

电气设备新能源行业

公司研究/深度报告

老树开新花，枯木又逢春

-铜峰电子 (600237) 深度报告

民生精品---深度研究报告/电气设备新能源行业

2012年12月28日

报告摘要：

铜峰电子为国内老牌电容膜及薄膜电容器生产商，其控股股东铜峰集团始于2007年的股权交割事宜终于落地，向民营体制全面转型将为公司治理注入新的活力；公司自2000年以来潜心研发的电力电子电容器已进入产业化阶段，为首次填补国内空白，短期内难以被赶超。电力电子电容器在轨道交通、输变电等行业存在广阔的进口替代空间，有望推动公司业绩的爆发。

● 五年股权交割终成正果，体制转型老树开出新花

公司控股股东铜峰集团自2007年开始尝试引入民营资本，此后进程一度搁置，直至2011年底铁牛集团完成对其全资收购。股权结构理顺之后，公司实际控制人得到明确，且向民营体制的转变将为公司发展注入新的活力，公司内部的管理机制有望逐渐好转，有助于带动业绩触底回升。

● 电力电子电容器十年磨一剑，进口替代引爆业绩

公司从2000年开始潜心于高端电力电子电容器的国产化研发，历经10余年终于进入产业化阶段，为填补国内空白的首次。由于其门槛较高，短期内无明显竞争压力，通过南北车、电科院等关键客户，以进口替代的方式公司市场份额有望迅速扩大，预计明年可实现3亿元左右的销售额，未来2-3年业绩将具有较高的弹性。

● 产品线进行调整，盈利水平进入上升通道

国营体制下，公司管理不够精细化，相同产品的毛利率低于同类厂商。转民营后公司治理水平有望逐步提高，目前针对原有产品结构的调整，如停产亏损的直流电容器、缩减交流电容器的销售重心转向国外等，已经初见成效，伴随毛利率的提升，公司盈利水平已开始进入上升通道。

● 盈利预测与投资建议

公司电力电子电容器的壁垒高、进口替代趋势明确，公司未来业绩爆发的概率较高，正在实现从传统低效的基础元器件厂商往专业化高端器件供应商的转型，我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.10、0.35、0.68元，对应当前股价PE60、18、9倍。首次给予“谨慎推荐”评级，目标价10元。

● 风险提示

- 1、电力电子电容器市场订单尚有待落实；
- 2、进口聚丙烯原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	833	741	954	1,429
增长率 (%)	9.73%	-11.06%	28.76%	49.80%
归属母公司股东净利润 (百万元)	47	41	140	272
增长率 (%)	53.94%	-12.43%	237.86%	94.50%
每股收益 (元)	0.12	0.10	0.35	0.68
PE	52.81	60.31	17.85	9.18
PB	3.08	1.69	1.56	1.33

资料来源：Wind，民生证券研究所

谨慎推荐

首次评级

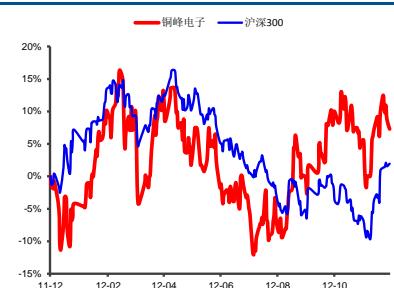
合理估值：

10元

交易数据 (2012-12-27)

收盘价 (元)	6.23
近12个月最高/最低	6.34/4.36
总股本 (百万股)	400.00
流通股本 (百万股)	400.00
流通股比例 %	100.00%
总市值 (亿元)	24.92
流通市值 (亿元)	24.92

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：王海生

执业证书编号：S0100512090003

电话：(021) 58768935

Email: wanghaisheng@mszq.com

分析师：袁瑶

执业证书编号：S0100512100004

电话：(021) 58768935

Email: yuanyao@mszq.com

研究助理：龙雷

电话：(021) 58769278

Email: longlei@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588

号浦发银行大厦 31 楼 200120

目 录

一、五年股权交割终成正果，体制转型老树开出新花.....	3
(一) 控股股东股权结构理顺，公司管理机制有望好转.....	3
(二) 激励制度改革带来新动力，高管集体增持充满信心.....	4
二、电力电子电容器十年磨一剑，进口替代引爆业绩.....	4
(一) 覆盖薄膜电容器的全产业链，具独特综合优势.....	4
1、公司聚丙烯膜基础较好，盈利能力尚有提升空间.....	5
2、聚酯膜国内领先，盈利能力较好.....	6
(二) 电力电子电容器国内独此一家，进口替代空间不可限量.....	7
1、轨道交通用车载电力电子电容器将率先爆发.....	9
2、输变电用电力电子电容器应用起步，市场前景极为广阔.....	10
3、电网补偿需求继续保持高增长，唯一国内电容器供应商受益明显.....	11
4、新能源用电容器需求旺盛，产能瓶颈解除后增速加快.....	11
5、电力传动及混合动力汽车，中长期需求十分可观.....	12
三、盈利预测与估值.....	13
(一) 关键假设.....	13
(二) 合理估值及投资建议.....	13
四、风险提示.....	14

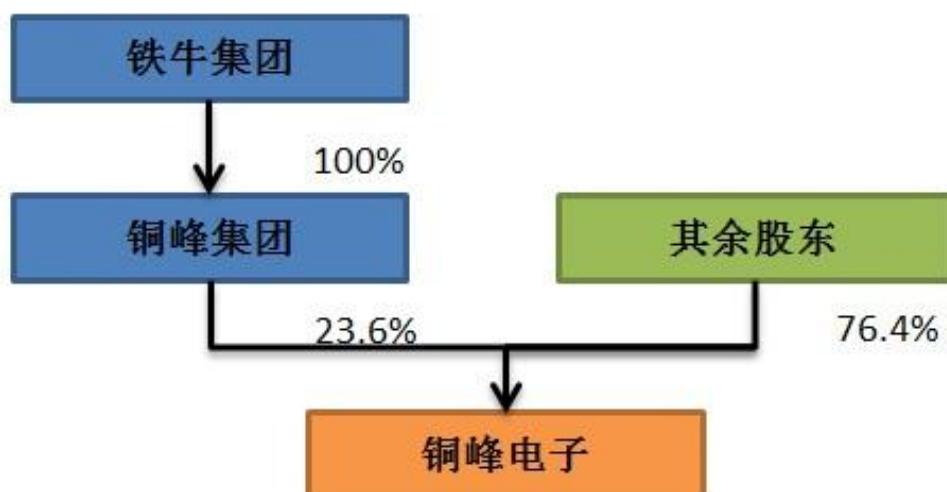
一、五年股权交割终成正果，体制转型老树开出新花

(一) 控股股东股权结构理顺，公司管理机制有望好转

公司原本是一家集体所有制的服装小厂，从 70 年代开始转而生产电容器，并成长为全国规模最大的“三膜”（电容膜-镀膜-薄膜电容器）基地。自 2000 年上市以来其控股股东一直是安徽铜峰电子（集团）有限公司，铜峰集团原由铜陵市国资委 100% 控股，为一家国有企业。2007 年公司为提高效益，开始引进民营资本，当年浙江铁牛集团收购铜峰集团 60.5% 的股份，但其后进一步的收购陷入停顿。直至 2011 年 12 月铁牛集团终于完成对铜峰集团剩余股份的收购，形成 100% 控股，公司也转变为一家纯民营性质的企业。

公司多年来一直是国内规模最大的薄膜电容器生产商，其聚丙烯电容膜产能达 12000 吨/年，位居国内第一、世界第三。在股权交割搁置期间，公司内部管理受到较大影响，加上 2008 年金融危机的波及，下游需求大幅减少，公司陷入低谷。股权结构理顺之后，公司实际控制人得到明确，且向民营体制的转变将为公司发展注入新的活力，公司内部的管理机制将逐渐好转，有助于带动业绩触底回升。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：公司收入（单位：百万元）

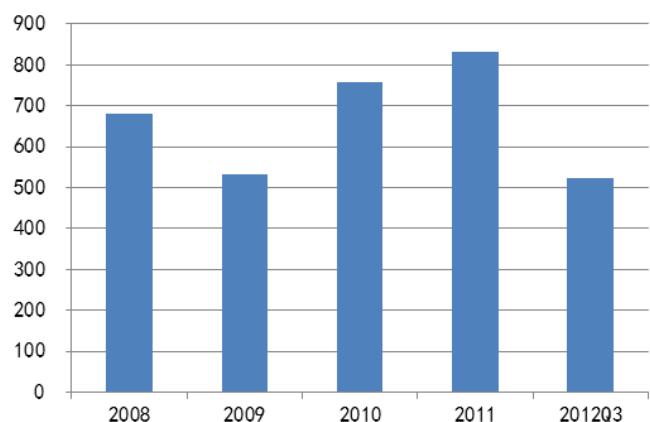
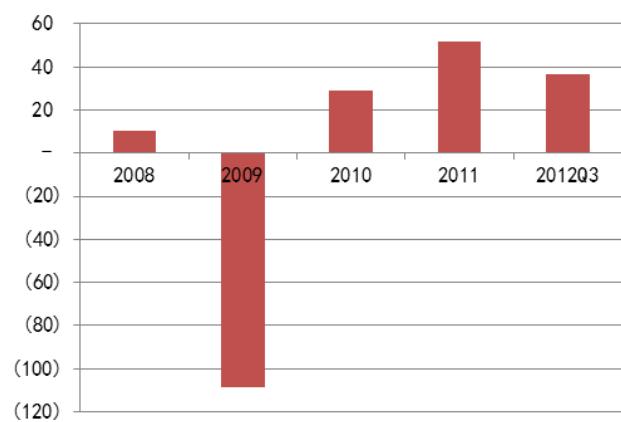


图 3：公司净利润（单位：百万元）



资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 激励制度改革带来新动力, 高管集体增持充满信心

从国营向民营的转变, 最大的变化来自于激励制度的改革。公司拥有一大批在电容器行业从业多年的员工, 人才储备十分丰富。在原有的国营体制下, 激励机制的不足限制了公司潜力的发挥。浙江铁牛集团控股后, 作为民营资本深谙管理及资本运作, 必然将引入新的激励制度充分调动员工的积极性, 为公司发展注入新的活力。

11月14日公司发布公告称: 2012年11月12日至13日, 实际控制人铁牛集团董事局副主席、总裁叶菲以及公司董事长王晓云等高管从二级市场增持共计138.1万股, 本次增持基于看好公司未来发展的前景和对公司股票价值的合理判断, 在未来三个月内有意以自筹资金继续增持不超过900万股。

大股东股权交割落地之后, 高管增持充分表明管理层对此持积极态度, 其一方面说明公司高管充分看好公司所有制结构改变之后公司效率提高, 基本面也将随之好转的前景; 另一方面也将对管理层形成一定的激励效应。

表1: 公司高管增持情况 (截止2012年12月26日)

姓名	净增持	占总股本比例 (%)	均价	职务
王晓云	86.61	2.17	5.42	董事长
方大明	52.50	1.31	5.46	董事、总经理
蒋金伟	31.68	0.79	5.45	财务总监
徐文焕	30.80	0.77	5.43	董事、副总经理
合计	201.59	5.04		

资料来源: 东方财富, 民生证券研究院

二、电力电子电容器十年磨一剑, 进口替代引爆业绩

公司从2000年开始进行电力电子电容器的研发, 而今产品已通过庞巴迪和铁道部等权威认证并实现销售, 成功实现了产业化, 为填补国内空白的首次。电力电子电容器在轨道交通、输变电、新能源等领域有着广泛的应用, 目前市场为少数几家国外无源元器件大厂所垄断。相比之下公司的产品性价比优势明显, 通过进口替代可实现业绩的爆发。

(一) 覆盖薄膜电容器的全产业链, 具独特综合优势

公司早在上世纪90年代即为国内电容器“三膜”基地, 业务范围覆盖了电容膜、镀膜、薄膜电容器的全产业链。目前公司的聚丙烯薄膜生产规模仅次于日本东丽和德国创斯普, 位居亚洲第二、世界第三。电容膜的品质也得到业界一致认可, 聚丙烯电容膜巨头日本东丽每月都会固定从公司采购一定量的基膜产品, 说明公司实力连其也难以小觑。

电容膜(聚丙烯膜、聚酯膜等)为薄膜电容器的主要原材料, 在电容器的成本占比中达70%左右。高品质的电容膜是生产高性能薄膜电容器的基础, 公司是国内最早实现电容薄膜国产化的厂商之一, 目前拥有4条聚丙烯膜生产线和2条聚酯膜生产线, 设计产能分别为12000吨/年和6000吨/年, 双双位居国内第一。

作为国内乃至全球唯一的覆盖薄膜电容器全产业链的大厂, 公司的综合优势十分明显。国际上较大的电容薄膜生产商及电容器生产商分工明确, 主要因其专业化程度高, 分工细化

有利于效率提升。而国内无论是电容膜还是高端薄膜电容器行业均处于进口替代阶段，基础较为薄弱，拥有全产业链有利于实现上下游之间科研和生产的快速反应，尤其在高端产品的研发和小批量试制方面独具优势。

表 2：聚丙烯电容膜产品种类及应用领域

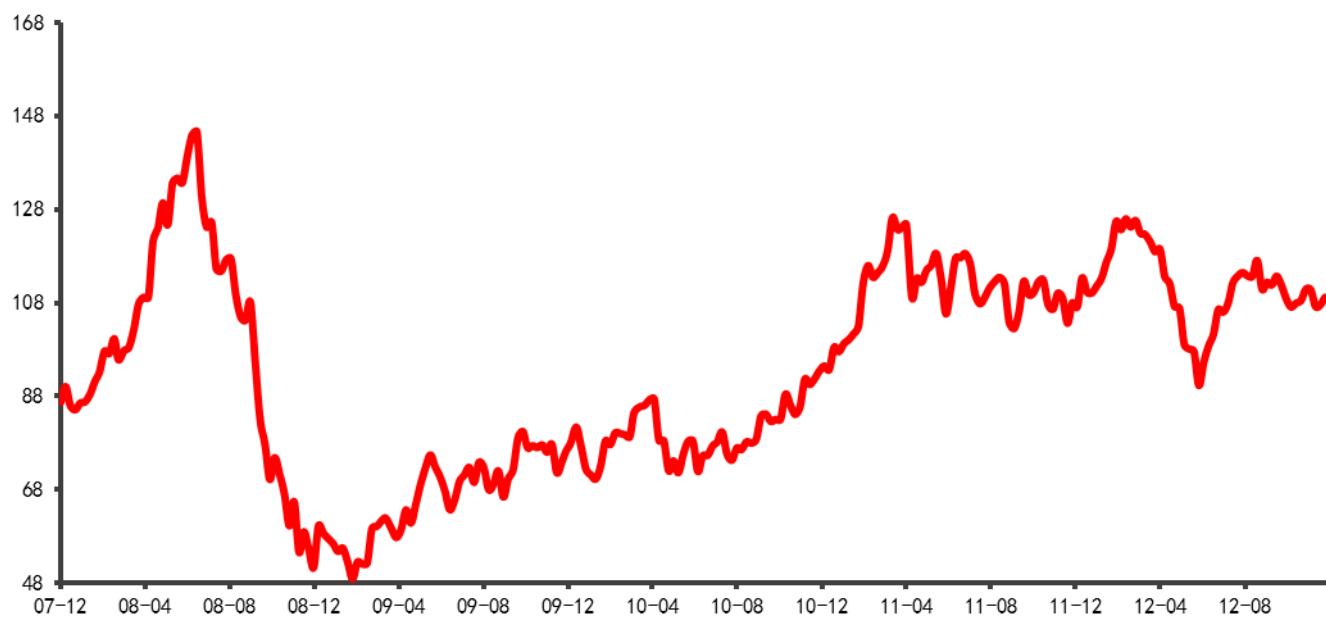
产品类型		应用领域	
基膜	光膜	常规型	家用电器、电动工具、低压电力系统、通信设备等；
		耐高温型	节能灯具、混合动力汽车、风力发电、光伏发电；
	粗化膜	单面处理	微波炉、冶炼用感应电炉；
		双面处理	高压输变电、电力机车、铁路电气化；
金属化膜	铝金属化		家用电器、低压电力等领域配套以及部分直流电容器；
	锌铝金属化		中低压电力、家用电器、节能灯具、汽车电子、通讯设备等；
	金属化安全膜	空调、冰箱压缩机、混合动力汽车及其他具有高安全防爆要求的领域。	

资料来源：南洋科技招股书，民生证券研究院

1、公司聚丙烯膜基础较好，盈利能力尚有提升空间

聚丙烯电容薄膜的原料为电工级聚丙烯树脂，约占电容膜生产成本的 60%-70%。目前该材料国内尚不能批量生产，主要的供应商有北欧化工（Borealis Group）、埃克森美孚（Exxon Mobil）、陶氏化学（Dow Chemical）等国际化工厂商，其价格走势主要随原油价格波动。2009 年以来国际原油价格逐步回升，国内电容膜厂商也承受了一定的成本上涨压力。

图 4：北海布伦特国际原油价格（单位：美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

国际上主要的电容膜生产商有德国史泰拿（Stainer）、德国创史普（Tresfan）、日本东丽（Toray）、法国波洛莱（Bolloré）等。与国内厂商相比，国外厂商在高端产品上具有一定优势，用于生产高性能电容器的 3 μm 以下超薄膜、耐高温薄膜等目前主要依靠进口。包括铜峰电子在内的部分国内厂商已掌握了量产 3.8 μm 电容膜甚至是 2.8 μm 电容膜的工艺，对国

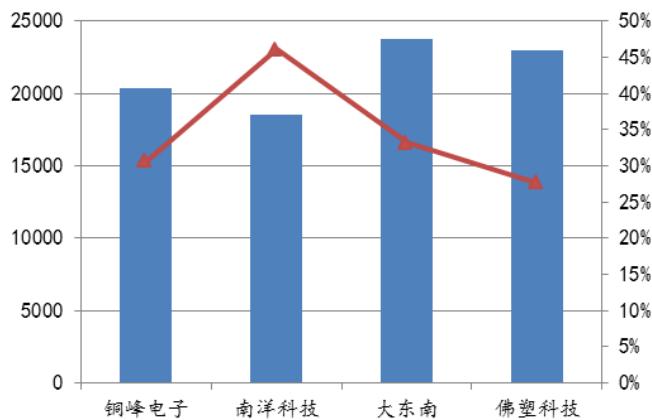
外产品的进口替代正在逐步进行。

自 80 年代江门润田引进第一条聚丙烯薄膜生产线以来，我国聚丙烯电容膜行业从最初的四线五厂发展为如今的 12 家厂商、22 条生产线，总产能 6 万余吨，占全球产能的一半左右。铜峰电子以 12000 吨/年的产能位居首位，约占全国总产能的 20%，其余主要厂商还有大东南 (002263)、南洋科技 (002389)、佛塑科技 (000973) 等。

对电容膜的需求主要来自于下游薄膜电容器行业，作为基础的无源元器件，电容器行业近年来年均增速为 15% 左右。

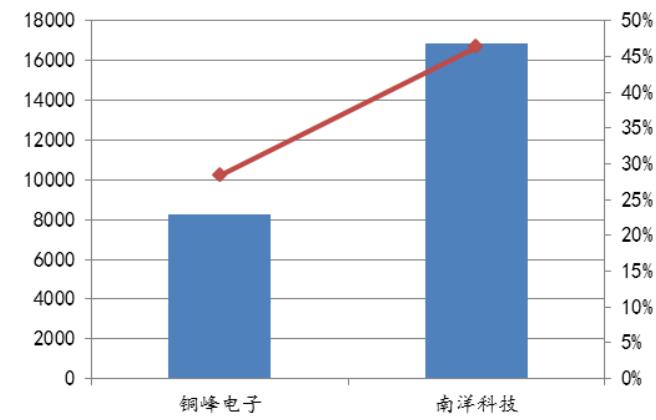
铜峰电子一部分电容膜及镀膜的产能由自身电容器厂内部消化，因而其销售数据并不真实反映其实际产能。从电容膜的毛利率看，公司基本与大东南、佛塑科技等化工厂商持平，与专业的电容膜生产商南洋科技存在一定差距，镀膜亦同样如此。在两者产品结构、生产设备和生产条件均类似的情况下，我们认为这种差异主要来自于国营体制造成的效果低下。公司向民营体制转型后，其现有产品的盈利能力有望得到优化，毛利率还有一定提升空间。

图 5：主要聚丙烯电容膜厂商 2011 年销售额及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：主要镀膜厂商 2011 年销售额及毛利率

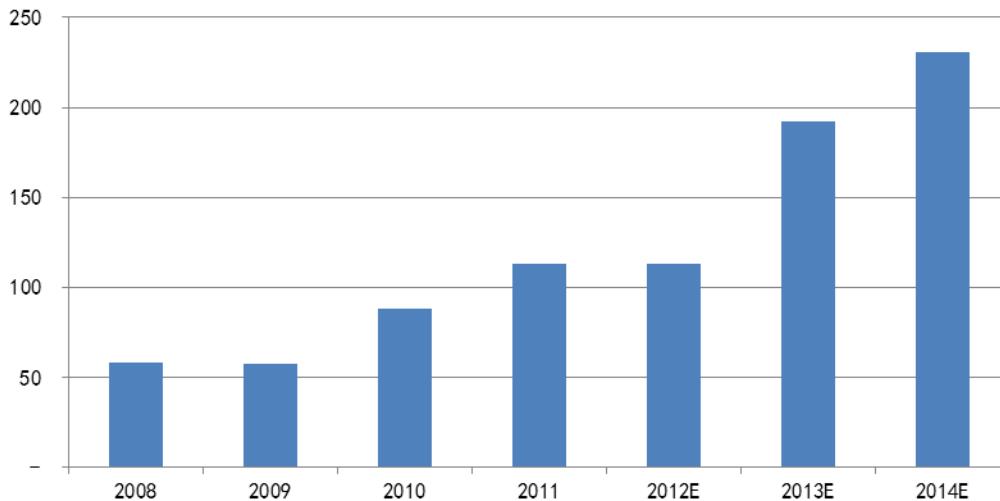


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、聚酯膜国内领先，盈利能力较好

聚酯电容膜的国产化进程晚于聚丙烯电容膜，主要用于制作小功率直流电容器。公司的聚酯电容膜生产线位于与韩国 SKC 株式会社合资成立的控股子公司铜爱电子（公司股份占比 75%）。铜爱电子第一条生产线于 2007 年投产，目前产能 3000 吨/年，产品主要为电容膜。第二条生产线近期已投料试车，设计产能 3000 吨/年，产品主要为热转印碳带基膜，可广泛用于打印、影像、电子等行业，近年来需求增速较快且国内较为稀缺，除公司之外，国内仅湖北振威纸塑有生产线。公司未来还将视销售情况对聚酯膜进行扩产。

公司已于 2011 年决定停产 CL11 系列直流电容器，因此聚酯膜产品全部外销。因聚酯膜用途广泛，市场价格较高，具备较高的盈利能力。随着其产能逐步释放，将为公司创造额外的收益。

图 7：公司聚酯膜产品收入（单位：百万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

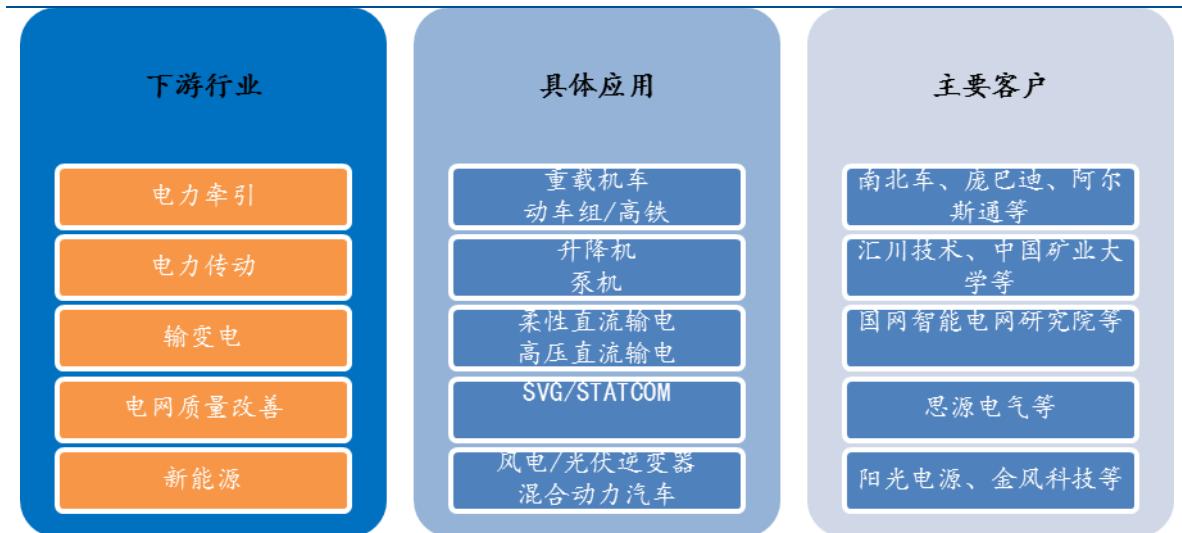
（二）电力电子电容器国内独此一家，进口替代空间不可限量

现代工业领域的电力电子设备对电子元器件的综合性能提出了更高的要求，无论是在电气特性方面还是对操作环境的适应性。随着电力电子行业的快速发展，高性能电力电子电容器的应用已广泛涉及电力牵引、电力传动、输变电、新能源等众多领域，成为电力电子行业不可或缺的重要器件。高端薄膜电容器以其优异的性能，已成为作为电力电子电容器的不二之选。

公司的电力电子电容器研发始于 2000 年，最初是作为“2000 年国家城市轨道交通与环保装备国产化国债项目”定点在公司启动。电力电子电容器的国产化进程历时 8 年之久，彼时公司尚为国营体制，对长期研发较为宽松的环境成为该项目成功的关键。目前公司的产品已通过庞巴迪、铁道部等权威认证，并开始向南北车、电科院等关键客户供货，成为国内唯一成功实现高端电力电子电容器国产化的厂商，其产品综合性能已足以和德国爱普科斯 (TDK-EPC)、法国 TPC (AVX-TPC) 和威世依士达 (Vishay ESTA) 等国际无源元器件巨头比肩。

目前公司的电力电子电容器在轨道交通、输变电等国家级重大项目中均已实现批量销售，其性能一旦获得认可，对进口产品的替代作用将迅速得到体现。国内其他电容器厂商如要进入该领域，长达数年的研发、取证过程等门槛短期内均将难以逾越。同时公司本身即为电容膜大厂，在生产部分高端电容器时可与原材料环节形成良好的研发互动，该优势亦难以被复制。因此我们认为，公司的电力电子电容器进口替代过程已经启动，在短期内无明显竞争压力的环境下，通过南北车、电科院等关键客户，其产品市场份额有望迅速扩大，带动公司业绩进入爆发期。我们预计其 2013 年、2014 年仅电力电子电容器的销量可分别达到 3 亿元、5 亿元左右。

图 8: 电力电子电容器下游行业分布



资料来源: 民生证券研究院整理

图 9: 电力电子电容器应用领域



资料来源: 互联网, 民生证券研究院

1、轨道交通车载电力电子电容器将率先爆发

轨道交通作为公司电力电子电容器最初主攻的方向，其主要用途是用在重载机车、高铁/动车、地铁、轻轨等大功率电力牵引领域。车载式电容器对可靠性和各种工况的适应性要求极高，在公司进入该领域之前，仅德国爱普科斯、威世依士达、法国 TPC 三家能够生产。

公司的电力电子电容器现已通过世界第一的国际交通运输设备制造商庞巴迪的认证，并进入其全球供应链，迄今为主已运用于瑞士、瑞典、英国、美国和西班牙等多个国家的地铁及轻轨项目，在轨时间最长的已达 8 年。此外公司向法国阿尔斯通、日本东芝、西班牙卡佛等重要轨道交通设备商均有销售。在国际项目成功的基础上，公司也获得国内南北车的认可并进入铁道部的合格供应商名录，公司电容器在和谐 CRH2 型机车已有运用，未来 CRH380 型高铁则有望全部采用公司生产的车载电力电子电容器。

目前我国铁路运营里程约为 9.4 万公里，其中高铁接近 9000 公里，到“十二五”末铁路运营总里程有望增加到 12 万公里左右，为配套新增里程而生产的重载机车车头和动车组对车载电力电子电容器的年需求量约在 7 亿元以上。

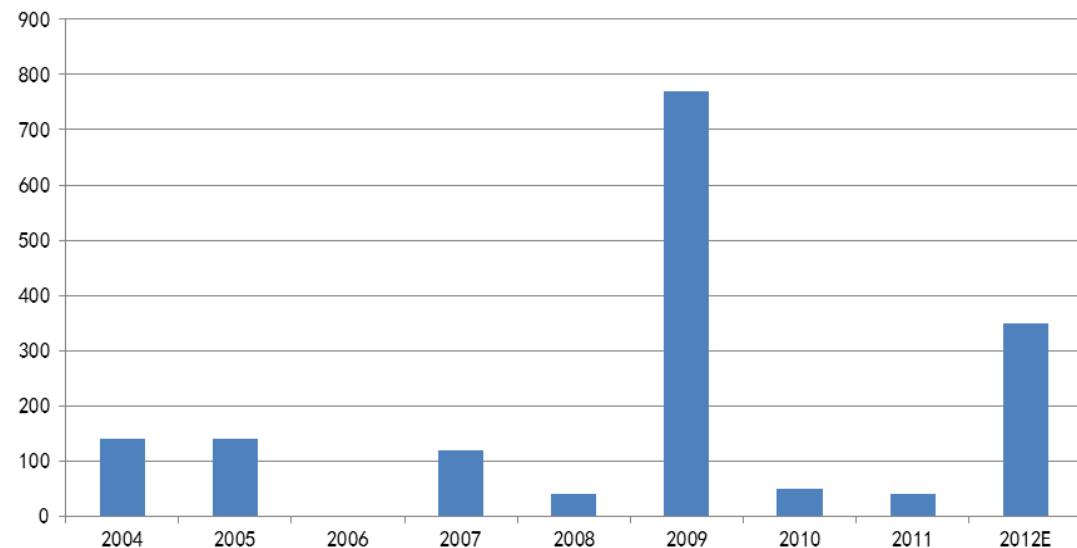
2011 年公司电力电子电容器实现销售 8600 万元，其中约一半以上为轨道交通应用。2012 年受“温州 · 723”事件影响，国内高铁建设中止，受此影响公司的车载电容器销售亦出现较大幅度下滑。今年下半年开始铁路投资重新升温，全年投资已上调至 6300 亿元，未来 2-3 年有望进一步增加。公司的车载电力电子电容器销售从明年开始有望触底回升率先爆发。

表 3：轨道交通车载电容器市场主要厂商

类别	厂商	简介
国内厂商	铜峰电子	国内唯一的大型车载电力电子电容器生产商，覆盖从电容膜到成品电容器的全产业链，目前已进入庞巴迪等国际一流轨道交通设备制造商的供应链，并实现向南北车出货。
国际厂商	爱普科斯 (TDK-EPC)	德国 EPCOS 是欧洲最大，世界第二的无源电子元器件生产企业，2008 年被日本 TDK 收购。
	TPC	原为 THOMSON-CSF 无源电子元器件部门，1998 年被美国安施电子(AVX)收购。
	威世依士达(Vishay ESTA)	美国威世集团是世界上最大的无源电子元器件生产商，也是世界最大的电力电子电容器生产商；其全球雇员超过 26000 人。

资料来源：互联网，民生证券研究院

图 10：动车组历年招标列数



资料来源：互联网，民生证券研究院

表4：轨道交通车载电力电子电容器年需求量预测

	车载电容器数目	单价(元)	车头/编组产量	市场规模(亿元)
重载车头	50	8000	1000	4
高铁/动车组	30*8	8000	200	3.84

资料来源：民生证券研究院

2、输变电用电力电子电容器应用起步，市场前景极为广阔

我国地理位置跨度大，能源分布极不均衡，70%的需求集中在东部，80%的能源集中在西部，跨区域的大规模送电是必然的选择。公司生产的DC-LINK电容器在高压直流输电中作为支撑电容和滤波电容，以其优异的性能已取代传统电解电容的地位，尤其是在目前最前沿的柔性直流输电项目中，高性能薄膜DC-LINK电容器几乎是唯一的选择。

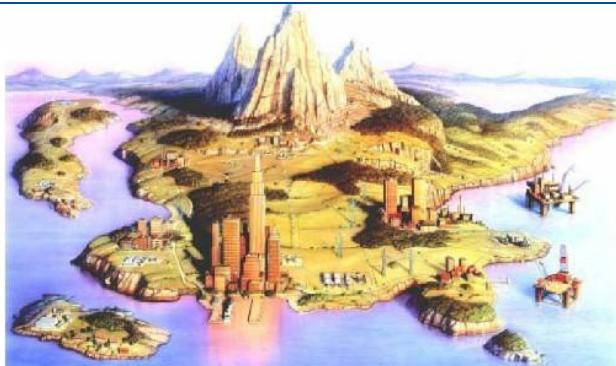
柔性直流输电工程最早由ABB于1997年在传统直流输电技术的基础上发展而来，其技术特点非常适用于可再生能源并网、分布式发电并网、孤岛供电、城市电网供电等场合，是智能电网建设的重要一环。

公司早在2008年就成功参与了美国北卡罗来纳大学开发的智能电网输变电项目，并以此为契机，与中国电科院建立了合作关系。国网电科院旗下的中电普瑞是世界上继ABB、西门子之外的第三家掌握柔性直流输电技术的企业，公司在其首个、亦是亚洲第一个柔性直流输电工程“上海南汇风电场柔性直流输电示范工程”中即已供应部分电容器。目前中电普瑞正在着手建设大连及舟山两个柔性直流输电项目，其中大连柔直工程已经开始建设，舟山柔直工程亦已通过论证。这两个项目对DC-LINK电容器的总需求在3亿元左右。

我们认为，作为国内首家能够与先进的柔性直流输电工程配套的电容器厂商，在其产品性能与进口产品无异已得到检验的前提下，公司以20%-30%的价格优势，对进口电容器形成的替代效应将会十分明显。考虑到在输变电等重大项目中设备采购一般有国产化的要求，电科院理应对质优价廉的国产设备给予一定支持，公司在中电普瑞后续项目中中标的概率较高。随着柔性直流技术在国内应用的铺开，公司输变电系列电容器产品有望进入快

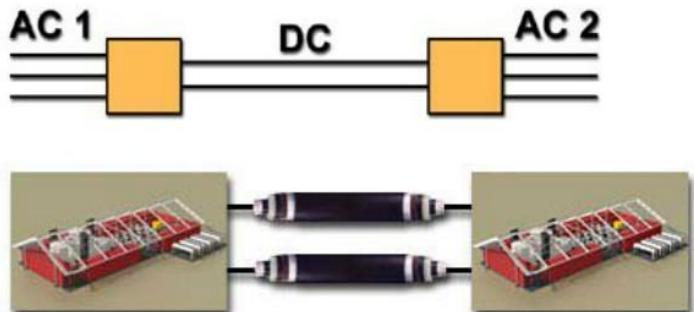
速增长期。

图 11: 柔性直流输电的应用环境



资料来源: ABB, 民生证券研究院

图 12: 柔性直流输电结构图



资料来源: 浙江大学, 民生证券研究院

表 5: 国内柔性直流输电工程一览

项目名称	规格	项目承建方	状态
上海南汇风电场柔性直流输电示范工程	200MW, ±30kV	中电普瑞	2010 年已建成
大连跨海柔性直流输电示范工程	1000MW, ±320kV	中电普瑞	预计 2014 年建成
舟山海岛联网柔性直流输电示范工程	±200kV	中电普瑞	可研完成并论证通过

资料来源: 互联网, 民生证券研究院

3. 电网补偿需求继续保持高增长, 唯一国内电容器供应商受益明显

用于电网质量改善的 SVG/STATCOM 等动态无功补偿产品在交流输电中已逐步取代传统串补电容、SVC 等产品。SVG 的主要器件有高频开关器件 IGBT、直流电容和电抗器等, 为了达到高频开关器件较高的要求, 其电容只能采用高性能的薄膜电力电子电容器。

“十二五”期间我国规划电网新建及改建总投资 2.6 万亿元, 是“十一五”期间的 2 倍以上。年均电网投资达 5000 亿元, 一半左右投给输电网, 由此带来的对电网无功补偿类产品的需求复合增长率将超过 30%, 公司的电力电子电容器也将随之受益。据预测, “十二五”期间仅风风电场无功补偿 SVG 就有超过 40 亿元的市场空间, 如其中 10% 为电容, 则由此产生的电力电子电容器需求在 4 亿元左右。

作为国内唯一能够生产 SVG 用电力电子电容器的厂商, 公司长期为思源电气等国内 SVG 厂商供货, 随着电网需求的进一步增加, 公司电网用电力电子电容器的销售前景看好。

4. 新能源用电容器需求旺盛, 产能瓶颈解除后增速加快

我国是新能源设备大国, 风电及光伏发电设备的产能均位居世界第一。风力及光伏发电需要通过逆变器接入电网, 而逆变器中逆变环节同样需要电力电子电容器, 主要是使用 3 μ m 及以下厚度的超薄膜制作的紧凑型薄膜电容器。公司作为掌握超薄电容膜的厂商, 在新能源用电力电子电容器领域亦具有较大的优势。

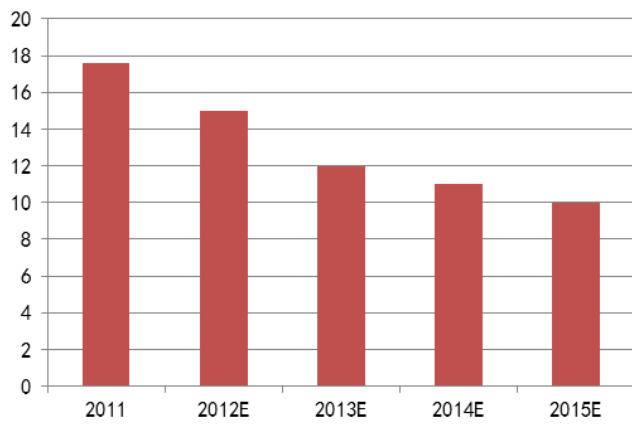
中国是世界第一风电大国, 2011 年当年风电装机达 17.6GW, 累计装机达 62GW, 均为世界第一。目前全球风电累积装机已达 238GW, 近年来保持着 20% 以上的年均增速。根据中国 2015 年实现风电装机 100GW 的目标, 未来数年国内风电装机增速将有所回落, 但中国仍保有世界最大的风机生产能力, 全球风电装机需求重点转移至新兴市场之后, 仍将保持一定增速。

目前光伏发电设备的成本不断降低，为光伏电站装机放量创造了良好的契机。2012年我国光伏装机有望达到5.5GW，未来2-3年这一数字还将增长3倍左右。对逆变器的需求也将保持较高的增速。

逆变器用电力电子电容器的主要厂商有德国电容老厂宜开吉(EKG)等，国内厂商铜峰电子与法拉电子市场占有率为5%左右。因国外厂商工厂均不在国内，在供应国内市场需求时，公司这样的国内厂商在价格及灵活性方面更具优势。

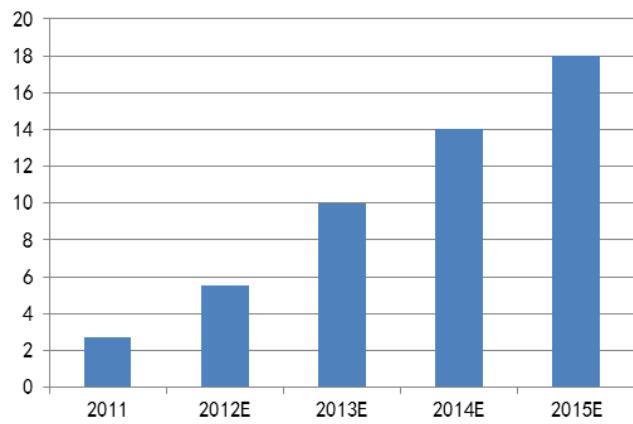
公司已为阳光电源、金风科技等逆变器、风电大厂长期供应电力电子电容器。因为之前产能不足的原因，公司曾优先满足来自轨道交通的需求，而对新能源领域的出货有所压缩。随着机车电容分厂第二车间的达产，2013年公司电力电子电容器产能将在2012年的基础上翻番，未来在新能源领域的出货有望大增。

图 13：我国风力发电装机量（单位：GW）



资料来源：互联网，民生证券研究院

图 14：我国光伏发电装机量（单位：GW）



资料来源：互联网，民生证券研究院

5、电力传动及混合动力汽车，中长期需求十分可观

在大功率的电力传动领域运用电力电子变流器进行控制，效率更高、更节能。电力电子变流器中亦需要高性能的电力电子电容器。

公司近年来已与多家高校、科研院所合作开展电力电子电容器在电力传动中的应用研究，目前其产品已开始在智能电梯、矿井提升机、船舶推进器中进行推广，向江川技术等厂商也有供货，其部分填补国内空白的高端产品将来更有望运用于军事领域。

除此之外，公司在混合动力汽车(HEV)所需电容器方面的研究已实现产业化，目前国内混合动力汽车因技术及价格的原因，出货量并不高。但根据规划，预计我国2020年以前混合动力汽车出货量将超过500万辆，因此中长期看混合动力汽车所需的电力电子电容器需求有望迅速增加，公司目前已有相关储备，届时可望第一时间受益。

三、盈利预测与估值

(一) 关键假设

交流电容器：公司交流电容器由薄膜电容器分厂生产，主要为空调压缩机用交流电容器，因国内家电行业压价，毛利率较低。公司以其优质产品大力开拓海外客户，进入美国开利 (Carrier)、古德曼 (Goodman Global) 等大厂的供应链，目前出口产品已占薄膜电容器分厂销售的近 1/3，2013 年还将新增盒式电容器产品，交流电容器产品整体毛利率有望稳步提升。

电力电子电容器：电力电子电容器由机车电容分厂生产，目前已有两个车间建成，年产值在 3 亿元左右，第三个车间土建工作也已基本完成，产能有望在 2014 年释放，届时公司电力电子电容器总产能将达 5 亿元。作为填补国内空白的新产品，电力电子电容器具有较高的毛利率，未来 2-3 年有望维持在 50% 左右。

聚丙烯电容膜：公司现有 4 条生产线，总产能达 1.2 万吨/年，产品内部消化为主，其余部分外销。随着公司未来电容器产品出货的提升，在没有新产能释放期间其外销比例将逐渐降低。2014 年公司募投的 2 条新生产线有望投产，其产品更为高端，聚丙烯电容膜的销售有望实现量利齐升。

聚酯电容膜：由控股子公司铜爱电子生产，产品全部外销。目前有 2 条生产线，设计产能 6000 吨/年，其中较早投产的一条生产电容膜，毛利率 30% 左右，今年底投产的新线生产热转印碳带基膜，其毛利率更高。我们预计其产能 2013 年释放 70% 左右，2014 年全部释放。

表 6：盈利预测关键假设（单位：万元）

	2011	2012E	2013E	2014E
电力电子电容器	8,600.00	5,500.00	28,000.00	50,000.00
增长率	-	-36.0%	409.1%	78.6%
毛利率	40.0%	45.0%	46.0%	45.0%
交流电容器	18,372.97	18,372.97	20,210.27	22,231.29
增长率	-	0.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.1%	13.0%	17.0%	20.0%
直流电容器	2500.00	0.00	0.00	0.00
聚丙烯电容膜	20,340.17	20,340.17	10,170.09	30,510.26
增长率	-1.6%	0.0%	-50.0%	200.0%
毛利率	30.7%	25.0%	30.0%	32.0%
镀膜	8,276.72	7,862.88	7,076.60	6,368.94
增长率	17.7%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	28.4%	17.0%	20.0%	25.0%
聚酯膜	11,320.49	11,320.49	19,244.83	23,093.80
增长率	28.1%	0.0%	70.0%	20.0%
毛利率	25.1%	25.0%	30.0%	35.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 合理估值及投资建议

公司电力电子电容器的壁垒高、进口替代趋势明确，公司未来业绩爆发的概率较高，正在实现从传统低效的基础元器件厂商往专业化高端器件供应商的转型，我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.10、0.35、0.68元，对应当前股价PE60、18、9倍。首次给予“谨慎推荐”评级，目标价10元。

四、风险提示

- 1、电力电子电容器市场订单尚有待落实；
- 2、进口聚丙烯原材料价格波动。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	833	741	954	1,429
减：营业成本	623	568	656	933
营业税金及附加	7	6	8	12
销售费用	36	27	31	43
管理费用	72	59	72	100
财务费用	35	32	35	37
资产减值损失	17	10	8	6
加：投资收益	1	0	0	0
二、营业利润	44	39	144	298
加：营业外收支净额	7	8	15	17
三、利润总额	51	47	160	315
减：所得税费用	(1)	2	13	38
四、净利润	52	45	147	277
归属于母公司的利润	47	41	140	272
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.10	0.35	0.68

主要财务指标

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	17.85	27.53	10.85	5.48
成长能力:				
营业收入同比	9.7%	-11.1%	28.8%	49.8%
营业利润同比	39.6%	-10.6%	270.6%	106.2%
净利润同比	53.9%	-12.4%	237.9%	94.5%
营运能力:				
应收账款周转率	5.34	4.84	5.87	6.25
存货周转率	4.21	4.45	5.69	6.56
总资产周转率	0.56	0.46	0.53	0.68
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.3%	23.4%	31.2%	34.7%
净利率	5.7%	5.6%	14.6%	19.0%
总资产净利率 ROA	3.5%	2.6%	7.7%	12.1%
净资产收益率 ROE	6.4%	3.0%	9.2%	14.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.09	3.98	3.85	3.59
资产负债率	45.7%	14.9%	16.0%	18.4%
利息保障倍数	2.2	2.2	5.1	9.1
每股指标:				
每股收益	0.12	0.10	0.35	0.68
每股经营现金流量	0.15	0.45	0.30	0.40
每股净资产	2.02	3.68	4.00	4.69

资料来源: Wind, 民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	237	529	585	716
应收票据	155	142	183	274
应收账款	164	142	183	274
预付账款	37	49	62	80
其他应收款	6	6	8	12
存货	177	156	180	256
其他流动资产	9	9	9	9
流动资产合计	736	993	1,164	1,558
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	615	632	644	652
在建工程	46	28	17	11
无形资产	36	34	31	29
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	752	737	739	741
资产总计	1,489	1,731	1,903	2,298
短期借款	450	8	8	8
应付票据	84	78	90	128
应付账款	90	124	144	204
预收账款	12	27	46	75
其他应付款	12	11	13	18
应交税费	4	4	4	4
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	675	250	302	434
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	8	2	(13)
非流动负债合计	5	8	2	(13)
负债合计	680	258	304	422
股本	400	400	400	400
资本公积	285	905	905	905
盈余公积	67	67	67	67
未分配利润	11	52	171	443
少数股东权益	45	49	56	62
所有者权益合计	808	1,473	1,599	1,876
负债和股东权益合计	1,489	1,731	1,903	2,298

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	60	180	118	159
投资活动现金流量	(52)	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流量	(6)	851	(35)	(37)

图标题

图 1: 公司股权结构图	3
图 2: 公司收入 (单位: 百万元)	3
图 3: 公司净利润 (单位: 百万元)	3
图 4: 北海布伦特国际原油价格 (单位: 美元)	5
图 5: 主要聚丙烯电容膜厂商 2011 年销售额及毛利率	6
图 6: 主要镀膜厂商 2011 年销售额及毛利率	6
图 7: 公司聚酯膜产品收入 (单位: 百万元)	7
图 8: 电力电子电容器下游行业分布	8
图 9: 电力电子电容器应用领域	8
图 10: 动车组历年招标列数	9
图 11: 柔性直流输电的应用环境	11
图 12: 柔性直流输电结构图	11
图 13: 我国风力发电装机量 (单位: GW)	12
图 14: 我国光伏发电装机量 (单位: GW)	12

表标题

表 1: 公司高管增持情况 (截止 2012 年 12 月 26 日)	4
表 2: 聚丙烯电容膜产品种类及应用领域	5
表 3: 轨道交通车载电容器市场主要厂商	9
表 4: 轨道交通车载电力电子电容器年需求量预测	10
表 5: 国内柔性直流输电工程一览	11
表 6: 盈利预测关键假设 (单位: 万元)	13

分析师简介

王海生，民生证券，电力设备及新能源行业首席分析师。全联新能源商会 副秘书长，常务理事。

清华大学自动化系学士、硕士。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售经理、战略市场经理。2011年，“新财富”、“水晶球”最佳分析师评选第3名；2012年“新财富”最佳分析师评选第5名。

袁瑶，民生证券，电力设备及新能源行业高级研究员。

上海财经大学经济学硕士，4年行业经验。2011年，“新财富”、“水晶球”最佳分析师评选第3名；2012年“新财富”最佳分析师评选第5名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。