



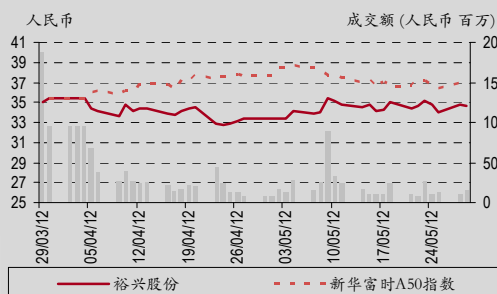
未有评级

300305.SZ

价格: 人民币 34.15

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	4	-	-
相对新华富时 A50 指数	-	5	-	-

发行股数(百万)	80
流通股(%)	20
流通股市值(人民币 百万)	273
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
王建新	25.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

裕兴股份

光学基膜有望给公司发展带来新助力

裕兴股份是一家专业生产差异化双向拉伸聚酯薄膜的制造商, 是国内 100 微米以上中厚规格聚酯薄膜产销规模最大的企业之一。2008 年以来公司收入复合增速达 52%, 净利润复合增速达 69%, 这显示出公司强大的研发能力及市场开拓能力。公司通过近三年的努力, 已掌握光学聚酯薄膜装备、工艺、生产的核心技术。自 2010 年以来, 光学基膜已批量投放市场, 获得用户充分认可, 公司成为国内仅有的几家生产光学聚酯薄膜的重点企业之一。随着在线涂层技术放入 3#线投产, 我们相信, 光学基膜有望给公司的发展带来新的助力。

主要要点

- 2008 年以来, 公司营业收入快速增长, 从 2008 年的 1.31 亿元增长到 2011 年的 4.62 亿元, 过去 4 年营业收入复合增速达到 52%; 从净利润来说, 从 2008 年的 2,289 万元增加到 2011 年的 1.11 亿元, 过去 4 年营业收入复合增速更是达到 69%。从毛利率来说, 2008 年以来毛利率持续提高, 从 2008 年的 20.39% 提高到 2012 年 1 季度的 39.29%, 净利率也从 2008 年的 17.45% 提高到 2012 年 1 季度的 24.45%。
- BOPET 薄膜 2004 年到 2009 年总产能均大于总需求, 2010 年由于全球经济的复苏、国际采购力度的加强以及国内特种膜的优越替代性, 使得聚酯薄膜市场出现了供需两旺的情况。但是随着新增产能的不断投产, 2011 年又将出现产能过剩的情况。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。我国功能性聚酯薄膜仍处于供不应求状态。
- 2011 年光学基膜销量 1,786 吨, 销售额为 3,963 万元, 同比增长分别达到了 367% 和 515%。2012 年, 公司已签订的光学基膜销售合同数量达到了 5,960 吨。公司在销量扩张的同时, 还保持了很高的毛利率, 表明公司产品得到了市场认可。未来, 公司有望充分发挥光学基膜生产技术的先发优势, 在加强与宁波激智战略合作的同时, 拓展国内市场, 开发国外市场, 提高光学基膜销售比重和性能, 增加公司光学基膜的市场竞争力。随着 3#线投产, 我们相信, 光学基膜有望给公司的发展带来新的助力。

主要风险

- 光学基膜技术、销售不达预期的风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	209	356	462	636	780
变动(%)	60	70	30	38	23
净利润(人民币 百万)	38	103	111	137	173
全面摊薄每股收益(人民币)	1.263	3.440	1.856	1.714	2.159
变动(%)	65.5	172.4	7.9	23.1	26.0
市场预期每股收益(人民币)				1.751	2.198
全面摊薄市盈率(倍)	27.0	9.9	18.4	19.9	15.8
每股现金流量(人民币)	0.80	3.99	1.77	9.01	1.73
价格/每股现金流量(倍)	42.5	8.6	19.3	3.8	19.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.5	30.6	19.8	15.0	9.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司概况

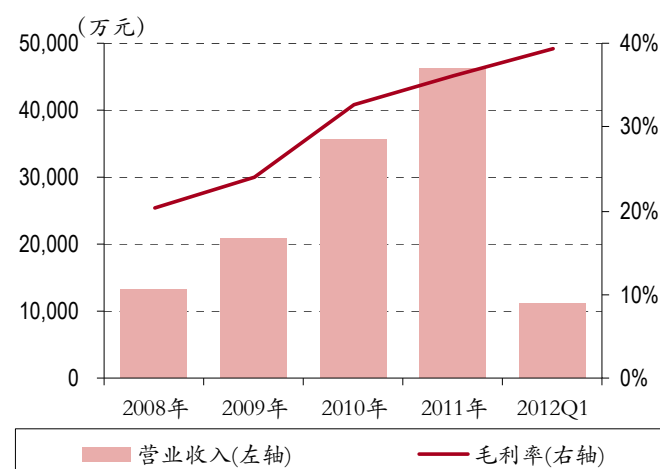
江苏裕兴薄膜科技股份有限公司是一家专业生产差异化双向拉伸聚酯薄膜的制造商，是国内 100 微米以上中厚规格聚酯薄膜产销规模最大的企业之一。公司从德国、法国、日本等国引进先进的生产装备，现有两条世界先进技术水平的双向拉伸聚酯薄膜生产线，产品厚度范围为 50-400 微米，产品种类齐全、技术含量高，广泛应用于电子、电气绝缘、太阳能电池、纺织品装饰等领域。年产销总量 20,000 吨。目前拥有 2 项国家发明专利，3 项国家实用新型专利，6 只江苏省高新技术产品。

公司目前总股本为 8,000 万股，流通占比为 20%。公司第一大股东是王建新先生，持股比例为 25.01%，第二大股东是北京人济房地产开发集团有限公司，持股比例为 13.50%，除此之外，没有持股比例超过 10% 的股东。

公司经营情况分析：过去 4 年公司收入、利润高速增长

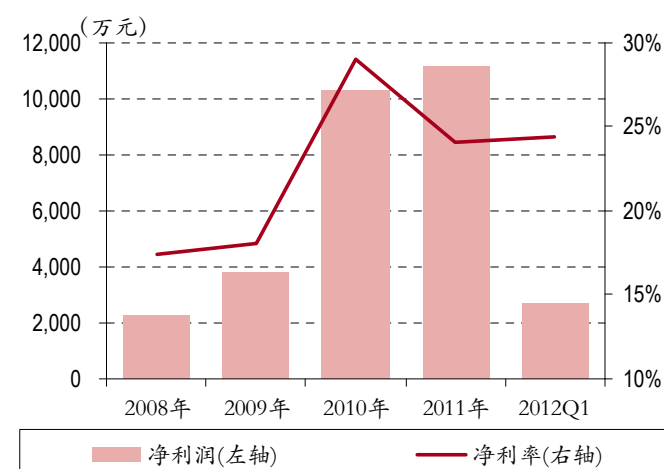
2008 年以来，公司营业收入快速增长，从 2008 年的 1.31 亿元增长到 2011 年的 4.62 亿元，过去 4 年营业收入复合增速达到 52%；从净利润来说，从 2008 年的 2,289 万元增加到 2011 年的 1.11 亿元，过去 4 年营业收入复合增速更是达到 69%。从毛利率来说，2008 年以来毛利率持续提高，从 2008 年的 20.39% 提高到 2012 年 1 季度的 39.29%，净利率也从 2008 年的 17.45% 提高到 2012 年 1 季度的 24.45%。

图表 1. 历年收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2. 历年净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

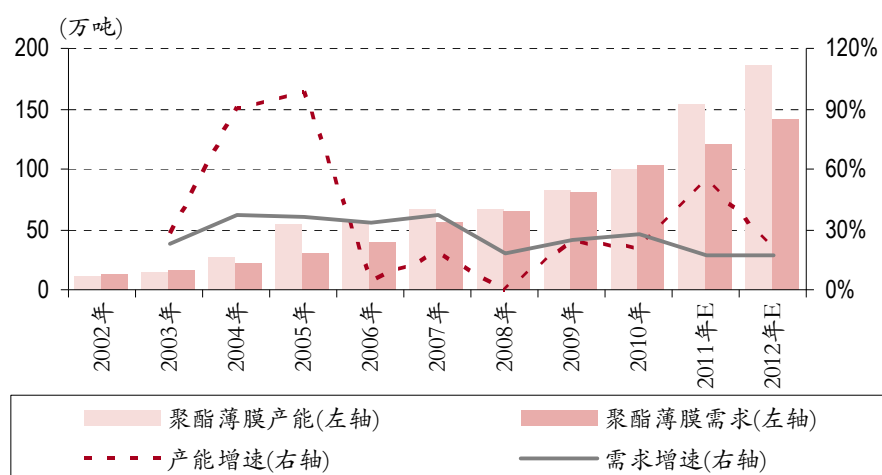
聚酯薄膜：普通产品产能逐渐过剩，但特种膜产能不足

聚酯薄膜，即聚对苯二甲酸乙二醇酯薄膜，是以优质的聚酯切片（薄膜级切片）为主要原料，采用先进的工艺配方，经过干燥、熔融、挤出、铸片和拉伸等工序制成的薄膜。聚酯薄膜最早于 1948 年由英国帝国化学公司 (I.C.I) 和美国的杜邦公司 (DUPONT) 研发生产出来，并于 1953 年实现了双向拉伸聚酯薄膜（即 BOPET 薄膜）的工业化生产，在多个领域均有广泛的应用。

根据聚酯薄膜的用途可以分为通用膜和特种膜。不同用途的聚酯薄膜对原料和添加剂的要求以及加工工艺都有不同的要求，其厚度和技术指标也不一样。通用膜主要是包装膜（标准厚度为 12μm），特种膜主要是指具有特种用途或性能的中厚型膜（100μm 以上）和超薄型膜（5μm 以下）；特种膜中 90% 以上为中厚型膜，主要包括电气（电机）绝缘膜、护卡膜、光学膜、太阳能背材膜及其他工业领域用膜等，而超薄型膜则主要应用于电容器等特殊领域。

BOPET 薄膜 2004 年到 2009 年总产能均大于总需求，2010 年由于全球经济的复苏、国际采购力度的加强以及国内特种膜的优越替代性（如以发行人生产的聚酯薄膜为原料的塑料综丝替代钢制综丝等），使得聚酯薄膜市场出现了供需两旺的情况。但是随着新增产能的不断投产，2011 年又将出现产能过剩的情况。

图表 3. 我国聚酯薄膜历年产能、需求及增速情况



资料来源：中银国际研究

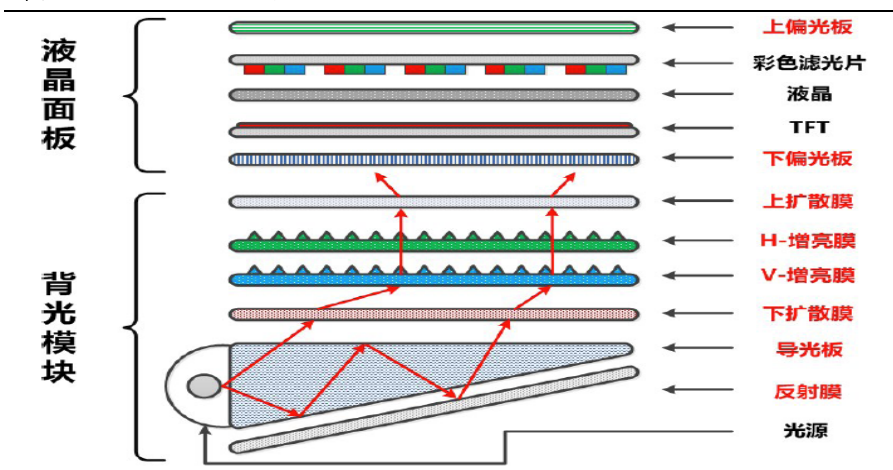
根据中塑协 BOPET 专委会的统计，目前国内约 90% 以上的既有产能和新增产能基本上都是生产普通包装用途的通用膜，这些产能生产的产品相同、客户对象也基本相同，而只有近 10% 的产能为用于生产特种功能性聚酯薄膜。由于国内某些特种功能性聚酯薄膜产品还是空白，特别是高附加值的高端中厚型特种功能性聚酯薄膜，基本上只能依赖进口，而出口基本上是低端产品，这就导致了进口产品均价为出口产品的 2-4 倍，并且进口产品的均价每年都有较大幅度的上涨。

公司光学基膜扩张迅速

光学膜是一系列在透明光学材料的表面上用镀膜技术或涂布技术修饰的单层或多层功能性薄膜，使材料拥有独特的反射、折射、光谱和偏振等光学性能。此类功能性薄膜多用于 LCM 模组、触屏、LED 光源以及其它光学设备，其中主要有 LCD 面板背光模组里的扩散膜、增亮膜和反射膜，LCD 面板其它部位的保护膜、ITO 膜、偏光膜/片，以及硬化膜、反光膜、3D 膜、均光膜、分光膜、防眩膜、雾面膜、防窥膜等。

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。TFT-LCD 面板主要的光学膜有偏光膜（偏光板），以及背光模组中各类光学膜，包括增亮膜、扩散膜、反射膜和导光板等。

图表 4. FT-LCD 面板结构



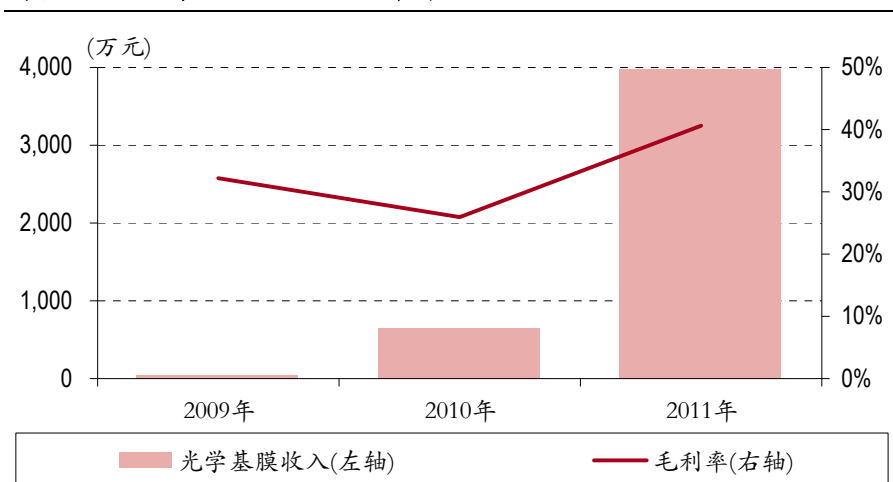
资料来源：中银国际研究

根据 Display Search 和美国 NPD 全球市场研究集团的市场调查，2010 年全球光学扩散膜、光学棱镜膜的市场出货面积分别为 1.59 亿平方米和 1.24 亿平方米，折合成光学聚酯薄膜基材（光学基膜）分别为 3.5 万吨和 2.6 万吨，合计需要光学聚酯薄膜 6.1 万吨。

TFT-LCD 面板下游各应用领域的发展趋势都是需要更大尺寸的面板，尤其是电视、台式机显示器、移动电话、移动数码产品等，因此背光模组中光学膜的总需求面积（不含导光板）保守来看至少每年仍有 10% 的增长水平（Display research 预测），预计 2011 年总需求为 5 亿平米，2013 年达到 6 亿平米。其中考虑到不同领域的光学模组的光学膜组成各有差异，预计增亮膜和多功能增亮膜将保持 15% 左右的增长，其他光学膜略低一些。

裕兴科技通过近三年的努力，已掌握光学聚酯薄膜装备、工艺、生产的核心技术。自 2010 年以来，光学基膜已批量投放市场，获得用户充分认可。公司成为国内仅有的几家生产光学聚酯薄膜的重点企业之一。2011 年光学基膜销量 1,786 吨，销售额为 3,963 万元，同比增长分别达到了 367% 和 515%。2012 年，公司已签订的光学基膜销售合同数量达到了 5,960 吨。公司在销量扩张的同时，还保持了很高的毛利率，表明公司产品得到了市场认可。

图表 5. 公司光学基膜收入及毛利率情况



资料来源：中银国际研究

未来，公司有望充分发挥光学基膜生产技术的先发优势，在加强与宁波激智战略合作的同时，拓展国内市场，开发国外市场，提高光学基膜销售比重和性能，增加公司光学基膜的市场竞争力。另外，公司使用在线涂层技术的 3# 生产线即将投产，新生产线的投产将有望加大光学棱镜片基膜和光学硬化膜基膜等产品的开发和销售力度，替代同类进口产品。我们相信，光学基膜有望给公司的发展带来新的助力。

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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 2 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