



电子元器件/信息技术

首次覆盖

深纺织 A (000045)

国企改革提速，偏光片国产化或见曙光

评级: 增持

目标价格: 15.00

当前价格: 10.72

2014.11.27

	牟卿 (分析师)	毛平 (分析师)
	021-38675853	021-38674931
	mouqing@gtjas.com	maoping013355@gtjas.com
证书编号	S0880514050001	S0880513070006

本报告导读:

国内高世代面板线陆续新建投产, 带动上游材料国产化需求; 控股股东启动国企改革, 公司有望先行先试, 提高订单能见度及产线良率, 业绩有望在 2015 年迎来反转。

投资要点:

- **首次覆盖, 给予增持评级。**我们预计 2014~2016 年净利-1.01、1.24、2.47 亿, EPS 为-0.20、0.25、0.49 元, 有望在 1H15 即扭亏为盈。创新材料行业可比公司 2015 年平均 PE 为 56 倍, 考虑市值较小和业务稀缺性, 给予溢价, 首次覆盖目标价 15.0 元, 对应 2015 年 60 倍 PE。
- **控股股东启动国企改革, 公司有望先行先试。**由于内部机制未理顺, 仅靠公司自身努力难以突破偏光片关键工艺; 虽此前引入 TCL 和日东电工的尝试受阻, 但我们认为公司引进外援的步伐并未停止。据深圳国资委官网, 公司控股股东深投控已于 2014 年 10 月成立国企改革领导小组, 公司有望先行先试, 加快引进外部技术和资金, 从而有望在 2015 年实现整体扭亏为盈。我们测算公司即使扩产 300%, 国内市占率仍仅 1/3; 并且偏光片一旦突破, 未来借助大平台及和面板厂的深度合作, 有望渗透进其他高毛利先进光学膜市场。
- **LCD 面板国产化带来上游偏光片材料的大机遇。**大陆 LCD 面板 2014-16 年产能以年复合 30% 以上的速度高速增长, 为本土上游原材料供应商创造了巨大的本土市场; 我们预计大陆 LCD 偏光片市场需求未来三年有望翻倍, 达到 150 亿元, 偏光片占液晶面板成本 20% 以上, 仅次于玻璃基板, 但国产化率不到 5%。本土面板公司的材料进口替代意愿强烈, 因此上游产品空间广阔。在海外偏光片企业中, 不乏技术成熟, 但经营困难的企业, 急需大陆市场扭转困境, 在产业政策的鼓励和合作模式的深化下, 国际合作的机会已渐行渐近。
- **催化剂:** 1) 技术取得突破, 国企改革提速; 2) 下游客户订单放量。
- **风险提示:** 国企改革力度低于预期, 日韩元贬值加剧竞争压力。

交易数据

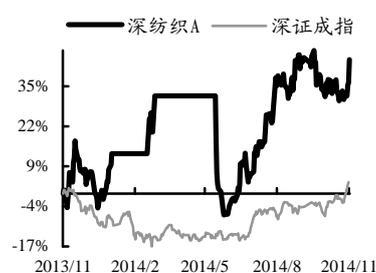
52 周内股价区间 (元)	6.86-11.31
总市值 (百万元)	5,430
总股本/流通 A 股 (百万股)	507/406
流通 B 股/H 股 (百万股)	49/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	9.21
日均成交值 (百万元)	94.48

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,249
每股净资产	4.44
市净率	2.4
净负债率	-38.36%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.00	-0.02
Q2	0.00	-0.02
Q3	0.02	-0.03
Q4	0.08	-0.13
全年	0.10	-0.20

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	5%	42%
相对指数	-1%	-7%	38%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	845	1,131	1,013	2,006	2,828
(+/-)%	19%	34%	-10%	98%	41%
经营利润 (EBIT)	-106	78	-111	106	264
(+/-)%	-389%	-173%	-242%	195%	150%
净利润	-81	47	-101	125	247
(+/-)%	-266%	-158%	-313%	224%	98%
每股净收益 (元)	-0.24	0.10	-0.20	0.25	0.49
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-13.5%	-18.3%	-11.7%	3.7%	8.7%
净资产收益率 (%)	-6.2%	2.1%	-4.6%	5.4%	9.6%
投入资本回报率 (%)	-9.3%	-15.3%	-7.7%	4.4%	11.7%
EV/EBITDA	-99.7	-41.6	204.7	23.8	13.1
市盈率	-60.8	104.3	-48.8	39.5	19.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.27

股票研究

信息科技
电子元器件

深纺织 A (000045)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 15.00

当前价格: 10.72

2014.11.27

公司网址

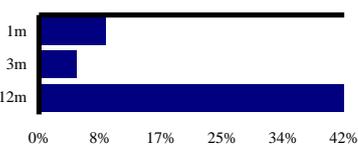
www.chinasthc.com

公司简介

公司是中国最早的国有上市公司之一，主要从事 LCD 用偏光片、纺织服装及其相关产品的生产与贸易和物业经营管理。

公司全资子公司盛波光电是“国家高新技术企业”，也是国内最早进入偏光片研发和生产领域的企业，是目前国内生产规模最大的偏光片生产研发企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

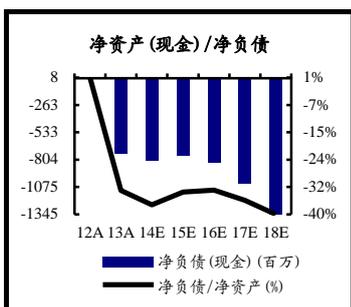
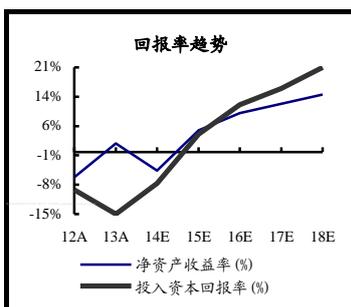
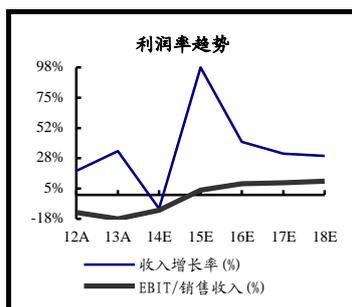
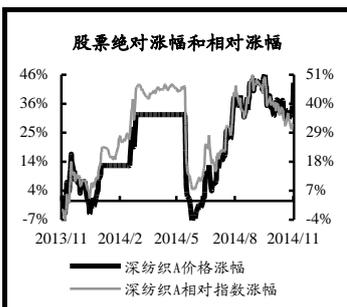
6.86-11.31

市值 (百万)

5,430

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	845	1,131	1,013	2,006	2,828	3,724	4,850
营业成本	809	1,088	965	1,688	2,255	2,952	3,783
税金及附加	8	8	7	12	17	22	29
销售费用	9	11	10	20	28	37	48
管理费用	125	143	152	181	255	335	436
EBIT	-114	-208	-118	74	247	348	516
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	258	0	15	0	10	0
财务费用	0	-27	-7	-17	-17	-21	-28
营业利润	-106	78	-111	106	264	379	545
所得税	-17	55	0	21	47	64	92
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	-81	47	-101	125	247	345	483
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	232	949	1,021	991	1,070	1,281	1,607
其他流动资产	328	629	577	931	1,216	1,547	1,951
长期投资	273	238	238	238	238	238	238
固定资产合计	961	941	823	721	681	577	440
无形及其他资产	86	94	91	88	85	82	78
资产合计	1,881	2,852	2,750	2,968	3,290	3,725	4,315
流动负债	308	242	241	335	409	498	606
非流动负债	269	312	312	312	312	312	312
股东权益	1,303	2,298	2,197	2,322	2,569	2,915	3,397
投入资本(IC)	1,380	1,660	1,500	1,668	1,847	1,993	2,163
现金流量表							
NOPLAT	-113	-225	-118	68	200	295	425
折旧与摊销	61	82	144	147	155	169	182
流动资金增量	-98	-178	182	-126	-67	-84	-129
资本支出	-128	-102	-22	-42	-112	-62	-42
自由现金流	-278	-424	186	47	176	318	436
经营现金流	-155	-187	74	-33	164	231	326
投资现金流	-119	-26	-22	-27	-112	-52	-42
融资现金流	38	930	20	30	27	32	42
现金流净增加额	-237	717	72	-31	79	211	326
财务指标							
成长性							
收入增长率	18.5%	33.8%	-10.5%	98.1%	41.0%	31.7%	30.2%
EBIT 增长率	-589.1%	-	-	-	235.9%	40.9%	48.2%
净利润增长率	-265.6%	158.3%	-313.5%	223.8%	98.2%	39.6%	39.7%
利润率							
毛利率	4.3%	3.8%	4.7%	15.9%	20.3%	20.7%	22.0%
EBIT 率	-13.5%	-18.3%	-11.7%	3.7%	8.7%	9.4%	10.6%
净利润率	-9.6%	4.2%	-10.0%	6.2%	8.7%	9.3%	10.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	-6.2%	2.1%	-4.6%	5.4%	9.6%	11.9%	14.2%
总资产收益率(ROA)	-4.3%	1.7%	-3.7%	4.2%	7.5%	9.3%	11.2%
投入资本回报率(ROIC)	-9.3%	-15.3%	-7.7%	4.4%	11.7%	15.7%	20.9%
运营能力							
存货周转天数	70	97	97	97	97	97	97
应收账款周转天数	56	56	56	56	56	56	56
总资产周转天数	812	920	991	540	425	365	325
净利润现金含量	1.92	-3.95	-0.73	-0.27	0.66	0.67	0.68
资本支出/收入	-15%	-9%	-2%	-2%	-4%	-2%	-1%
偿债能力							
资产负债率	30.7%	19.4%	20.1%	21.8%	21.9%	21.7%	21.3%
净负债率	0.6%	-32.6%	-36.8%	-33.0%	-32.5%	-35.5%	-39.6%
估值比率							
PE	-60.8	104.3	-48.8	39.5	19.9	14.3	10.2
PB	3.8	2.1	2.2	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	-99.7	-41.6	204.7	23.8	13.1	10.2	7.6
P/S	26.4	14.1	14.7	7.4	5.2	4.0	3.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



有别于市场的认识:

中国信息技术制造业蓬勃发展的背后,是“缺芯少屏”的尴尬,在经济结构转型的大背景下,核心元器件及其上游原材料的国产化符合政策需要与产业趋势。深纺织全资子公司盛波光电,作为国内最大的 LCD 偏光片供应商,已进入华星光电 8.5 代线,也是唯一的国内供应商。

1、此前引入 TCL 和日东电工的尝试受阻后,市场已认为公司回天乏术

公司虽已进入华星光电供应链,但此前由于机制僵化,管理不善,产品良率不高,导致研发费用高企、产能无法释放,导致偏光片产业持续亏损。2014 年 10 月控股股东——深投控的国企改革提速,不仅成立改革领导小组,改革方案也获深圳国资委原则通过;我们认为,公司作为深投控旗下重要且有发展潜力的资本平台,有望继续通过外部合作改进技术,通过提升偏光片产业销售规模和盈利能力,使整体业绩在 2015 年扭亏为盈。为此,公司新一轮人事和业务调整已经开始。

2、市场可能认为海外企业不会主动跟国内厂商合作

未来五年全球大尺寸面板新增产能集中于大陆,我们估算 2014~16 年大陆偏光片市场需求三年翻倍,达到 150 亿元,但国产化率不到 5%。与之对应的是海外市场的需求和投资萎缩,目前全球偏光片供应商包括日东电工、LG 化学、住友、奇美材料,力特光电等,其中不乏技术成熟,但经营困难的企业,急需大陆市场扭转困境。我们认为海外企业也面临囚徒困境,一旦某家开始与国内企业合作,其他几家可能纷至沓来。在政策的鼓励和合作模式的深化下,国际合作的机会已渐行渐近。

3、市场可能担心一旦大尺寸偏光片国产化会迅速削减全行业利润

我们认为深纺织的大尺寸偏光片国产化在未来 3 年内都可能保持“单兵突破”,其他竞争对手(比如三利谱)还停留在中小尺寸和白牌市场,缺乏进入主流大尺寸偏光片市场(如华星光电和京东方的 8.5 代线)的技术能力。大尺寸偏光片的毛利率普遍在 20%以上,但国外企业的利润空间并不高,降价空间有限。因此,我们预计公司在初期让渡一部分价格和达到规模效益后,未来有望保持 10%左右的净利率水平。我们测算公司即使扩产 300%,国内市占率仍仅 1/3;并且偏光片一旦突破,未来借助大平台及和面板厂的深度合作,有望渗透进其他高毛利先进光学膜市场。

投资评级与目标价:

我们预计 2014~2016 年营收 10.1、20.1、28.3 亿元,净利-1.01、1.24、2.47 亿元, EPS 为 -0.20、0.25、0.49 元,并有望在 1H15 即扭亏为盈。电子创新材料行业可比公司 2015 年平均 PE 为 53 倍,考虑到目前公司市值较小和业务稀缺性,给予溢价,首次覆盖目标价 15.0 元,对应 2015 年 60 倍 PE。

目 录

有别于市场的认识:	3
投资评级与目标价:	3
1. 液晶面板需求持续成长, 大陆产能占比不断提升	5
2. 偏光片国产率提升空间广阔, 公司受益明显	6
2.1. 上游供应商依托本土面板大厂崛起	6
2.1.1. 日韩台各自形成本土产业链	6
2.1.2. 扶持供应商也是支持面板业应有之义	7
2.2. 大陆材料可自给率高, 但市占率低	7
2.3. 偏光片材料国产化空间广大	8
2.4. 盛波光电历经四年经验积累, 2015 有望爆发	9
2.5. 深圳国资改革启动, 控股股东为改革标杆	11
3. 首次覆盖给予增持评级, 目标价 15.00 元	11
4. 风险提示	13

1. 液晶面板需求持续成长，大陆产能占比不断提升

液晶面板作为电子信息技术终端产品的显示器件，在信息输出上具有无可替代的地位；中国大陆是目前全球电视、电脑、手机的第一生产国，却面临“缺芯少屏”的尴尬，根据大陆海关数据，2013 年全国进口额前四位的产品分别是芯片（2313 亿元）、原油（2196 亿元）、铁矿石（1040 亿元）、面板（496 亿元），面板继续推进国产化。

全球需求持续上升：Display Search 认为全球 TFT LCD 面板的需求面积将从 2013 年的 1.41 亿平方米增长至 2020 年的 2.54 亿平方米，复合增速 9%；主要拉动力是 TV 需求（尤其是 50 寸以上的大尺寸）持续成长，以及大尺寸占比提升带来的平均面积增长；另外平板电脑、智能手机的数量和面积增长将有效填补 NB 下滑造成的缺口。

图 1: TFT LCD 需求面积至 2020 年复合增速达 9%



数据来源：Display Search，国泰君安证券研究

在全球中高阶液晶面板需求持续成长的背景下，大陆政府积极鼓励企业进入高世代线液晶面板制造业：京东方、华星光电、中电熊猫等公司积极投入。仅从八代线玻璃基板投入量口径测算，2013 年底中国大陆投入 25.5 万片/月，到 2015 年全球占比从 19% 提升到 39%。

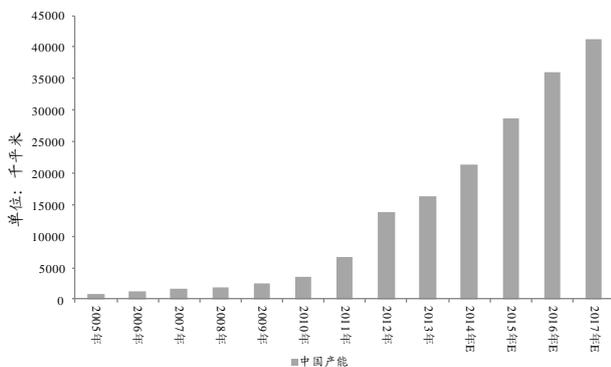
表 1: 大陆高世代线面板产能将持续释放

生产商	世代数	地点	理论产能（玻璃基板投入量，单位：千片/月）			
			2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
京东方	6	合肥	90	100	105	110
	8	北京	100	110	120	125
	8	合肥		30	45	60
	6	北京				25
	8	重庆			30	90
华星光电	8	深圳	120	130	140	140
	8	深圳			30	60
	6	武汉				30
中电熊猫	6	南京	120	130	140	140
	8	南京			30	120
三星	8	苏州		55	80	110
LGD	8	广州		60	90	120

数据来源：Display Search，国泰君安证券研究

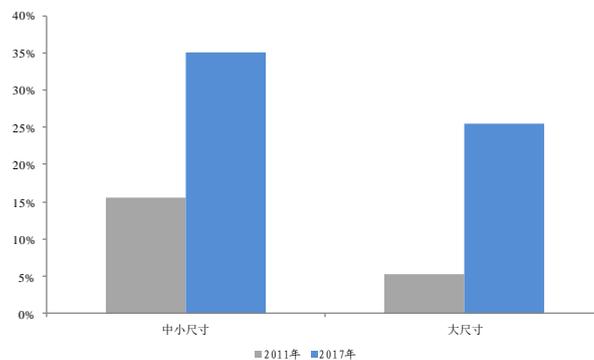
Digitimes 测算，中小尺寸方面，大陆地区 TFT LCD 产能全球占比将从 2011 年的 15% 提升到 2017 年的 35%，大尺寸产能占比从 2011 年 5% 提升到 2017 年 25%（以上预测数据包含海外厂商在大陆设厂的生产线产能）；若仅考虑大陆本土公司，则 2017 年中小尺寸、大尺寸出货占比可分别达到 33%、17%。

图 2: 中国液晶面板产能快速扩张



数据来源: Display Search, 国泰君安证券研究

图 3: 2011-2017 年期间全球市占率快速提升



数据来源: Digitimes, 国泰君安证券研究

2. 偏光片国产率提升空间广阔，公司受益明显

偏光片是 TFT-LCD 的核心材料，位于 LCD 屏幕的上下两层，作用是使光线透过显示屏和阻挡不必要的光线；因此一块 TFT-LCD 屏幕需要两倍面积的偏光片。深纺织公告称，中国 2014 年面板对偏光片的需求达到 1.2 亿平米，如果全部使用盛波光电现有的宽幅（1490mm）生产线供货，则需最少 20 条产线满产。

在电视面板的成本结构中，以 Open cell 成本估算，偏光片是除玻璃基板外的第二大成本开支；并且产品质量对 LCM 的性能影响非常显著，液晶面板厂对其采购比较谨慎。因此新供应商进入采购体系会至少需要 1 年左右时间，除价格外，面板厂考量光学性能、多样化量产能力（偏光片随面板性能而规格繁多，工艺有差异，生产要求高），进入门槛高。

2.1. 上游供应商依托本土面板大厂崛起

由于中国对液晶面板模组实行高关税政策，因此日韩台面板业者多采用 Opencell 方式将面板半成品运往中国，在大陆完成与后段背光模组的组装；超过 50% 的电视面板是 Opencell，而中小尺寸的面板 Opencell 也已出现。这样的模式使得液晶面板核心制程 Array（阵列）和 Cell 都在国外，相关材料产业链也未进入国内。

2.1.1. 日韩台各自形成本土产业链

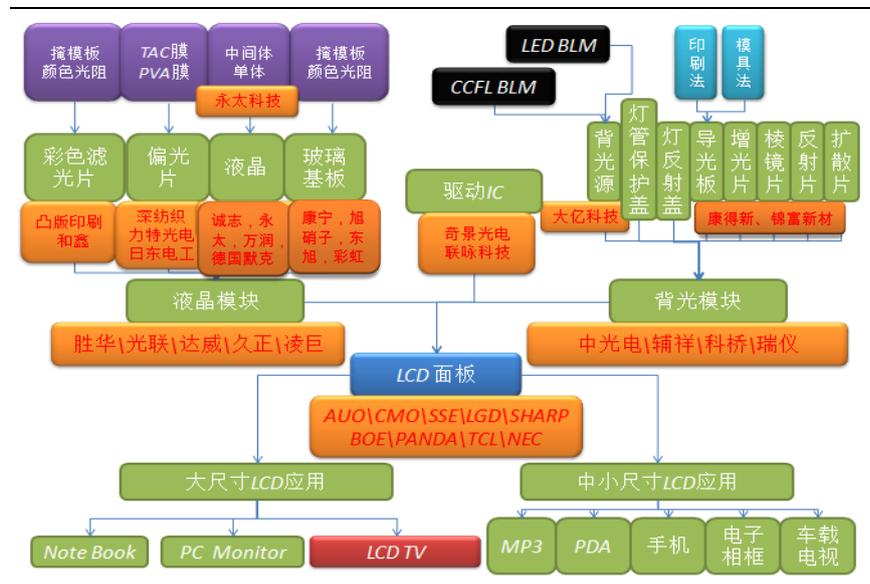
如最早形成产业链的日本，基于当时强大的半导体实力，在几乎有所必要的设备和材料的供应链上，都至少有一家日本企业参与：1、旭硝子和电气硝子为液晶平板作玻璃基板；2、尼康和佳能做大面积的扫描式光刻机和步进式光刻机；3、NEC-安内华（NEC-Anelva）制造干刻机设备；4、日东电工做彩膜和偏光片；5、大日本印刷株式会社和日本凸版

印刷株式会社为大面积平板提供先进的印刷设备；6、日本真空技术株式会社为透明导体（transparent conductors）提供氧化铟锡（ITO）膜；7、佳能做镜像投影系统（Mirror projection systems）；8、还有一些公司做背光源；即使在日本企业不是很强的地方，比如液晶化学品、化学气相沉积设备（CVD），液晶驱动芯片和高性能玻璃等，外国企业也是把它们液晶业务总部设在日本或者和日本企业结成战略联盟，以管理它们的全球平板显示业务。

一向喜欢垂直整合纵向一体化的三星在液晶面板领域也不例外，虽然很大程度上要依赖国外设备制造商，但三星也能利用其自身的能力来满足投入需要。三星与美国玻璃巨头康宁公司合资生产熔融玻璃；三星航空公司（后改名为三星 Techwin）投资光刻机设备；三星显示设备公司制造彩膜；三星电子提供驱动电路。台湾情况同样类似。

（资料来源：路风《战略与能力：把握中国液晶面板工业的机会》，2010.6）

图 4：TFT-LCD 产业链构成



数据来源：国泰君安证券研究

2.1.2. 扶持供应商也是支持面板业应有之义

观察日韩台的面板业崛起之路，可以看到他们都是在坚实的半导体工业基础上切入面板领域；随着大陆本土对 TFT-LCD 前段制程投资的增加，将大幅拉动上游设备和原材料的需求；但面板设备与半导体设备有相通之处，就是对洁净度和灵敏度要求极高，我国尚未拥有自制能力，而材料上则有较多机会。

2.2. 大陆材料可自给率高，但市占率低

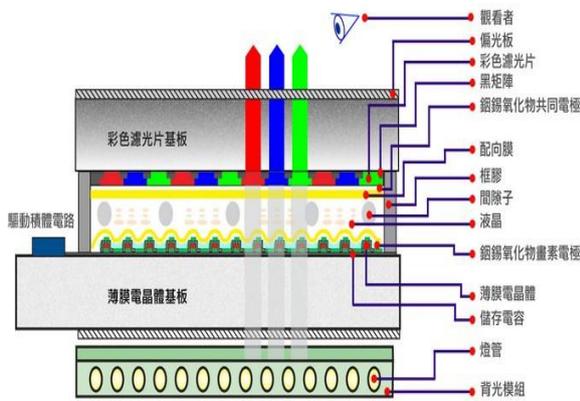
液晶面板制程复杂，长期的 Opencell 进口已经在大陆培育起后段背光模组的供应能力，光学膜、LED 背光、导光板逐渐国产化；随着前段制程的自制，偏光片、彩色滤光片、玻璃基板、液晶、驱动 IC 的元器件也逐渐具备自制能力。以 42 寸面板为例，扣除折旧、运营成本、劳动力成本外，材料成本占据总成本的 67%，大陆目前拥有其价值量中 90% 的制造能力；但有能力制造并不意味着有市场话语权，由于基础工业薄弱、进入供应链时间短，大陆供应链在产业链中市场份额仍然较低。

表 2: 大陆原材料供给现状

产品	材料成本占比	供应商竞争结构
玻璃基板	12%	康宁、旭硝子占主导，彩虹、东旭起步
液晶材料	6%	默克占主导，万润、诚志、永太起步
彩色滤光片	21%	5 代线以上多为内部供应，独立 CF 转型 TP
偏光片	12%	日东电工、住友、LG 化学主导，三立、盛波起步
驱动 IC	4%	多为台湾厂商，中颖电子起步
背光模组	30%	LED 背光半数自给，康得新进入光学膜领域
化学材料	4%	日本占主流，永太在光刻胶领域起步
其他材料	10%	N. A.

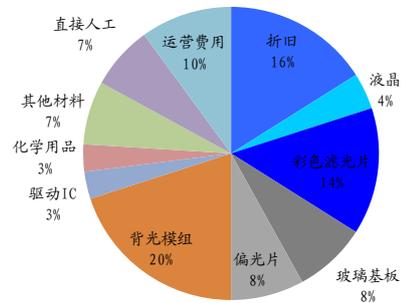
数据来源：国泰君安证券研究

图 5: TFT-LCD 面板构造图



数据来源：奇美

图 6: 42" TFT-LCD 面板成本构成

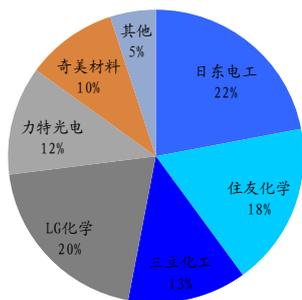


数据来源：Display Bank，国泰君安证券研究

2.3. 偏光片材料国产化空间广大

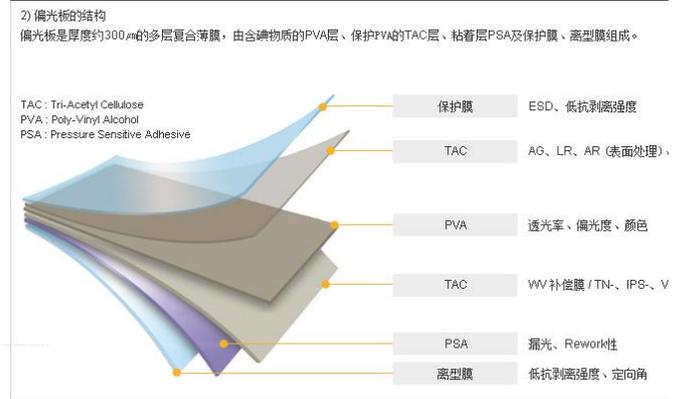
我们测算，仅考虑大陆高世代 TFT-LCD 面板，到 2017 年国内玻璃基板、偏光片、液晶材料的市场空间分别达到 83、177、82 亿元，2013~2017 年复合增速超过 30%。但全球主要偏光片供应商集中于日韩台地区，如日本日东电工、住友化学、三立化工，韩国 LG 化学，台湾力特光电、奇美材料等，国内供应商有盛波光电、三利谱等；全球市场中国公司占比可忽略不计（本土需求仅占全球 5% 左右，高端以进口为主）。

图 7: 全球偏光片市场份额集中在日韩台企业



数据来源：Display Bank，国泰君安证券研究

图 8: 偏光片由多层薄膜复合、拉伸、涂布而成



数据来源：LG 化工

目前,国内仍以批量生产 TN 和 STN 型偏光片产品为主,仅有盛波光电、三利谱等几家配套生产 TFT 液晶面板用偏光片,但大陆企业生产 TFT 型偏光片在技术上非常困难。本土企业在偏光片领域生产规模偏小,主要厂商有盛波光电、三利谱、玮达光电等;此前这些公司都以提供中低端 TN-LCD 用偏光片和部分 STN-LCD 用偏光片为主,2012 年前后盛波光电和三利谱两家企业分别建成幅宽 1490mm、用于 TFT-LCD 的偏光片的生产线,从此结束了我国不能生产高档偏光片的历史。但由于体制的局限和工艺的复杂,至今没有体现很好的获利能力,未来可能在新管理模式、新团队运营的情况下得到扭转。

表 3: 大陆高世代 TFT-LCD 线扩产, 新增对原材料的需求测算, 普遍有望实现持续 30%以上复合增速

材料项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	
面板面积 (千平方米)	21513	30593	43950	60281	73790	
玻璃基板	面积 (千平方米)	43026	61185	87900	120561	147579
	单价 (元/平米)	130	125	120	116	113
	规模 (亿元)	56	76	105	140	167
	同比增速		37%	38%	33%	19%
偏光片	面积 (千平方米)	43026	61185	87900	120561	147579
	单价 (元/平米)	140	130	125	122	120
	规模 (亿元)	60	80	110	147	177
	同比增速		32%	38%	34%	20%
液晶材料	重量 (吨)	86052	122370	180195	253178	317295
	单价 (元/克)	32	30	28	27	26
	规模 (亿元)	28	37	50	68	82
	同比增速		33%	37%	35%	21%

数据来源: 国泰君安证券研究

偏光片是由厚度约 300um 的多层复合薄膜, 由含碘物质的 PVA 层、保护 PVA 的 TAC 层、粘着层 PSA 及保护膜、离散膜组成。占成本比例最高的是 PVA (决定透光率、偏光度、颜色, 供应商有日企 Kuarary) 和 TAC (保护 PVA, 并提供提高亮度、镀膜补偿功能, 供应商有富士写真和柯尼卡美年达, 还有国内乐凯胶片), 合计超过 75%; 其制作工艺是将 PVA 和 TAC 膜多次复合、拉伸、涂布, 形成复合材料, 汇集高分子材料、微电子、光电子、薄膜、高纯化学与计算机控制等多种技术, 生产过程工艺难度较大。

2.4. 盛波光电历经四年经验积累, 2015 有望爆发

单条 8.5 代线带来 20-24 亿元/年(对应 1600-1700 万 m²/年)偏光片需求; 2014-2016 年多条高世代线投产, 考虑到面板产能释放的速度, 我们估算三年分别新增 20、30、37 亿元的市场空间。到 2016 年末, 仅高世代 TFT 偏光片就形成 1.4 亿平米的需求, 相比 2013 年新增 1 亿平米, 三年市场空间超过翻倍成长。盛波光电从 2011 年试产彩色 TFT-LCD 用偏光片至今, 已经成功导入华星光电、龙腾光电、深超光电、中航光电等客户, 与京东方、中电熊猫等内资客户建立联系, 取得初步成效。我们认为公司在和日东电工达成协议后半年有余, 产线良率、产品品质有望提升一个台阶; 市场空间持续扩张, 产品良率提升后盈利能力提升, 我们预期盛波光电有望从 2015 年开始, 进入业绩大幅提升的轨道。

表 4: 公司 2012、2013 偏光片相关大客户及供应商 (单位: 百万元)

	客户		供应商	
	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
华星光电	46	224		
深超光电		35		
龙腾光电		28		
亿都半导体	16			
力特光电			53	241
富士胶片			67	107

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

我们从需求和供给两个角度测算公司的成长空间。从供给角度看, 盛波光电 1、2、3 号为 TN/STN/TFT 黑白偏光片产线, 4、5 号线均属 TFT 一期项目, 分别为宽幅和窄幅, 2013 年增发投资 6、7 号线为 TFT 二期项目, 为两条宽幅线。假设到 2016 年全部满产, 并且后续未扩产, 则 2016 年预期 TFT 产值 21 亿元, 占中国市场 11%, 后续仍有巨大空间。

表 5: 盛波光电 TFT 一期+二期产值及国内市占率

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
中国 TFT 偏光片市场 (亿元)	56	92	134	186
盛波光电 TFT 预期产值 (亿元)	4	9	15	21
国内 TFT-LCD 市占率	7%	9%	11%	11%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

从需求角度看, 华星光电、京东方等国内大尺寸面板厂未来将持续扩产, 我们假设盛波光电到 2016 年成长为华星光电的第一大供应商, 份额达到 30% 以上。同时作为国内资第一大偏光片生产商的地位, 会大力拓展国内其他面板厂客户, 我们测算了国内新 TFT 产线中, 以公司在华星光电、京东方、中电熊猫等厂商的份额为系数的敏感性; 可以看到在后续不扩张的假设下, 公司全国市占率为 11%, 若要达到 20%, 则需再扩充两条宽幅线, 若要达到 40%, 则需再扩充 5 条宽幅线。因此在国内第一大偏光片供应商的目标下, 公司后续极有可能要继续扩产。

表 6: 盛波光电偏光片收入对客户份额的敏感性分析 (2016 年)

偏光片收入 (亿元)	华星光电中的份额假设			
	30%	40%	50%	
京东方+中	5%	21	26	31
电熊猫中的	15%	30	35	41
份额假设	30%	44	49	55
对应国内份额		11%	14%	17%
		16%	19%	22%
		24%	26%	29%
需要新增宽幅产线		0	1	2
		1	2	3
		4	4	5

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.5. 深圳国资改革启动，控股股东为改革标杆

公司控股股东为深圳市投资控股公司，已在深入研究分析的基础上，制订了《深圳市投资控股有限公司全面深化改革实施方案》和《深圳投资控股有限公司关于完善深化改革实施方案配套政策及相关制度体系的建议》，并获市国资委原则批准。改革总体思路：以管资本、调结构为主线，调整优化产业布局，推动优势资源向以金融为主的高端服务业、以产业园区开发运营为主的房地产业、以新材料和节能环保为主的新兴产业集聚；以市场化、专业化为导向，构建企业管控新模式；以资本运作、资源配置为手段，发展混合所有制经济；以创新机制、规范履职为核心，完善现代企业制度和公司治理机制。

根据深圳国资委官方网站信息，上述两套方案在 2014 年 10 月底原则性获批，同时深控投已经成立深化改革领导小组，成员包括旗下各主要部门、企业的负责人；该小组主要职责为确定改革总体目标思路、原则要求和年度计划，审议确定改革方案，协调解决改革中遇到的重大问题。

我们认为改革方案获批和改革领导小组成立标志着深纺织的控股股东已经正式着手进行改革推进，旗下公司的业务梳理、混合所有制改革速度可能加快；就深纺织而言，要盘活子公司盛波光电旗下的偏光片优质设备，使之扭亏为盈，实现国有资本（市值）的保值增值，势必要从外部引进技术，甚至不排除资本层面的合作。

3. 首次覆盖给予增持评级，目标价 15.00 元

核心前提假设：

- 1) 盛波光电在股权结构理清后，客户订单逐步恢复，提升现有产线稼动率，出货量、毛利率回升；
- 2) 盛波光电将力特光电技术引进，并新增与日东电工技术合作后，订单能见度、产量良率提升，原宽幅产线扩产计划延续，在 6、7 号线之后未来可能进一步扩充产线；
- 3) 服装类、贸易类和物管类业务保持现有规模；三项费用总体平稳，政府补助力度持续。

表 7: 收入拆分

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	713	845	1131	1013	2006	2828
偏光片	232	263	596	492	1460	2255
服装加工	76	44	34	25	26	28
出口贸易	322	452	411	400	420	441
物业管理	78	82	86	91	95	100
其他	5	5	5	5	5	5
毛利率	17%	4%	4%	5%	16%	20%
偏光片	22%	-13%	-5%	-5%	16%	22%
服装加工	17%	22%	21%	21%	21%	21%
出口贸易	0.4%	0.6%	0.6%	1%	1%	1%
物业管理	71%	71%	73%	73%	73%	73%
其他	16%	4%				
收入构成						
偏光片	33%	31%	53%	49%	73%	80%

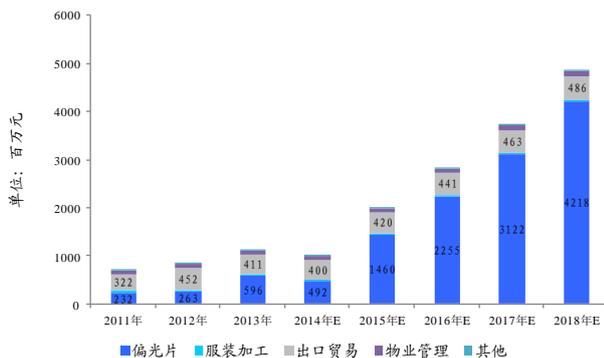
服装加工	11%	5%	3%	2%	1%	1%
出口贸易	45%	53%	36%	40%	21%	16%
物业管理	11%	10%	8%	9%	5%	4%
其他	1%	1%	0%	0%	0%	0%
收入增速	12%	19%	34%	-10%	98%	41%
偏光片	3%	13%	127%	-17%	197%	54%
服装加工	15%	-42%	-23%	-26%	5%	5%
出口贸易	19%	40%	-9%	-3%	5%	5%
物业管理	10%	5%	5%	5%	5%	5%
其他	0%	9%	-8%	9%	0%	0%

数据来源:公司公告, 国泰君安证券研究

收入利润分布:

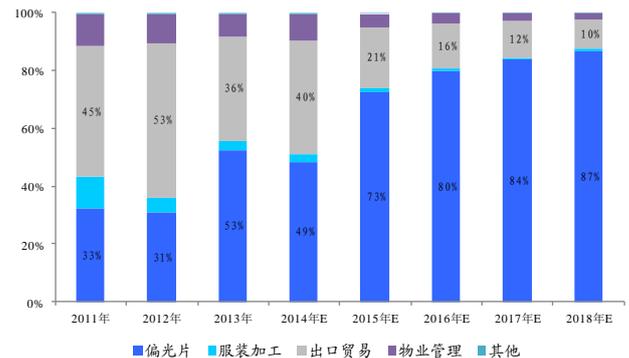
我们认为公司未来业绩主要依靠偏光片业务驱动。预计 2014-2016 年营收分别为 10.1、20.1、28.3 亿, 净利分别为-1.01、1.25、2.47 亿, EPS 分别为-0.20、0.25、0.49 元。

图 9:偏光片收入快速提升



数据来源: 国泰君安证券研究

图 10: 2015 年起偏光片收入占比回升



数据来源: 国泰君安证券研究

2012、2013 年公司偏光片收入占比为 31%、53%，但均为亏损（主要是 TFT 面板用偏光片亏损）；我们预计 2014 年偏光片收入略有下滑，且仍为亏损，但到 2015 年开始收入、利润明显出现回升，2015 年之后偏光片将成为毛利增长的主要驱动因素。

图 11: 自 2015 年起偏光片重新贡献正收益



数据来源: 国泰君安证券研究

图 12: 毛利占比 2015 年后持续扩大



数据来源: 国泰君安证券研究

评级和目标价:

首次覆盖给予“增持”评级。

估值法 1:

PE 估值法: 我们选取 7 家主营业务均为电子创新材料的高新技术公司, 行业可比公司 2015 年平均 PE 为 56 倍, 考虑市值较小和业务稀缺性, 给予溢价, 首次覆盖目标价 15.0 元, 对应 2015 年 60 倍 PE

表 8: 公司估值低于创新材料、模组上市公司平均水平

代码	公司	股价	EPS (元)			PE (倍)			PEG
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	
600707.SH	彩虹股份	10.87	-0.11	0.12	0.43		91	25	1.4
300227.SZ	光韵达	22.70	0.21	0.29	0.38	108	78	60	1.8
300221.SZ	银禧科技	16.74	0.17	0.37	0.60	98	45	28	0.4
300346.SZ	南大光电	39.06	0.53	1.00	1.20	74	39	33	1.5
002618.SZ	丹邦科技	33.87	0.47	0.83	1.12	72	41	30	0.7
300328.SZ	宜安科技	37.45	0.49	0.91	1.43	76	41	26	0.9
平均						82	56	34	1.1

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 以上盈利预测均为 Wind 一致预期, PEG 为 2015 年 PE/2013-16 年 CAGR

估值法 2:

PEG 估值: 2015 年行业可比公司平均 PEG 为 1.1, 而公司仅为 0.6, 印证价值已被低估。考虑到公司业绩底部反转和未来成长空间, 给予 2015 年约 0.9 倍 PEG, 对应目标价 15 元。

4. 风险提示

行业景气大幅下滑风险。公司产品偏光片下游客户所属领域较为集中, 多数来自于面板行业, 而液晶面板行业具有重资产强周期属性, 近年全球经济向好、大陆政府扶持, 国内面板行业欣欣向荣。但如全球经济再度向下, 或政府扶持不再, 面板行业可能由盛转衰, 影响偏光片成长。

技术更新及新品推出风险。显示面板行业的技术变化非常快, 大陆 CRT 产业链就曾因未踏上 LCD 技术变革而被快速淘汰, 至今奋发追赶。未来 4K2K、曲面、OLED、透明、柔性等新型显示技术对原材料提出更高要求, 若未及早布局, 可能会遭遇技术风险。

人民币升值与关税调整风险。公司的主要竞争对手为日本、韩国、台湾的一线精细化工厂商, 公司在技术、交期、质量等综合能力上与国际一级供应商有一定差距, 但如果人民币出现较大幅度升值或进口关税下降, 会使得公司在性价比上的优势短期受到影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		