

日期：2010年9月15日
行业：电子元器件制造业



邓永康
021-53519888-1919
ykdeng@126.com
执业证书编号：S0870200010011

IPO 报价区间 RMB 20.54~24.65 元
上市合理定价 RMB 31.60~37.92 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	25.00
发行后总股本 (百万股)	100.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	兴业证券

主要股东 (IPO 前)

上海锦富投资管理公司	70.50%
TB Polymer Limited	29.50%

收入结构 (10H1)

光电显示薄膜器件	77.17%
----------	--------

报告编号：DYK10-NSP11

首次报告日期：2010年9月15日

不断创新中的国内光电薄膜器件龙头

■ 投资要点：

光学光电子产业前景广阔

随着全球光学光电子产业的持续高速发展，以及全球产业基地向中国大陆的加速转移，中国光学光电子产业的规模将以超过全球光学光电子产业 10% 左右的增速发展。

营业收入和利润增长平稳

公司主营业务产品的销售收入在 2008 年较 2007 年增长 37.93%。2009 年较 2008 年增长 28.84%。08 年公司实现的归属于母公司股东的净利润比 2007 年增长 8.97%；2009 年公司实现的归属于母公司股东的净利润比 2008 年增长 22.09%。

毛利率呈现逐年下降的趋势

最近三年，公司综合毛利率分别为 33.30%、29.02% 和 27.69%，综合毛利率总体保持在较高的水平，但呈现逐年下降的趋势。毛利率下降主要是由于公司为进一步扩大市场占有率，采取适度调价扩产的战略，产品销售价格有所下降所致。

丰富产品线，增强综合竞争力

本次募集资金运用将围绕主业进行，着重对现有主导产品进行结构升级和产能扩张，并通过新产品的引入，进一步丰富公司在光电显示薄膜器件生产领域的产品线，以增强公司的综合竞争能力。

盈利预测

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 65.28%、41.20%、24.62%，相应的稀释后每股收益为 0.79 元、1.12 元、1.39 元。

定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们认为给予锦富新材 10 年 40-48 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 31.60-37.92 元。建议询价区间为 20.54-24.65 元，对应 10 年动态市盈率区间为 26.00 倍-31.20 倍。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (亿元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	338.29	438.65	725.00	1,010.00	1,410.00
年增长率 (%)	47.75	29.67	65.28	39.31	39.60
归属于母公司的净利润	42.86	52.33	79.00	111.55	139.01
年增长率 (%)	8.98	22.10	50.96	41.20	24.62
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.43	0.52	0.79	1.12	1.39

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 光电子产业前景广阔

光学光电子产业是未来发展前景广阔的产业。根据赛迪顾问关于全球光学光电子产业的调查，全球光学光电子行业在 2004 年 - 2008 年五年间的复合增长率达到 11.8%，远高于同期全球经济增长率。尽管 2008 年下半年全球遭遇金融危机，根据 IMF 的预测，在全球 GDP 增幅下降至 4% 左右的背景下，全球光学光电子产业规模的增幅仍然保持在 8.4% 的高位。

改革开放以来，我国国民经济、固定资产投资以及电子产品出口持续增长，为我国光学光电子产业的高速发展创造了条件。尤其是近几年来，我国光学光电子产业发展明显提速，年均增长速度均在 20% 以上，远远超过国内同期 GDP 的增长速度。在光电显示领域，我国已经拥有多条平板显示面板生产线；同时日本、韩国和中国台湾地区的液晶显示模块、背光模组企业也大量在我国大陆投资，形成了长三角、珠三角和环渤海区域三大光电显示产业集聚地。目前，我国已成为了全球光学光电子产品的生产中心和出口基地。

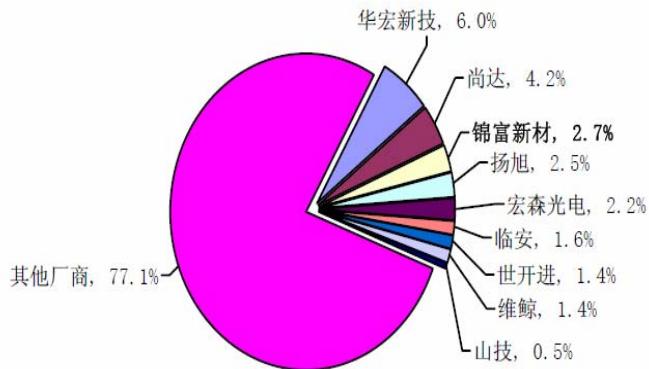
据赛迪顾问预测，未来几年，全球光学光电子市场仍会以 10% 左右的增长率持续发展；到 2013 年，全球光学光电子产业规模将达到 5,250 亿美元；到 2015 年，光学光电子产业将会取代传统电子产业，成为 21 世纪最大的产业。

随着全球光学光电子产业的持续高速发展，以及全球产业基地向中国大陆的加速转移，据赛迪顾问预测，中国光学光电子产业的规模将以超过全球光学光电子产业 10% 左右的增速发展，2010 年中国光学光电子产业的规模将达到 3,750 亿元。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

根据赛迪顾问统计，2008 年，中国光电显示薄膜器件行业的销售额达到了 123.4 亿元。中国光电薄膜器件市场化程度较高，行业内不存在占据绝对优势的垄断企业，行业内前五名企业为华宏新技、尚达集团、锦富新材、扬旭和宏森光电，前五名企业的市场份额之和仅为 17.6%。

图 1 2008 年中国光电显示薄膜器件市场竞争结构



资料来源：赛迪顾问《中国光电显示薄膜器市场研究报告》

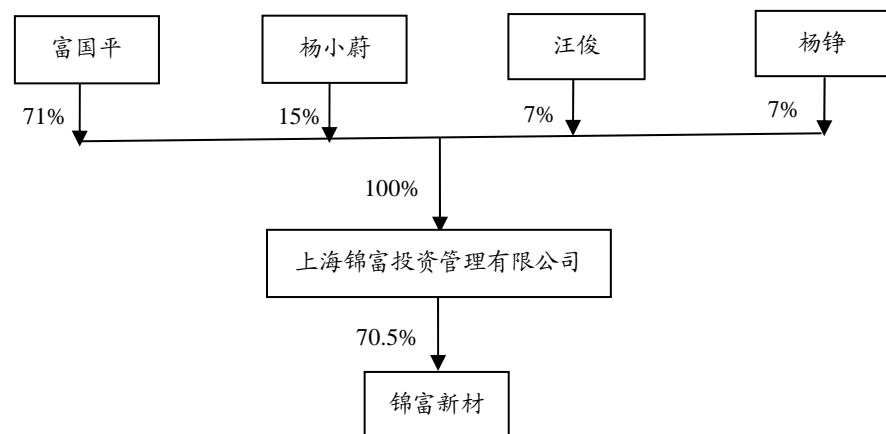
二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由苏州锦富科技有限公司以经江苏天衡会计师事务所有限公司“天衡审字（2007）966号《审计报告》”审定的截至2007年11月30日账面净资产113,589,983.16元为基准，按照1:0.66027的折股比例整体变更设立的外商投资股份有限公司。

公司实际控制人为富国平先生、杨小蔚女士，二人为夫妻关系。富国平夫妇共持有控股股东锦富投资860万股，占锦富投资总股本的86%。锦富投资持有公司5,287.50万股，占本次发行前总股本的70.50%。

图 2 锦富新材发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

从按产品分类的主营业务收入构成来看，光电显示薄膜器件最近三年在主营业务收入中的比重分别为 91.00%、84.34% 和 90.50%，是公司主营业务收入的主要来源。由于光电显示薄膜器件技术成熟，市场认知度较高，未来一段时间该产品仍将是公司主要的收入来源。主营业务中的其他业务主要包括隔热减震类产品和精密模切设备。其中隔热减震类产品主要是公司上海分公司的产品，用于汽车、家电等行业；精密模切设备主要是子公司无锡正先的产品。最近三年占主营业务收入的比重分别为 9.00%、15.66% 和 9.50%。公司实现的主营业务利润主要来自于光电显示薄膜器件。就产品种类而言，绝缘类及胶带类产品作为公司的传统业务，客户资源优质、稳定，是公司利润的重要来源，公司在这两类产品上已经形成规模优势，最近三年占主营业务毛利的比重合计为 73.04%、63.95% 和 57.01%。而光学膜片类（主要是反射片、扩散片及棱镜片）产品则是公司未来要着力培育的新的利润增长点，最近三年对主营业务毛利的贡献快速提高，分别为 15.78%、21.73% 和 32.13%，预计在未来仍将保持高速增长。

图 3 锦富新材营业收入结构

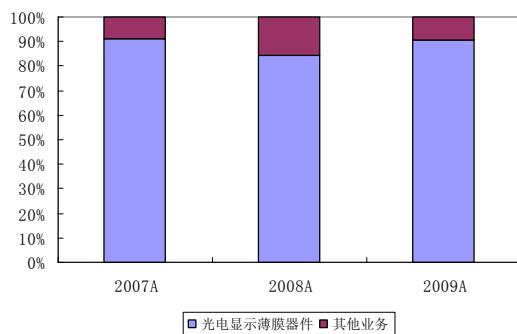
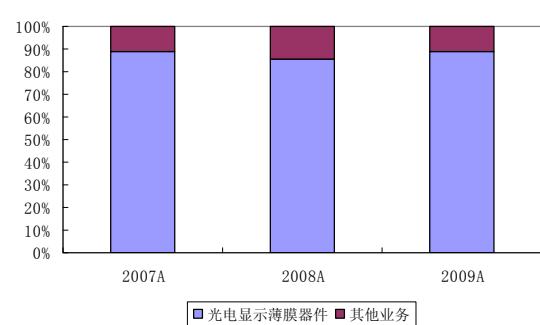


图 4 锦富新材毛利结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

根据公司 2009 年第二次临时股东大会和 2010 年第一次临时股东大会批准，公司拟向社会公众公开发行人民币普通股 2500 万股，占发行后总股本的 25%，实际募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。本次募集资金运用将围绕主业进行，着重对现有主导产品进行结构升级和产能扩张，并通过新产品的引入，进一步丰富公司在光电显示薄膜器件生产领域的产品线，以增强公司的综合竞争能力。

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目实施主体	投资预算	其中： 铺底流动资金	拟募集资金使 用量
1	苏州光电显示薄膜器件生产、研发基地建设项目	公司本部	16,816.05	3,229.91	16,816.05

2	东莞光电显示薄膜器件生产基地建设项目	东莞锦富	8,195.03	2,492.75	8,195.03	
3	增资南京锦富用于新增年产 5000 万片棱镜片及其他光电显示薄膜器件产能项目	东莞锦富	2,415.43	2,429.75	1,811.57	
4	增资厦门力富用于新增年产 500 万套液晶模组薄膜器件及相关产品产能项目	东莞锦富	2,299.95	500.00	2,299.95	
5	其他与主营业务相关的营运资金					

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

苏州光电显示薄膜器件生产、研发基地建设项目

本部生产基地项目新增总投资 13,808.44 万元，其中建设投资 10,778.53 万元，铺底流动资金 3,029.91 万元。苏州研发基地总投资 3,007.62 万元，其中建设投资 2,807.62 万元，铺底流动资金 200 万元。此项目将新增营业收入 39,508 万元，新增税后利润为 2,484.83 万元。

东莞光电显示薄膜器件生产基地建设项目

本项目新增总投资 8,195.03 万元，其中建设投资 5,702.28 万元，铺底流动资金 2,492.75 万元。此项目将新增营业收入 23,705 万元，新增税后利润为 2,665.75 万元。

增资南京锦富用于新增年产 5000 万片棱镜片及其他光电显示薄膜器件产能项目

本项目新增总投资 2,415.43 万元，建设投资 1,915.43 万元，铺底流动资金 500 万元。此项目将新增营业收入 9,160 万元，新增税后利润为 758.02 万元。

增资厦门力富用于新增年产 500 万套液晶模组薄膜器件及相关产品产能项目

本项目新增总投资 2,299.95 万元，其中建设投资 1,799.95 万元，铺底流动资金 500 万元。此项目将新增营业收入 11,050 万元，新增税后利润为 845.59 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● 毛利率呈现逐年下降的趋势

最近三年，公司综合毛利率分别为 33.30%、29.02% 和 27.69%，综合毛利率总体保持在较高的水平，但呈现逐年下降的趋势。毛利率下降主要是由于公司为进一步扩大市场占有率，采取适度调价扩产的战略，产品销售价格有所下降所致。

● 营业收入和利润增长平稳

2007 年至 2009 年，公司主营业务产品的销售收入显示了强劲的增长势头，2008 年较 2007 年增长 37.93%。2009 年较 2008 年增长 28.84%。近年来，公司积极拓展市场，客户结构逐步多元化，在面临 2008 年金融危机的不利情况下，收入仍保持了近 40% 的增长。2009 年 4 月以来，终端市场

在“电子信息产业调整和振兴规划”和“家电下乡”等一系列利好政策的刺激下，已经开始恢复增长，相应的光电模组企业出货量提高，公司的业务订单亦逐步回升，2009年全年公司收入较去年全年实现了良性增长。公司的利润主要来源于光电显示薄膜器件产品。2008年公司实现的归属于母公司股东的净利润比2007年增长8.97%；2009年公司实现的归属于母公司股东的净利润比2008年增长22.09%。

图 5 锦富新材毛利率变化趋势

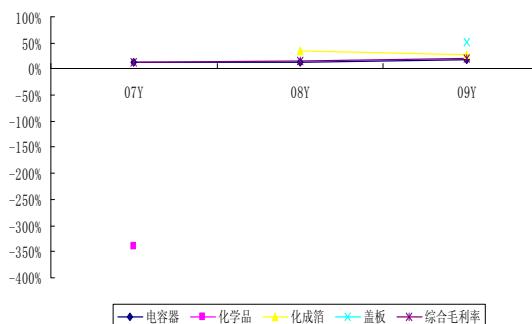
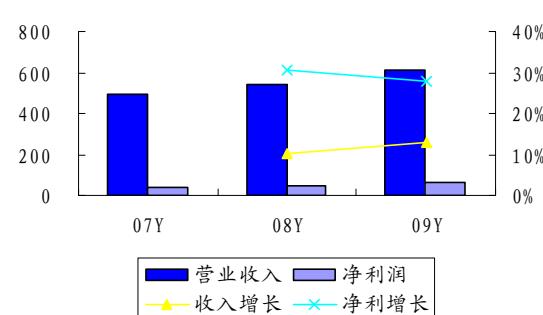


图 6 锦富新材近年来收入及净利润增长率

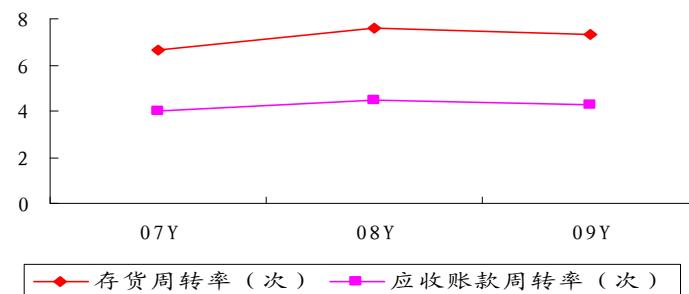


资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 应收账款周转率和存货周转率保持稳中有升

2007-2009年，公司的存货周转率分别为6.63、7.59和7.33次；应收账款周转率分别为3.98、4.49和4.30次，应收账款周转率和存货周转率保持稳中有升的态势。最近三年公司在生产规模和销售规模逐步扩大的同时，在应收账款的催收和风险控制方面也加强了管理；公司主要采取订单式的生产方式，因此能够有效控制存货的规模，存货周转率保持了稳中有升的态势。

图 7 锦富新材存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

1) 各项目建设期均为 2010~2011 年，预计于 2011 年建成及开始批量生产，2013 年及以后年度为达产年。

2) 光电显示薄膜器件业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 24.50%、24.00% 和 23.50%。

表 2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
光电显示薄膜器件					
收入	265.72	367.36	685.00	960.00	1,350.00
毛利率	30.60%	28.58%	24.50%	24.00%	23.50%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 65.28%、41.20%、24.62%，相应的稀释后每股收益为 0.79 元、1.12 元、1.39 元。

表 3 锦富新材损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	338.29	438.65	725.00	1,010.00	1,410.00
营业成本	240.11	317.2	543.98	764.60	1,074.75
营业税金及附加	0.14	0.16	0.29	0.40	0.56
销售费用	10.87	11.16	18.13	24.24	31.02
管理费用	31.89	33.52	54.38	70.70	91.65
财务费用	4.44	0.74	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.51	3.65	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.34	72.23	108.24	150.06	212.02
营业外收入	0.66	1.19	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.19	0.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.81	72.46	108.24	150.06	212.02
所得税费用	3.35	12.76	16.24	22.51	53.00
净利润	45.46	59.7	92.00	127.55	159.01
少数股东损益	2.6	7.36	13.00	16.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润	42.86	52.33	79.00	111.55	139.01
摊薄 EPS (元)	0.43	0.52	0.79	1.12	1.39

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

市场竞争导致行业毛利率下降的风险

目前，国内从事光电显示薄膜器件生产的厂商数量众多，尤其是诸多规模较小及设备水平、技术能力、抗风险能力相对较差的企业，为获得一定市场份额而采取低价竞争策略。同时，公司所处产业链的最下游是消费电子类行业，终端产品有液晶电视、手机、笔记本电脑等，行业竞争激烈，这些产品上市初期采取撇脂定价策略，但随着产品进入成熟期，主要厂商为抢占更多的市场份额，主动式的“降价促销”也是其主要竞争策略之一。这导致了液晶显示模块（LCM）和背光模组（BLU）的价格处于下降趋势，为保持适度的利润空间，液晶显示模块和背光模组企业把降价的压力也部分转嫁到光电显示薄膜器件生产厂商。从短期来看，公司仍然面临因不能跟踪下游产品生命周期变化而导致行业毛利率下降的风险。

经济周期波动风险

公司生产的光电显示薄膜器件主要供应给 LCD 产业链中游的液晶显示模块和背光模组工厂，而液晶显示模块和背光模组是生产手机、笔记本电脑、液晶电视、数码相机等消费电子产品的重要部件。因此光电显示薄膜器件行业与消费电子产品行业的发展具有较强的联动性。消费电子产品行业是典型的充分竞争性行业，且具有明显的行业周期性，故光电显示薄膜器件行业的相关企业经营上也具有相应的周期性。宏观及行业经济周期的变化可能导致公司销售收入下降；同时，客户及供应商付款账期的变化也会导致公司现金流与收入不能完全匹配。

主营业务单一风险

公司主导产品为光电显示薄膜器件。2007 年、2008 年和 2009 年其占公司主营业务收入的比重分别达到 91.00%、84.34% 和 90.50%。如果下游行业产品发生技术革新、升级换代，则传统应用领域的市场将有可能饱和。在市场需求发生变化的情况下，公司产品及相关服务受市场变化的影响可能性较大。公司存在着主营业务单一的风险。

五、估值及定价分析

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们认为给予锦富新材 10 年 40-48 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 31.60-37.92 元。最近上市的 10 家创业板上市公司目前相当于发行价的溢价率为 61.84%，对应的折价率为 34.72%。综合考虑公司的经营状况和目前的市场情况，我们给予 35% 的折价率，建议询价区间为 20.54-24.65 元，对应 10 年动态市盈率区间为 26.00 倍-31.20 倍，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 39.50 倍-47.40 倍。

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。