



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

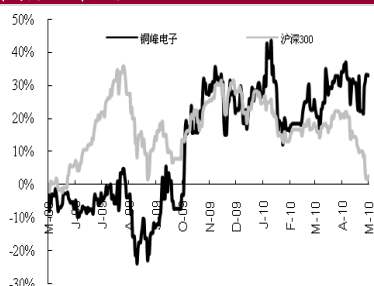
电子元器件

2010 年 5 月 11 日

市场数据 20010 年 5 月 10 日

当前价格 (元)	7.29
52 周价格区间 (元)	4.13--8
总市值 (百万)	2916.00
流通市值 (百万)	2916.00
总股本 (万股)	40000
流通股 (万股)	40000
日均成交额 (百万)	92
近一月换手 (%)	88.83
Beta (2 年)	1.16
第一大股东	安徽铜峰电子集团有限公司
公司网址	www.tong-feng.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
铜峰电子	-0.8	14.4	33.0
沪深 300	-15.4	-9.8	2.5

相关报告

邱虹天 钱文礼 (协助)
+86 755 21517967
qianwl@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

铜峰电子 (600237)

——机车电力电容是亮点

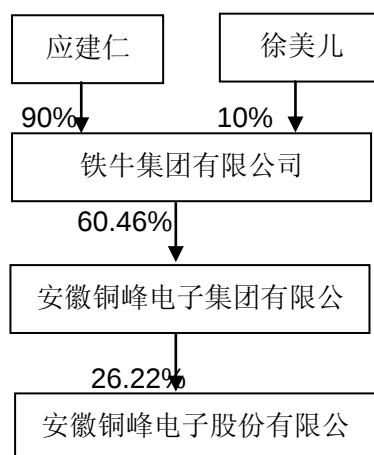
评级: 中性

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入 (万元)	56454.88	68179.20	49860.68	65317.49	80340.52	95364.19
增速 (%)		21.00	27.00	31.00	23.00	19.00
税后利润合计 (万元)	(4673.56)	1027.07	(10879.67)	1852.79	4521.95	5831.82
增速 (%)					144.00	29.00
EPS (元)	(0.10)	0.03	(0.25)	0.04	0.10	0.13

- 公司是国内薄膜电容器和电容材料的龙头企业, 年产聚丙烯薄膜 12000 吨, 生产能力世界第一, 国内市场占有率 40%以上; 金属化膜年生产能力 4000 吨, 交流电容器 10 亿微法, 均居国内同行之首; 各类直流电容器 9 亿只, 特种薄膜电容器 1 万台; 公司子公司年产光学水晶 60 吨, 石英晶体频率片 3.3 亿片, 石英晶体谐振器 1.2 亿只。
- 公司经过长时间的研发开发出了机车电力电容, 目前已经开始出货。公司机车电容已经通过全球电力机车跨国公司庞巴迪、阿尔斯通的试用, 开始向两家公司发货, 年出货量在 3000-4000 台/年。由于机车电容试验过程要求很高, 有较高的进入壁垒, 公司是目前国内唯一一家获得庞巴迪认证的厂家; 公司与中国南车等国内机车厂商合作也在推进之中, 预计很快进入试验阶段。
- 公司毛利率相对同行明显偏低, 主要是由于公司目前依然是国有企业管理体制, 销售期间费用率较高; 公司产品偏低端, 同时公司前期大量投资所带来的每年较高的固定资产折旧和摊销以及每年计提资产减值损失也推高了公司产品成本和费用; 公司部分子公司定价机制明显不合理导致较大亏损, 未来有清理整合的需要。
- 预计 2010-2012 年公司总体销售收入分别为 65317.49 万元, 80340.52 万元和 95364.19 万元, 净利润分别为 1852.79 万元, 4521.95 万元和 5831.82 万元, 对应每股收益为 0.04 元和 0.10 元和 0.13 元, 对应市盈率分别为 182.25 倍, 71.47 倍和 56.08 倍, 估值偏高。但考虑到公司股东有可能对公司各子公司和业务进行清理整合, 二级市场存在交易性机会, 给予中性评级。

公司是交流薄膜电容器及配套材料龙头企业

安徽铜峰电子股份有限公司是由安徽铜峰电子(集团)公司、铜陵市国有资产运营中心、中国新时代控股(集团)公司、中国电子进出口安徽公司、铜陵市电子物资器材公司共同发起设立。公司于 2000 年 6 月 9 日上市交易, 总股本为 10,000 万股。2007 年, 铜峰公司被浙江铁牛集团有限公司重组, 重组后浙江铁牛集团有限公司持有安徽铜峰电子集团 60.46% 的股份, 安徽铜峰电子集团持有上市公司 26.22% 的股份, 为控股股东。



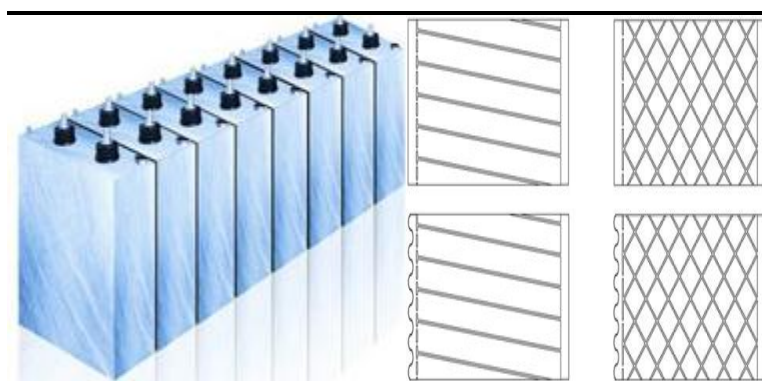
铜峰电子重点发展电子材料、新型电子元器件和电力节能装备, 现已形成两大产品发展链: 1 电容器用薄膜—金属化薄膜—薄膜电容器产品发展链; 2 石英晶体材料及延伸产品发展链。

公司聚丙烯薄膜年产 12000 吨, 生产能力世界第一, 国内市场占有率 40% 以上; 金属化膜年生产能力 4000 吨, 居全国第一; 交流电容器 10 亿微法, 居国内同行之首, 各类直流电容器 9 亿只, 特种薄膜电容器 1 万台。公司子公司年产光学水晶 60 吨, 石英晶体频率片 3.3 亿片, 石英晶体谐振器 1.2 亿只。

机车电容是亮点

公司经过较长时间的研发开发出了机车电力电容, 目前已近取得收益。机车电力电容电容器分割成多个小电容器单元, 每个电容器单元均有金属化内熔丝保护, 并采用高真空浸油技术 (非超级电容双层, 石墨电极结构, 不能称为超级电容), 产品重量轻, 可靠性高。目前公司机车电力电容主要用于滤波, 变流和功率控制。

图表 1 公司机车电容结构



数据来源：公司网站

公司已经通过全球电力机车跨国公司庞巴迪、阿尔斯通的试用，开始向两家公司发货，年出货量在 3000-4000 台。由于机车电容试验过程要求很高，因此进入壁垒极高，公司是目前国内唯一一家获得庞巴迪认证的厂家；公司与中国南车等国内机车厂商的合作也在推进之中，预计很快进入试验阶段。

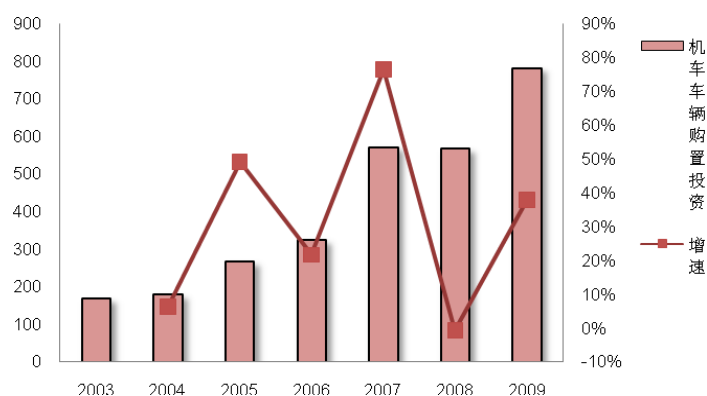
目前公司机车电容主要用于机车、有轨电车、无轨电车、矿山机车、船舶、电动汽车及其它电动交通工具用变流器。化工、纺织、机械、钢铁等行业的水泵及通风机、电梯、电动走道或其它变速传动的机器设备用变频器。

■ 铁路机车购置投资有望拉动机车电容快速增长

2009 年全国铁路机车车辆购置完成投资 780.76 亿元，比上年多 214.41 亿元、增长 37.9%；其中动车组和大功率交流传动机车国产化项目及大型养路机械购置 512.87 亿元。根据调整后全国“十一五”规划提出，在 2010 年铁路营运里程达到 12 万公里；将全国铁路网的复线率和电气化率提高至 45%，2020 年提高至 60%；2010 年前新建 7000 公里客运专线，2020 年前建成 1.6 万公里客运专线，实现主干线的客货分离。预计未来铁路投资有望保持 10%以上的增速，铁路机车的购置增速有望与行业平均水平持平，2010 年有望增速达到 18%。

至 2008 年底，我国已有 10 个城市拥有共 29 条城市轨道交通运营线路，运营里程达到 776 公里。据不完全统计，北京、上海等 15 个城市共有约 50 条，1154 公里轨道交通线路在建。目前，有约 27 个城市正在筹备建设城市轨道交通，其中 22 个城市的轨道交通建设规划已经获得国务院批复。至 2015 年前后，北京、上海、广州等 22 个城市将建设 79 条轨道交通线路，总长 2259.84 公里，总投资 8820.03 亿元，地铁机车需求量也相当可观。

图表 2 铁路机车购置投资



数据来源：金元证券 中国铁道网

图表 3 近四年铁路投资和建设情况

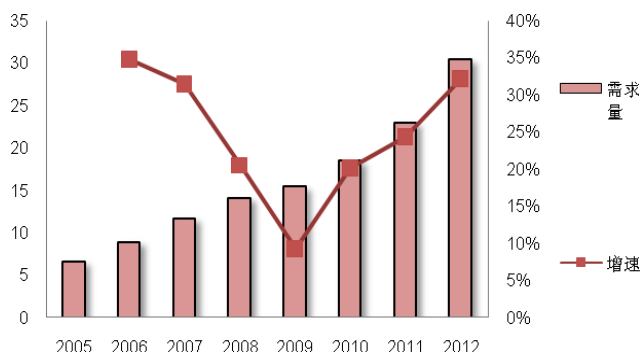
	投资 (亿元)	新建干线长度 (公里)	客用专线长度 (公里)
2009	6000	5600	2500
2010	7000	6000	1200
2011	7500	8000	3500
2012	7000	10000	5000

数据来源：金元证券 中国铁道网

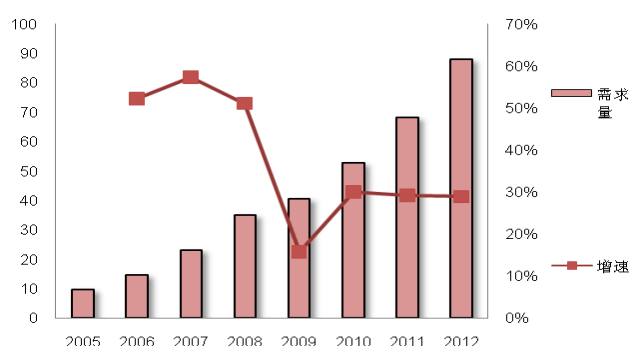
■ 变频器快速增长，有望推高机车电容出货量

根据慧聪邓白氏研究机构统计数据，2006 年至 2008 年，中、高压变频器市场增长速度分别为 20%和 60%以上的，但由于起步较晚，行业市场规模较小，未来市场空间巨大。随着环保问题日益重要和工业生产要求的不断提高，对中、高压变频器产品的需求会不断加强，中、高压变频器市场仍有望保持长期高速增长。这将带动相关配套的机车电容快速增长，变频器厂商将是公司未来市场拓展的重要方向。

图表 4 中压变频器及需求 单位 亿元



图表 5 高压变频器及需求 单位 亿元



数据来源：金元证券研究所 慧聪邓白氏

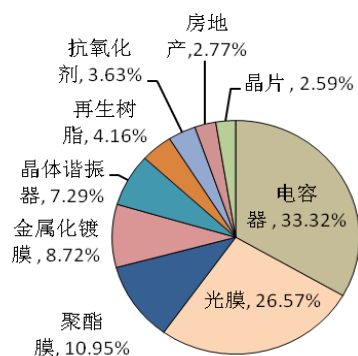
■ 积极开发能量级电容

公司依托公司工程开发中心,正在开发混合动力汽车系列电容器技术,能量级电容充电时间短(一般 10s-1min);超长寿命,可长达 40 万小时以上;不使用重金属,不会造成环境污染;成本造价比锂电池低,未来有望与锂电池一起成为电动汽车备选电源。

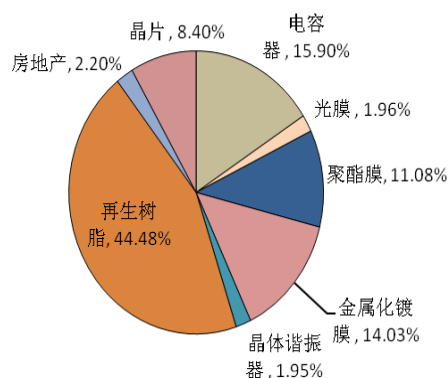
公司毛利较低,成本控制和管理水平有待提高

公司主要收入来自于电容器,光膜和聚酯膜,收入占比为 70.84%;但公司营业利润主要来自再生树脂,电容器和金属化膜,利润占比超过 74.41%;公司最大亏损来自抗氧化剂业务。公司三项主营业务营业利率较低,分别为电容器 2.65%,光膜 0.41%,聚酯膜 5.61%;公司营业利润率较高的三项业务分别是再生树脂,晶片和金属化镀膜,再生树脂贡献了公司将近一半的利润。

图表 6 公司收入结构

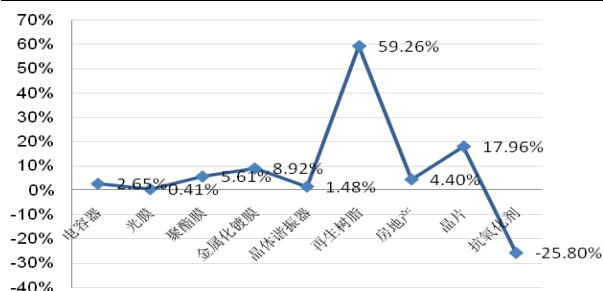


图表 7 公司利润结构



数据来源: 金元证券研究所 公司公告

图表 8 公司各项业务毛利率



图表 9 可比公司毛利率

	电容	金属化膜	聚丙烯薄膜
南洋科技		39.76%	37.02%
法拉电子	32.32%		
铜峰电子	2.65%	8.92%	5.61%

数据来源: 金元证券研究所 公司公告

公司主营业务营业利润率明显低于其他同行业公司究其原因有：

(1) 公司依然是国有企业管理体系。虽然公司控股股东已经成浙江铁牛集团，但是目前铁牛集团对公司的日常经营管理基本不加干预，因此公司依然沿袭了以前国有企业的运作和管理管理体系，运行效率不高，销售期间费用率远高于其他公司，不过我们可以看到公司的销售期间费用率正在逐步下降，未来如果铁牛集团对公司日常经营管理进行干预和接管，销售期间费用率有望进一步下降。

图表 10 销售期间费用率比较

	2007	2008	2009
铜峰电子 (%)	18.37	17.75	15.68
法拉电子 (%)	11	12.46	12.44
南洋科技 (%)	8.19	8.56	10.63

数据来源：金元证券研究所 WIND

(2) 公司产品结构有待变化。目前公司主要生产薄膜电容器和相关上游产品，公司产品主要使用在冰箱、洗衣机和电视机上，由于陶瓷贴片电容和 MLCC 电容的成本下降，在众多领域正逐步替代薄膜电容。同时全球范围内聚酯膜产能过剩，导致价格战十分激烈，公司的产品价格逐步下滑。主要原料原油价格却一直处于高位，这也导致了公司毛利率较低。

(3) 公司在 2007 年以前进行了大量投资，导致公司固定资产总量较高，达到 7.98 亿元，法拉电子和南洋科技分别为 4.8 亿元和 1.5 亿元，巨大的折旧和摊销推高了公司的成本，每年大量计提减值也拖累公司业绩。

(4) 公司子公司亏损严重

铜峰盛达化学 2009 年亏损 1,376.98 万元，为公司亏损最为严重的子公司。安徽铜峰盛达化学有限公司，是 2005 年 2 公司与德国朗盛、信达化工组建合资公司，计划建设 9000 吨/年对苯二胺类橡胶防老剂 6PPD 项目。其中铜峰电子占合资公司注册资本的 46%，为第一大股东。信达化工主要生产橡胶防老剂中间体 RT、液晶材料助剂吩嗪，铜峰盛达化学的产品橡胶防老剂 6PPD 是其下游产品，信达化工与盛达化学形成上下游产业链。目前铜峰盛达的主要产品是销售给德国朗盛的，但是合同价格远低于市场价格，导致公司属于亏损状态，公司已经着手处理该子公司。

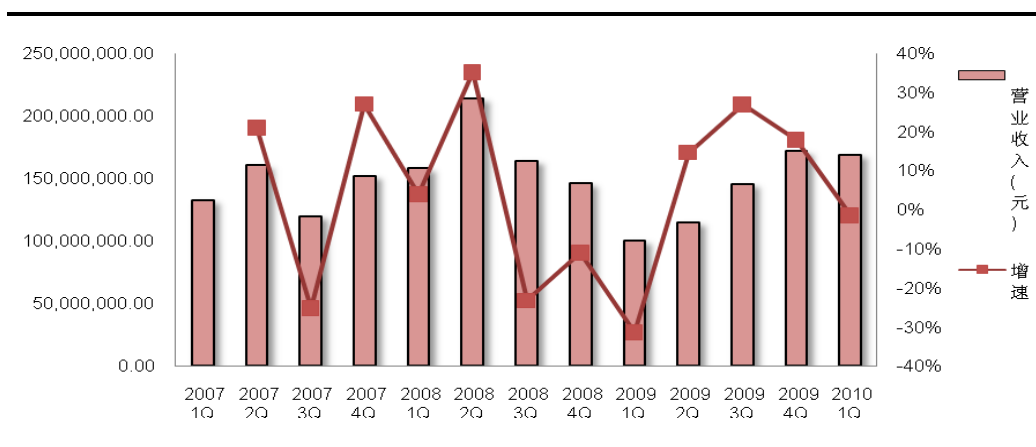
由于公司在 2007 年以前的大量投资，公司目前有 11 家子公司，各家子公司盈利状况不一，大部分子公司 2009 年处于亏损状态，部分公司亏损严重，迫切需要从上市公司或股东层面加以整合清理。

财务分析与盈利预测

■ 财务分析

- 1) 2009 年第一季度以来公司收入逐季提高。公司营业收入在 2009 年第一季度受金融危机影响进入谷底, 自 2009 年第二季度起公司收入环比逐渐增加, 环比增速加快。2010 年第一季度, 公司营业收入环比下降 1%, 同比增长 68.72%, 主要是受下游需求的影响, 出货量增加。由于 1-2 季度电子元器件行业持续景气, 我们预计公司二季度收入环比将重回正增长。

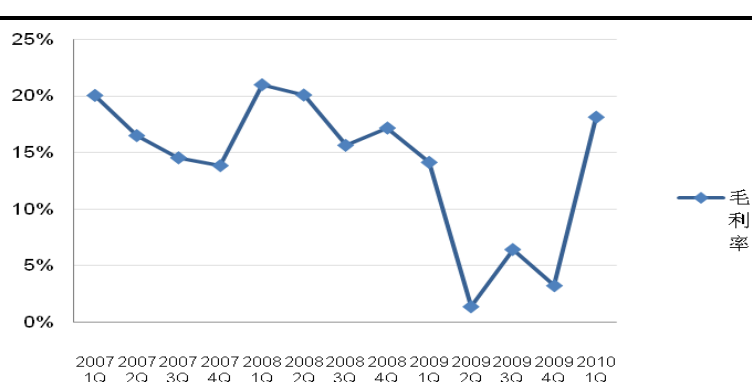
图表 11, 公司收入和增速



数据来源: 金元证券研究所, 公司公告

- 2) 公司毛利率逐步回升。公司毛利率自 2007 第 4 季度后便逐季下降, 到 2009 年第 2 季度达到最低后公司毛利率开始逐步回升, 2010 年第 1 季度公司毛利率到达 18.04% 接近历史高点, 公司毛利回升主要是受下游需求持续增加和原油价格在到达 80 美元/桶后保持相对稳定的影响 (薄膜电容器大部分成本来自聚丙烯薄膜)。

图表 12 公司销售毛利率



数据来源: 金元证券研究所, 公司公告

■ 盈利预测

- 1) 2010 年公司相关电容器产品在行业整体回暖和机车电容器出货量增加的条件下, 销售收入增幅有望超过 50%; 电容器上游产品聚酯膜和光膜以及金属化膜增速分别为 11%, 25% 和 14%, 公司整体收入增幅有望达到 21%。
- 2) 由于油价还在不断上行, 以及年底各项计提等因素的影响, 我们认为公司一季度 18% 的毛利率难以持续, 全年公司毛利率为 13% 左右, 并在未来两年保持稳定。
- 3) 由于公司固定资产较多, 我们预计 2010-2012 年公司每年计提资产减值分别为 2000 万, 1800 万和 1500 万。

预计 2010-2012 年公司总体销售收入分别为 65317.49 万元, 80340.52 万元和 95364.19 万元, 净利润分别为 1852.79 万元, 4521.95 万元和 5831.82 万元, 对应每股收益为 0.04 元和 0.10 元和 0.13 元, 对应市盈率分别为 182.25 倍, 71.47 倍和 56.08 倍, 估值偏高。但考虑到公司股东有可能对公司各子公司和业务进行清理整合, 二级市场存在交易性机会, 给予中性评级。

图表 11 利润表预测 单位: 万元

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	56454.88	68179.20	49860.68	65317.49	80340.52	95364.19
营业成本	47328.10	55517.93	50141.06	50689.51	61780.06	74488.80
营业税金及附加	368.98	527.29	332.58	408.50	502.46	596.42
占营业收入百分比	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
销售费用	1602.33	1613.39	1481.69	1819.94	2238.53	2657.13
占营业收入百分比	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
管理费用	5642.81	5189.65	5117.53	6285.82	7731.56	9177.36
占营业收入百分比	0.10	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10
利息费用	3089.73	3943.18	2905.25	1948.92	967.98	83.52
其他财务费用	38.60	1357.56	554.32	0.00	0.00	0.00
占营业收入百分比	0.00	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3331.09	584.74	3418.80	2000.00	1800.00	1500.00
其他经营性净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前经营利润	(4946.75)	(554.53)	(10773.71)	2164.81	5319.94	6860.96
经营利润所得税	(225.51)	(225.36)	(132.05)	324.72	797.99	1029.14
所得税率	0.33	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
税后经营利润	(4721.25)	(329.17)	(10641.66)	1840.09	4521.95	5831.82
对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

收到现金股利、出售处理收益				0.00	0.00	0.00
长期股权投资初始计量收益				0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益(金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益(投资性房地产)				0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	59.78	(27.58)	(94.48)	0.00	0.00	0.00
税前非经营利润	49.96	2284.76	(240.96)	0.00	0.00	0.00
非经营利润所得税	2.28	928.51	(2.95)	0.00	0.00	0.00
税收减免或返还(追缴以“-”填列)	0.00	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
税后非经营利润	47.69	1356.25	(238.00)	0.00	0.00	0.00
税后利润合计	(4673.56)	1027.07	(10879.67)	1852.79	4521.95	5831.82
少数股东损益	(719.73)	5.62	(877.85)	149.50	364.86	470.55
少数股东损益/税后利润合计	0.15	0.01	0.08	0.08	0.08	0.08
归属母公司股东的净利润	(3953.83)	1021.46	(10001.82)	1691.60	4128.54	5324.45
EPS	(0.10)	0.03	(0.25)	0.04	0.10	0.13

风险分析

公司主要原材料为石油化工产品，如果原油价格上涨将推高原料成本，由于公司对下游定价能力不强，无法转嫁成本，公司毛利率将出现大幅下降可能出现再度亏损的状况。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.