

# 业务重心转向光学基膜，新产能投产支撑公司成长

——裕兴股份（300305）调研报告

2012 年 11 月 9 日

推荐/首次

裕兴股份

调研快报

梁博

基础化工行业分析师

010-66554046

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们实地拜访了裕兴股份，就公司主营业务的现状和发展前景与公司管理层进行了交流。

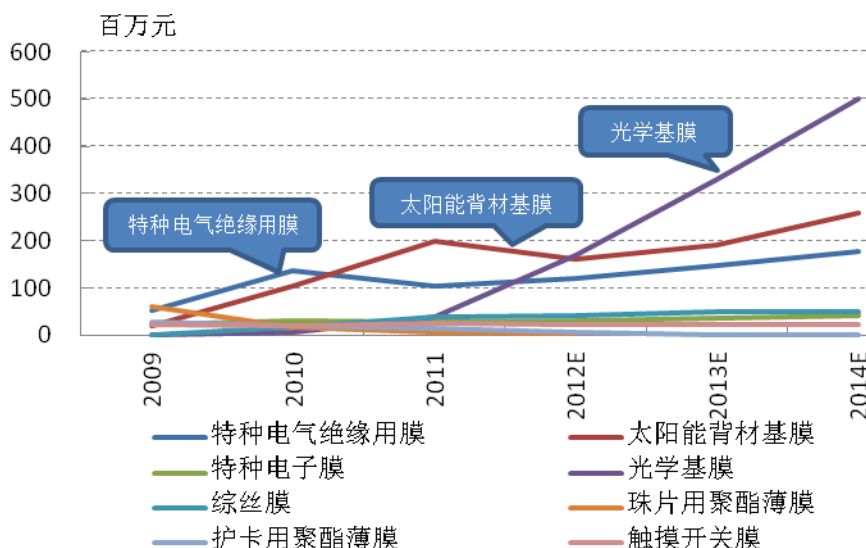
观点：

## 1、光学基膜将成为发展重点。

公司前身是常州绝缘材料总厂，改制后一直从事绝缘材料、聚酯薄膜等产品的生产研发。公司产品的发展路径是从低端到高端，最初生产技术含量低的护卡膜、珠片膜；通过设备更新、技术积累逐步开始生产电气绝缘用膜、太阳能背材基膜，目前已成功进入光学基膜领域。

2009 年至 2011 年公司抓住国内光伏产业产能扩张的机遇，扩大了太阳能背材基膜的产销量，太阳能背材基膜销售收入从 1870 万元增长至 1.98 亿元。但 2012 年以来国内光伏行业受产能过剩、下游投资放缓等问题困扰陷入低迷，预计今年公司太阳能背材基膜业务收入将同比下滑。

图 1：光学基膜的收入占比有望持续上升



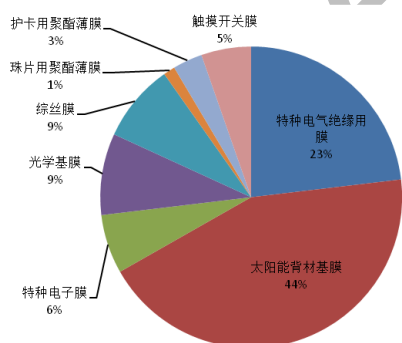
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司提前做好了产品和技术储备，于 2008 年开始研发 LCD 显示屏光学模组用的光学基膜。因此虽然太阳能背材基膜需求出现下滑，但光学基膜业务开始放量。2010 年，公司光学基膜销售收入只有 644 万元，2011 年增长至 3963 万元，今年随着募投项目 3 号线投产，预计光学基膜

可贡献收入 1.69 亿元。我们预计到 2014 年公司光学基膜出货量将达到 2 万吨，贡献收入约 5 亿元。

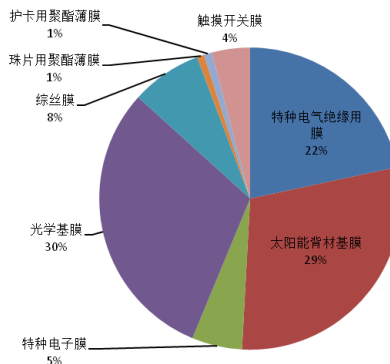
目前公司批量销售的光学基膜主要用于生产下扩散膜，在光学基膜领域属于技术相对简单的产品。下游客户主要是光学膜生产商宁波激智，2011 年宁波激智从公司采购光学基膜约 2100 万元，约占光学基膜总销售收入的 50%。据了解，宁波激智未来两年计划大幅扩充产能，对基膜的需求量将同步大幅增长，预计 2013 年基膜需求量在 1.3 万吨左右，采购金额约 3 亿元，可以消化公司 3 号线约 85% 的产量。此外，公司光学基膜样品开始给国内光学膜龙头康得新(002450)试用，如果使用情况良好，康得新 4 亿平米光学膜产能逐步投产，也将带动裕兴光学基膜的销售。由于当前国内光学基膜领域基本被日韩厂家控制，进口产品价格偏高，与进口产品相比裕兴的产品有 20%-30% 的价格优势，未来进口替代空间广阔。

图2：公司2011年收入构成中太阳能背材基膜占比最大



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图3：预计2012年收入构成光学基膜占比达三成



资料来源：东兴证券研究所

## 2、公司新生产线投产顺利，3 号线已经顺利投产，4 号线预计年底试车。

2011 年末公司拥有 2 条生产线，产能分别是 1 万吨/年和 1.2 万吨/年，2012 年募投项目 3 号线（产能 1.5 万吨/年）于 5 月开始试车，6 月底、7 月初基本调试完毕可正常生产。公司利用超募资金投建的 4 号线（产能 1 万吨/年）已经完成了设备安装，目前正在进行车间装修，预计到今年年底可以试车，如果进展明年 1 季度即可正常生产。因此等 4 条线都建设完成后公司将拥有产能 4.7 万吨/年，生产规模全国最大。

表 1：公司产能情况

产线编号	产能规模 (万吨/年)	主要产品	自动化程度	投产日期
1#	1.0	BOPET 膜，主要包括电气绝缘膜，太阳能背材基膜等	一般	2004 年
2#	1.2	BOPET 膜，主要包括电气绝缘膜，太阳能背材基膜等	一般	2009 年 2 月
3#	1.5	BOPET 膜，主要包括光学基膜等	高	2012 年 5 月
4#	1.0	BOPET 膜，主要包括光学基膜等	高	2012 年 12 月
合计	4.7			

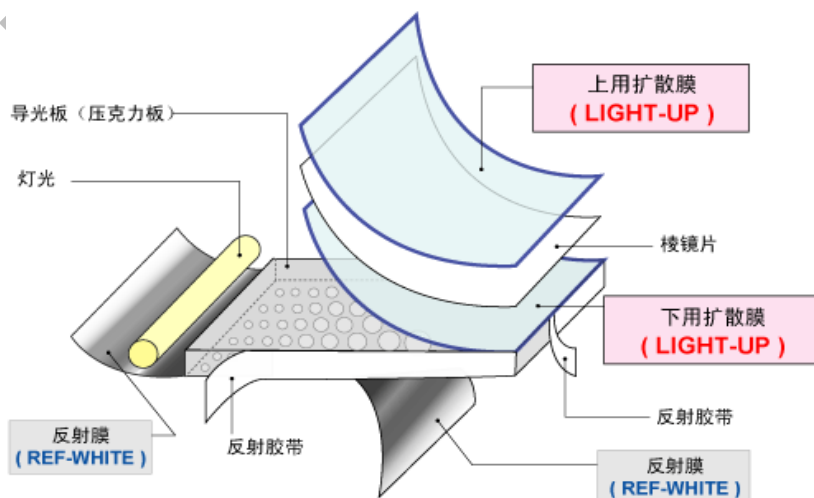
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司新建成生产线自动化程度高，进料、挤出熔融、铸片成型、拉伸等生产环节实现了全自动控制，只需在控制室的 2-3 名工作人员即刻实现连续生产。后续收卷、检验环节也只需约 3-5 名工人。我们认为先进装备的使用将使公司在生产研发方面相对其他企业保持一定优势。

### 3、新产品研发持续推进，保持在膜行业的领先地位

公司从最简单的聚酯保护膜做起，通过技术积累和装备提升产品技术水平。一般而言，光学基膜按生产难度从简到难的排序是：下扩散膜、上扩散膜、反射膜、增光膜、彩色滤光片。公司已经实现下扩散膜基膜的量产，同时基本掌握上扩散膜基膜、反射膜基膜的生产技术，相关产品可能在 2013 年开始逐步出货。反射膜主要用于 LCD、LED 照明等领域，需求大，目前基本依赖进口，预计毛利率在 40% 左右。另外公司正在研发硬化膜基膜，在硬化膜基膜领域乐凯胶片（600135）做的比较好。可以预见，未来几年公司光学基膜产品将不断升级，公司的市场竞争力和盈利能力将得到保证。

图 4：背光模组的结构（CCFL 侧入式）



资料来源：网络，东兴证券研究所

公司发展过程中一直按照市场规律办事，根据下游需求研发生产，公司产品在行业内处于领先。公司管理层认为，国内当前制造业产品更新快，一个产品获取超额利润的时期可能只有 2-3 年，因此公司希望通过对下游需求的准确把握，在新产品的研发和生产上领先于同行。据了解，东材科技（601208）、南洋科技（002389）等企业虽然计划上马光学基膜项目，但目前均处于前期建设阶段，最早投产是 2014 年，批量出货预计在 2015 年，因此目前裕兴仍可以抢占市场和客户资源，具有先发优势。

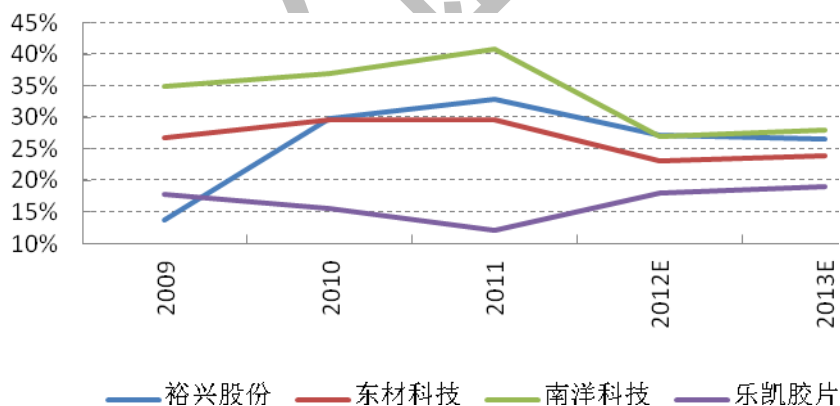
表 2：上市公司光学基膜项目投资情况

公司	项目规模	建设进度	预计投产日期
东材科技	2 万吨/年	截至 2012 年 6 月项目土地审批	预计 2014 年底建成，2015 年试车生产
南洋科技	2 万吨/年	截至 2012 年 6 月投入 300 万元，订购设备	预计 2013 年底建成，2014 年试车生产

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

光伏市场的低迷可能导致太阳能背板基膜毛利率下降，我们保守估计裕兴 2012-2013 年的综合毛利率在 26%-30%左右。与同类上市公司相比，裕兴的毛利率水平将高于乐凯和东材，仅低于南洋科技。

图 5：4 家薄膜企业毛利率比较



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 4、公司正在加紧研发，提升产品的适用性。

光学基膜后续需要涂覆各种材料，被加工成各种用途的光学膜，而下游加工工艺具有多样性，因此下游客户更倾向于采购适用性高的基膜。目前日本厂商的产品适用性最好，他们的产品可以适用于各种工艺。韩国厂商则根据不同的涂覆工艺开发出有针对性的基膜，虽然不及日本的产品好用，但也有一定市场。公司目前产品的适用性还不及进口产品，只能生产部分规格的产品，这是目前公司光学基膜产品下游客户数量较少的一个原因。公司正在加紧研发，提升产品的适用性。

#### 5、加紧回款力度，控制坏账风险

下游光伏行业景气度处于底部导致公司太阳能背膜产品盈利能力下降，公司加紧回款避免坏账风险。目前公司约 40%产品应用于太阳能背板领域，今年以来下游企业经营恶化导致相关产品价格降幅接近 30%，这也是公司第 3 季度毛利率下降至 28%的主要原因。由于部分光伏企业出现拖欠货款迹象，公司加大了回款力度，停止了向部分信用较低企业的出货，将坏账风险控制在最低水平。3 季报显示公司应收账款约 5300 万元，较 2 季度末增加约 1100 万，但账龄基本都在 3 个月以内，风险水平较低。

## 结论：

- 1、裕兴在国内企业中率先进入光学基膜生产领域，打开进口替代市场。LCD产业正加速向中国转移，下游光学膜处于高速成长期，公司光学基膜产品替代日韩进口的空间大。虽然太阳能背板基膜业务受下游需求影响盈利能力下降，但随着3号、4号两条生产线的建成投产，光学基膜业务将在未来2年内支撑公司的成长。
- 2、公司产品研发具有前瞻性，新产品不断推向市场保证公司竞争力。从成立伊始，公司就跟市场需求，不断提升产品档次。目前公司的光学基膜产品主要用于生产下扩散膜，工艺相对简单，未来公司将逐步推出工艺要求较高的基膜，用于上扩散膜、反射膜、硬化膜等领域。看好公司在光学基膜领域保持领先。
- 3、公司经营稳健，坏账风险小。2008年至今公司经营性现金流始终为正，上市后资产负债率下降至5%以下，同时公司加快了应收账款回款力度，应收账款占总资产的比例在5%以下，账龄基本控制在3个月，坏账风险较小。
- 4、预计公司2012-2014年EPS分别为1.58元，1.88元和2.23元，对应P/E分别为18.4倍，15.5倍和13.1倍。我们看好公司未来在光学基膜领域的发展，但短期内光伏产业的低景气可能拖累公司太阳能背膜业务，导致公司估值短期内处于较低水平。首次给予公司“推荐”评级。

**表 3： 公司盈利预测**

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	462	497	773	1,051
(+/-)%	29.96%	7.36%	55.77%	35.88%
经营利润（EBIT，百万元）	129	117	146	179
(+/-)%	14.15%	-9.79%	25.50%	22.46%
净利润（百万元）	111	126	151	179
(+/-)%	7.93%	13.27%	19.50%	18.55%
每股净收益（元）	1.86	1.58	1.88	2.23

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。