

张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn

2009年11月30日

深纺织 A (000045.SZ)/11.5 元

偏光片业务十年磨一剑，盈利前景很好

投资评级: 审慎推荐-A

评级调整: 首次

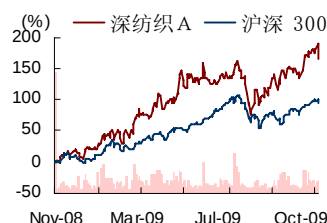
目标估值: NA

基础数据

总股本(万股)	24512
流通股本(万股)	19558
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	22
52周股价	4.2-12.6 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	41	205
相对表现	22	12	116



相关报告

近日，我们与公司就增发项目的情况进行了详细沟通。我们认为这个项目已经具备成功条件、产品的技术壁垒较高、市场前景很好，未来盈利能力会比较乐观。

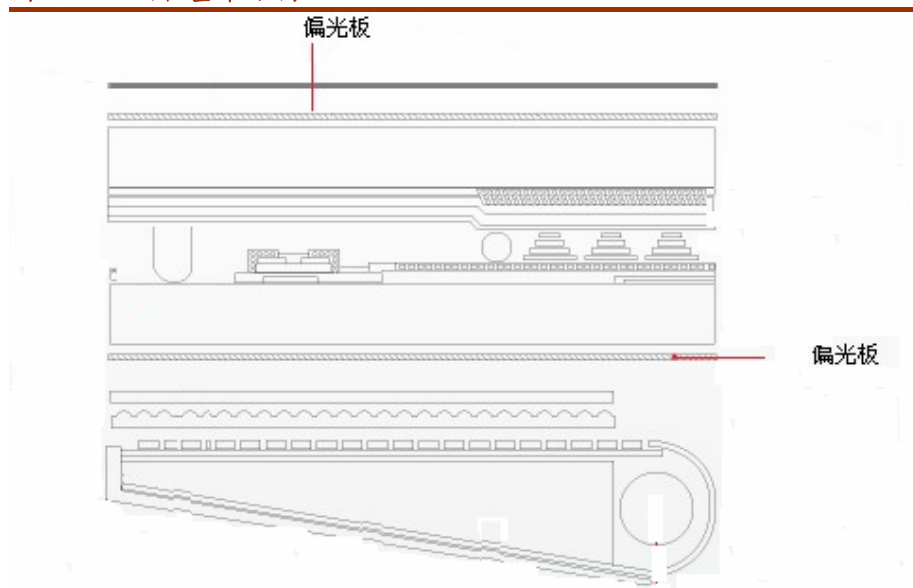
- **偏光片是液晶面板不可或缺原材料，技术难度大。**偏光片是液晶面板显示原理的重要组成部分，每一块液晶面板都至少需要同等面积的两片偏光片。偏光片的技术难度较高，尤其是 TFT 用偏光片，长期以来主要被日本、韩国、台湾等少数几个厂商垄断；
- **公司在偏光片领域已经有十多年的积累，进入快速发展期。**95 年开始进入偏光片行业，建第一条生产线。经过不断的调整和优化工艺，不断开发出新产品，从 2004 年开始实现持续盈利，并进入快速发展期。2006 年建立第二条生产线，2009 年建立第三条生产线；
- **TFT 偏光片打破国外垄断，对完善国内显示产业链有战略意义。**TFT 用偏光片，目前国内只有公司唯一掌握全套生产技术。在未来三、四年内，除非技术转移放开，在国内都不太可能出现竞争者。公司当前的技术水平可以与台湾、韩国竞争，某些指标还比他们更好；
- **定位国内市场，市场前景非常好。**一条月产 10 万片的 8 代线，一年需要偏光片面积超过 1000 万平方米，仅现已知面板项目一年对偏光片的需求就达 1.2 亿平方米。也就是说，公司的这条宽线还满足不了一条 8 代线的需求，这是一个 400 亿人民币以上的大市场。与公司同一个实际控制人的兄弟公司深超科技（此次增发拟认购 1.5 亿元），目前已有一条 5 代线，即将建设一条 8.5 代线。因此，公司的增发项目市场前景的确定性是比较高的，未来的成长潜力也非常大；
- **增发项目具有很强的盈利能力，物业管理、租赁业务稳定增长。**增发项目预计可带来 4.5 亿美元的收入，以中性偏保守的净利润率 9% 来计算，可带来 4050 万美元净利润，折合 0.82 元 EPS。物业管理、租赁业务目前每年可带来 6600 万元营业利润，未来预计以 5% 的增速稳定增长；
- **首次给予“审慎推荐-A”评级。**我们预计公司 09-13 年的 EPS 分别为：0.22、0.17、0.2、0.66、1.05 元（2010 年以后是按增发后股本计算）。从 TFT 偏光片 400 多亿的国内市场规模和公司是国内 TFT 偏光片的唯一供应商来看，公司的市值增长潜力巨大；从公司 TFT 偏光片打破国外多年垄断来看，公司的增发项目对国内显示产业发展意义巨大。不过，从谨慎性原则出发，再考虑到公司增发项目还有一定不确定性，我们首次给予其“审慎推荐-A”评级。

1、偏光片是液晶面板显示原理的重要组成部分，技术难度高

我们知道液晶显示原理是将自然光通过偏光片后，变成偏正光，然后再通过液晶分子是否改变偏正光的偏正方向来决定其是否能通过第二块偏光片来实现显示功能。因此，偏光片是液晶面板显示原理的重要组成部分，每一块液晶面板都至少需要同等面积的两片偏光片。

偏光片的技术难度较高，尤其是 TFT 用偏光片，长期以来主要被日本、韩国、台湾等少数几个厂商垄断（日本 4 个、韩国 2 个、台湾 3 个），而液晶电视面板用的偏光片只有四家公司能生产。

图1：TFT面板基本结构



资料来源：招商证券

2、深纺织已经在偏光片领域深耕 14 年，进入快速发展期

（1）公司在偏光片上的发展历程大概经过三个阶段

- 1995-1999 是初创期。95 年开始进入偏光片行业，建第一条生产线，由子公司盛波光电（原深纺乐凯）做为运营主体（IPO 项目之一）。1997 年原合作方美国 ADS 公司无法按照合同约定调试出合格的产品，无条件放弃股份，退出合作。公司在其基础上经过两年自主研发，99 年生产出国内第一张 TN 偏光片（客户认可）；
- 2000-2004 是调整期。99 年做出产品后，2000 年实现量产供应，效益良好。但 2001、2002、2003 年由于受到韩国、台湾偏光片边角料倾销的冲击，盈利急转直下，陷入亏损；
- 2004 后是快速发展期。盛波光电通过自主攻关开发多种新产品，连续稳定生产，抢回受边角料倾销的市场，企业发展进入正轨，公司在工艺稳定、成本控制和技术研发上取得明显的进步，重新开始盈利，并进入快速发展期。2006 年公司建了第二条生产线，2009 年建立了第三条生产线。

另外，我们还要说明一点，公司作为纺织企业进入偏光片行业，因为两者在工艺和技术

上是有相通性的。这也是公司能够开发成功的一个原因。

(2) TFT 偏光片打破国外垄断，对完善显示产业链有战略意义

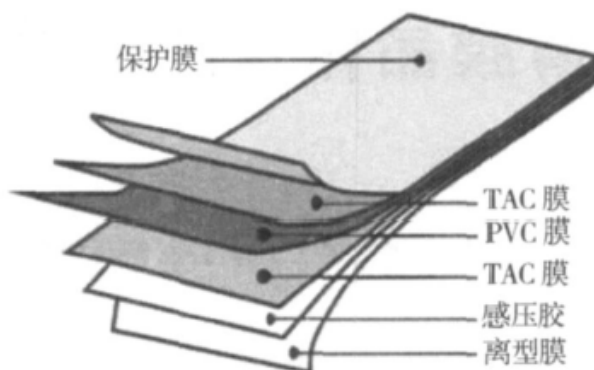
目前国内能够生产 STN、TN 偏光片的企业有三家：佛山伟达、温州乔业和公司。其中，佛山伟达已基本放弃 TN 偏光片，转向生产眼镜偏光片；温州乔业由于管理和技术水平跟不上，产品成本劣势较大，一直效益不好。而 TFT 用偏光片，目前国内只有公司唯一掌握全套生产技术。公司通过在 2 号线上实验、3 号线上中试，逐步摸索出 TFT 偏光片生产工艺，TFT 用偏光片产品已通过国内高档客户技术认证，而其它公司还没有这样的实验条件。在未来三、四年内，除非技术转移放开，在国内都不太可能出现竞争者。

另外，根据国家发布的《电子信息产业调整和振兴规划》，明确把“突破集成电路、新型显示器件、软件等核心产业的关键技术”作为三大主要任务之一，明确提出“突破新型显示产业发展瓶颈，统筹规划，合理布局，以面板生产为重点，完善新型显示产业体系”，并把“新型显示和彩电转型”列入电子信息产业调整和振兴的六大工程之一。在一个指导产业发展的国家级纲领性文件把平板显示产业提到如此重要的位置，体现了国家对这个产业的高度重视和支持。规划中“突破新型显示产业发展瓶颈”、“完善新型显示产业体系”的重点就是**面板材料**。因为，一直以来面板原材料都被国外垄断，我国的显示产业发展受到很大的制约。公司成功量产 TFT 用偏光片，打破了国外对该领域的多年垄断，对完善国内显示产业链具有战略意义。因此，公司申请到了国家发改委新型平板显示器件产业化专项项目国家补助资金 1000 万元和深圳市发改委高技术产业化示范工程项目配套资金 200 万元。在偏光片领域，公司是国内唯一一家申请到该项补助的企业。也从侧面反映出公司在该领域的国内领先性。

(3)、原材料是制约盈利能力的主要因素，未来或向好

偏光片的基本结构如下图所示：

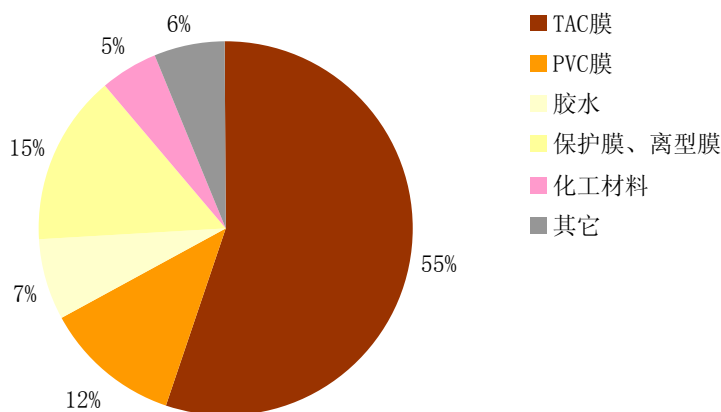
图1：偏光片基本结构



资料来源：招商证券

主要原材料是 TAC 膜、PVC 膜、感压胶、保护膜和离型膜。材料成本结构是：TAC 膜占 50%左右，PVC 占 12%，胶水 5-10%，保护膜、离型膜 15%，化工材料 5%。这些原材料目前的垄断性比较高，PVC 膜只有日本少数厂家能够生产，TAC 膜虽然 TN、STN 用的台湾和国内乐凯集团也能生产，但主要还是在日本，比如液晶电视面板用 TAC 膜，只有富士（占 78%）和柯美（占 22%）能够生产。我们认为，上游原材料的这种高度垄断性，是制约公司偏光片项目的主要因素（STN 偏光片的毛利率为 25-30%，大大低于莱宝高科生产的同样应用于 STN 的 ITO 玻璃 50%以上的毛利率）。不过，据公司了解，目前 TAC 膜潜在的供应商在增多，未来可能改变这一高度垄断局面。

图2：偏光片的材料成本结构



资料来源：招商证券

（4）、偏光片价格波动小，在国内市场有价格优势

偏光片相比液晶面板，价格波动非常小。08年在液晶面板价格普遍下降40%多的情况下，偏光片的价格只下降了14%，今年又反弹了5%左右，主要是偏光片属于液晶面板关键原材料，只有少数厂家能生产，价格变动幅度小。公司的产品在这期间价格几乎没有变，个别产品还略有上升。这主要是海外偏光片生产商掌握定价权以及国内偏光片产能稀缺（TFT用偏光片空白）造成国内偏光片定价比国外高10-20%。

3、定位国内市场，市场前景非常好

（1）国内市场空间非常广阔

公司目前的产能大致状况是：一号线60万平方米、二号线120万平方米、三号线100万平方米。这些产能主要生产TN、STN用偏光片，三号线预计未来会有20%生产TFT用偏光片。

未来可预期的新增产能主要来自增发项目：一条窄线和一条宽线，都是用于TFT。窄线主要市场是10.2寸以下TFT液晶面板，也就是上网本以下市场；宽线主要市场是42寸以下TFT液晶面板。

两块产能都主要面向国内市场，对于原有的3条生产线，我们认为对它的市场前景已经不用讨论，因为目前公司订单就已经接不过来，而STN、TN面板的生产已经基本上全在中国。所以，我们需要讨论的仅是增发新产能。

- 对于窄线。这个主要对应于所有4.5代面板线以下产能和部分5代面板线产能。根据我们计算，光天马和信利的4.5代线和2.5代线（目前天马3条4.5代线，信利3条3.5代线）对偏光片的一年需求就近250万平方米。加上其他厂商的需求，公司200万平方米的产能是完全能在国内市场消化的；
- 对于宽线。这个主要对应于6、7.5、8和8.5代面板线产能。根据我们计算，一条月产10万片的8代线，一年需要偏光片面积超过1000万平方米，仅表1所列项目一年对偏光片的需求就达1.2亿平方米。也就是说，公司的这条宽线还满足不了一条8代线的需求，国内的偏光片市场是一个400亿人民币以上的大市场。与公司同一个实际控制人的兄弟公司深超科技（此次增发认购1.5亿元），目前已有一

条 5 代线，即将建设一条 8.5 代线。因此，公司的增发项目市场前景的确定性是比较高的，未来的成长潜力也非常大。

表1：目前国有已经投产或明确计划建设的5代以上面板产能

厂商名称	代数	地点	基板尺寸(mm)	产能(千片/月)	预计量产时间
上广电-NEC	5 代	上海	1100×1300	85	2004.4Q
京东方	5 代	北京	1100×1300	100	2005.1Q
龙腾光电	5 代	昆山	1100×1300	140	2008.4Q
深超光电	5 代	深圳	1100×1300	60	2008.4Q
京东方	6 代	合肥	1500×1850	90	2010 年底
中电熊猫	6 代	南京	1500×1850	60	2010 年底
上广电-NEC	6 代	上海	1500×1850	90	计划中
京东方	8 代	北京	2200×2500	90	2011 年底
夏普	8 代	南京	2160×2460	90	2012 年
LGDisplay	8.5 代	广州	2200×2500	120	2013 年
三星	7.5 代	苏州	1950×2250		2010 年底
龙飞光电	8.5 代	昆山	2200×2500	90	2011 年底
广新光电	8.5 代	佛山	2200×2500	90	2012 年
TCL 深超	8.5 代	深圳	2200×2500	100	2013 年

资料来源：招商证券

(2)、增发项目具有很强的盈利能力

对于增发项目：

- 宽线，主要应用于液晶电视面板用偏光片。当前该产品价格为 50 多美元/平方米。因为偏光片的价格比较稳定，预计投产时价格在 40-45 美金/平方米（08 年初以来的降幅才 10-15%）。我们以 43 美金来计算，预计销售收入 38700 万美元；
- 窄线，主要应用于中小尺寸液晶面板用偏光片。目前该产品价格 35-40 美金/平方米，预计投产时价格在 30-35 美金/平方米。我们以 32 美金来计算，预计销售收入 6400 万美元。

这样，增发项目两条线总收入约 45100 万美元。

对于现有三条线：

- 1、2 号线 07 年盈利 1000 多万，08 年 900 多万，正常年份预计盈利 1000 万以上；
- 3 号线，100 万平方米产能，28 美元价格，即 2800 万美金收入，以最保守 7% 净利润率算，196 万美元净利润，合 1300 万人民币净利润。

总体上现有 3 条线可产生 2300 万以上净利润。

对于增发项目的净利润率，因为做低端产品（60%TN、40%STN）的 1、2 号线 08 年净利润率为 7.2%，毛利率为 22% 左右，差不多 15% 的费用率。目前 STN 用偏光片的毛利率按不同产品大致在 25-30% 之间，TFT 用偏光片的毛利率与 STN 的差不多。保守假设届时 TFT 偏光片的毛利率跌到了 22%，但因为规模大幅扩大（收入从 1 个多亿增长到 30 多亿），费用率必然明显下降。因此，我们认为对净利润率的预期 7-8% 是很保守的，9-10% 是比较中性的，11-12% 是较乐观的。

表2: 增发项目净利率假设和业绩贡献预测

净利率假设	7%	8%	9%	10%	11%	12%
增发项目净利润 (万美元)	3157	3608	4059	4510	4961	5412
增发项目净利润 (万人民币)	20836	23813	26789	29766	32743	35719
偏光片业务净利润 (万人民币)	23136	26113	29089	32066	35043	38019
贡献 EPS (元)	0.65	0.74	0.82	0.90	0.99	1.07

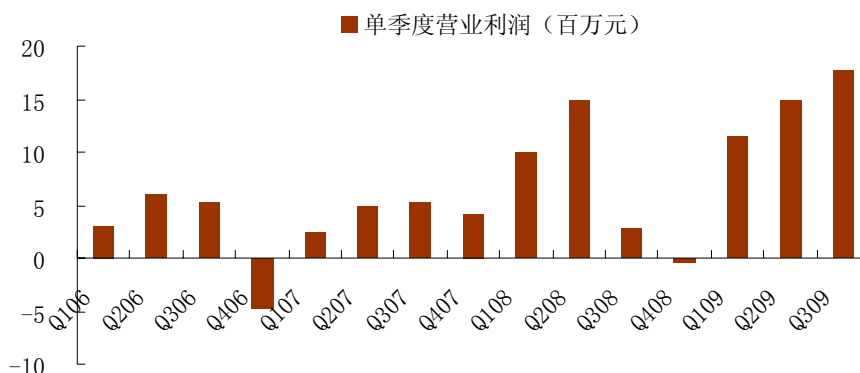
资料来源: 招商证券研发中心

注: 表中美元和人民币按照 6.6 人民币/美元的汇率假设换算

谨慎起见, 我们以中性偏保守 9% 的净利率来计算, 则按现有计划, 偏光片业务的业绩贡献可以达到 0.82 元 EPS。

(3) 物业管理、租赁业务盈利增速稳定

而公司的其它业务, 利润来源 90% 来自物业管理和租赁, 这块业务每年能稳定贡献 6600 万左右的营业利润。08 年这些业务贡献净利润 3500 万元, 今年预计贡献 4100 万元, 主要基于租赁业务收入每年 5% 左右的增速, 我们假设这些业务的净利润未来按照 5% 的增速增长。

图3: 单季度营业利润 (现有业务)


资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

(4) 盈利预测

因为, 3 号线目前正在爬坡阶段, 预计到明年 3 月份完成爬坡, 明年全年达产率预计 50% 左右。增发项目进度安排是 2010 年一季度完成设备选型, 2011 年初完成采购 (以最慢一年采购期预计), 调试两个季度, 2012 年一季度完成爬坡。我们假设其 2012 年达产率为 60%, 2013 年完全达产。

根据以上分析和假设, 我们对公司主要业务的盈利预测如下 (10 年以后的 eps 是增发后股本计算的):

表3: 主要业务盈利预测

净利润 (万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
1、2、3 号线	900	1200	1700	2500	2500	2500
增发项目					16074	29766
物业管理、租赁等	3500	4100	4305	4520	4746	4984
其它业务						
合计	4400	5300	6005	7020	23320	37250
EPS (元)	0.18	0.22	0.17	0.20	0.66	1.05

资料来源：招商证券研发中心

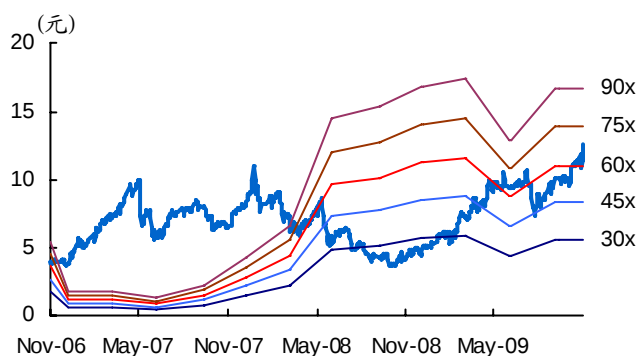
4、首次评级：“审慎推荐-A”

我们认为，对公司的估值不应该局限在短期 EPS 所计算出来的 PE 上，而必须要充分考虑以下两点：

- **400 多亿的大市场，20 多亿的市值。**如前所述，按现在可明确预期的面板项目计算，未来国内偏光片市场有 400 多亿人民币。即使考虑到 LG、三星等国外公司投资的项目可能不会采用公司的产品，我们仅按国内企业投资的项目计算也有 300 亿人民币左右。而公司至少在未来 3、4 年内都是国内唯一的 TFT 面板供应商，按现有股价计算，公司的市值只有 28 亿人民币；
- **打破国外垄断，完善产业链的战略意义。**同样如前所述，公司的 TFT 产品打破了国外垄断，对完善国内显示产业链具有战略意义。这种意义，一方面，会以补助的形式直接转化为公司的经济利益；另一方面，会以税收优惠、对国外产品加收关税（目前偏光片零关税）等竞争保护形式转化为公司经济利益。

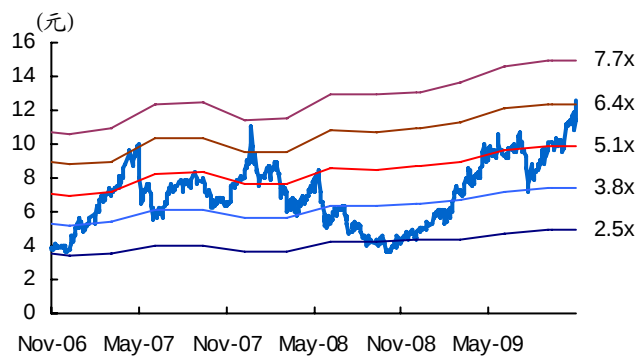
很显然，公司的市值增长潜力巨大，对国内显示产业发展意义巨大。不过，从谨慎性原则出发，再考虑到公司增发项目还有一定不确定性，我们首次给予其“审慎推荐-A”评级。

图 1：深纺织 A 历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：深纺织 A 历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，浙江大学电子材料学士，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。