联系人: 彭琦 (8621)68751090 pengqi@cjsc.com.cn
分析师: 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120018

深纺织 A：扩产项目进展顺利，国产替代机会渐现

事件描述

深纺织于 2011 年 8 月 9 日发布 2011 年半季报

表 1：公司上半年度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动(%)
总资产	1,649,822,837.21	1,655,422,298.41	-0.34%
归属上市公司股东的所有者权益	1,373,680,813.21	1,345,969,224.97	2.06%
每股净资产	4.08	4.00	2.06%
	本报告期	上年同期	增减变动(%)
营业总收入	319,182,717.75	322,369,136.74	-0.99%
毛利率（%）	18.17%	16.76%	1.41%
营业利润	25,179,211.88	26,044,164.29	-3.32%
利润总额	40,796,734.67	31,025,623.77	31.49%
归属于上市公司股东的净利润	32,363,976.69	24,858,502.70	30.19%
基本每股收益	0.10	0.10	-5.17%
摊薄每股收益（按最新股本）	0.10	0.07	30.19%
经营活动产生的现金流量净额	12,543,748.76	2,414,949.85	419.42%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.04	0.01	278.35%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年上半年，公司实现营业总收入 3.19 亿元，同比降低 0.99%。毛利率由去年同期的 16.76%上升到 18.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.32 亿元，同比增长 30.19%，稀释后每股 EPS 为 0.10 元，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.04 元。其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 1.15 亿元，同比减少 38.85%，环比减少 44.01%。归属于上市公司的净利润为 0.18 亿元，同比增长 34.91%，稀释后每股 EPS 为 0.05。

报告期内，由于公司新建偏光片生产线没有投产,故整体没有新的利润增长。由于格雷蒙设备被抢购，公司取消了窄幅生产线变更为宽幅生产线的计划，但未来仍有望投资新的宽幅生产线。面板业市场第二季度的持续低迷加速了偏光板进口替代进程，公司 TFT-LCD 偏光片项目成功运营是大概率事件，促使公司转型成为国内偏光片龙头企业。随着宽幅产能逐步开出，我们预测公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.26，0.57，0.81 元，短期目标价 15 元，给予公司“推荐”评级。

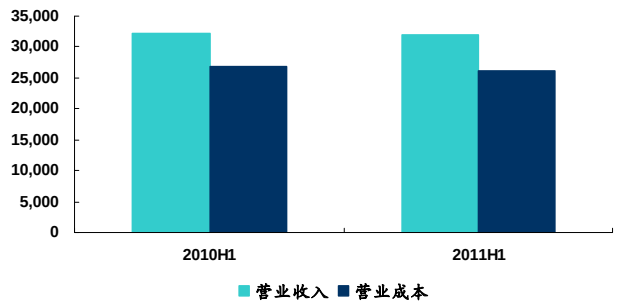
事件评论

第一，上半年实现营业收入 3.19 亿元，同比降低 0.99%

2011 年上半年，公司实现营业收入 3.19 亿元，同比降低 0.99%，主营业务成本为 2.61 亿元，同比下降 2.67%。报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 0.32 亿元，稀释后（按最新股本）每股 EPS 为 0.10 元，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.04 元。

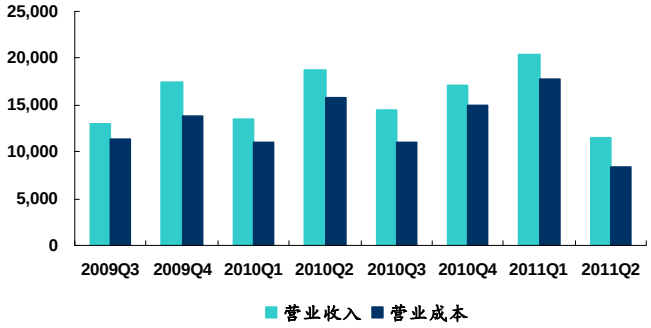
其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 1.15 亿元，同比减少 38.85%，环比减少 44.01%。归属于上市公司的净利润为 0.18 亿元，同比增长 34.91%，稀释后每股 EPS 为 0.05。

图 1：公司上半年营业收入和营业成本（2010~2011）



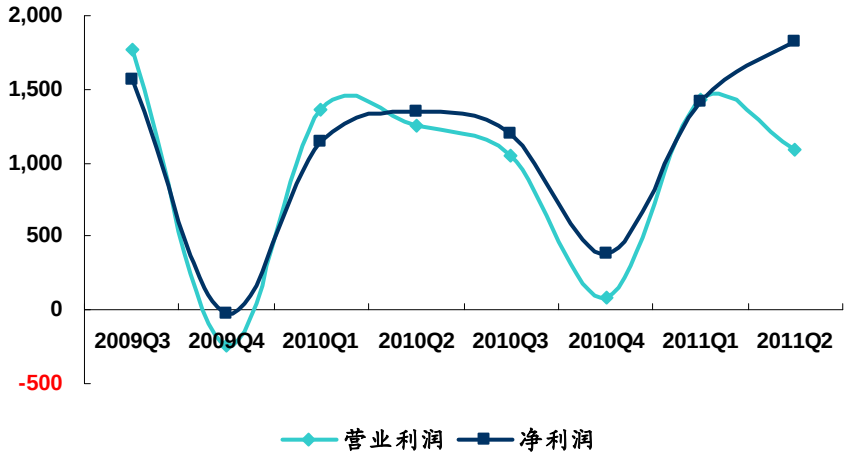
资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：公司季度营业收入和营业成本（2009Q4~2011Q1）



资料来源：wind，公司公告,长江证券研究部

图 3：公司季度营业利润和净利润（2009Q4~2011Q2）



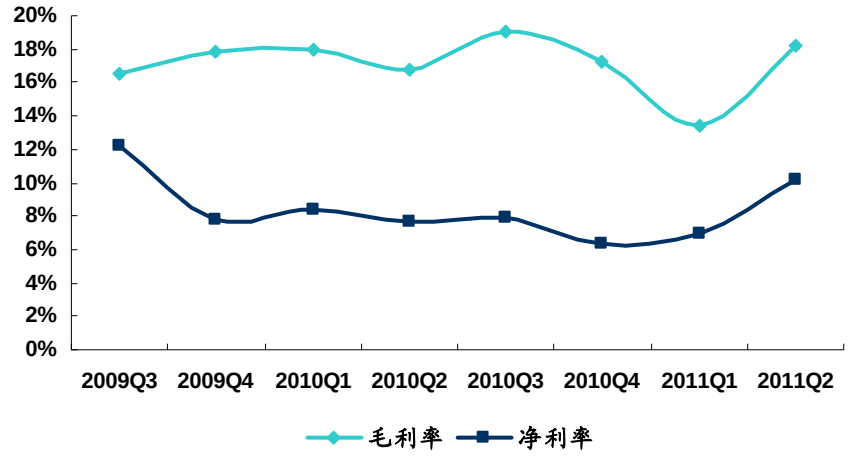
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第二、公司毛利率大幅回升

报告期内公司毛利率为 18.17%，与去年同期上升 1.41%，其中 2011 年二季度公司度毛利率 26.69%，同比上升 10.76%，环比今年一季度上升 13.28%。公司营收占比较大的高毛利率的偏光片业务的提升是毛利率大幅上涨的主要

原因，随着公司偏光片业务所占比重的提升，公司毛利率还有上行空间。

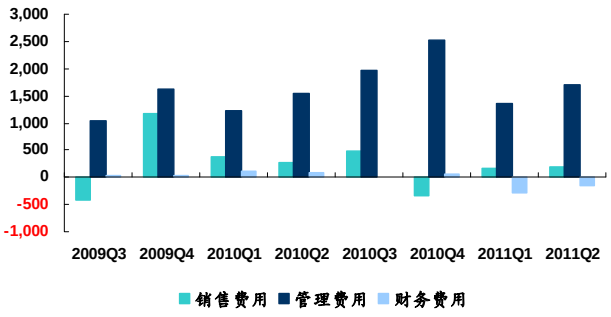
图 4：公司毛利率大幅回升（2009Q3~2011Q2）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

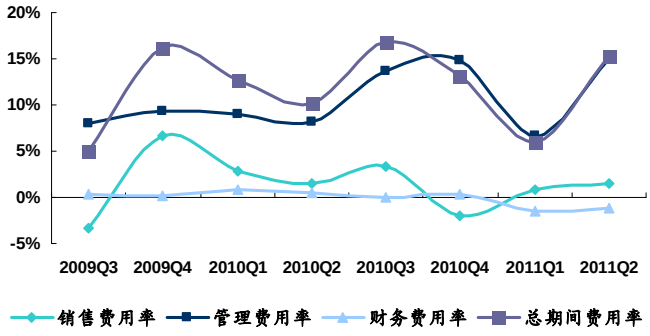
报告期间，公司销售费用本期较上年同期增加 162.92 万元，增加 89.73%，主要是随制造业销售收入增长而有所增加所致；公司管理费用本期较上年同期增长 425.07 万元，增长 16.09%，主要是工资薪酬正在所致；财务费用本期较上年同期减少 651.94 万元，主要是减少银行借款利息和增加募集资金定存利息收入所致；

图 5：公司季度期间费用情况（2009Q3~2011Q2）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部　　单位：万元

图 6：公司季度期间费率情况（2009Q3~2011Q2）



资料来源：wind，公司公告,长江证券研究部

第三、窄幅生产线变更为宽幅计划取消，未来仍有望再建宽幅生产线

2011 年 5 月 9 日，公司第五届董事会第十二次会议形成了《关于取消<关于变更募集资金投资项目的议案>的决议》，取消本次变更募集资金投资项目的主要原因为：一、由于公司需履行相应的决策程序，时间较长，其他买家在较短时间内作出决策并以更好的条件与格雷蒙（香港）有限公司正式签署了设备购买协议。二、经过测算，公司如果建设一条全新的宽幅生产线，比购买晶威设备经改造并添加部分设备建设宽幅生产线的投资增加约 1.62 亿元人民币，较原募集资金投资计划建设窄幅生产线的投资增加约 5.55 亿元人民币，公司在资金方面存在较大缺口。

公司仍将按原计划投资 TFT-LCD 用偏光片一期项目，建设一条宽幅偏光片生产线和一条窄幅偏光片生产线，项目建设期为两年，计划 2012 年正式投产，目前该项目已经完成 49%。

1、幅宽为 1490mm 的宽幅偏光片生产线（以下简称“四号线”）投资 72,613 万元，建设周期 24 个月；项目建成后，可年产 TFT-LCD 用偏光片 600 万平方米，项目生产期平均年销售收入总额 143,999 万元，生产期平均年所得税后利润 9,480 万元，投资回收期（含建设期）8.31 年，投资利润率 9.90%。

2、幅宽为 650mm 的窄幅偏光片生产线投资 20,027 万元，建设周期 24 个月；项目建成后，可年产 TFT-LCD 用偏光片 200 万平方米，项目生产期平均年销售收入总额 42,862 万元，生产期平均年所得税后利润 2,649 万元，投资回收期（含建设期）8.53 年，投资利润率 10.55%。

虽然变更计划取消，但我们仍然认为，前期现金收购宽幅生产线的举动在一定程度上反映出管理层对于公司对自身宽幅产品技术的信心。随着时机成熟，公司适时再建新的 1490MM 及以上级别的宽幅生产线。

第四、政府扶持力度加大，进一步确立国内领先的技术优势和标准优势

报告期间，公司全资子公司深圳市盛波光电科技有限公司（以下简称“盛波光电公司”）于 2011 年 6 月 13 日收到深圳市发展和改革委员会《关于转发<国家发展改革委办公厅关于彩电产业战略转型产业化专项的复函>的通知》，国家发展改革委同意将盛波光电公司 TFT-LCD 用偏光片产业化项目列入 2010 年彩电产业战略转型产业化专项计划，并拨给盛波光电公司国家补助资金 10,000,000 元人民币，用于项目产业化过程中的研究开发和所需软硬件设备的购置。政府的大力扶持将进一步确立公司国内领先的技术优势和标准优势。

第五、面板业市场持续低迷，偏光板国产替代时机成熟，

由于大尺寸面板市场持续疲软，加上近一年来各地面板厂商纷纷扩产，高世代面板产能不断开出，导致大尺寸面板供过于求，价格持续走低。5 月份以来，价格无上涨迹象，处于历史低位。为摆脱困境，各面板厂商降低成本需求迫切，一方面纷纷将产能向大陆转移以降低人工成本和运输成本，另一方面逐步进行产业链垂直整合，以降低原材料成本。

面板产能的快速转移和产业链垂直整合迫切需求给国内偏光板行业带来了很好的机会。我们认为国内偏光片国产替代的时机已经成熟，在外部需求充足和公司自身准备充分的情况下，身为国内偏光板行业的龙头企业深纺织，公司 TFT-LCD 偏光片项目成功运营是大概率事件，促使公司转型成为国内偏光片龙头企业。随着宽幅产能逐步开出，**我们预测公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.26，0.57，0.81 元，短期目标价 15 元，给予公司“推荐”评级**

第四，风险提示

原材料对外依存度过高；原材料价格上涨的风险；募投项目未能按期达产。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**638**	**677**	**1762**	**2823**
营业成本	528	477	1291	2110
毛利	**110**	**201**	**471**	**713**
%营业收入	17.3%	29.6%	26.7%	25.3%
营业税金及附加	6	7	17	27
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	8	8	22	35
%营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	72	79	204	328
%营业收入	11.4%	11.6%	11.6%	11.6%
财务费用	3	3	3	3
%营业收入	0.4%	0.5%	0.2%	0.1%
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	19	0	0	0
营业利润	**37**	**104**	**224**	**320**
%营业收入	5.9%	15.3%	12.7%	11.3%
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	**48**	**104**	**224**	**320**
%营业收入	7.5%	15.3%	12.7%	11.3%
所得税费用	7	15	33	48
净利润	41	88	191	272
归属于母公司所有者的净利润	**40.7**	**88.4**	**190.6**	**272.4**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.12**	**0.26**	**0.57**	**0.81**

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	**57**	**101**	**186**	**273**
取得投资收益收回现金	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-165	-330	-227	-19
其他	-391	0	0	0
投资活动现金流净额	**-556**	**-330**	**-227**	**-19**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	829	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-7	-23	0	0
筹资成本	6	-3	-3	-3
其他	-12	0	0	0
筹资活动现金流净额	**816**	**-26**	**-3**	**-3**
现金净流量	**317**	**-255**	**-45**	**252**

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	830	575	531	783
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	78	83	216	346
存货	61	55	149	244
预付账款	5	4	11	19
其他流动资产	2	2	0	0
流动资产合计	**976**	**720**	**907**	**1391**
可供出售金融资产	75	75	75	75
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	47	47	47	47
投资性房地产	168	168	168	168
固定资产合计	167	477	673	654
无形资产	49	46	44	42
商誉	10	10	10	10
递延所得税资产	7	0	0	0
其他非流动资产	156	156	156	156
资产总计	**1655**	**1700**	**2081**	**2543**
短期贷款	23	0	0	0
应付款项	33	30	81	132
预收账款	14	15	38	62
应付职工薪酬	21	19	51	83
应交税费	4	7	15	22
其他流动负债	48	44	119	195
流动负债合计	**143**	**114**	**305**	**494**
长期借款	97	97	97	97
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	15	0	0	0
其他非流动负债	55	55	55	55
负债合计	**309**	**266**	**456**	**645**
归属于母公司所有者权益	1346	1434	1625	1897
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**1346**	**1434**	**1625**	**1897**
负债及股东权益	**1655**	**1700**	**2081**	**2543**

基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.121	0.263	0.566	0.809
BVPS	4.00	4.26	4.83	5.64
PE	83.08	38.26	17.74	12.42
PEG	0.94	0.43	0.20	0.14
PB	2.51	2.36	2.08	1.78
EV/EBITDA	41.25	22.51	11.32	7.41
ROE	3.0%	6.2%	11.7%	14.4%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士，电子元器件及半导体行业研究组组长。

高小强，多年从业经验，电子元器件及半导体行业研究资深分析师。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，通信设备新财富分析师及 TMT 组组长。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘　露	华东区总经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程　杨	华北区总经理	（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	（8621）68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	（0755）82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看　　好：　相对表现优于市场 中　　性：　相对表现与市场持平 看　　淡：　相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推　　荐：　相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：　相对大盘涨幅在 5%～10%之间 中　　性：　相对大盘涨幅在-5%～5%之间 减　　持：　相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：　由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。