

湘财证券研究所

基础化工研究小组

田蓓

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: tb2848@xcsc.com

高为

Tel: 021-68634518-8562

E-Mail: gw2603@xcsc.com

询价建议

建议询价区间：20.4-23.8 元

合理价值区间：20.4-23.8 元

发行概况：

发行股数：1700 万股

发行后总股本：6700 万股

在薄膜电容器领域中乘风破浪

□ **电容器用聚丙烯电子薄膜行业的龙头** 公司是我国最大的专业电子薄膜制造企业之一，主要产品为聚丙烯电子薄膜，分为“基膜”和“金属化膜”两大类。公司主导产品电容器用聚丙烯电子薄膜拥有两大类、七个品种，产品厚度规格涵盖了 2.5~18 μ m 的范围。公司的 3 μ m 及以下规格产品、金属化安全膜产品均为国内首创，并达到国际先进水平。2006 年至今，公司净利润及综合毛利率均处于稳步攀升的状态，并且生产设备一直处于满负荷运行状态，实际产能已超过设计产能 10%以上，急需突破产能瓶颈。公司目前有金属化膜产能为 3000 吨，基膜 5000 吨。

□ **电容器用聚丙烯市场缺口较大** 在过去的 15 年中，国内电容器用聚丙烯电子薄膜需求量从 6000 吨/年发展到目前的 5 万吨/年，年复合增长率达 8.97%，其中 2007 年达到 4.4 万吨，2008 年受国际金融危机的影响国内需求量下降至 4.2 万吨，2009 年需求量达 5 万吨。中国电子元件行业协会分析报告显示，“十一五”期间，国内电容器用聚丙烯电子薄膜的复合增长率将超过 15%。而从近年的数据分析，我国电容器用聚丙烯电子薄膜产量一直低于同期需求量，电容器用聚丙烯电子薄膜仍有较大缺口。

□ **公司在超薄化电容器薄膜领域居国际领先地位** 在电子薄膜的可靠性得到保证的前提下，电容器制造商为了降低成本和减小电容器的体积，开始趋向使用更薄的电子薄膜。2006 年公司在行业内率先开发出 2.8 μ m 超薄聚丙烯电子薄膜，使公司产品在这一领域独占国内市场，在国际上也处于领先地位。

□ **募投项目** 公司本次发行募集资金将投资于年产 2,500 吨电容器用超薄型耐高温金属化薄膜项目，其中 5 μ m 以下薄膜的产能为 1,000 吨/年，5~6 μ m 薄膜的产能为 1,500 吨/年。该项目属于基膜金属膜一体化装制，建设期 1.5 年，预计 2011 年 5 月可建成投产，当年实现设计产能的 30%，第二年达设计能力的 80%，第三年达设计能力的 100%。

盈利预测与估值

我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.68、0.83 以及 1.04 元，给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，对应价值区间为 20.4-23.8 元。

盈利预测与估值表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	214.1	219.9	252.7	302.1
营业利润	50.90	54.94	66.762	82.92
净利润	44.38	48.14	58.752	72.48
EPS（摊薄）	0.62	0.68	0.83	1.04

□ **风险提示** 原材料价格变动风险、募投项目进度低于预期的风险

目录

1、	公司介绍.....	4
1.1、	公司简介	4
1.2、	股本结构与本次发行	4
2、	应用领域不断拓展，下游产业发展迅速.....	5
2.1、	薄膜电容器发展迅速，具有广阔的市场发展空间.....	5
2.2、	电容器用聚丙烯电子薄膜市场仍存在较大缺口	6
3、	行业竞争充分，公司优势明显	6
3.1、	国内市场占有率位居第二	7
3.2、	公司在超薄化电容器薄膜领域居国际领先地位	7
3.3、	募投项目分析	8
3.4、	盈利预测与估值	8
3.5、	风险提示	10
	湘财证券投资评级体系	11
	重要声明	11

图目录

图 1、公司净利润与综合毛利率稳定提升	4
图 2、公司主营业务收入分布	4
图 3、发行前公司股权结构	5
图 4、薄膜电容器分类	5
图 5、2002-2008 中国薄膜电容器总产量（亿只）	6
图 6、2006-2008 年电容器用聚丙烯电子薄膜产量与需求量对比图	6

表目录

表 1、各类一次性手套优缺点比较	7
表 2、单位电容薄膜耗用量	8
表 3、盈利预测假设表	9
表 4、利润表预测	9

1、公司介绍

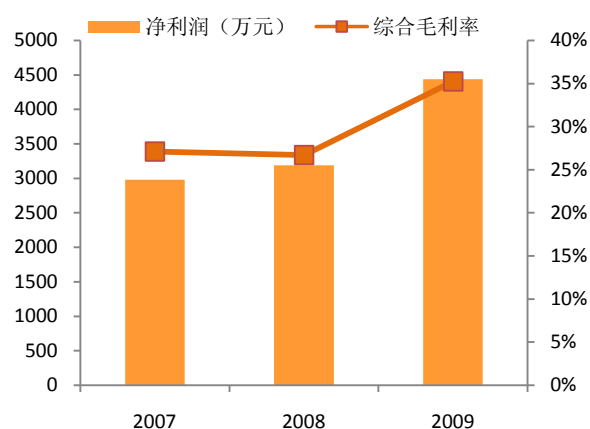
1.1、公司简介

公司是我国最大的专业电子薄膜制造企业之一，主要产品为聚丙烯电子薄膜，分为“基膜”和“金属化膜”两大类，该两类产品 2008 年销售量已超过 5600 吨，约占同期市场份额的 13.4%，在国内市场占有率排名第二，仅次于安徽铜峰电子股份有限公司。公司主导产品电容器用聚丙烯电子薄膜拥有两大类、七个品种，产品厚度规格涵盖了 2.5~18 μ m 的范围。公司的 3 μ m 及以下规格产品、金属化安全膜产品均为国内首创，并达到国际先进水平。

目前全球电容器年需求增速大约为 15%-20%，薄膜电容器在整个电容器产业中的比重约为 7%-8%，随着应用范围的持续拓宽，作为薄膜电容器核心介质材料的电子薄膜产业也呈现了快速增长的趋势，目前国内电容器用聚丙烯电子薄膜市场仍有较大的缺口。公司在超薄型薄膜、耐高温薄膜、安全防爆膜和高压电力电容器薄膜等高端领域优势明显，产品最为齐全。

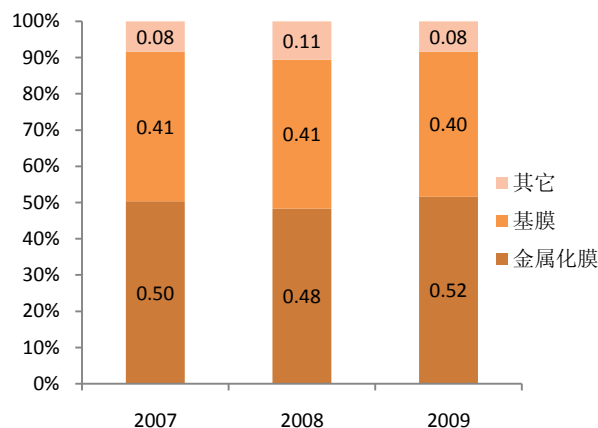
2006 年至今，公司净利润及综合毛利率均处于稳步攀升的状态，并且生产设备一直处于满负荷运行状态，实际产能已超过设计产能 10%以上，急需突破产能瓶颈。公司目前有金属化膜产能为 3000 吨，基膜 5000 吨。

图 1、公司净利润与综合毛利率稳定提升



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2、公司主营业务收入分布



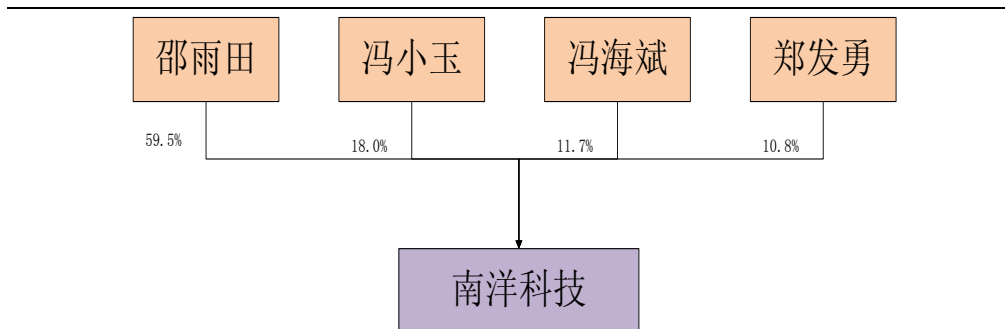
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

受产能限制，公司目前仅有 3% 的产品用于出口，其余 97% 的产品全部内销。

1.2、股本结构与本次发行

南洋科技控股股东及实际控制人为邵雨田先生，共持有 2975 万股公司股份，持股比例占发行前总股本的 59.50%，公司的其它三位股东为冯小玉、冯海斌、郑发勇，分别的持股比例为 18.00%、11.70% 和 10.80%，

图 3、发行前公司股权结构



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

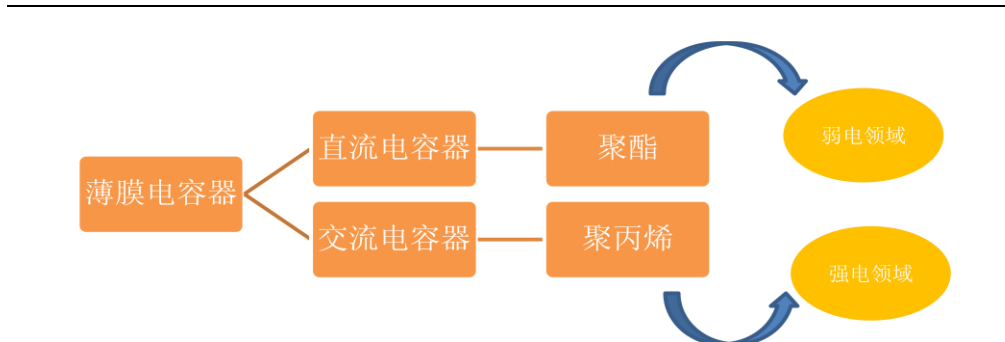
本次拟发行 1700 万股，占发行后总股本的 25.37%。

2、应用领域不断拓展，下游产业发展迅速

2.1、薄膜电容器发展迅速，具有广阔的市场发展空间

电容器是一种基础的电子元件，几乎存在于所有的电路产品中，不可取代。电容器产量占电子元件总产量的 40%以上。按照不同的介质材料各类进行分类，可将电容器划分为铝/钽电解电容器、陶瓷电容器、薄膜电容器、纸介电容器以及云母电容器。前三种占到电容器市场总量的 90%以上，而薄膜电容器在整个电容器产业中的比重为 7%-8%。主要适用于电子、家电、通讯、照明、电力领域。

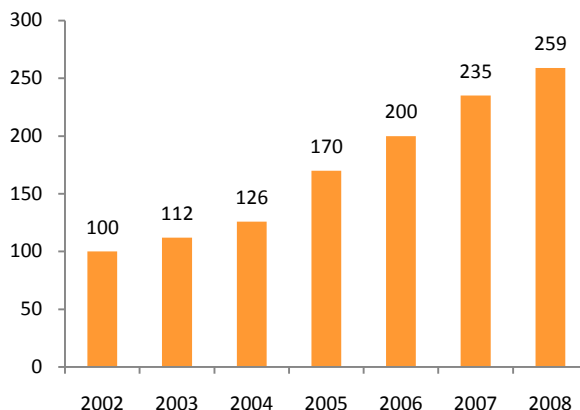
图 4、薄膜电容器分类



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

根据中国电子元件行业协会信息中心统计，全球薄膜电容器 2008 年的市场销量为 620 亿只，生产主要集中于美国、欧洲、中国大陆、日本、韩国、台湾等地区。随着我国经济的高速发展以及全球范围内的中国采购，截止至 2008 年，我国薄膜电容器的产量已达 259 亿只，占全球市场总产量的 42%，位居全球第一。

图 5、2002-2008 中国薄膜电容器总产量（亿只）



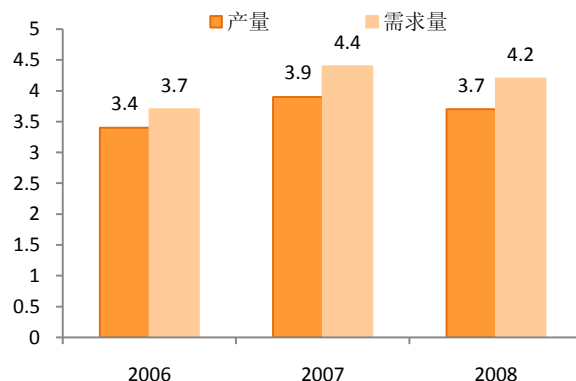
数据来源：公司公告、湘财证券研究所

薄膜电容器行业的发展离不开电子、家电等行业的稳定发展，而未来几年随着数字化、信息化、网络化建设进一步发展和国家在电网建设、电气化铁路建设、节能照明、混合动力汽车等方面的加大投入以及消费类电子产品的升级，薄膜电容器的市场需求将进一步呈现快速增长的趋势。根据中国电子元件行业协会统计，预计到 2010 年，全球薄膜电容器市场将以 15%-20% 的速度快速发展。

2.2、电容器用聚丙烯电子薄膜市场仍存在较大缺口

随着薄膜电容器应用领域的不断扩展，作为薄膜电容器的核心介质材料，电容器用电子薄膜产业也呈现出较快发展的态势，在过去的 15 年中，国内电容器用聚丙烯电子薄膜需求量从 6000 吨/年发展到目前的 5 万吨/年，年复合增长率达 8.97%，其中 2007 年达到 4.4 万吨，2008 年受国际金融危机的影响国内需求量下降至 4.2 万吨，2009 年需求量达 5 万吨。中国电子元件行业协会分析报告显示，“十一五”期间，国内电容器用聚丙烯电子薄膜的复合增长率将超过 15%。而从近年的数据分析，我国电容器用聚丙烯电子薄膜产量一直低于同期需求量，电容器用聚丙烯电子薄膜仍有较大缺口。

图 6、2006-2008 年电容器用聚丙烯电子薄膜产量与需求量对比图



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

3、行业竞争充分，公司优势明显

3.1、国内市场占有率位居第二

经过 20 余年的发展，国内电容器用电子薄膜行业目前形成了 9 家企业 18 条生产线的竞争格局。目前，行业内产能相对较大的主要企业有：安徽铜峰电子股份有限公司、本公司、宁波大东南万象科技有限公司、佛山塑料集团股份有限公司等。

表 1、各类一次性手套优缺点比较

公司名称	主要产品	生产线数量	销量（吨）	市场占比（%）
安徽铜峰电子股份有限公司	电容薄膜、金属化膜、电容器、聚丙烯再生粒子、电力节能装置、电子材料、元器件生产	4	8,600	20.48
浙江南洋科技股份有限公司	电容薄膜、金属化膜	2	5,626	13.40
宁波大东南万象科技有限公司	光解膜、多功能膜及原料、工程塑料、塑料合金、生物膜、耐高温绝缘材料、绝缘成型件、塑料薄膜、塑料包装品	2	4,500	10.71
佛山塑料集团股份有限公司	各种塑料薄膜及复合包装材料、人造革、塑料编织复合制品、建筑工程与光电、装饰材料以及其它功能性高分子新材料	2	4,000	9.52
四川东方绝缘材料股份有限公司	聚酯薄膜、漆包线漆、聚丙烯薄膜、油漆、层压板、复合、塑料等绝缘材料	2	3,200	7.62
龙辰（黄岗）电子科技有限公司	塑料薄膜、电容薄膜	2	3,000	7.14
河北海伟集团电子材料有限公司	电容薄膜、通用型包装膜、珠光体膜、消光膜、烟膜	1	2,300	5.48
泉州嘉德利电子材料有限公司	电容薄膜	1	2,300	5.48
江门市润田实业投资有限公司	电容薄膜	2	2,100	5.00

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司的市场占有率仅次于安徽铜峰电子股份有限公司，排名国内第二。

3.2、公司在超薄化电容器薄膜领域居国际领先地位

薄膜电容器大容量、微型化的发展趋势促使电容器用电子薄膜整体向超薄化方向发展

展。电子薄膜质量的不断提高使得包括厚度均匀性、整体电工性能在内的各项指标均有很大改善；加之生产商制造技术的进步，使每微米薄膜承受的电压有了明显的提高。在电子薄膜的可靠性得到保证的前提下，电容器制造商为了降低成本和减小电容器的体积，开始趋向使用更薄的电子薄膜。由于单位电容所耗用薄膜的成本 = 薄膜单价 × 单位电容薄膜耗用量，因此单位电容薄膜耗用量对电容器的成本影响很大，采用不同厚度规格薄膜所制造电容器的单位电容薄膜耗用量如下表：

表 2、单位电容薄膜耗用量

薄膜厚度规格 (μm)	单位电容薄膜耗用量 (克)	2009 年度基膜销售均价 (万元/吨)
8	64p/ε	2.70
7	49p/ε	2.76
6	36p/ε	3.10
5	25p/ε	3.84
4	16p/ε	4.69

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

上表显示，采用 8μm 薄膜所制造电容器的单位电容薄膜耗用量是采用 4μm 薄膜所制造电容器的 4 倍，而 4μm 薄膜的价格不到 8μm 薄膜的 2 倍。因此，在制造储存电能相同的薄膜电容器时，采用厚度规格较小的薄膜进行制造的成本优势明显且其体积较小。目前，薄膜电容器的制造大部分采用 7μm 薄膜，部分采用 6μm 及以下的薄膜制造。6μm 及以下薄膜使用量正逐年增加，总体来说超薄化是电子薄膜的发展趋势。

2006 年公司在行业内率先开发出 2.8μm 超薄聚丙烯电子薄膜，使公司产品在这一领域独占国内市场，在国际上也处于领先地位。该产品经上海显电电子有限公司等电容器骨干生产厂家使用，效果显著，使电容器使用温度提高了 30℃ 以上。目前，2.8μm 超薄型电容器用聚丙烯薄膜已在韩国用于混合动力汽车的电容器试验制造。该电容器产品处于试验阶段，一旦试验成功，必将带来良好的市场契机。

3.3、募投项目分析

公司本次发行募集资金将投资于年产 2,500 吨电容器用超薄型耐高温金属化薄膜项目，其中 5μm 以下薄膜的产能为 1,000 吨/年，5~6μm 薄膜的产能为 1,500 吨/年。该项目属于基膜金属膜一体化装制，建设期 1.5 年，预计 2011 年 5 月可建成投产，当年实现设计产能的 30%，第二年达设计能力的 80%，第三年达设计能力的 100%。

目前国内电容器薄膜的年进口量达到 1 万吨以上，大部分为 6μm 以下产品。公司募集资金投资项目新增的 6μm 以下薄膜与同规格进口产品相比质量相当，但价格低 10~20%，存在较大的竞争优势。故募集资金投资项目投产后可替代进口。

3.4、盈利预测与估值

假设：

- 1、公司未来几年产品依然处于满产满销的态势
- 2、公司 2010 年高新技术企业税收优惠期满后，依然能够再次申请到高新技术企业

称号，并依然享受 15% 的税收政策；

3、金属基膜与基膜的价格稳步上升，毛利率基本稳定

4、募投项目 2011 年投产，当年产量达设计产能的 30%，第二年达 80%。

5、公司期间费用率稳定

表 3、盈利预测假设表

		2009A	2010E	2011E	2012E
基膜(不含领用)	销量(吨)	2975.56	2980	2985	2990
	价格(万元/吨)	2.87	2.92	2.93	2.93
	毛利率	37.02%	37.30%	38%	38.50%
	营业收入(万元)	8546.20	8701.6	8746.05	8760.7
	毛利额(万元)	3163.42	3245.7	3323.5	3372.87
金属化膜	销量(吨)	3011.40	3010	3750	5000
	价格(万元/吨)	3.66	3.8	3.9	3.9
	毛利率	39.76%	40%	40.50%	41.00%
	营业收入(万元)	11030.62	11438	14625	19500
	毛利额(万元)	4385.59	4575.2	5923.13	7995
再造粒子	销量(吨)	2093.86	2152.78	2285.71	2357.14
	价格(万元/吨)	0.72	0.72	0.7	0.7
	毛利率	-9.51%	-8%	-8%	-8%
	营业收入(万元)	1,507.58	1550	1600	1650
	毛利额(万元)	-1,43.4	-155	-176	-198
镀膜加工	毛利率	43.81%	43%	43%	43%
	营业收入(万元)	286.86	300	300	300
	毛利额(万元)	125.7	129	129	129

我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.68、0.83 以及 1.04 元，给予公司 2010 年 30-35 倍 PE，对应价值区间为 20.4-23.8 元。

表 4、利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	214.1	219.9	252.7	302.1
减：营业成本	138.7	141.6	160.2	188.5
营业税金及附加	1.5	1.54	1.77	2.11
营业费用	3.39	3.48	4.008	4.78
管理费用	16.36	16.81	19.31	23.09
财务费用	3	3	2	2
资产减值损失	0.24	0.23	0.15	0.1
加：投资收益	-	-	-	-
公允价值变动损益	-	-	-	-

其它经营损益	-	-	-	-
营业利润	50.90	54.94	66.762	82.92
加：其它非经营损益	2.3	2	2	2
利润总额	53.14	56.94	68.762	84.92
减：所得税	8.77	8.80	10.01	12.44
净利润	44.38	48.14	58.752	72.48
减：少数股东损益	2.9	2.5	3	3
归属母公司股东净利润	41.48	45.64	55.75	69.48
EPS（摊薄）	0.62	0.68	0.83	1.04

3.5、风险提示

原材料价格变动风险、募投项目进度低于预期的风险

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。