

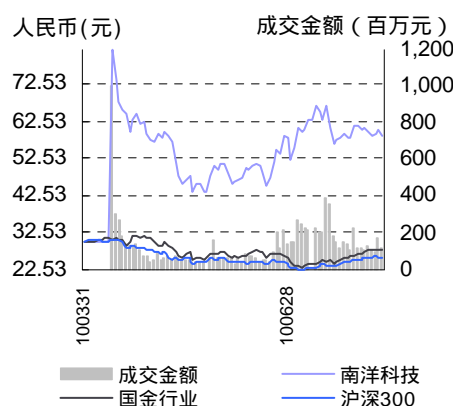
市价(人民币)：58.90元

## 进军太阳能电池背材膜领域，盈利有望大增

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	17.00
总市值(百万元)	3,946.30
年内股价最高最低(元)	81.80/30.00
沪深300指数	2876.43
中小板指数	5984.31



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.591	0.829	0.827	1.075	1.633
每股净资产(元)	2.68	3.48	11.04	12.11	13.75
每股经营性现金流(元)	1.18	1.47	0.79	1.44	1.26
市盈率(倍)	N/A	N/A	71.20	54.79	36.07
行业优化市盈率(倍)	20.09	44.38	44.38	44.38	44.38
净利润增长率(%)	13.02%	40.45%	33.67%	29.93%	51.92%
净资产收益率(%)	22.05%	23.82%	7.50%	8.87%	11.88%
总股本(百万股)	50.00	50.00	67.00	67.00	67.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司公告称：为提高 IPO 募集资金使用效率，拟使用超募资金 21,000 万元，投资建设年产 25,000 吨太阳能电池背材膜项目。我们对此项目的前景和对公司的影响作了研究。
- 新建项目符合公司技术实力和发展战略：公司是具有较强研发能力和技术工艺水平的电子薄膜材料的领先供应商，投资建设太阳能电池背材膜项目，具备相关技术实力，且符合其专注于膜产品的发展战略。
- 存量市场较大，且需求将维持高增长：2010 年我国光伏组件产量预计将达到 10GW，对应太阳能电池背材膜的需求将达到 70,000 吨，并将保持 40% 的年增速，而目前国内产能仅有 15,000 吨左右，其余均需依赖进口。
- 与进口产品相比，公司产品将具有明显性价比优势：公司预计项目投产后，其产品性能指标不低于进口产品并保证合理毛利率的前提下，价格将比目前进口产品低 20%，比国产产品低 10%，有望迅速获取市场份额，体现“进口替代”的优良属性。
- 公司进军太阳能电池背材膜领域，具有“资本+技术+先发”的综合优势，将确保公司在行业未来可能发生的激烈竞争中立于强势地位。
- 募投项目建设有序进展，产品销售前景良好：公司 IPO 募投项目——年产 2,500 吨电容器用超薄型耐高温金属化薄膜项目的建设正有序开展，产品贴合“超薄化”的行业发展趋势，销售前景看好。

## 投资建议

- 总体上，我们认为公司作为目前国内电子薄膜行业的龙头企业，投资“超薄型耐高温金属化薄膜”和“太阳能电池背材膜”项目具有明确的技术实力和综合优势，且产品均具有“进口替代”属性，销售前景看好，两个项目预计将分别于 2011 年第三季度和 2012 年第三季度投产并开始贡献业绩。
- 我们预测公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.827、1.075、1.633 元，三年内净利润复合增速为 38.2%，对应公司目前 58.90 元股价的 PE 分别为 71x、55x 和 36x；
- 考虑到公司的行业龙头地位和新业务即将带来的高成长性，我们认为可以给予公司一定的估值溢价，但公司目前股价仍然偏高，建议持有。

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

使用超募资金建设年产 25,000 吨太阳能电池背材膜项目 .....	3
产品具有良好的进口替代属性，市场空间广阔 .....	3
公司进军太阳能电池背材膜领域具有“资本+技术+先发”的综合优势 .....	4
项目已获股东大会正式通过，预计 2012Q3 开始贡献业绩 .....	4
IPO 募投项目进展顺利，对扩充产能的消化能力强 .....	5
项目建设进展有序，2011 年年中可顺利投产 .....	5
募投项目产品贴合行业发展趋势，销售前景良好 .....	5
投资建议 .....	6
盈利预测 .....	6
相对估值 .....	7
风险提示 .....	7
产品价格下降的风险 .....	7
附录：三张报表预测摘要 .....	8

## 图表目录

图表 1：太阳能光伏组件层次结构 .....	3
图表 2：太阳能电池背板典型结构 .....	3
图表 3：公司电子薄膜类产品销量及收入占比变化情况 .....	5
图表 4：不同厚度规格薄膜所制造电容器的单位电容薄膜耗用量及价格对比 ..	5
图表 5：公司 2009~2012E 毛利主要构成 .....	6
图表 6：公司产品销售情况预测 .....	6
图表 7：可比公司估值情况（股价为 2010 年 8 月 3 日收盘价） .....	7

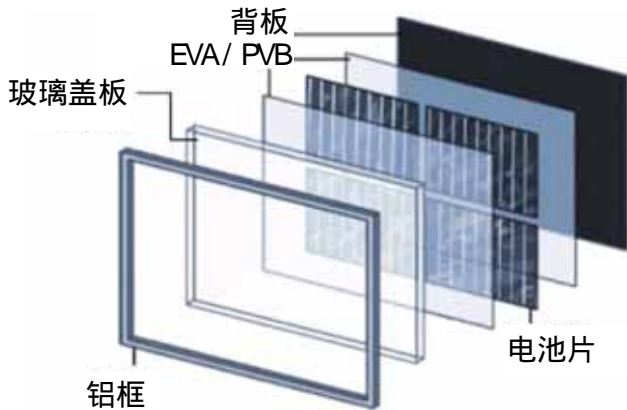
## 使用超募资金建设年产 25,000 吨太阳能电池背材膜项目

- 公司近日公告：为提高募集资金使用效率，拓展未来发展空间，提高公司的核心竞争力，培育新的利润增长点，拟使用超募资金 21,000 万元，投资建设年产 25,000 吨太阳能电池背材膜项目。（该项目已于 7 月 7 日获得股东大会全票通过）
- 我们认为，公司作为电子薄膜龙头企业，投建该项目具有明显的技术工艺优势，产品市场前景良好，预计 2012 年第三季度开始贡献业绩。

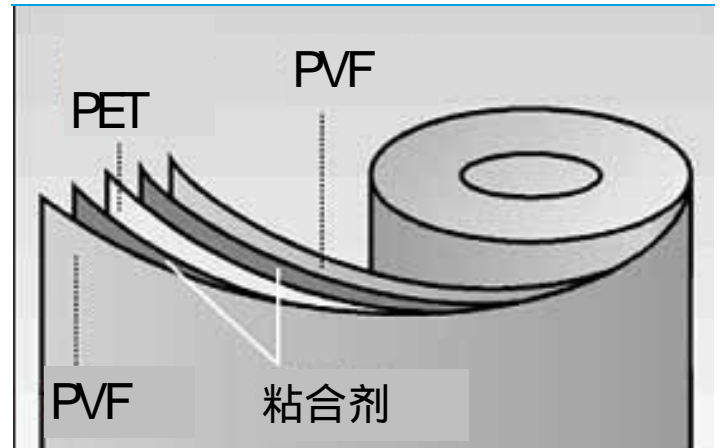
### 产品具有良好的进口替代属性，市场空间广阔

- 公司新投资项目生产的产品为太阳能电池背板用 PET 厚膜。
- 太阳能光伏组件通常是由玻璃盖板、电池片、封装材料、背板这几个层次结构，在高达 150 的温度下进行层压加工而成。采用各种不同的材料和加工工艺，对系统最终的光电转换效率会造成不同的正面或负面影响。
- 太阳能电池背板是为光伏组件提供机械强度、保护电池芯片的重要部件，通常由三层结构组成：其中最主要的是聚酯薄膜（PET）中间层，厚度一般为 250 微米左右，主要的作用及功能是阻隔水汽、电气绝缘、提供机械强度和尺寸稳定性；内外两层为聚氟乙烯薄膜（PVF），厚度一般在 25~50 微米，起到耐气候、抗 UV、耐老化等作用；三层薄膜之间使用粘合剂粘合。

图表1：太阳能光伏组件层次结构



图表2：太阳能电池背板典型结构



来源：国金证券研究所

- **市场空间**：2010 年我国光伏组件产量预计将达到 10GW，对应太阳能电池背材膜（PET 厚膜）的需求将达到 70,000 吨（按 250 微米厚度计算），并将保持 40%的年增速。
  - 由于生产太阳能电池背材膜具有较高的技术门槛，目前国内的太阳能电池背板生产企业主要通过采购进口材料进行生产，价格昂贵且供货期得不到保证。
  - 目前国内正在大批量生产太阳能背材膜的企业主要是四川东材科技和常州裕兴这两家绝缘材料生产企业，其合计产能为 15,000 吨左右，与国内的需求相比，缺口达到 55,000 吨。
- **产品价格**：“杜邦”是进口太阳能背材的主要供应商，其 PET 厚膜的售价约合 2.6 万元/吨，目前国产太阳能用 PET 厚膜的价格约在 2.3 万元/吨。
  - 公司预计项目投产后，在性能指标不低于进口产品并保证合理毛利率的前提下，产品售价有望低至 2 万元/吨，若能顺利获得下游背板生产企业的认可，则将迅速占领市场份额，充分体现其“进口替代”的优良属性。

### 公司进军太阳能电池背材膜领域具有“资本+技术+先发”的综合优势

- 市场对该项目可能存在的担心主要是：作为太阳能光伏组件的重要组成部分，背材膜这一细分子行业是否会复制多晶硅的历史，遭到国内企业蜂拥而上，进而导致供需情况恶化、产品盈利能力大幅下降的结果。
- 我们认为，未来确实存在现有国产企业进一步扩大产能、以及其他同类企业也进军该行业的可能性，但公司所具有的“资本+技术+先发”的综合优势将使公司在行业未来可能发生的激烈竞争中立于强势地位。
- **资本优势：**与其他太阳能行业的子行业类似，太阳能电池背材膜的生产同样也是资本密集型行业，关键生产设备需从国外进口，价格均在数千万元。以公司此次 25,000 吨产能的项目为例，仅设备购置及安装调试费用就需 14,450 万元，加上土地、建筑及铺底流动资金等，整个项目投资达到 21,000 万元。
  - 公司于今年 3 月完成首次公开发行，扣除发行费用后，实际募集资金净额人民币 47,715 万元，IPO 项目投资总额为人民币 16,396 万元，超募资金为人民币 31,319 万元。
  - 公司投资建设太阳能电池背材膜项目，不存在任何资金障碍，并且仍有一定的资本实力以应对未来可能的扩产或进一步延伸产业链的需求。
- **技术优势：**公司作为电子薄膜行业的龙头企业，其生产技术队伍在多年的生产和研发过程中积累了大量的实践经验，能够快速消化吸收进口设备的技术特性，保证产品的产量和质量达到设计标准。
  - 生产太阳能电池背板用 PET 厚膜所用的原材料和设备虽然与生产电子薄膜的有所不同，但生产工艺非常接近（包含原材料及添加剂混合、熔融挤出、拉伸、切割、收卷等主要工艺流程），该项目所需的生产技术工艺均由公司的技术人员自行研发，由原有掌握技术转化而来。
  - PET 膜材料应用广泛，下至饮料瓶，上至太阳能电池背板，不同级别产品的参数要求差距悬殊，使用的原料配比、生产设备、和技术工艺要求均有一定差别。对于低级别 PET 膜产品的生产企业，若要投入生产高端产品，存在较高的技术门槛。
  - 公司的技术实力还体现在对进口生产设备的改造方面，通过对设备部分环节进行适当的技术改造，在保证产品质量的前提下提高了设备生产效率，公司目前产品的产量已超过原设计产能。此外，公司还表示，在接受调研时，一般不安排生产线的参观，以防止技术泄密，这也从侧面反应了公司在生产技术工艺方面所具有的优势。
- **先发优势：**公司目前投资建设太阳能电池背材膜项目具有明显的先发优势。
  - 首先，生产太阳能电池背材膜所用主要设备均为专用设备，具有一定的定制特性，整个订购-交货-安装-调试-投产的周期需要一年左右时间，未来的潜在竞争者较难快速切入该行业。
  - 其次，公司与下游客户（众多背板生产企业）也已有所接触，建立了一定的联系，为项目投产后的产品销售打下了基础。
  - 参考晶硅切割液供应商奥克股份（300082.SZ）与全球最大的晶硅切片生产企业赛维 LDK（NYSE:LDK）多年来的合作关系，我们可以发现，太阳能行业的生产企业一旦认可一家供应商后，为了保证其产品质量的稳定性，通常都不会轻易更换供应商，因此先发优势将是公司在未来的行业竞争中的重要优势。

### 项目已获股东大会正式通过，预计 2012Q3 开始贡献业绩

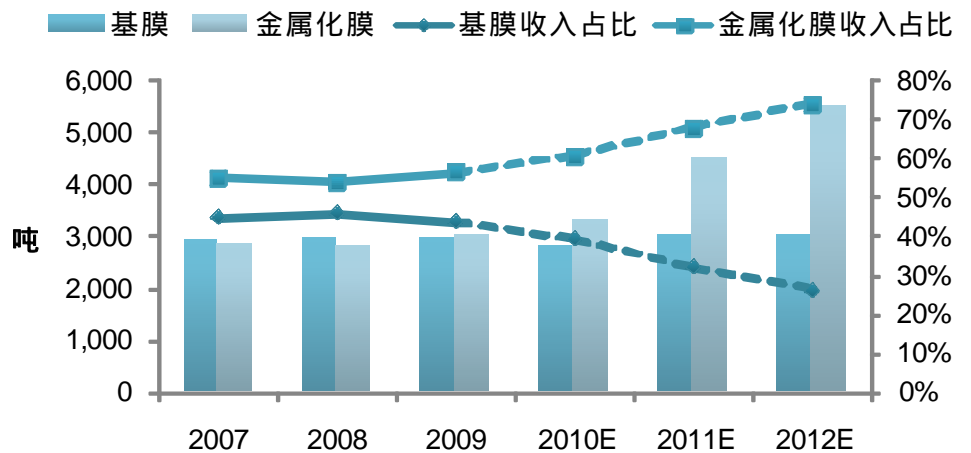
- 该项目于今年 7 月 7 日经公司股东大会全票通过，公司目前已展开设备订购工作，若项目建设顺利进行，我们预计该项目将于 2012 年第三季度正式投产并开始贡献业绩。

## IPO 募投项目进展顺利，对扩充产能的消化能力强

### 项目建设进展有序，2011 年年中可顺利投产

- 公司 IPO 募投项目——年产 2,500 吨电容器用超薄型耐高温金属化薄膜项目的建设正有序开展，项目土建已开始进行，公司于 2009 年 12 月向德国莱宝光电有限公司订购的首批两台“高真空卷绕式电容镀膜机”也将按计划于近期到货。
- 在该项目正式投产前，先期到货的两台镀膜机可先行投入生产，将一部分基膜产品加工成金属化膜进行销售，提高附加值较高的产品的销售比例。

图表3：公司电子薄膜类产品销量及收入占比变化情况



来源：国金证券研究所。注：图中收入占比仅计算电子薄膜类产品的销售收入。

### 募投项目产品贴合行业发展趋势，销售前景良好

- 薄膜电容器大容量、微型化的发展趋势促使电容器用电子薄膜整体向超薄化方向发展。
  - 制造技术的进步，使每微米薄膜承受的电压有了明显的提高。在电子薄膜的可靠性得到保证的前提下，电容器制造商为了降低成本和减小电容器的体积，开始趋向使用更薄的电子薄膜。
  - 由下表可以发现，对于同等电容量的薄膜电容器，采用厚度规格较小的薄膜进行制造具有明显的成本优势且产品体积较小。
  - 目前，薄膜电容器的制造大部分采用 7 微米薄膜，部分采用 6 微米及以下的薄膜（6 微米以下规格薄膜主要依赖进口）。

图表4：不同厚度规格薄膜所制造电容器的单位电容薄膜耗用量及价格对比

薄膜厚度规格 (微米)	单位电容薄膜耗用量 (克/微法)	2009年基膜销售均价 (万元/吨)
8	64	2.70
7	49	2.76
6	36	3.10
5	25	3.84
4	16	4.69

来源：国金证券研究所

- 公司募投项目建设 2,500 吨超薄型耐高温金属化薄膜，其中规划 5 微米以下规格产能 1,000 吨，5~6 微米规格产能 1,500 吨，预计平均售价可达 4.7 万元/吨（不含税），项目达产后将改善公司目前以 7 微米规格为主的产品结构，提升盈利能力（公司 2009 年金属化膜的平均售价为 3.8 万元/吨（不含税））。

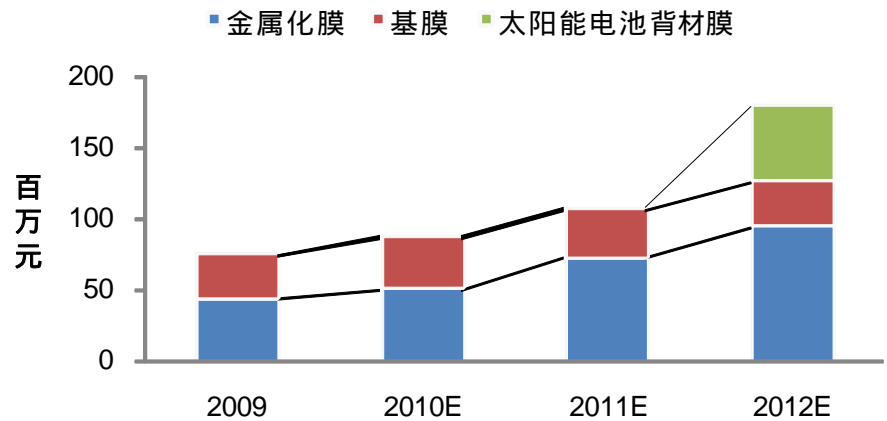
- 公司近年来金属化膜的产能利用率始终超过 100%，下游客户需求旺盛，项目达产后的产能消化将不是一个问题。

### 投资建议

#### 盈利预测

- 我们预计，公司的电容器用超薄型耐高温金属化薄膜项目将于 2011 年第三季度正式投产，并开始贡献利润，2012 年达到 100% 产能。太阳能电池背材膜项目则将在 2012 年第三季度左右投产。
- 根据我们对公司项目的达产进度和产品销售情况的估计，我们预计公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.827、1.075、1.633 元，三年内净利润复合增速为 38.2%。

图表5：公司 2009~2012E 毛利主要构成



来源：国金证券研究所

图表6：公司产品销售情况预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
<b>金属化膜</b>				
平均售价 (万元/吨)	3.66	3.80	4.00	4.30
销售数量 (吨)	3,011.40	3,200.00	4,500.00	5,500.00
销售收入 (百万元)	110.22	121.60	180.00	236.50
毛利率	39.75%	41.60%	40.00%	40.00%
占总销售额比重	51.52%	51.22%	60.77%	38.42%
占主营业务利润比重	58.16%	57.12%	66.85%	52.68%
<b>基膜</b>				
平均售价 (万元/吨)	2.87	2.90	2.85	2.80
销售数量 (吨)	2,975.56	3,200.00	3,200.00	3,200.00
销售收入 (百万元)	85.40	92.80	91.20	89.60
毛利率	37.01%	39.60%	38.00%	36.00%
占总销售额比重	39.92%	39.09%	30.79%	14.55%
占主营业务利润比重	41.96%	41.50%	32.17%	17.96%
<b>太阳能背材膜</b>				
平均售价 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	2.00
销售数量 (吨)	0.00	0.00	0.00	13,000.00
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	260.00
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	42.24%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	28.95%

来源：国金证券研究所

### 相对估值

- 电子元器件行业可比上市公司对应 2010~2012 年 EPS 的平均 PE 分别为 29.5x、23x 和 17x。
- 公司目前股价为 58.90 元，对应 2010~2012 年 PE 高达 71x、55x 和 36x，考虑到公司的行业龙头地位和新业务带来的高成长性，我们认为可以给予公司一定的估值溢价，但即便如此，公司目前股价仍然偏高，建议持有。

图表7：可比公司估值情况（股价为 2010 年 8 月 3 日收盘价）

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600563.SH	法拉电子	25.38	0.77	0.97	1.43	33.0	26.2	17.7
600183.SH	生益科技	9.56	0.49	0.58	0.67	19.5	16.5	14.3
002138.SZ	顺络电子	27.86	0.79	1.09	1.50	35.3	25.6	18.6
002241.SZ	歌尔声学	30.00	0.59	0.82	1.00	50.8	36.6	30.0
002056.SZ	横店东磁	18.62	0.55	0.67	0.82	33.9	27.8	22.7
000823.SZ	超声电子	11.77	0.40	0.51	0.62	29.4	23.1	19.0
<b>均值</b>						<b>29.2</b>	<b>22.7</b>	<b>16.9</b>

来源：国金证券研究所

### 风险提示

#### 产品价格下降的风险

- 太阳能发电成本的持续下降是必然趋势，终端组件价格降低的同时，也将对上游零部件的定价形成压力，若再考虑到国内太阳能电池背材膜子行业未来可能发生的激烈市场竞争，公司产品的利润空间将受到一定程度的压缩。
- 由于公司 2012 年后近一半的利润将来自于背材膜新业务，若销售产品的价格得不到保证，公司盈利能力将被明显削弱。





**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	1	2	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室