



纺织服装/纺织
证券研究报告-公告点评
2012年02月13日

深纺织 A (000045.sz)

启动偏光片项目增发，迈出战略转型的决定一步

惠毓伦 首席分析师 彭琦 联系人
电话: 010-59136726 电话 021-68829313
eMail: hyl6@gf.com.cn Email: pengqi@gf.com.cn
执业编号: S0260511010003

深纺织 A 启动两条宽幅偏光片生产线增发

公司拟增资公司全资子公司盛波光电建设 TFT-LCD 用偏光片二期项目，共计两条幅宽为 1490mm 的 TFT-LCD 用偏光片生产线，分别为六号线和七号线工程，项目建设期投资约 12.4 亿，铺底流动资金 2.3 个亿。

公司此次增发兼具天时、地利与人和

原材料供应瓶颈在逐步消失，偏光片进口替代的历史时机已经到来。同时公司技术能力提升已经具备量产大尺寸 TFT 用偏光片的能力。

国内高世代线的建设对偏光片需求量大。但国际大厂在国内均只有后端裁切厂，前端厂转移困难，国内偏光片企业将大有可为空间。

公司偏光片业务位于 TFT-LCD 产业链微笑曲线上端，得到国家、政府和股东大力支持。并有机会带动包括上游 TAC 和 PVA 膜生产，以及包括 3D 显示应用在内的衍生产业和超过千亿的市场。

我们认为本次增发可概括为十个字“时机已成熟、此路必须走”

本次增发项目对公司能否顺利实施战略转型非常关键。在包括技术、管理、人才等多方面条件成熟下，增发项目将能迅速帮助公司拉开同行差距，获得规模化优势，步入快速发展道路。

维持公司“推荐”评级

我们判断公司 2012 年在一期产线良率爬坡过程中开支和新设备转固后的折旧带来业绩增长压力，但 2013 年将逐步步入快速的发展轨道，预测 2012 年-2013 年 EPS 分别为 0.04 和 0.25，考虑到公司未来在国内偏光片行业龙头领导地位以及盈利空间和弹性迅速打开，维持对公司的“推荐”评级。

风险提示

项目进展低于预期，日元升值过快，良率爬坡低于预期

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	488.07	637.80	570.32	575.58	1696.45
增长率(%)	34.03%	30.68%	-10.58%	0.92%	194.74%
EBITDA(百万元)	39.84	48.45	45.49	-139.71	145.34
净利润(百万元)	38.02	40.71	41.51	20.36	126.41
增长率(%)	-17.34%	7.09%	1.96%	-50.95%	520.94%
每股收益(元)	0.16	0.12	0.12	0.04	0.25
市盈率	88.72	134.41	75.48	231.64	37.31
市净率	6.84	4.07	2.26	1.64	1.57
EV/EBITDA	85.29	98.27	52.78	-17.72	16.10

数据来源:深圳市纺织(集团)股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.07 元
合理价值	13.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.60	19.17	-29.13
沪深 300	3.53	-6.15	-18.38

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

336/233

主要股东:

深圳市投资控股有限公司

主要股东持股比例 54.26%

流通 A 股比例 69.35%

财务比率

ROE 3.02%

ROA 3.31%

资产负债率 18.69%

2010 年报数据

目录索引

事件描述.....	4
深纺织 A 启动两条宽幅偏光片产线增发.....	4
17 年艰苦创业为待明天开花结果-盛波光电（SAPO）介绍.....	4
偏光片增发项目兼具天时、地利和人和.....	5
国产偏光片规模化进口替代时机成熟.....	5
内地将成为偏光片的主体生产市场.....	10
“人和”共促千亿庞大产业.....	12
总结.....	14
附录：偏光片介绍.....	14
偏光片介绍及原理.....	15
偏光片应用十分广泛.....	16
风险提示.....	16

图表索引

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 深纺织 A 所属偏光片大厂-盛波光电	5
图 3: 偏光片的成本构成 (VA/IPS)	6
图 4: 全球主要偏光片原材料大厂产能扩张	6
图 5: 偏光片价格波动情况 (按季)	7
图 6: 全球主要偏光片厂商产能一览 (万平方米/年)	7
图 7: 全球新增偏光片产能一览.....	7
图 8: 偏光片生产工艺流程.....	9
图 9: 国内面板厂 G5 代线以上偏光片需求分析.....	10
图 10: G5 代线以上国产偏光片自给率存在严重不足	10
图 11: 全球偏光片市场份额对比 (2009-2010)	11
图 12: 全球偏光片供需比例.....	11
图 13: 全球偏光片大厂中国分部.....	12
图 14: 偏光片居于产业微笑曲线上端	13
图 15: 42 寸面板的成本构成比 (偏光片约 8%)	13
图 16: 偏光片作用原理	15
图 17: 偏光片结构	15
图 18: 偏光片生产工艺流程.....	16

事件描述

深纺织 A 启动两条宽幅偏光片产线增发

公司于上周五发布增发公告，拟非公开发行募集资金总额不超过147,093万元，增资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”）来建设 TFT-LCD用偏光片二期项目，共计两条幅宽为1490mm的TFT-LCD用偏光片生产线，分别为六号线和七号线工程，项目建设期投资约12.4亿，铺底流动资金2.3个亿。

本次项目建设投产后，其全资子公司盛波光电将具有三条1490mm宽幅TFT生产线和一条650mm窄幅TFT生产线，以及之前的两条TN/STN生产线和一条窄幅TFT生产线，将形成实际年供应偏光片约2360万平米的生产规模，将远超国内其他偏光片企业，稳居国内偏光片龙头地位。

17 年艰苦创业为待明天开花结果-盛波光电（SAPO）介绍

盛波光电的发展历程基本上折射了中国偏光片产业发展的历程。公司前身是深圳盛波偏光器件有限公司，于1995年由深纺集团与美国ADS公司合资成立并引进国内第一条TN型偏光片中试线。在99年ADS退出的情况下，靠自身研发，打破外资垄断，生产出中国第一张TN型偏光片。99年到2004年是公司的调整期，在同乐凯集团合作后，进一步深化和研发加工工艺，积累的丰富经验，但其间遭遇台韩偏光片边角料倾销的冲击，陷入亏损。

图 1：公司发展历程



数据来源：广发证券研发中心

04 年后，公司通过不断强化技术研发和成本管控，靠自身力量逐步击败韩台企业，夺回 TN/STN 的市场。并在深圳宝安龙华完成了国产化的 2 号线，并于 08 年建设 3 号线，年总生产能力达 280 万平米，并正式改名盛波光电。

2010 年公司认为进军高端 TFT 偏光片生产的时机已经到来，并定向增发完成宽幅 1490mm 4 号线和窄幅 650mm 5 号线的融资，4 号线已完成建设期进入到试产阶段。新生

产基地位于深圳坪山新区，规划用地约8万平米，盛波光电TFT生产线将集中于此。

图 2：深纺织 A 所属偏光片大厂-盛波光电



数据来源：广发证券研发中心

偏光片增发项目兼具天时、地利和人和

国产偏光片规模化进口替代时机成熟

偏光片作为国家重点支持发展的平板显示产业链中最重要的原材料之一，是国家需要国产化替代和重点发展的对象。国内偏光片产业发展将近20年，到现阶段TFT电视产业已经发展趋于成熟的时候，仍还处于仅能生产低端的TN/STN用偏光片和部分3D眼镜的代工业务。其主要原因有两点，

第一，偏光片所用的关键光学膜材料为少数日系厂商所把控，在国内偏光片产业偏小偏弱的情况下，长期以来一直受困于原材料的供应上缺乏话语权。和其他国际偏光片大厂相比没有价格优势。

第二，偏光片产业是一个前期投资大，技术壁垒高的行业，没有强大的客户订单保证以及企业自身长期的技术积累，很难取得进展。

这些情况，在这一两年间已经呈现出非常明显的转变。

国内规模化偏光片企业将得到原料商大力扶持

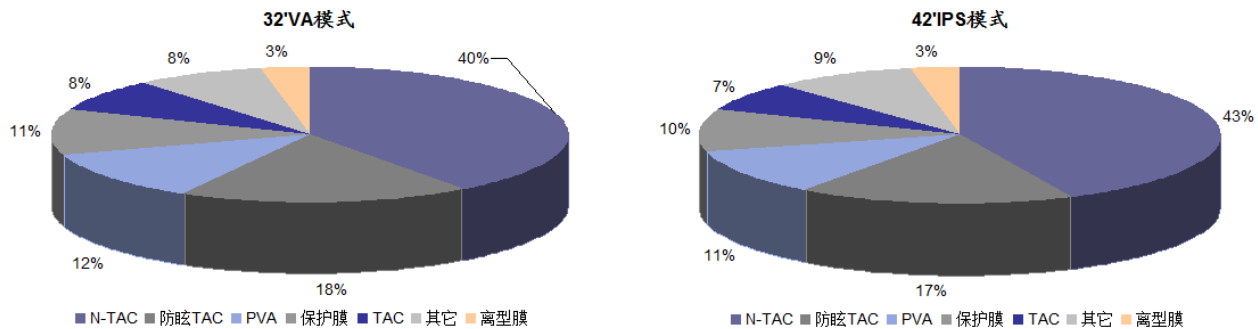
国内的偏光片企业，尤其是上规模的偏光片企业将获得前所未有的支持。从前日本的原料厂商对中国的偏光片企业视而不见，而今这种强弱关系已经开始出现明显地转变，日系原料厂商则非常希望国内能出现具有龙头性质的偏光片厂。

这主要是由于三个方面原因造成。原料产能过剩，膜材料垄断将可能在未来被打破，而全球新增的偏光片产能未来将主要在国内本土企业。

偏光板原材料TAC和PVA总共占偏光片成本约75%，其中TAC成本占比约40-65%，PVA成本占比约10-20%不等。可见，TAC和PVA材料为偏光片的主要原材料，行业中的膜材料垄断现象也主要集中于这两种材料。目前全球TAC膜供应主要集中在富士胶片

以及柯尼卡，而PVA膜则主要集中在日本合成以及可乐丽等几个大厂。在此之前，高度垄断性质的原材料市场让包括台韩企业在内的偏光片厂商在原料采购方面承受很高的材料成本。

图 3: 偏光片的成本构成 (VA/IPS)



数据来源: Displaybank, 广发证券研发中心

随着2009年-2010年市场回暖和对市场预期的提高，主要原材料大厂为了抢占市场份额，迅速扩充了产能。但是随着进入到2011年，电视行业下滑和偏光片行业增速放缓，致使原料厂产能呈现过剩趋势。

图 4: 全球主要偏光片原材料大厂产能扩张

产品	公司	生产线位置	产线数目	合计产能（百万平方米）	产能扩张
TAC	富士胶片	神奈川	4	175	5号线2011年投产
		静岡	4	180	
		九州熊本	6	300	4号线转为宽幅， 7号宽幅线2011年投产
	柯尼卡美能达	日野	2	5	
		神戸	6	220	7号宽幅线2011年投产
	瑞翁化工	高冈	1	30	
			3	45	4号线2011年投产
TAC合计		26	955	2012年有望增至1220	
PVA	可乐丽	爱媛	5	46	6号线计划2012年投产
		玉岛	6	90	在原生产线上扩产产能
	日本合成	岐阜	2	25	
		熊本	3	30	5号线2011年投产
		PVA合计		16	191

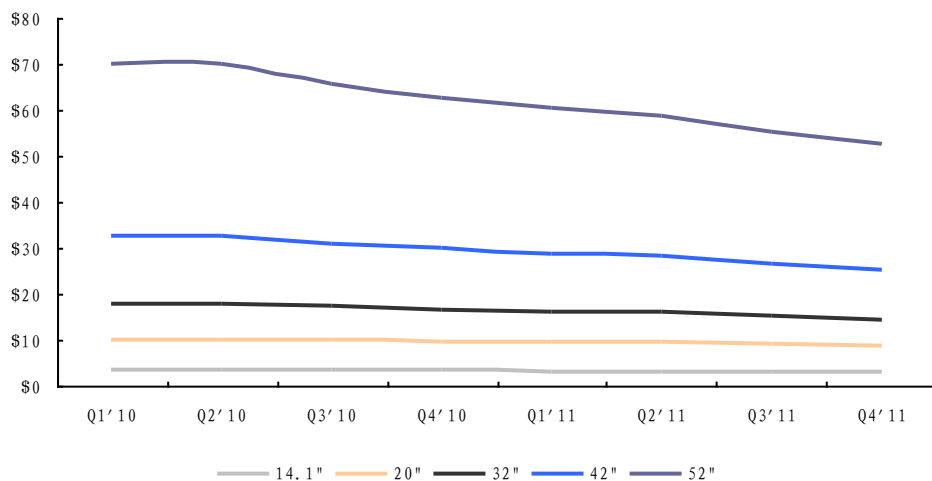
数据来源: 广发证券研发中心

当前全球2010年偏光片的生产量约在2.6亿平米，按照一片偏光片需要两片等面积 of TAC膜，那么对TAC的需求在5.2亿平米左右，而全球2012年的TAC供应将达到12亿平米，远高于需求量。相对TAC，PVA的膜需要在生产过程中进行拉伸，我们测算拉伸的面幅系数为2.5左右的话，2012年PVA的供应量可以满足6.3亿平米的偏光片需求，也是远大于目前全球偏光片所需PVA的量。所以，我们判断，偏光片的上游原材料供应过剩，将非常有利于整个产业的发展。

在上游关键原材料TAC和PVA的供应过剩带来价格下滑，以及近期终端电视需求不

景气，使近期42寸以上大尺寸偏光片价格出现了环比约3-4%的下滑，中小尺寸基本保持稳定。偏光片厂会根据原材料价格波动给面板厂报价，原材料价格的大幅回落预期，对提升偏光片厂整体业绩形成长期利好。

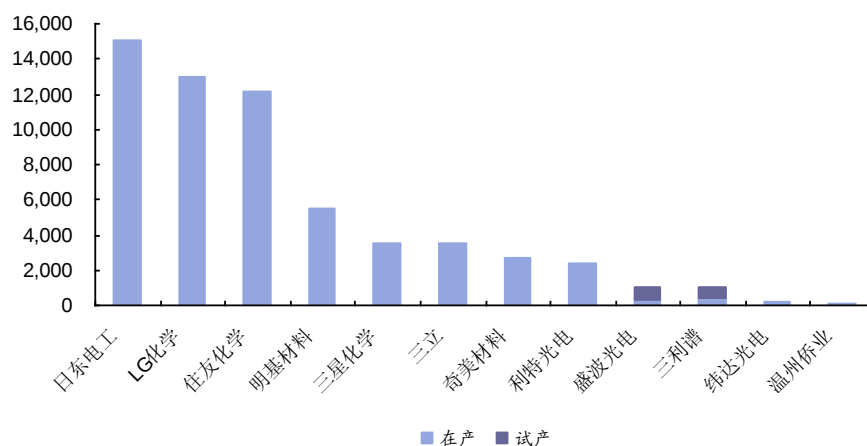
图 5：偏光片价格波动情况（按季）



数据来源：Displaybank，广发证券研发中心

另外，除了产能过剩外，这些原料大厂的垄断地位也正逐步在多方面受到挑战。随着LED电视以及IPS屏幕的广泛应用，呈现COP膜和Acryl替代TAC的趋势，以及其他的新的PC/PET/PMMA解决方案替代TAC膜。目前，包括众多台湾和韩国以及中国内地企业已经在积极的研制量产TAC和PVA膜，使这几家原料供应大厂压力剧增。

图 6：全球主要偏光片厂商产能一览（万平方米/年）



数据来源：Displaysearch，广发证券研发中心

同时，中国新增的偏光片产能是国外原料大厂的亮点和希望。目前老牌的偏光片生产厂商如日东电工已经开始转型不再开出新的产能，LG化学和住友化学也放慢了扩张步伐。韩国ACE和日本三立子因为资金问题，新线项目也处于停滞。现在日系原料厂认为最有发展前景的还是在中国本土的偏光片厂，也有大力支持的必要。

图 7：全球新增偏光片产能一览

厂商	生产线	产能（万平方米）	宽幅（毫米）	状态
日东电工	Onomichi 12	2000	2000	2010年Q2运行
住友化学	Sumica 3	1500	2000	2010年12月运行
LG化学	梧沧8号线	1800	2000	2010年Q3运行
奇美材料	台南4号线	1440	2000	原计划1490线改建2000
	坪山4号线	600-900	1490	试生产中
盛波光电	坪山5号线	200-300	650	2012年年底量产
	坪山6号线	640-1000	1490	拟筹备
	坪山7号线	640-1000	1490	拟筹备
三利谱	2号线	600-800	1490	试生产中
韩国ACE	3号线	1000	1490	资金问题停滞
韩国ACE	4号线	1500	2000	资金问题停滞
日本三立子	5号线	1500	2000	设计问题停滞

数据来源：广发证券研发中心

公司的技术和工艺水平正逐步达到国际水准

偏光片的制造看上去貌似简单，简单的说就是将不同的膜粘合在一起，但实际的工艺和工序上存在相当多的难点需要克服。我们归纳认为主要有三个大的方面决定偏光片厂家的工艺水平。

首先是设备的稳定性和运行管理。

设备运行的稳定度对于偏光片厂至关重要。由于偏光片所用的PVA和TAC膜光学膜很长，在厂区客观条件的限制下，设备装备有数量很多的胶滚轮。每个胶滚轮表面都具有不同的张力，如何保证众多滚轮协调运作的稳定，弯道和槽管设计，动力，排污和后勤等复杂工作，需要有系统化的管理水平以及高要求的设备匹配。

盛波光电从17年前就开始从事偏光片的生产，在当时设备落后的情况下，不断的攻关研发和系统管理经验，赢得市场，目前无论是技术工艺水平还是系统管理能力都是国内最好的。自从国外引进了先进的宽幅1490mm设备机台后，长期的行业积淀帮助公司快速的适应设备运营和管理，设备运营的稳定性也非常理想。

其次是生产的良率。

良率是偏光片厂核心竞争能力的体现。决定良率的因素很多，但主要还是取决于接膜管理，净室管理和断膜管理等。当一卷PVA和TAC的膜用完后，如何快速的接上新膜，保证生产流程流畅运转，如何来克服PVA在生产过程中容易出现的断膜现象，都能体现一个偏光片厂的整体工艺水平。另外，净室管理也是极为关键，贴膜设备运作区净室级别需要达到千级，而干燥箱的净室级别甚至要达到百级，部分区域的净室级别可能要达到10级。如果净室管理出了问题，将严重影响偏光片生产的良率。

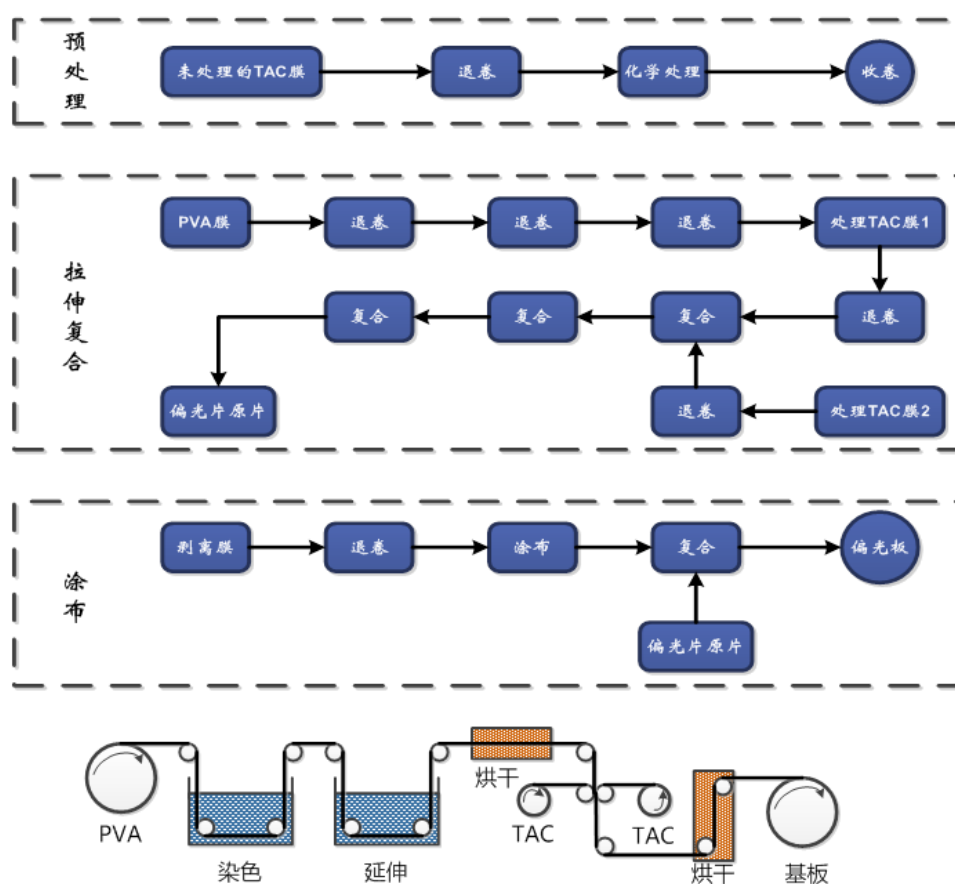
盛波的宽幅一期项目经过长期的建设准备，目前已经投入试生产阶段。净室级别逐步提升以及工艺上对接膜，断膜的处理的经验日趋成熟，预计2012年年底1490宽幅线良率有望能够达到85%以上，进入国际先进行列，同时能大大缩短后期新增的宽幅生产

线的良率爬坡时间。

第三个方面是工艺配方。

偏光片除了透光性、偏振度等物理性能指标以外，对耐高湿和耐温要求很高。那么在工艺的过程中，对于PVA胶，PSA压敏胶等的配比也十分重要。胶水配比等出现问题，影响透气性，使PVA吸收水分过多，将造成片尺寸稳定性变化，如发生翘曲等。同时产品致密要求不同，对胶的要求也会不同，又要具有贴合性强同时也要能够在出现问题时可以撕开，也是对厂家工艺的考验。在这方面，盛波同样具有丰富的胶水配比经验和产品管理经验和更高的产品耐候性。

图 8：偏光片生产工艺流程



数据来源：广发证券研发中心

偏光片生产的主流工艺是延伸法，而延伸法根据延伸工艺又可以分为干法和湿法，其中湿法工艺是目前液晶用偏光片生产的常用方法。偏光片工艺流程主要分为预处理、拉伸复合和涂布三大步，其中尤其是PVA处理的工序最为关键，拉伸的品质、断膜还有干燥箱相关的高净室标准烘干也主要是出现于该环节。

公司根据其厂房结构，设计了相应的走布路线和干燥方案，跨越几个楼面。目前，整个生产线建设已经完毕，后期主要是针对一些细节问题进行调整和改进，并逐步提高良率。

内地将成为偏光片的主体生产市场

国内高世代面板线建设牵动偏光片产业变局

虽然2011年以来，大尺寸面板市场低迷，价格出现了大幅下滑。但我国政府对面板市场还是持乐观态度，认为现在是面板周期性行情的底部。最近，国家已批准京东方合肥8.5代线，而中电熊猫也重新申报了与夏普公司合作的面板10代线项目，有望在年底获得政府批准。据传，后期还有几条高世代将获得批准。未来3-5年，中国内地毫无疑问将成为全球液晶面板的生产和制造中心。

在大尺寸面板产能逐步往国内转移的大背景下，国内高世代面板生产线将逐步实现量产，面板产出量（不含韩厂）有望从2010年的594万平方米，提升至2014年的2432万平方米。故此可推算偏光板的需求面积也将从2010年的1188万平方米，提升至2014年的4864万平方米，潜在需求提升约4倍。

图 9：国内面板厂 G5 代线以上偏光片需求分析

基板世代	面板厂	产线	基板尺寸	基板投入产能（千片/月）				
				2010	2011	2012	2013	2014
5G	京东方	北京	1100*1300	100	100	100	100	100
	龙腾光电	昆山	1100*1300	110	110	110	110	110
	中航光电	上海	1100*1300	90	90	90	90	90
	深超科技	深圳	1200*1300	90	90	90	90	90
6G	京东方	合肥	1500*1850	15	90	90	90	90
	中电熊猫	南京	1500*1800	0	60	90	90	90
7.5G	龙飞光电	昆山	1950*2250	0	0	15	90	90
	三星电子	苏州	1950*2250	no	0	45	90	90
8.5G	京东方	北京	2200*2500	0	15	90	90	90
	华星光电	深圳	2200*2500	0	15	90	90	100
面板产出面积（不含韩厂，万平方米/年）				594	1114	2059	2379	2432
偏光板需求面积（不含韩厂，万平方米/年）				1188	2228	4118	4758	4864

数据来源：广发证券研发中心

与国内偏光片巨大的需求形成鲜明对比的是，目前国内自有的大尺寸偏光片产能。2010-2012年，国内自有大尺寸偏光片供应产能几乎为零，预计到2014年，随着盛波光电和三利谱的产能释放，有望提升至900万平方米，但仍仅为当时国内偏光片需求的19%。在国内偏光片如此低的自给率的推动下，全球偏光片的主体供应链有望逐步转向国内。

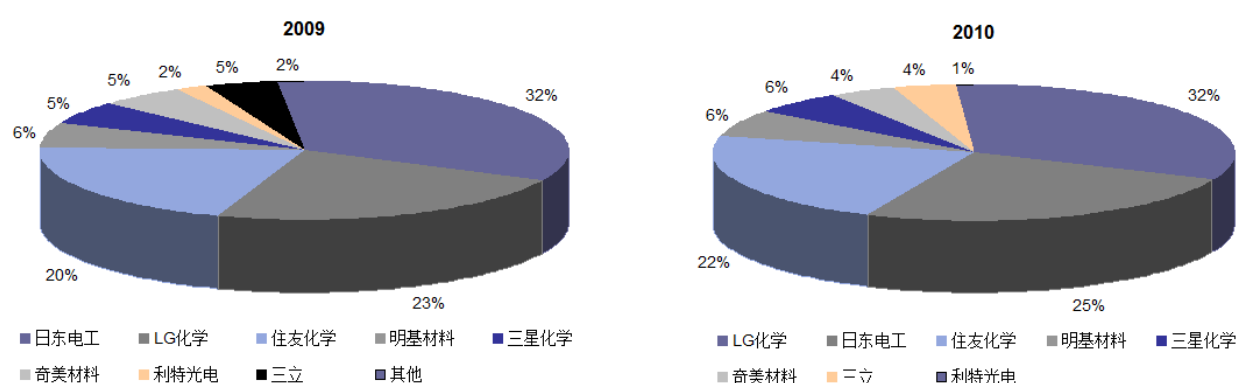
图 10：G5 代线以上国产偏光片自给率存在严重不足

名称	2010	2011	2012	2013	2014
大陆面板厂偏光板需求	1188	2228	4118	4758	4864
大陆自有大尺寸偏光板产能	0	0	100	700	900
需求大于供给的数量	1188	2228	4018	4058	3964
国产自给率	0%	0%	2%	15%	19%

数据来源：广发证券研发中心

在三星、LG以及友达奇美等面板企业对偏光片产能提升自供比例的情况下，从2009年至2010年，全球偏光片厂商市场份额变化情况中我们可以发现，传统的专业偏光片厂商如日东电工、力特光电和三立子公司的市场份额都出现了不同程度的下滑，而具有下游垂直整合优势的偏光片厂商如LG化学和三星化学的市场份额都出现了提升。力特光电已几乎退出市场，而三立子新线项目出现问题，经营上也陷入困境。随着京东方和华星光电，中电熊猫以及天马等面板公司的崛起，客观条件下为国内的偏光片企业发展和成长带来机会。

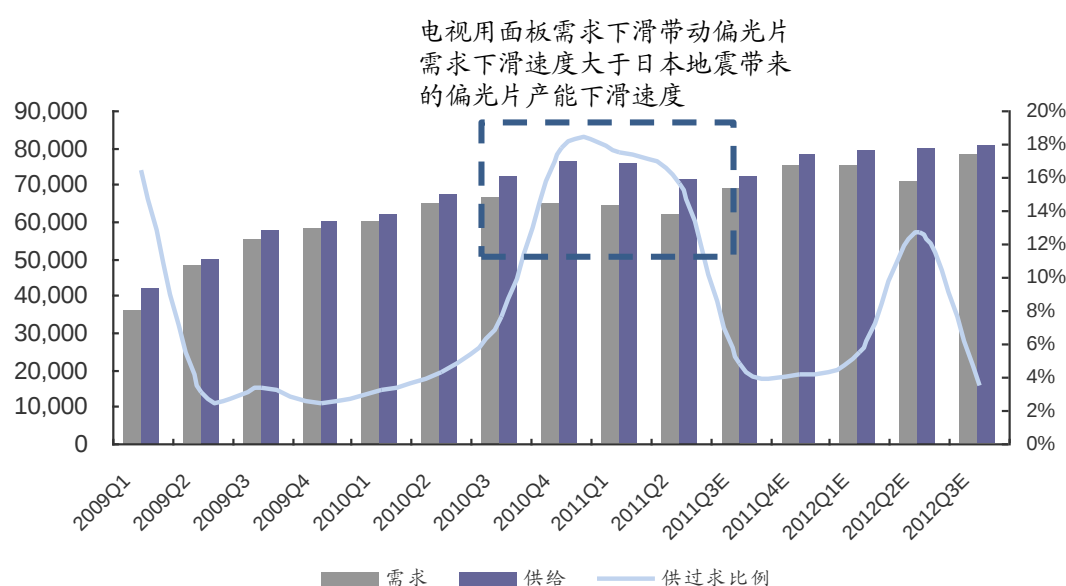
图 11：全球偏光片市场份额对比（2009-2010）



数据来源：广发证券研发中心

从2010年3季度至2011年2季度的全球偏光片的供需对比中可以发现，由于电视用面板需求下滑带动偏光片需求下滑的速度大于日本地震带来的偏光片产能下滑的速度，使得这段期间全球偏光片市场出现了产能过剩，国外许多偏光片厂商都蒙受了不同程度的损失，纷纷减缓或放弃扩产计划。考虑面板行业的周期波动性，拥有客户优势的国内偏光片企业如果能此时逆市而上，将迎来的难的发展机遇。

图 12：全球偏光片供需比例



数据来源: displaysearch, 广发证券研发中心

目前全球偏光片大厂在中国设有多家子公司,但偏光板方面基本都是以后端的裁切工艺做配套为主,主机前端产能均没有放到国内。故此,国内的偏光片厂商在产品的成本、供货灵活、技术服务配套等方面形成的地利优势是国外偏光片厂所不能比的,使得其相对比较容易打入下游面板厂商,形成本土配套,从而赢得国内市场。

图 13: 全球偏光片大厂中国分部

公司	分公司	地点	主要产品
住友化学	住友化学电子材料有限公司	上海	偏光板
	住友化学电子材料有限公司	无锡	偏光板和导光板
	住友化学华北电子材料有限公司	北京	偏光板和其它LCD部件
LG化学	乐金化学显示材料有限公司	北京	偏光板
	乐金化学信息与电子材料有限公司	南京	偏光板、电池
日东电工	上海日东光学有限公司	上海	光学膜
	日东电工(苏州)有限公司	苏州	FPC、偏光板
	深圳日东光学有限公司	深圳	大尺寸偏光板
明基材料	明基材料有限公司	苏州	偏光板
奇美材料	宁波奇美材料有限公司	宁波	偏光板、光学膜

数据来源: 广发证券研发中心

“人和”共促千亿庞大产业

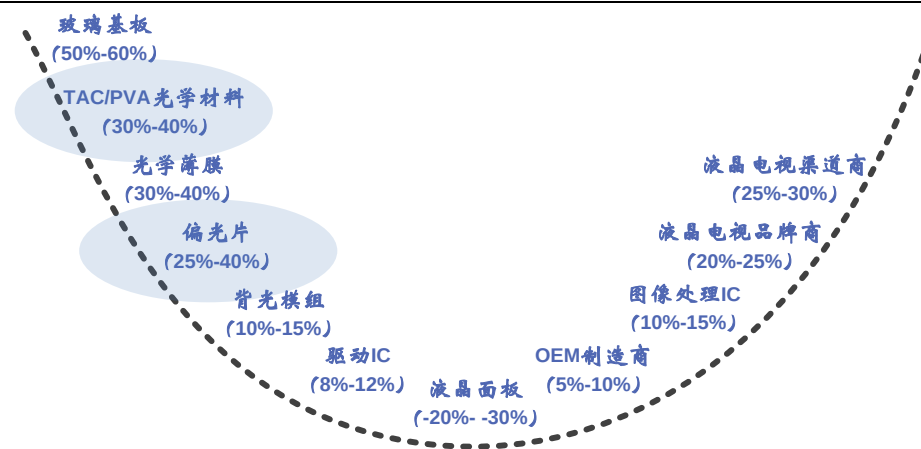
国家对扶持液晶面板行业可谓不遗余力。除了在资金上大力支持国内面板企业的发展以外，还将进一步的通过调整关税来扶持本土企业发展。2013年对于面板的进口关税将很有可能由原来的3-5%个点提升到5-8%甚至更高，同时也将有力的配合国内高世代产能的放出。

同样，公司所在的深圳市政府同样将TFT-LCD产业作为战略支柱产业。深圳市到2010年累积投资达到510亿元，启动相关的显示器件建设。平板显示产业的总收入也达到了1200亿，工业增加值300亿元。

公司作为处于LCD产业微笑曲线上端和关键材料组建供应的企业，一直都是深圳市重点支持和关怀的高新企业，09年就由当时常务副市长许勤牵头，明确对公司在项目用地、资金筹措和优惠政策等方面具体扶持方法。包括市委书记王荣和市长许勤在内的市领导出席了盛波光电的奠基典礼。其控股母公司深投公司也是非常看好和支持公司未来发展，积极出资认购公司增发项目股票。

同时，国内大型面板企业，对偏光片这样的关键组件进口替代的愿望更为强烈。无论是从供应安全还是成本考量，都希望看到国内能出现一到两家强大的本土专业偏光片厂，并相应带动包括TAC，PVA，PET等光学基膜，和从偏光片衍生出来的相关千亿产业。现在从各个角度上来看，深纺织A下的盛波光电是最具有能力来担负这个历史使命的公司。

图 14：偏光片居于产业微笑曲线上端

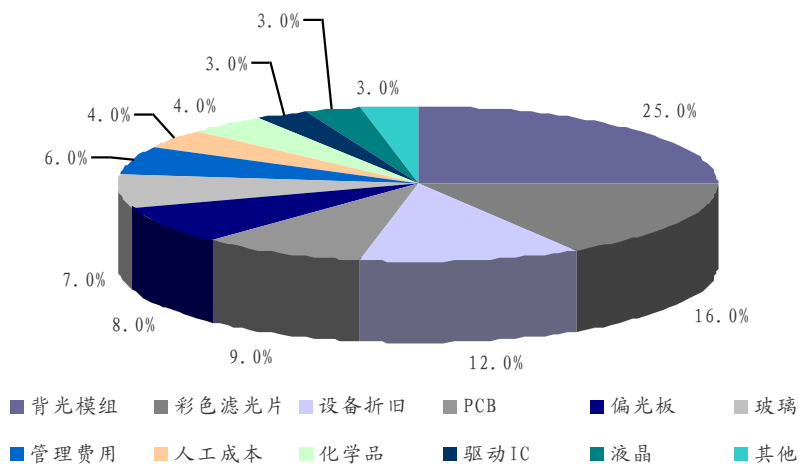


数据来源：displaysearch, 广发证券研发中心

如果按照42寸面板的成本构成来看，偏光片的市场空间和玻璃基板差不多。考虑到未来柔性显示发展趋势，偏光片的市场空间甚至有望超过玻璃基板。同时，偏光片发展尚还没有太多涉及专利方面的问题，适合国内企业去做大做强。

从市场空间角度来看，我们预测2015年全球偏光片需求量将可达到4亿平方米，如果按照每平米30美金来计算，将形成120亿美金的市场。对于国内最大的偏光片龙头企业盛波光电来说，取30%则将存在至少36亿美金的进口替代空间，市场前景非常可观。

图 15：42 寸面板的成本构成比（偏光片约 8%）



数据来源: Displaysearch, 广发证券研发中心

总结

本次增发是公司战略转型成功与否的最关键一步,2012年也是公司驶入快车道的元年

对于此次增发项目,虽然存在项目爬坡和设备转固后对公司财务和利润水平带来压力,但我们的观点十分明确,可概括为十个字“时机已成熟,此路必须走”。

首先,关于市场和产业方面的有利条件,以及偏光片国产化替代到了最佳时机的观点,我就不再重复累牍。

更关键的,是公司自身的经验积累和技术能力已经具备有运营大尺寸TFT用偏光片生产的能力。通过一期工程的建设 and 良率爬坡经验,后期的两台新增设备购置后,投入生产的时间将较一期工程建设时间跨度大幅缩短。在经过长时间的积累和摸索后,到了要加速拉开同竞争对手差距的时候了。

最后,从偏光产业来看,只有具备至少3条宽幅生产线能力,才能初步具备了规模化经营的优势。才能确保公司的生产能力能满足客户一部分订单量的要求,否则仅一条宽幅生产线。不仅供应量小,在原材料的获取方面也相对处于劣势。而规模化经营也有利于公司吸纳更多的优秀技术人才,形成更强的运营团队,走上健康快速发展的道路。

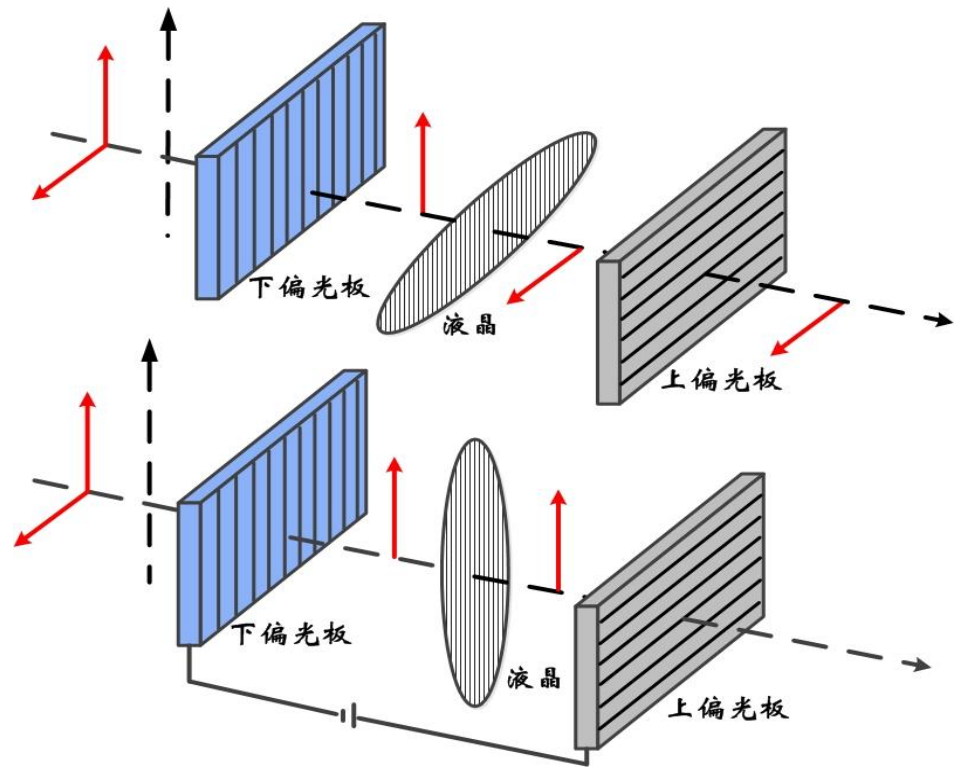
因此,我们认为此次增发,是公司做大做强的最关键一步,而2012年也是公司发展的最关键一年,是驶入发展快车道的元年。

附录: 偏光片介绍

偏光片介绍及原理

偏光片是一种由偏光机体、内保护膜、粘合剂以及外保护膜等多种光学特性膜层压而成的复合膜。其有一个绰号叫“光学开关”，是液晶显示体系下最不可缺少的组成部分，没有偏光片，则无法正常显示图像效果。

图 16: 偏光片作用原理



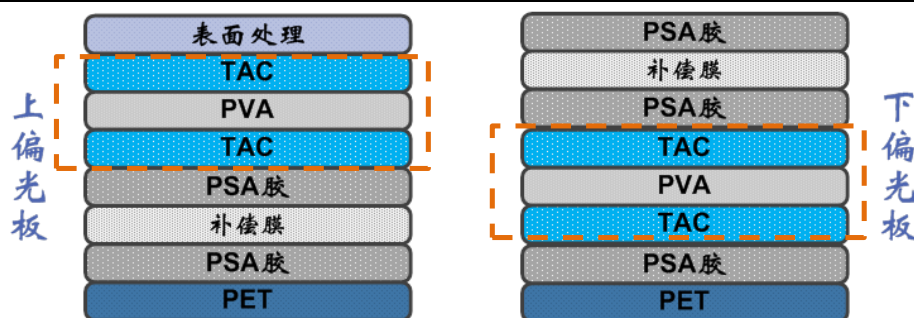
数据来源：广发证券研发中心

偏光片在液晶面板显示过程中起到了开关的作用。一般在TFT不通电的情况下，自然光透过下偏光片就变成竖直方向的偏振光，再透过液晶后偏振方向发生90度转动，偏转为水平偏转光，正好透过上偏光片。同理，在TFT通电的情况下，液晶排列将改变使得竖直偏振光透过后不再偏转，这样背光就无法透过液晶面板了。

偏光片的核心组成部分是由两层三醋酸纤维素薄膜(TAC)外夹住一层聚乙烯醇(PVA)贴合而成。在这基本结构中加入一些特殊化学性能的材料还可以增加偏光片的性能，如增加可视角度、提高显色性和防眩等。

一般TFT液晶模组需要两片偏光片，分为上偏光和下偏光，且构成略有不同，但核心是1片PVA+2片TAC。

图 17: 偏光片结构

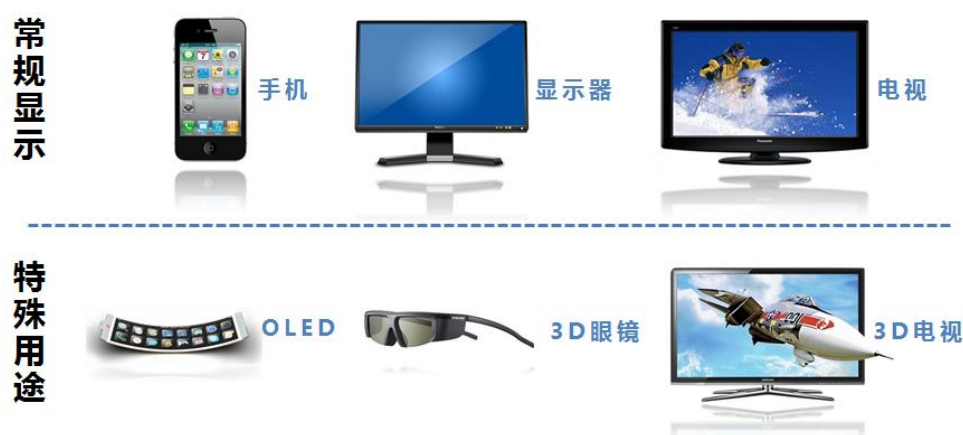


数据来源：广发证券研发中心

偏光片应用十分广泛

偏光片用途很多，最为常见的就是应用于一些常规显示器，如手机屏幕，液晶显示器屏幕和电视屏幕等，只要有屏和需要成像显示，就需要用到偏光片。现阶段，偏光片在3D中的应用，主要还是3D眼镜。但随着新的3D应用的加快和新显示技术的开发，偏光片的应用也更加广泛。

图 18: 偏光片生产工艺流程



数据来源：广发证券研发中心

风险提示

- 项目建设速度远低于预期
- 良率爬坡速度低于预期
- 日元升值太快带来原材料成本上扬

资产负债表

单位: 百万元

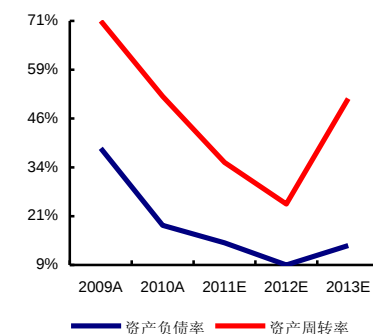
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	237	976	951	2,481	2,824
货币资金	101	830	828	2,337	2,473
应收及预付	94	83	82	86	231
存货	42	61	41	58	120
其他流动资产	0	2	0	0	0
非流动资产	565	679	665	664	648
长期股权投资	46	47	47	47	47
固定资产	220	166	151	139	115
在建工程	2	155	155	155	155
无形资产	60	59	68	79	87
其他长期资产	238	251	244	244	244
资产总计	803	1,655	1,617	3,145	3,472
流动负债	246	143	133	170	371
短期借款	101	2	0	0	0
应付及预收	145	120	133	170	371
其他流动负债	0	21	0	0	0
非流动负债	63	167	97	97	97
长期借款	25	97	97	97	97
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	70	0	0	0
负债合计	309	309	229	267	467
股本	245	337	337	507	507
资本公积	119	840	840	2,140	2,140
留存收益	129	170	211	232	358
归属母公司股东权益	493	1,346	1,387	2,878	3,005
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	803	1,655	1,617	3,145	3,472

利润表

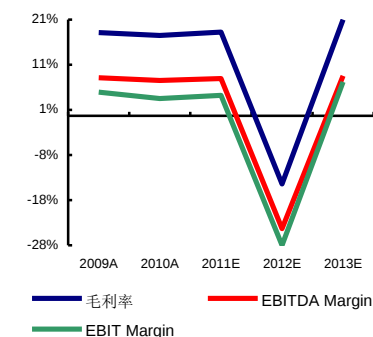
单位: 百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	488	638	570	576	1696
营业成本	401	528	468	660	1345
营业税金及附加	4	6	6	6	19
销售费用	14	8	7	7	21
管理费用	45	72	64	63	188
财务费用	2	3	-6	-10	-2
资产减值损失	9	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	27	19	8	15	13
营业利润	42	37	39	-136	139
营业外收入	2	11	10	155	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	43	48	49	19	149
所得税	5	7	7	-1	22
净利润	38	41	42	20	126
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38	41	42	20	126
EBITDA	40	48	45	-140	145
EPS (元)	0.16	0.12	0.12	0.04	0.25

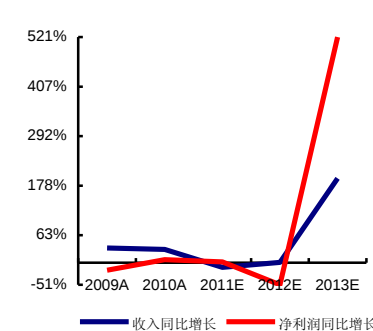
资产负债率趋势



经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位: 百万元

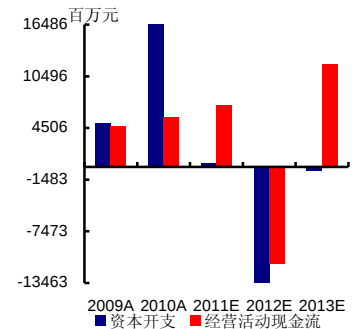
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	47	57	72	-112	118
净利润	38	41	42	20	126
折旧摊销	15	25	20	21	22
营运资金变动	2	7	36	17	-7
其它	-8	-16	-26	-170	-23
投资活动现金流	-66	-556	4	150	18
资本支出	-50	-165	-4	135	4
投资变动	-17	19	8	15	13
其他	1	-410	0	0	0
筹资活动现金流	36	815	-78	1,471	0
银行借款	146	209	-2	0	0
债券融资	-91	-215	-76	0	0
股权融资	0	829	0	1,471	0
其他	-19	-7	0	0	0
现金净增加额	17	316	-2	1,509	136
期初现金余额	84	101	830	828	2,337
期末现金余额	101	418	828	2,337	2,473

主要财务比率

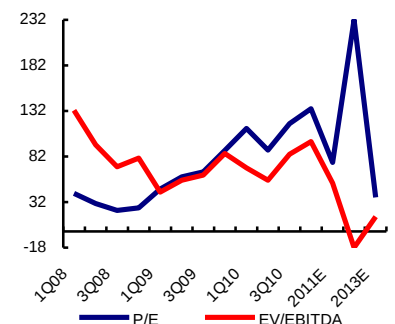
单位: %

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	34.0%	30.7%	-10.6%	0.9%	194.7%
营业利润	51.9%	-10.1%	4.9%	-446.0%	202.2%
归属于母公司净利润	-17.3%	7.1%	2.0%	-51.0%	520.9%
获利能力					
毛利率	17.9%	17.3%	18.0%	-14.7%	20.7%
净利率	7.8%	6.4%	7.3%	3.5%	7.5%
ROE	7.7%	3.0%	3.0%	0.7%	4.2%
ROIC	8.4%	5.5%	5.9%	-49.6%	31.1%
偿债能力					
资产负债率	38.5%	18.7%	14.2%	8.5%	13.5%
净负债比率	5.0%	-52.8%	-52.7%	-77.8%	-79.1%
流动比率	0.96	6.84	7.18	14.56	7.62
速动比率	0.67	6.38	6.75	14.10	7.19
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.52	0.35	0.24	0.51
应收账款周转率	21.62	14.60	16.25	16.31	15.98
存货周转率	14.72	10.22	11.40	11.39	11.18
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.12	0.12	0.04	0.25
每股经营现金流	0.19	0.17	0.21	-0.22	0.23
每股净资产	2.01	4.00	4.12	5.68	5.93
估值比率					
P/E	88.7	134.4	75.5	231.6	37.3
P/B	6.8	4.1	2.3	1.6	1.6
EV/EBITDA	85.3	98.3	52.8	-17.7	16.1

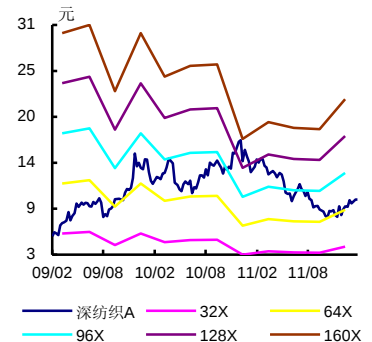
资本支出与经营活动现金流



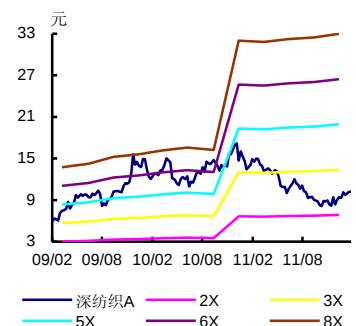
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

彭琦，研究助理，同济大学技术经济和管理硕士，7 年电子和半导体行业从业经验，曾就职于英特尔，泰科电子等公司。2010 年进入长江证券从事电子行业证券研究，2011 年 11 月加入广发证券。联系方式：pengqi@gf.com.cn，021-68829313。

樊飞，研究助理，浙江大学光电系学士，香港科技大学电子计算机工程系哲学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：fanfei@gf.com.cn，020-87555888-8615。

相关研究报告

深度报告：光学膜进口替代势在必行

2011-08-28 彭琦

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。