

客户欠款债转股，短期回款受损、但长期受益

公司研究简报

◆公司发布公告：韩国 DS 所欠货款部分转股

11 月 19 日晚，公司发布公告，由于韩国 DS 面临财务风险，公司与韩国 DS 协商后，就其所欠母公司、新硕特、吴江泰美的货款进行如下处理：

母公司：对 DS 应收账款 114 万美元（逾期 37 万），韩国 DS 以 DS 亚洲 0.80% 股权作价 98 万美元清偿，收回 86%；

新硕特：对 DS 应收账款 129 万美元（逾期 75 万），韩国 DS 以 DS 亚洲 0.93% 股权作价 114 万美元清偿，收回 88%；

吴江泰美：对 DS 应收账款 298 万美元（逾期 53 万），目前 DS 尚能按约付款，但为了保证应收账款安全，吴江泰美已向中国出口信用保险公司提交了《可能损失通知书》。

◆短期回款受损、但长期受益，风险已降到最低

DS 是给三星供应背光模组的主要厂商之一，也是公司为三星供应光学膜的直接客户之一。

公司母公司和新硕特“债转股”，短期内影响公司回款，转通过未来数年的投资收益收回，但对于公司掌控渠道，稳固与三星的合作关系十分有利。DS 亚洲已从韩国 DS（上市公司）剥离（财务风险和波动性降低），但作为韩系背光模组的重要布局，DS 和三星都不会轻易放弃，公司持有 DS 亚洲部分股权后，除强化该渠道外，部分款项也将直接从三星发出。

吴江泰美方面，公司对所有 298 万美元应收账款均有保险，根据中信保“由破产、无力偿付债务、拖欠等其它商业风险造成损失的最高赔偿比例为 90%”的条例，我们判断收回比例可能也将在 85-90% 左右。此外，吴江泰美近期也拿到三星一级供应商资格，将助力公司导光板业务顺利提升。

总的来说，在 DS 面临财务风险的情况下，公司管理层处理周到且及时，已努力化解风险、将损失降到最低，显示公司今年来内控措施（公司是今年创业板在江苏唯一一家内控试点）初见成效。

◆向中小尺寸、背光模组外转型成功，Q4 穿越行业周期

公司 10 月收入 2.15 亿元，归属母公司净利润 1836 万元，与 Q3 的 5.54 亿收入、4207 万净利润相比，明显穿越周期和季节性水平，除了 10 月大尺寸景气继续不错外，公司成功转型中小尺寸和背光模组以外领域是重要原因，明年苹果以外大客户的移动终端产品将是重要看点。

尽管短期回款受影响，但坏账准备降低、Q4 超出季节性水平，短期业绩仍有保障，我们维持 2012-2014 盈利预测 0.75、1.01、1.32 元，维持买入评级，目标价 25 元。

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	768	1,194	1,906	2,611	3,484
营业收入增长率	75.15%	55.37%	59.66%	36.98%	33.45%
净利润（百万元）	83	100	151	202	265
净利润增长率	58.52%	20.70%	50.40%	33.94%	31.26%
EPS（元）	0.41	0.50	0.75	1.01	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.44%	8.53%	11.71%	14.12%	16.39%
P/E	40	33	22	17	13
P/B	3	3	3	2	2

买入（维持）

当前价/目标价：16.66/22.00 元

目标期限：6 个月

分析师

蒯剑（执业证书编号：S0930512060001）

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人

胡誉镜

021-22169328

huyi@ebsecn.com

汪磊

021-22169160

wanglei_yjs@ebsecn.com

市场数据

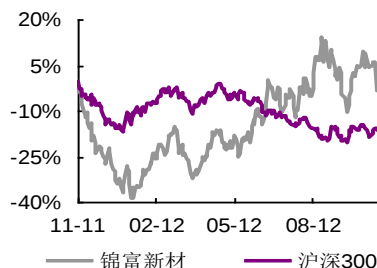
总股本(亿股)：2.04

总市值(亿元)：34.06

一年最低/最高(元)：10.20/19.30

近 3 月换手率：56.45%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.45	10.56	24.21
绝对	-9.20	4.58	7.65

相关研报

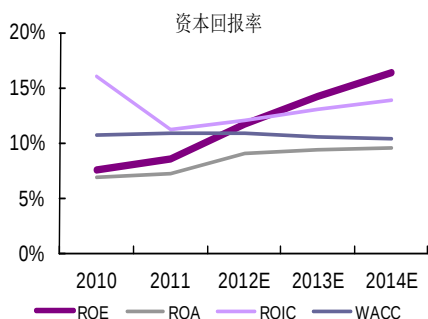
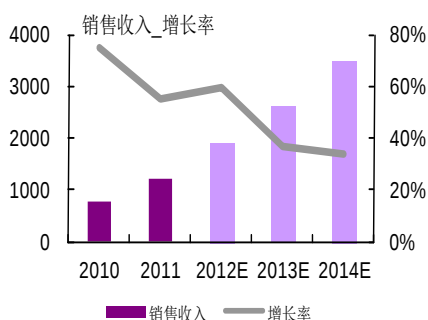
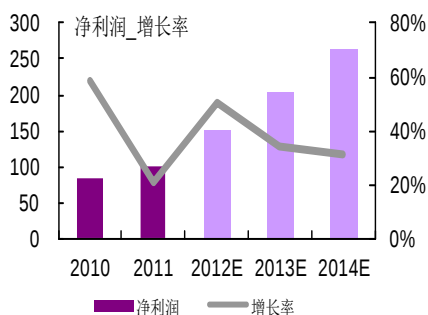
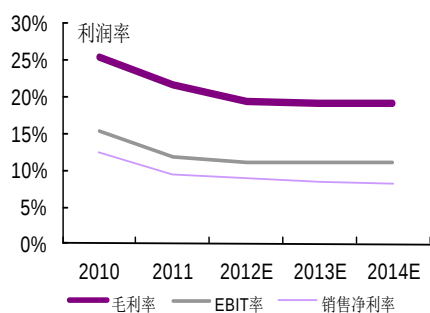
背光模组以外开始突破，移动终端未来大有可为

..... 2012-10-22

大尺寸领域稳定增长，移动终端前景广阔

..... 2012-10-17

大尺寸面板及移动终端向好，三季度略超



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	768	1,194	1,906	2,611	3,484
营业成本	574	935	1,534	2,108	2,820
折旧和摊销	10	21	26	28	30
营业税费	0	2	2	2	3
销售费用	19	32	47	63	82
管理费用	51	76	109	146	192
财务费用	4	3	8	19	33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0
营业利润	115	136	206	271	352
利润总额	116	137	206	272	352
少数股东损益	13	13	18	21	24
归属母公司净利润	82.96	100.13	150.59	201.70	264.74

2010	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	1,404	1,586	1,878	2,400	3,016
流动资产	1,267	1,221	1,484	1,994	2,609
货币资金	887	616	572	783	1,045
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	250	356	550	727	936
应收票据	13	24	36	47	60
其他应收款	4	21	19	24	31
存货	94	153	246	328	425
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	20	38	38	38	38
固定资产	79	225	251	261	261
无形资产	15	46	44	41	39
总负债	250	348	511	869	1,274
无息负债	113	241	386	530	709
有息负债	137	107	125	339	565
股东权益	1,154	1,238	1,367	1,531	1,742
股本	100	200	200	200	200
公积金	832	737	752	772	799
未分配利润	182	237	334	456	617
少数股东权益	40	64	82	103	127

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-46	38	45	115	177
净利润	83	100	151	202	265
折旧摊销	10	21	26	28	30
净营运资金增加	262	224	376	366	436
其他	-400	-307	-507	-481	-554
投资活动产生现金流	-74	-219	-60	-40	-30
净资本支出	54	151	60	40	30
长期投资变化	20	38	0	0	0
其他资产变化	-148	-408	-120	-80	-60
融资活动现金流	946	-81	-30	137	115
股本变化	25	100	0	0	0
债务净变化	118	-30	18	215	226
无息负债变化	132	128	145	144	179
净现金流	824	-273	-45	211	262

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	75.15%	55.37%	59.66%	36.98%	33.45%
净利润增长率	58.52%	20.70%	50.40%	33.94%	31.26%
EBITDA/EBITDA 增长率	62.97%	25.84%	47.87%	32.74%	30.57%
EBIT/EBIT 增长率	63.18%	18.51%	51.46%	35.52%	32.92%
估值指标					
PE	40	33	22	17	13
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	9	20	15	12	10
EV/EBIT	10	23	17	13	11
EV/NOPLAT	12	28	20	16	13
EV/Sales	2	3	2	1	1
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.34%	21.63%	19.50%	19.26%	19.05%
EBITDA 率	16.74%	13.56%	12.56%	12.17%	11.91%
EBIT 率	15.50%	11.82%	11.21%	11.09%	11.05%
税前净利润率	15.15%	11.48%	10.79%	10.40%	10.11%
税后净利润率 (归属母公司)	10.80%	8.39%	7.90%	7.73%	7.60%
ROA	6.81%	7.14%	8.98%	9.28%	9.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.44%	8.53%	11.71%	14.12%	16.39%
经营性 ROIC	15.92%	11.13%	12.06%	12.96%	13.92%
偿债能力					
流动比率	5.07	3.51	2.90	2.29	2.05
速动比率	4.69	3.07	2.42	1.92	1.72
归属母公司权益/有息债务	8.12	10.96	10.31	4.21	2.86
有形资产/有息债务	10.05	13.92	14.37	6.83	5.19
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.41	0.50	0.75	1.01	1.32
每股红利	0.20	0.20	0.30	0.39	0.51
每股经营现金流	-0.23	0.19	0.22	0.57	0.89
每股自由现金流(FCFF)	-1.04	-1.15	-1.17	-0.69	-0.59
每股净资产	5.57	5.87	6.43	7.14	8.08
每股销售收入	3.84	5.97	9.53	13.05	17.42

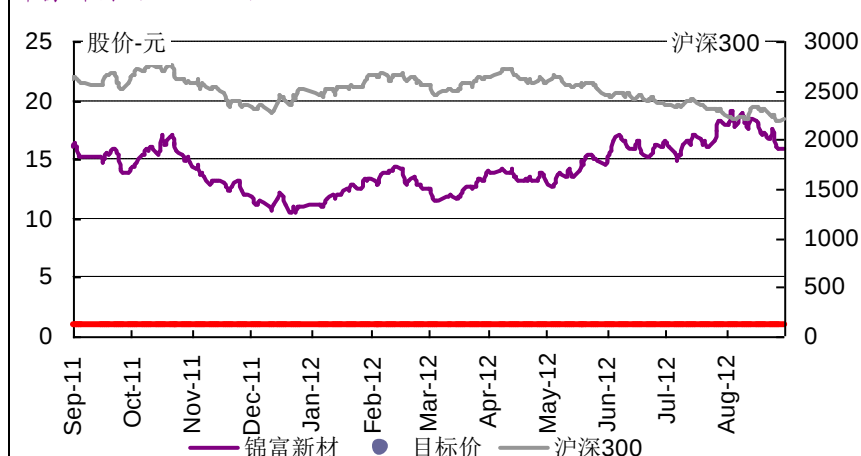
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

锦富新材（300128）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2011-06-27	18.58	20.00	增持
2012-07-09	15.89	20.00	增持
2012-07-16	15.16	20.00	买入
2012-08-19	16.11	20.00	买入
2012-08-22	17.40	22.00	买入
2012-10-14	17.08	22.00	买入
2012-10-18	17.47	22.00	买入
2012-10-22	18.17	25.00	买入

买入—	增持—	中性—
减持—	卖出—	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易团队	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebcn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebcn.com
上海	李立志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	-	lidz@ebcn.com
	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	-	lix1@ebcn.com
深圳	黄鹏华(执行董事)	0755-83024396	-	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	-	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	-	jianghong1@ebcn.com
	罗德锦	0755-83024064	-	luodj@ebcn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebcn.com
企业客户	吴江	010-56513030	-	wujiang@ebcn.com
	杨月	010-56513033	-	yangyue1@ebcn.com
	顾超	021-22169485	-	guchao@ebcn.com
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	-	puwn@ebcn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	-	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	-	qidw@ebcn.com