

塑料制造业

报告原因：三季报公布

2012 年 10 月 31 日

市场数据：2012 年 10 月 31 日

收盘价（元）	29.64
一年内最高/最低（元）	38.59/29.30
市净率	2.07
股息率	1.13%
流通 A 股市值（百万元）	592.80

基础数据：2012 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	14.45
资产负债率%	3.24
总股本/流通 A 股（百万）	80.00/20.00
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路 1088 号 7 层

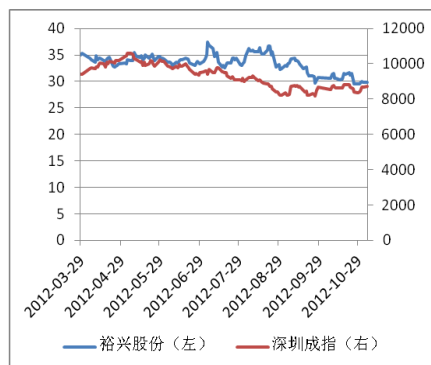
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



裕兴股份

(300305)

增持

受益液晶产业内迁，产品结构优化抵抗光伏寒冬

首次评级

半年目标价：29.55-32.99 元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2011A	462.4	295.2	111.4	1.86	15.9
2012E	480.9	315.8	133.8	1.67	17.7
2013E	672.7	443.9	148.9	1.86	15.9
2014E	803.2	536.8	172.3	2.15	13.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 公司 2012 年三季报显示：2012 年前三季度营业收入 3.58 亿元，营业成本 2.39 亿元，实现归属母公司净利润 1.03 亿元，同比分别增长 0.17%、3.23% 和 24.53%。

● 解除依索股份合作关系，业务补偿款增厚利润：净利润增长主要因为收到 ISOVOLTAIC AG 依索股份因终止依索合成国内代理销售依索股份光伏产品的业务，公司作为原依索合成股东收到 300.70 万欧元的业务补偿款。扣除该笔业务补偿款影响，公司利润总额前三季度同比下滑 0.19%。

● 光伏寒冬加大货款回收压力：较 2008-2011 年的 91%、454%、1276% 的猛增态势，受到市场整体需求影响公司太阳能电池基膜销售增速放缓，下游客户信用期延长使公司资金流动性下降，应收账款较去年年底增加 238.47%。

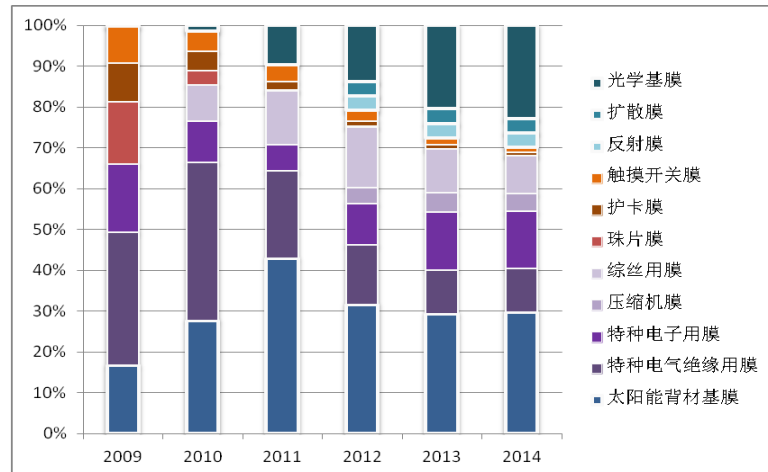
● 新产能投放优化产品结构，受益于液晶显示产业内迁：1.5 万吨 BOPET 高端薄膜 3#线在今年 5 月建成，现在以生产下游需求较旺的光学基膜为主，另有 4#线 1 万吨新产能将明年建成。新产能在原有产品结构基础上增加或加强液晶显示、光伏、电子等领域的产品占比。未来光学膜、太阳能基膜、特种电子电气绝缘膜约占总产能的 33%、17%、25%，这几类产品 2011 年毛利率均在 35% 以上。相对毛利率较低的珠片膜等在产品结构中占比将逐渐降低。

● 太阳能电池背板产品线升级应对光伏寒冬：700 亿元扶持光伏行业投资计划还仍在规划中，公司调整优化太阳能电池背板基膜的产品结构，推出耐水解太阳能背板基膜来应对光伏行业需求不振。

● 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 1.67、1.86、2.15 元，考虑全球经济低迷导致的光伏产品需求不振，以及欧洲光伏抢装潮的消退，公司的太阳能电池背板基膜产品在今年下半年以及明年上半年国家扶持政策出台落实前将受到一定影响。但公司 1.5 万吨高端中厚规格 BOPET 薄膜在今年 5 月顺利建成，以液晶显示光学膜为首的多元化产品结构将开始贡献业绩，因此我们给予 18 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价 29.55-33.61 元。

➤ **光学膜、太阳能基膜将成为利润主要来源：**2013 年公司产能将达到 47000 吨，据我们估算，未来公司光学膜和太阳能基膜的产能将接近总产能的 20% 和 30%，毛利贡献率各占公司总体毛利的 1/3，将成为公司利润的两大来源。

图表 1 公司毛利贡献率及预测



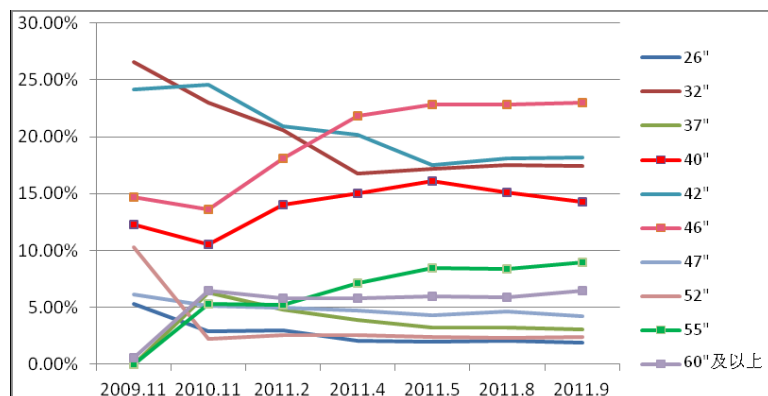
数据来源：Wind 咨询、山西证券研究所

➤ **光学膜产品受国内液晶产业发展带动：**光学基膜销售同比增长将近 400%。2011 年，公司光学基膜毛利率达 40%。国内 6 代线以上大尺寸液晶面板产能将在今明两年大量投放，分别有 1 条 7.5 代线、1 条 8 代线、6 条 8.5 代线、一条 10 代线。大尺寸面板产能投放不但将提升光学膜出货数量，也将助推出货面积增长。

➤ **光学膜涉足早，大客户带入多个全球巨头供应链：**公司在 2009 年已经开始批量生产光学基膜，相比国内市场上 2011 年以后才开始涉足这一领域的企业有先发优势，客户开发积累优势明显。2011 年第三大客户宁波激智是国内光学膜龙头企业，公司通过该大客户进入了苹果、三星、LG、夏普、飞利浦等国际巨头的供应链中。

➤ **大尺寸面板渐成主流，今明两年大尺寸产能投放高峰。**据互联网消费调研中心 ZDC 统计，40 寸以上大尺寸电视面板关注度显著提升。

图表 2 中国液晶电视市场主流尺寸产品关注比例



数据来源：互联网消费调研中心(ZDC)、山西证券研究所

国内大尺寸液晶面板产能从 2009 年期不断增长，超大尺寸的电视面板产能将在今明两年相继投产，此后无论是面板出货数量和总出货面积将大幅增长。

图表 3 国内 4.5 代线及以上液晶面板生产线投产进度(千片/月)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013
4.5 代线		60	30	30		
5 代线	185	200				
6 代线			90	60		
7.5 代线					180	
8.5 代线					370	170
10 代线						80

数据来源：山西证券研究所

➤ **大尺寸消费升级，绿色思潮推动光学膜使用。**大尺寸面板光源能耗高，在大尺寸和超大尺寸面板中合理地使用光学膜能够提高光源发光效率，并且提升大尺寸面板视觉效果。

根据消费者电子协会（Consumer Electronics Association）调查，89%的家庭希望购买的下一台电视拥有节能优势，53%的消费者表明愿意为节能性能的产品支付更多钱。另外 iSupply 公司在 2010 年的“美国电视消费者偏好分析”中发布的近期消费者调查结果显示，50% 以上的美国消费者在购买电视是会考虑节能环保因素。根据 DisplaySearch 统计，绿色平面显示产品占比已经从 2009 年的 30% 上升到 2010 年的 55%。

根据《平板电视能效限定值及能效等级》显示，在国内继空调、冰箱等家电产品之后，平板电视也迎来了能效时代。

图表 4 大尺寸面板相关节能政策

政策	实施时间	范围	目的
《平板电视能效限定值及能效等级》	2011. 12	全国	规范平板电视产品节能性能：所有在售平板电视的待机能耗必须控制在 0. 50W 以内。开机状态下，平板电视的能效等级低于 3 级的产品将不能进入市场。
《平板电视能效标识实施规则》	2012. 3	全国	

数据来源：山西证券研究所



➤ 核心假设：

1. 2014 年能通过高新技术企业复审，继续享受 15%优惠税率。
2. 光伏行业在今年第四季度需求增速将保持前三季度平均水平。
3. 2012 年 1#2#线共 22000 吨产能分配与 2011 年相同；新产能投放遵照规划的产能结构，不考虑临时的产品结构调整。
4. 2012 年三号线新产能仅考虑光学膜基膜产品生产情况。
5. 不考虑现有募投和超募以外的投资项目对固定资产和生产销售产生的影响。
6. 公司前三季度已经在财务费用中扣除调整了全年的企业日常运营财务费用摊销。

➤ 风险提示：

1. 全球经济持续低迷拖累光伏行业需求增长，国内扶持政策落实缓慢。
2. AMOLED 显示技术突破瓶颈达到量产水平，液晶显示产品需求受替代品威胁而下降，从而导致背光模组用光学膜需求下降。



财务报表预测与财务指标						更新日期: 12/10/31							
单位: 百万													
利润表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		355.86	462.46	480.93	672.72	803.24	现金		198.71	119.12	667.38	585.94	765.07
YOY(%)		69.9%	30.0%	4.0%	39.9%	19.4%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		239.38	295.22	315.78	443.88	536.83	应收款项净额		15.03	28.00	29.12	40.73	48.63
营业税金及附加		2.04	2.59	2.89	4.04	4.82	存货		23.32	20.67	21.83	30.10	36.21
销售费用		6.45	6.21	7.76	11.28	12.89	其他流动资产		12.56	2.00	2.08	2.91	3.47
占营业收入比(%)		1.8%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	流动资产总额		249.62	169.79	720.40	659.67	853.39
管理费用		23.69	31.67	39.58	48.96	59.56	固定资产净值		99.57	112.72	310.99	402.15	446.06
占营业收入比(%)		6.7%	6.8%	8.2%	7.3%	7.4%	减: 资产减值准备		(0.53)	0.67	0.00	0.00	0.00
EBIT		83.97	126.41	113.46	163.10	187.67	固定资产净额		99.04	113.39	310.99	402.15	446.06
财务费用		6.95	1.64	(7.91)	(8.49)	(10.00)	工程物资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		2.0%	0.4%	-1.6%	-1.3%	-1.2%	在建工程		44.47	183.25	325.20	292.20	204.54
资产减值损失		(0.53)	0.67	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		36.82	3.91	4.20	1.40	2.75	固定资产总额		143.51	296.64	636.19	694.35	650.60
营业利润		113.31	129.34	125.57	172.99	200.43	无形资产		14.87	14.62	13.16	11.70	10.23
营业外净收入		0.60	(0.36)	30.00	0.00	0.00	长期股权投资		46.82	50.72	54.62	58.52	62.42
利润总额		113.92	128.98	155.57	172.99	200.43	其他长期资产		0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
所得税		10.73	17.61	21.78	24.22	28.06	资产总额		454.88	531.81	1,424.41	1,424.28	1,576.69
所得税率(%)		9.4%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	循环贷款		66.89	77.13	136.86	0.00	0.00
净利润		103.19	111.37	133.79	148.77	172.37	应付款项		25.12	21.44	22.64	31.22	37.56
占营业收入比(%)		29.0%	24.1%	27.8%	22.1%	21.5%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债		44.38	10.28	11.09	15.13	18.20
归属母公司净利润		103.19	111.37	133.79	148.77	172.37	流动负债		136.39	108.85	170.59	46.35	55.76
YOY(%)		172.3%	7.9%	20.1%	11.2%	15.9%	长期借款		115.00	115.00	2.00	2.00	2.00
EPS (元)		3.44	1.86	1.67	1.86	2.15	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		0.00	5.10	10.20	15.30	20.40
主要财务比率		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	负债总额		251.39	228.95	182.79	63.65	78.16
成长能力							少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入		69.9%	30.0%	4.0%	39.9%	19.4%	股东权益		203.48	302.86	1,241.62	1,360.63	1,498.53
营业利润		185.8%	14.1%	-2.9%	37.8%	15.9%	负债和股东权益		454.87	531.81	1,424.41	1,424.28	1,576.69
净利润		172.3%	7.9%	20.1%	11.2%	15.9%							
获利能力							现金流量表		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率(%)		32.7%	36.2%	34.3%	34.0%	33.2%	税后利润		103.19	111.37	133.79	148.77	172.37
净利率(%)		29.0%	24.1%	27.8%	22.1%	21.5%	加: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)		50.7%	36.8%	10.8%	10.9%	11.5%	公允价值变动		0.53	-0.67	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		22.7%	20.9%	9.4%	10.4%	10.9%	折旧和摊销		12.58	13.96	19.99	35.53	45.21
偿债能力							营运资金的变动		17.96	-33.62	5.43	-2.99	-0.07
流动比率		1.83	1.56	4.22	14.23	15.30	经营活动现金流		134.26	91.04	159.20	181.31	217.51
速动比率		1.66	1.37	4.09	13.58	14.65	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		55.3%	43.1%	12.8%	4.5%	5.0%	长期股权投资		-17.27	-3.90	-3.90	-3.90	-3.90
营运能力							固定资产投资		-41.06	-166.20	-358.75	-92.24	0.00
总资产周转率		78.2%	87.0%	33.8%	47.2%	50.9%	投资活动现金流		-58.33	-170.10	-362.65	-96.14	-3.90
应收账款周转天数		15.42	22.10	22.10	22.10	22.10	股权融资		0.00	0.00	840.00	0.00	0.00
存货周转天数		37.14	26.55	26.55	26.55	26.55	长期贷款的增加/		115.00	0.00	-113.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		3.44	1.86	1.67	1.86	2.15	股利分配		-7.52	-22.76	-35.03	-29.75	-34.47
每股净资产		6.78	5.05	15.52	17.01	18.73	计入循环贷款前融		107.48	-22.76	691.97	-29.75	-34.47
估值比率							循环贷款的增加/		-116.55	44.99	59.73	-136.86	0.00
P/E		8.6	16.0	17.7	15.9	13.8	融资活动现金流		98.41	-0.53	751.70	-166.62	-34.47
P/B		4.4	5.9	1.9	1.7	1.6	现金净变动额		174.34	-79.59	548.26	-81.44	179.14

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。