

## 再次发力锂离子电池隔膜

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

莫景成 (SAC 执业证书编号: S0340510120005)

电话: 0769-22119441

邮箱: mjc@dgzq.com.cn

2011 年 3 月 25 日

## 事件:

近日公司发布公告称，控股子公司佛山市金辉高科光电材料有限公司拟投资 12660 万元建设锂离子电池隔膜三期项目。项目简介：金辉高科锂离子电池隔膜扩建三期项目投资总额 12660 万元，其中，固定资产投资 10360 万元，铺底流动资金 2300 万元，项目投资资金由金辉公司自筹解决。设计产能 4500 万平方米/年，项目建设期为 18 个月。

## 点评:

## (1) 锂离子电池隔膜前景无限

在锂离子电池的结构中，隔膜是关键内层组件之一，占锂离子电池成本的 25-30%左右。隔膜采用塑料薄膜制成，用于隔离电池正负极以防止出现短路，同时保证锂离子通过实现充放电；在电池过热时，通过闭孔功能阻隔电流传导保障电池安全性。

锂电池成本中，隔膜约占 25-30%，但毛利率却高达 70%，是动力电池中盈利能力最强材料。国内越来越多的厂家掌握正极、负极、电解液等构成产品的技术，竞争开始加剧，毛利率下降，而隔膜还处于“进口替代”的阶段，隔膜拥有较高的技术壁垒，产品供不应求，价格向国外产品靠拢，毛利率稳中趋升。

目前国内数码电池对隔膜的年需求大概是 1.3 亿-2 亿平方米。随着电动摩托车和新能源汽车的发展，市场缺口更大，主要依赖进口；而储能电池等高性能电池亦对隔膜需求迅速膨胀，并且随着新能源汽车补贴政策的出台，这部分市场释放更快。预计未来 3 年之内，锂电池隔膜保持 50%的增长率。

## (2) 隔膜技术壁垒高，国内严重依赖进口

锂电池隔膜生产难点在于造孔的工程技术及基体材料，对薄膜拉伸技术和设备要求极高。传统薄膜设备，国内严重依赖进口，而锂电池隔膜无论技术还是设备，均受到国外公司的严密封锁，国内企业只能自行研发摸索。新进入者，完全掌握工艺及设备，预计将需要 3-5 年时间，因此技术门槛极高。目前国内仅佛塑股份、格瑞恩和星源材质能够稳定生产。国外技术也掌握在少数几家手中，形成明显的寡头垄断格局。

## (3) 金辉高科为国内锂离子电池隔膜领军企业

佛山市金辉高科光电材料有限公司成立于 2006 年 2 月 16 日，由佛塑股份 (000973) 与 BYD 共同出资组建，经营范围包括离子渗透微孔薄膜、功能性聚合物膜片、绝缘薄膜、各种用途半透膜等环保用有机膜类制品。2009 年 10 月 20 日，公司发布公告称将向与比亚迪香港有限公司的合资公司佛山市金辉高科光电材料有限公司增资，用于该公司扩建锂离子电池隔膜项目。增资后，佛塑股份占 48.12%股权，BYD 占 39.375%，佛山金科达投资有限公司占 12.5%。值得注意的是，佛山金科达投资有限公司主要持股人是金辉高科的主要管理层及核心技术人员，我们认为公司良好的激励制度，能好的吸引和留住新能源开发的人才，实现经营层与股东利益的一致。

目前来看，公司所产隔膜主要用于数码电池和电动自行车等市场，但金辉高科是国家863新能源汽车项目的承担单位之一，有望近年取得技术突破。公司已经掌握了隔膜的核心技术，从下游需求厂商的草根调研反应来看，金辉高科的产品稳定性在国内是最好的，下游需求商已经放心采用作为进口替代产品。通过技术改进，2010年公司隔膜产能提高至2500万平米。二期4500万平米隔膜项目预计将于2011年7月份试产，由于公司已经有隔膜生产线调试和生产的经营，我们保持估计11年开工率为50%，及产能为2300万平米，即2011年产能有望翻番。三期4500万平米/年项目建设周期为18个月，乐观预计2012年下半年投产，保持预计2013年投产。下表为保守预计金辉高科未来3年对公司的盈利贡献：

**表1：金辉高科盈利预测（单位：万元）**

日期	产能 (万平方米/年)	产能						贡献 EPS (元)
		主营收入	同比增长	主营利润	同比增长	毛利率	净利润	
2007		5432		1978		36.41%	1977	36.40%
2008							3436	
2009		9324		5654		60.64%	3839	41.17%
2010	2500	13921	49.30%	9157	61.96%	65.78%	6754	48.52%
2011E	4800	26450	90%	15109	65.00%	65%	10580	40%
2012E	7000	39675	50%	24930	65.00%	65%	13886	35%
2013E	10000	59512	50%	39888	60.00%	60%	20829	35%
								0.16

资料来源：公司公告

### （3）看好隔膜项目未来增长前景，维持公司“推荐”投资评级

鉴于公司其他业务发展良好，锂电池隔膜和偏光膜等新增长产能陆续释放，未来3年公司仍将保持良好的增长态势，我们小幅上调公司的盈利预测，预计公司2011-2013年每股收益分别为0.50元、0.63元和0.74元，对应市盈率分别为32倍、26倍和22倍，作为新材料新贵，公司目前估值合理，综合考虑公司在新股东的带领下重新回归快速增长轨道，与上海酸盐研究所签订战略合作协议，目前公司具备多项潜力较大的储备产品，我们认为公司是值得中长线投资的良好标的，维持公司“推荐”投资评级。

**表2：公司盈利预测**

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,699.13	3,751.86	4,314.64	5,177.56	6,213.07
营业总成本	3,707.89	3,609.54	4,105.66	4,885.37	5,846.44
营业成本	3,278.48	3,170.77	3,624.29	4,323.26	5,187.92
营业税金及附加	7.16	7.23	7.77	9.32	11.18
销售费用	68.78	59.81	73.35	88.02	105.62
管理费用	214.68	235.16	250.25	284.77	341.72
财务费用	121.99	107.13	140.00	170.00	190.00
资产减值损失	16.80	29.45	10.00	10.00	10.00
<b>其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.78	141.67	160.00	180.00	190.00
其中 对联营和合营投资	61.73	131.99	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>53.03</b>	<b>283.99</b>	<b>368.98</b>	<b>472.19</b>	<b>556.63</b>

加 营业外收入	6.68	5.16	8.00	10.00	10.00
减 营业外支出	0.66	3.72	1.00	1.50	1.50
<b>利润总额</b>	<b>59.06</b>	<b>285.43</b>	<b>375.98</b>	<b>480.69</b>	<b>565.13</b>
减 所得税	21.32	34.71	56.40	72.10	84.77
实际所得税率	36.10%	12.16%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>净利润</b>	<b>37.74</b>	<b>250.72</b>	<b>319.58</b>	<b>408.59</b>	<b>480.36</b>
减 少数股东损益	31.46	77.62	12.00	25.00	25.00
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>6.28</b>	<b>173.10</b>	<b>307.58</b>	<b>383.59</b>	<b>455.36</b>
最新总股本(万股)	61,255	61,255	61,255	61,255	61,255
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.28</b>	<b>0.50</b>	<b>0.63</b>	<b>0.74</b>
市盈率 (倍)	1564.52	56.80	31.96	25.63	21.59

资料来源：东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**
**公司投资评级**

推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

**行业投资评级**

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数5%-10%之间
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

**风险偏好评级**

高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度50%-100%之间
一般风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度20%-50%之间
低风险	未来6个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深300指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**免责声明：**

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路1号金源中心19楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)