% | 21.16% |
| | 综丝膜 | 57.30% | -4.07% | 61.37% | 61.37% | - |
| | 珠片膜 | 8.64% | -15.91% | 24.55% | 11.66% | 12.89% |
| | 光学基膜 | 40.50% | 14.70% | 25.80% | -6.33% | 32.13% |
| | 主营产品综合毛利率 | 36.62% | 3.16% | 33.46% | 8.77% | 24.69% |
| 其他业务 | 原材料 | 22.26% | 24.72% | -2.46% | -7.76% | 5.30% |
| | 综合毛利率 | 36.16% | 3.43% | 33.86% | 8.62% | 24.11% |
| | | | | | | 3.72% |

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.6 募集资金投向

年产 1.5 万吨高端中厚规格 BOPET 薄膜生产线建设项目

年产 1.5 万吨高端中厚规格 BOPET 薄膜生产线，总投资约 1.9 亿元，将在目前厂区内外新建厂房，并通过购置进口设备和国产设备，形成年产太阳能背材基膜 4,600 吨、光学基膜 3,800 吨、压缩机膜及各种特种电机膜 3,800 吨，各类电子用特种基膜 2,800 吨的产能。

项目建设期为 1.5 年，第二年下半年投产，生产负荷为 30%，第三年达到 80%，第四年开始满负荷生产。

项目财务评价计算期为 12 年，达产后正常年销售收入为 26,237.2 万元(不含增值税)，可实现利润总额 5,837.4 万元，实现净利润 4,378.1 万元(25% 的所得税率)。本项目税后内部收益率为 25.61%，财务净现值为 10,768.0 万元(折现率为 12%)，投资回收期为 5.52 年(税后，含建设期)。

截至 2011 年 12 月 31 日，项目累计投入金额为 15,446.14 万元。

募投项目相关预测

表 12 募投项目未来营业收入、营业成本和净利润预测

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|------|----------|-----------|-----------|
| 达产率预测 | 建设期 | 30% | 80.00% | 100.00% |
| 营业收入预测(万元) | | 7,871.16 | 20,989.76 | 26,237.20 |
| 利润总额预测(万元) | | 1,751.22 | 4,669.92 | 5,837.40 |
| 税后利润预测(万元) | | 1,488.54 | 3,969.43 | 4,961.79 |
| 所得税率 | | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

| | | | |
|------------|----------|-----------|-----------|
| 营业总成本 (万元) | 6,119.94 | 16,319.84 | 20,399.80 |
| 毛利率预测 | 32.00% | 32.00% | 32.00% |

资料来源：上海证券研究所

4、业绩预测

4.1 现有业务情况预测

表 13 现有业务销售量、销售价格及毛利率预测

| 销售量 (吨) | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|
| 珠片用聚酯薄膜 | 450 | 450 | 450 |
| 特种电气绝缘膜 | 7,200 | 7,300 | 7,500 |
| 护卡用聚酯薄膜 | 800 | 750 | 750 |
| 触摸开关膜 | 1,300 | 1,200 | 1,200 |
| 特种电子膜 | 1,300 | 1,350 | 1,400 |
| 太阳能背材基膜 | 7,000 | 7,500 | 8,000 |
| 光学基膜 | 750 | 800 | 900 |
| 综丝膜 | 1,200 | 1,300 | 1,400 |
| 合计 | 20,000 | 20,650 | 21,600 |
| 销售价格 (元/公斤) | | | |
| 珠片用聚酯薄膜 | 16.50 | 16.50 | 16.50 |
| 特种电气绝缘膜 | 22.00 | 22.00 | 22.00 |
| 护卡用聚酯薄膜 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 触摸开关膜 | 20.50 | 20.00 | 20.00 |
| 特种电子膜 | 27.50 | 27.50 | 27.50 |
| 太阳能背材基膜 | 23.50 | 23.00 | 23.00 |
| 光学基膜 | 23.00 | 23.00 | 23.00 |
| 综丝膜 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 所有产品均价 | 23.70 | 23.59 | 23.64 |
| 毛利率 | | | |
| 珠片用聚酯薄膜 | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 特种电气绝缘膜 | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| 护卡用聚酯薄膜 | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 触摸开关膜 | 27.00% | 26.00% | 26.00% |
| 特种电子膜 | 34.00% | 33.00% | 33.00% |
| 太阳能背材基膜 | 30.00% | 32.00% | 33.00% |
| 光学基膜 | 37.00% | 37.00% | 37.00% |
| 综丝膜 | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 综合 | 33.41% | 34.17% | 34.65% |

资料来源：上海证券研究所

4.2 公司利润表预测

根据募投项目的建设进度，预计 2012-2014 年公司全面摊薄每股收益为 1.62 元、2.01 元和 2.21 元，分别同比增长 16.72%、23.46% 和 10.40%。

表 14 公司损益简表及预测（单位：万元）

| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|-----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(万元) | 46,245.93 | 55,269 | 69,695 | 77,300 |
| 营业总成本(万元) | 33,702.38 | 40,475 | 51,313 | 56,955 |
| 营业成本(万元) | 29,522.03 | 36,915 | 46,334 | 51,212 |
| 营业税金及附加(万元) | 259.18 | 391 | 498 | 554 |
| 销售费用(万元) | 620.68 | 1,263 | 1,814 | 2,071 |
| 管理费用(万元) | 3,202.56 | 3,948 | 4,702 | 5,142 |
| 财务费用(万元) | 164.49 | -2,042 | -2,035 | -2,023 |
| 资产减值损失(万元) | -66.56 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益(万元) | 390.84 | 500 | 500 | 500 |
| 营业利润(万元) | 12,934.39 | 15,293 | 18,882 | 20,844 |
| 加：营业外收入(万元) | 28.24 | 0 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出(万元) | 64.21 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额(万元) | 12,898.42 | 15,293 | 18,882 | 20,844 |
| 减：所得税(万元) | 1,761.03 | 2,294 | 2,832 | 3,127 |
| 净利润(万元) | 11,137.39 | 12,999 | 16,049 | 17,718 |
| 减：少数股东损益(万元) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 11,137.39 | 12,999 | 16,049 | 17,718 |
| 总股本(万股) | 8,000 | 8,000 | 8,000 | 8,000 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.39 | 1.62 | 2.01 | 2.21 |

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

5、估值与定价

5.1 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2010 年平均市盈率为 37 倍，2011 年平均动态市盈率 29 倍；最近上市的创业板股票中，2011 年平均市盈率为 40 倍，2012 年平均动态市盈率 30 倍。

表 15 同行业上市公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 每股收益 | | | 市盈率 | | | P/B |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E | |
| 002263.SZ | 大东南 | 7.20 | 0.13 | 0.15 | 0.18 | 56.1 | 48.8 | 41.0 | 1.6 |
| 002585.SZ | 双星新材 | 37.94 | 1.84 | 2.57 | 3.14 | 20.6 | 14.8 | 12.1 | 2.2 |
| 601208.SH | 东材科技 | 20.50 | 0.59 | 0.83 | 1.03 | 34.6 | 24.8 | 19.9 | 3.0 |
| 国内同行业整体平均 | | | | | | 37.1 | 29.4 | 24.3 | 2.3 |

数据来源: Wind; 上海证券研究所 (3月12日最新价)

表 16 最近上市(创业板)股票的相对估值

| 股票代码 | 公司简称 | 股价 | 每股收益(元/股) | | | | 市盈率(倍) | | | |
|-----------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 300285.SZ | 国瓷材料 | 30.40 | 0.50 | 0.68 | 1.08 | 1.54 | 60.7 | 44.7 | 28.3 | 19.7 |
| 300286.SZ | 安科瑞 | 44.50 | 1.11 | 1.26 | 1.72 | 2.14 | 39.9 | 35.3 | 25.9 | 20.8 |
| 300287.SZ | 飞利信 | 17.54 | 0.40 | 0.52 | 0.70 | 0.92 | 44.0 | 33.6 | 24.9 | 19.1 |
| 300288.SZ | 朗玛信息 | 51.20 | 0.69 | 1.02 | 1.45 | 1.96 | 74.6 | 50.0 | 35.4 | 26.1 |
| 300289.SZ | 利德曼 | 17.84 | 0.35 | 0.46 | 0.60 | 0.76 | 50.4 | 39.1 | 29.9 | 23.5 |
| 300290.SZ | 荣科科技 | 19.56 | 0.52 | 0.62 | 0.82 | 1.07 | 37.7 | 31.3 | 23.8 | 18.3 |
| 300291.SZ | 华录百纳 | 60.36 | 0.60 | 1.41 | 2.05 | 2.79 | 101.2 | 42.8 | 29.5 | 21.6 |
| 300292.SZ | 吴通通讯 | 25.14 | 0.42 | 0.56 | 0.69 | 0.92 | 59.2 | 44.9 | 36.3 | 27.3 |
| 300293.SZ | 蓝英装备 | 33.10 | 0.76 | 1.10 | 1.41 | 1.82 | 43.4 | 30.1 | 23.4 | 18.2 |
| 300294.SZ | 博雅生物 | 43.05 | 0.66 | 0.86 | 1.10 | 1.36 | 65.3 | 50.1 | 39.2 | 31.7 |
| 平均值 | | | | | | | 57.6 | 40.2 | 29.6 | 22.6 |

数据来源: Wind; 上海证券研究所整理, 股价以3月12日收盘价计

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

考虑市盈率估值法, 公司属于塑料制造业中的塑料薄膜制造业, 综合考虑同行业及新上市创业板公司的估值水平后, 认为给予公司2012年预测EPS1.62元的25-30倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为40.50-48.60元。

综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及2011年下半年以来上市的创业板股票发行价对最新收盘价的平均折扣率27.87%的状况, 建议给予一二级市场10%的折扣率, 合理的申购价格中枢应当在40.10元左右, 考虑20%的询价区间, 建议设定询价区间为36.45-43.74元。

6、风险因素

原材料价格大幅波动的风险

公司生产所用主要原材料为聚酯切片及抗粘连母料，其中聚酯切片报告期内占公司产品成本的比重约为 73.50%。聚酯切片的原材料为精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（EG），精对苯二甲酸（PTA）的上游为对二甲苯（PX），三者均为石油的下游产品。

税收优惠政策变化的风险

2009 年 3 月 4 日，公司被江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合认定为高新技术企业，从 2009 年 1 月 1 日起开始享受 15% 税率的企业所得税优惠政策，有效期为三年。

分析师承诺

分析师 倪亮

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | Superperform | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | Outperform | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | In-Line | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | Underperform | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | | 定义 |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | Attractive | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | Neutral | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎 | Cautious | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。