

南洋科技(002389)调研报告

加快产品多元化步伐, 快速增长预计在 2012 年
电子元件制造业

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 1 月 17 日

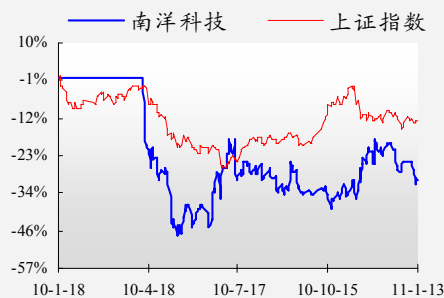
投资要点:

- 薄膜电容器不但在家电、电子、电力等传统领域应用广泛, 在节能光源、通讯系统、铁路电气化、混合动力汽车、风力发电、太阳能发电等新兴领域的应用潜力也很大。薄膜电容器需求的增长必然拉动其关键原材料聚丙烯电容膜需求的增长。
- 公司是国内竞争实力最强的电容薄膜制造企业, 是国内高端电容器薄膜主导供应商和产品系列最全的电容器薄膜生产商。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产品领域的竞争优势明显。
- 目前公司电容膜的产能在 6000 吨左右。预计 2010 年, 公司总产量的增幅仍将较小。但是鉴于需求转暖和产品单价的回升, 公司的营收增速将高于产量的增速。2011 年中期, 公司 2500 吨超薄型耐高温金属化膜项目将投产, 届时公司产能瓶颈才能部分缓解。
- 公司 2.5 万吨太阳能背材膜项目的市场前景看好, 预计将在 2012 年产生效益。公司还积极向锂电隔膜和光学膜等高端膜产品拓展。我们认为公司的产品多元化战略有助于提高公司的盈利能力和抗风险能力。公司的快速增长期预计在 2012 和 2013 年。
- 据我们预测, 公司 10、11、12、13 年的每股收益分别为 0.87、0.96、1.48 和 2.30 元, 对应 2011 年 1 月 14 日收盘价 54.76 元的市盈率分别为 63.06、57.12、37.01 和 23.82 倍。短期看, 公司的估值不低。公司锂电隔膜和偏光膜项目的进程仍有较大的不确定性。因此, 暂给予公司“谨慎推荐”的评级。
- 风险: 新产品的开拓达不到预期。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	21,409	-4.00	4,437	36.67	0.60		88.49	
2010E	24,052	12.35	5,818	40.33	0.87		63.06	
2011E	28,752	19.54	6,423	10.40	0.96		57.12	
2012E	54,252	88.69	9,912	54.33	1.48		37.01	

走势图



市场数据

2011-1-14

收盘价:	54.76 元
52 周最高价:	96.00 元
52 周最低价:	43.13 元
平均持仓成本:	61.00 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	6,700
流通 A 股 (万股):	6,700
每股收益 (元):	0.68
每股净资产 (元):	10.33
每股经营现金流 (元):	-0.06
市净率:	5.30

分析师: 周思立 联系人: 潘喜峰

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

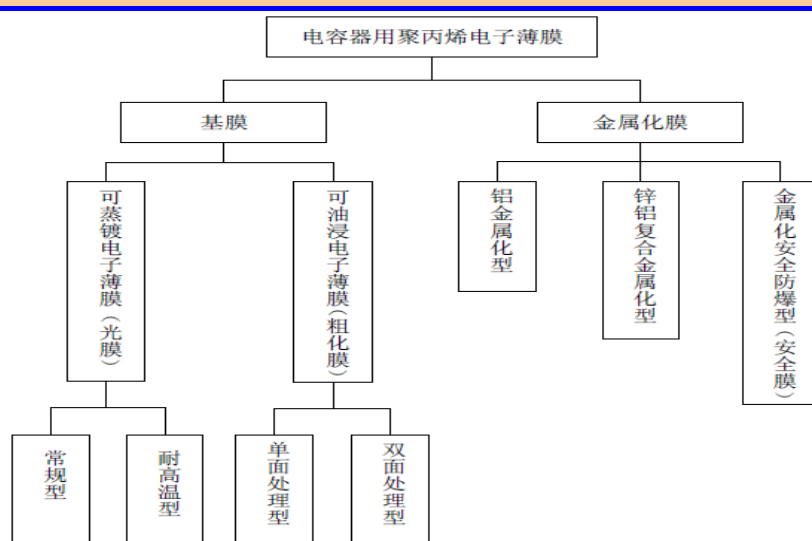
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、国内实力最强的聚丙烯电容器薄膜生产商

南洋科技是我国最大的电容器专业电子薄膜制造企业之一,是中国高端电容器薄膜主导供应商和中国产品系列最全的电容器薄膜生产商。公司 2006、2007 及 2008 年市场占有率分别为 11.55%、13.05%和 13.40%,仅次于上市公司铜峰电子。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,其中超薄型薄膜、耐高温薄膜、安全防爆膜和高压电力电容器薄膜等高端产品的竞争优势显著。

图 1.1 公司电容薄膜产品结构示意图



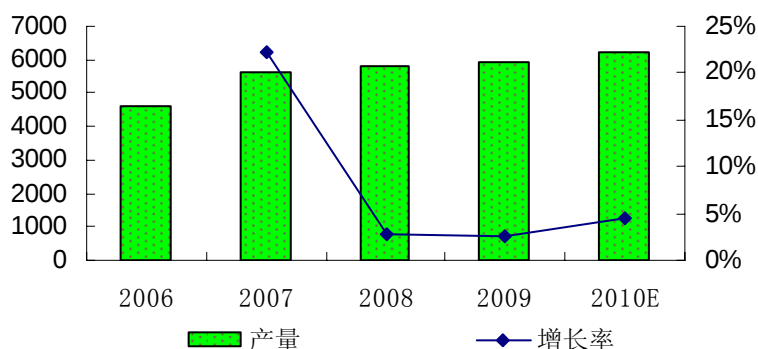
资料来源：公司公告、东北证券

二、受制于产能，近几年增速放缓

2009 年,公司共生产电容膜基膜 5934.49 吨,同比增长 2.51%;实现营收 2.14 亿元,同比减少 4%。预计 2010 年,公司基膜总产量的增幅仍将较小。但是鉴于需求转暖和产品单价的回升公司的营收增速将明显高于产量的增速。近几年,公司的增长速度明显受制于产能。

图 2.1 公司基膜总产量和增长率变化

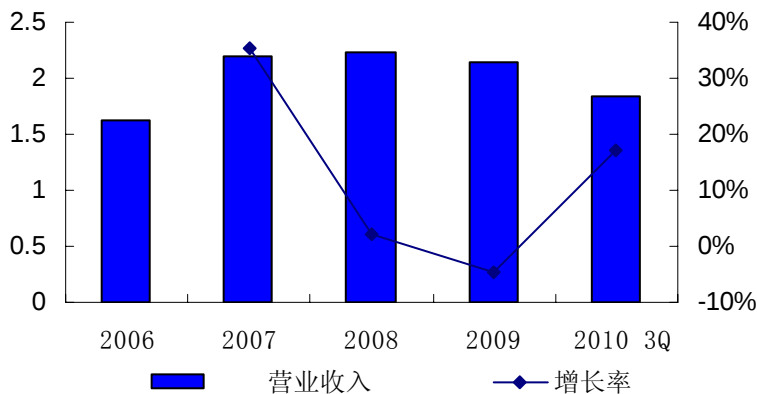
单位：吨



资料来源：公司公告、东北证券

图 2.2 公司营收和增长率变化

单位：亿元



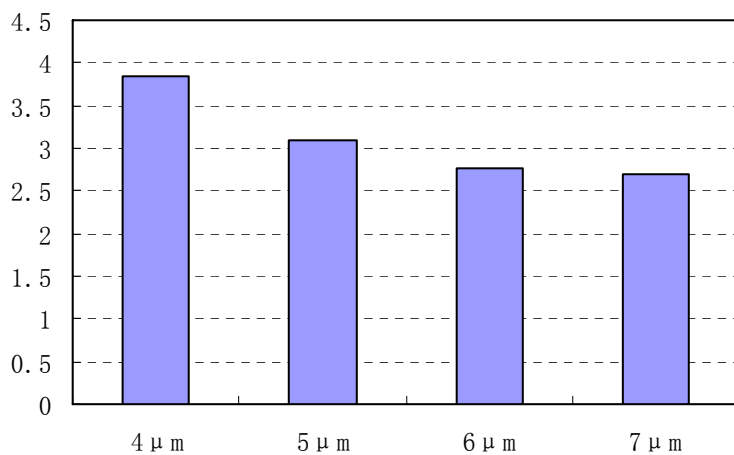
资料来源：东北证券

三、募投项目将缓解产能压力，优化产品结构

预计公司募投项目“2500 吨电容器用超薄型耐高温金属化膜项目”于 2011 年 6 月左右即可投产，届时公司产能瓶颈将有所缓解。此外，由于厚度低于 $6\mu\text{m}$ 以下的超薄型耐高温产品的制备难度大，档次较高。因此募投项目投产后，公司的产品结构也将得到进一步优化。

图 3.1 不同厚度产品均价变化情况

单位：万元/吨



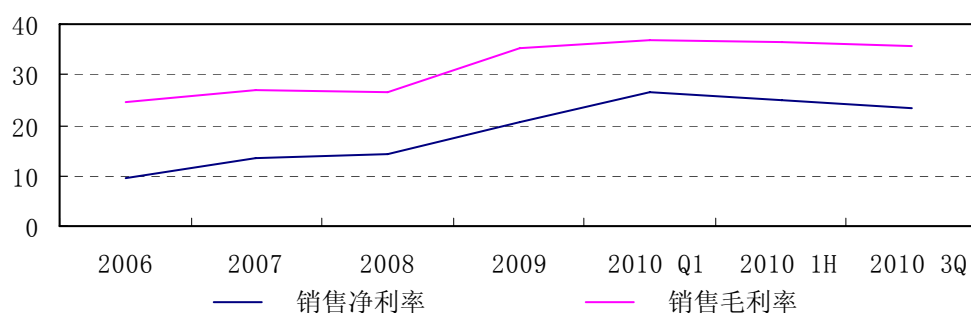
资料来源：东北证券

四、盈利能力明显强于竞争对手

总的来看，公司的综合毛利率为 35% 左右，净利润率高于 20%。分产品看，公司基膜和金属化膜的毛利率均高达 40% 左右。与可比公司：铜峰电子、大东南、佛塑股份相比，公司的盈利能力明显较强。

图 4.1 公司毛利率和净利润率的变化

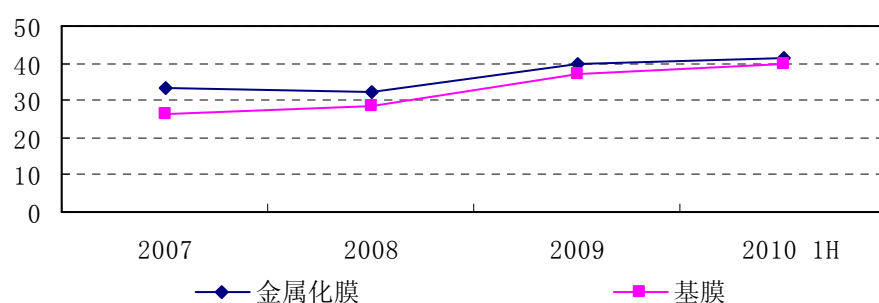
单位: %



资料来源: 公司公告、东北证券

图 4.2 公司基膜和金属化膜产品毛利率走势

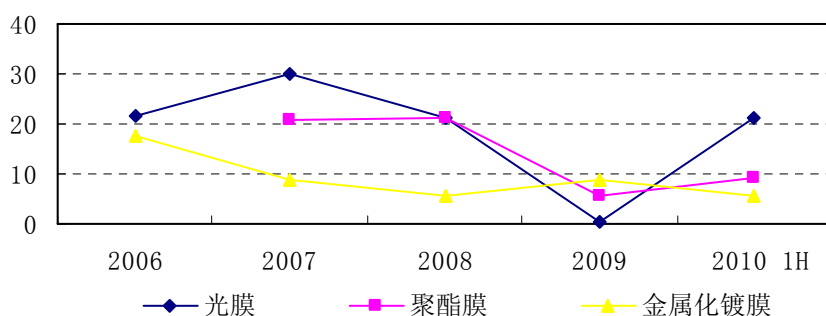
单位: %



资料来源: 公司公告、东北证券

图 4.3 铜峰电子相关产品毛利率变化

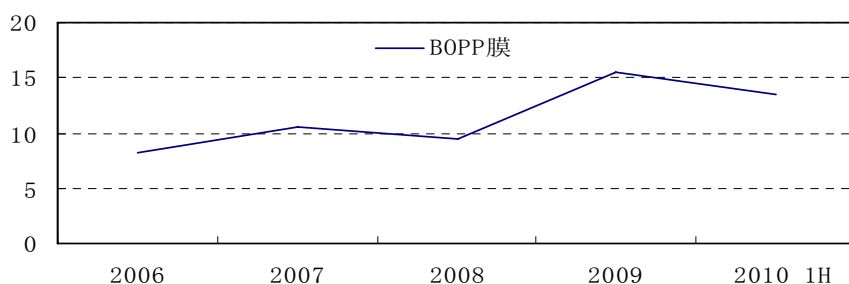
单位: %



资料来源: 公司公告、东北证券

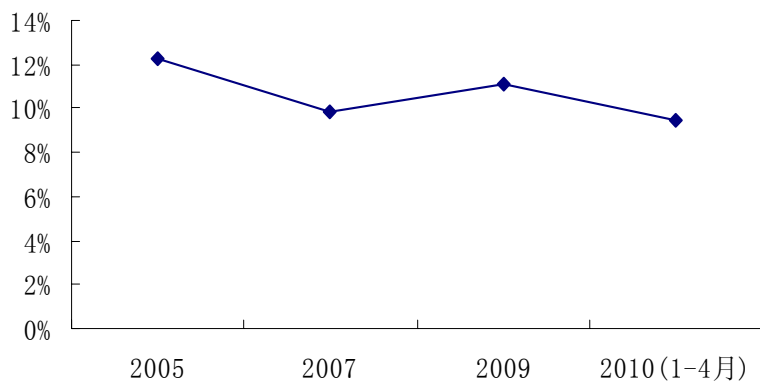
图 4.4 大东南 BOPP 产品毛利率走势

单位: %



资料来源: 公司公告、东北证券

图 4.5 佛塑股份子公司易世达电容材料公司净利润率走势



资料来源：公司公告、东北证券

五、高档电容器薄膜的市场前景看好

薄膜电容器在整个电容器产业中的比重约为 8% 左右。由于薄膜电容器不但被广泛应用于家电、电子、电力等传统领域，在节能光源、通讯系统、铁路电气化、混合动力汽车、风力发电、太阳能发电等新兴领域也不可或缺，因此其发展前景较好。

对于薄膜电容器来说，如以适用电流来分类，则可以分为直流薄膜电容器和交流薄膜电容器两大类。其中直流薄膜电容器的基膜以聚酯为主，主要应用于弱电领域；交流薄膜电容器的基膜以聚丙烯为主，主要应用于强电领域。薄膜电容器所用薄膜材料主要有聚酯、聚丙烯、聚苯硫醚、聚碳酸酯等，并以前两类材料为主。

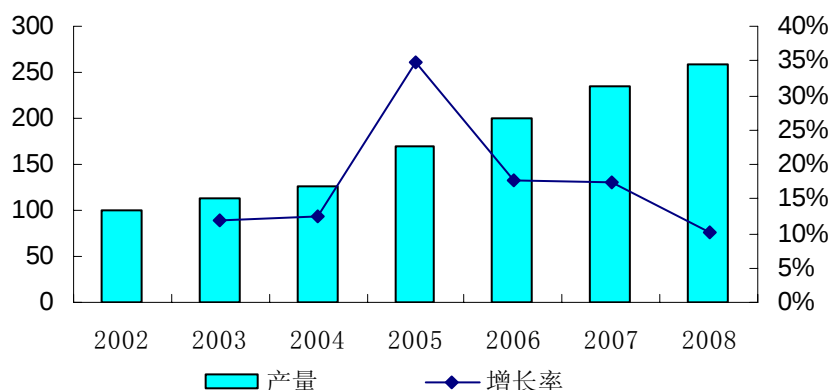
表 5.1 电容薄膜的应用领域

产品类别			应用领域
基膜	可蒸镀电子薄膜 (光膜)	常规型	家用电器、电动工具、低压电力系统、通信设备等
		耐高温型	节能灯具、混合动力汽车、风力发电、太阳能发电
	可油浸电子薄膜 (粗化膜)	单面处理型	微波炉、冶炼用感应电炉
		双面处理型	高压输变电、电力机车、铁路电气化
金属化膜	铝金属化型		家用电器、低压电力等领域配套以及部分直流电容器
	锌铝复合金属化型		中低压电力、家用电器、节能灯具、汽车电子、通讯设备等
	金属化安全防爆型(安全膜)		空调、冰箱压缩机、混合动力汽车以及其它具有高安全防爆要求的领域

2008 年，全球薄膜电容器的市场销量为 620 亿只，生产主要集中在美国、欧洲、中国大陆、日本、韩国、台湾等地区。2008 年，我国薄膜电容器的产量已达 259 亿只，约占全球市场总产量的 42%，我国已经成为世界薄膜电容器的生产中心。

图 5.1 近年来我国薄膜电容器的产量和增长率

单位：亿只

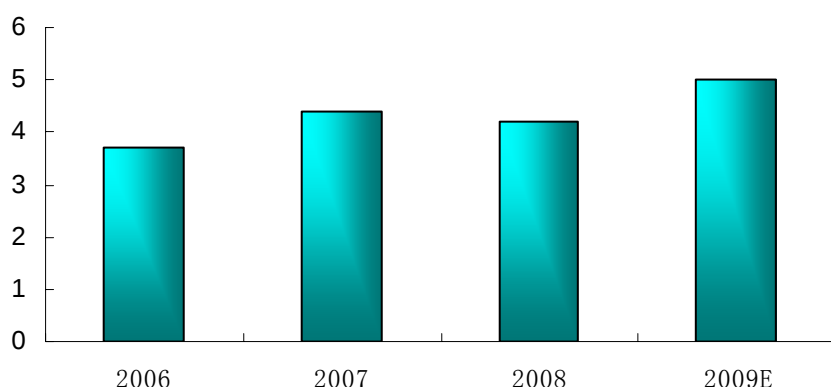


资料来源：公司公告、东北证券

近年来，薄膜电容器在家用电器、电子整机、信息产业、电网改造等传统领域的应用保持了稳定增长。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，年复合增长率为 8.97%。另据中国电子元件行业协会行业分析报告显示，“十一五”期间，国内电容器用聚丙烯电子薄膜的复合增长率超过 15%。随着薄膜材料生产技术的提高及超薄化的发展，薄膜电容器在混合动力汽车用电容器、节能灯电容器、风力发电电容器等新兴领域也显现出了极好的应用前景。而作为薄膜电容器的核心介质材料，电容器用薄膜产业也呈现出快速增长的趋势。展望未来，薄膜电容器行业和电容膜材料领域的发展前景仍然看好，尤其是高端领域。

图 5.2 近年来中国电容器用聚丙烯电子薄膜市场需求量变化

单位：万吨



资料来源：中国电子元件行业协会行业

六、进军新能源材料领域，加快多元化步伐

6.1 太阳能背材膜项目前景看好

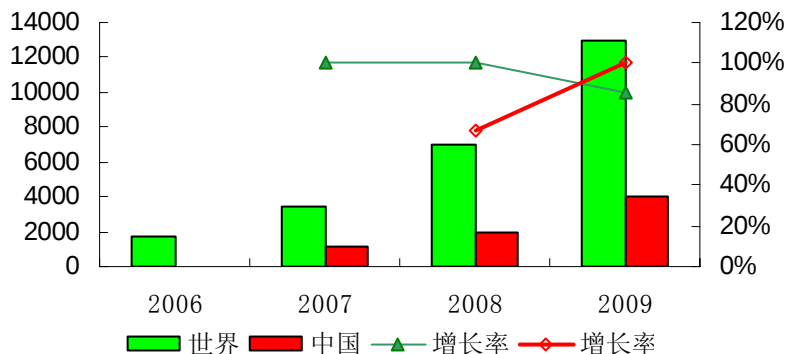
公司决定利用超募资金中的 2.1 亿元投资建设年产 25,000 吨太阳能电池背材膜项目，项目建设周期为 1.33 年，达产期为 2 年。目前公司已与德国布鲁克纳机械股份公司签订了购买 1.2 亿元太阳能电池背材膜项目 PET 厚膜生产线的合同。预计项目

将在2012年投产。项目达产后，预计可实现年销售收入5亿元，净利润5,000 万元。

2009年，全球的太阳能电池组的保有量达到13000MW，同比增速高达85%。同年，我国的光伏电池的总产量已为4000MW。预计2010 年，我国光伏组件市场容量预计将超过10000MW。目前我国光伏电池的生产规模已经稳居世界首位，产品主要出口到发达国家，预计今后几年仍将维持高速增长。

图 6.1 全球和中国太阳能电池保有量高速增长

单位：MW



资料来源：东北证券

光伏产业的高速发展给太阳能背板材料行业带来了很大的发展机遇。太阳能背材又称 TPT 材料，由三层结构组成。其中 T 表示聚氟乙烯薄膜 (PVDF)，该层是用作太阳能电池封装材料的主要层，其作用就是耐气候、抗 UV 紫外、耐老化、不感光等。T 层材料的制备难度颇高，国内还没用公司能够生产。目前，只有佛塑股份正在建设 PVDF 膜试验线。P 表示聚酯薄膜 BOPET，厚度一般为 250 微米，主要的作用及功能是水气阻隔性、电气绝缘性、尺寸稳定性，易加工性及耐撕裂性等。按 2010 年国内光伏组件市场容为 10000MW 测算，仅背材聚酯膜 PET 的市场容量就将达到 7 万吨左右。另根据相关机构测算，2020 年，我国光伏组件年产量将达到 42GW，粗略测算约需太阳能背材聚酯膜 30 万吨。太阳能背板材料的技术门槛很高。目前国内还只有东材科技和常州裕兴等企业能够生产 P 层材料 BOPET，总计产能只有 1.5 万吨左右，不能满足需求。因此公司的背板膜 PET 项目的前景值得看好。

6.2 成立锂电材料公司，进军锂电隔膜领域

2010年9月6日，公司公告称拟与关联人邵奕兴共同出资3,000万元发起设立浙江泰洋锂电池材料股份有限公司。其中公司拟以自有资金出资2,550万元，持股比例为85%；邵奕兴以现金出资450万元，持股比例为15%。浙江泰洋成立之后，拟建设年产1500万平方米锂离子电池隔膜项目，该项目总投资约人民币1亿元，资金来源拟通过子公司股东共同投入和子公司银行融资解决。该项目达产后，预计年均实现销售收入1.2亿元，年均实现净利润2500万元，项目建设期1.5年。受益消费类电子用锂电行业的高景气度和动力锂电的广阔发展空间，锂电池隔膜产品的市场前景看好。因此，如能进军锂电隔膜领域，公司产品结构则更加丰富，盈利能力和抗风险能力均将得到提升。

6.3 拟成立光学膜公司，进军光学膜领域

2010年12月1日，公司经与韩国闰泳福、金重锡友好协商，就在浙江省台州经济开发区共同投资设立光学膜合资公司达成意向协议。合资公司经营范围为光学膜、偏光片的研发、生产和销售（最终以工商行政管理部门核定为准）；合资公司经营期限为10年，经营期满后经三方友好协商后可以延长。合资公司先期投资光学膜项目，后期视资金、市场等情况可适时投资偏光片项目。

光学膜有IMO膜、扩散膜、防眩光膜、增亮膜、滤光膜等多种。以液晶电视显示面板为例，光学膜要占到成本的9%左右。目前，全球主要的光学膜生产厂家包括美国3M、韩国MN tech、日东电工所、五洋纸工等，国内只有今年7月份投产的上海凯鑫森7440万平方米产能。进军光学膜是公司产品结构多元化发展的又一重大战略，其后续的发展进程值得关注。

七、盈利预测和估值分析

根据我们的预测，公司10、11、12、13年的每股收益分别为0.87、0.96、1.48和2.30元，对应2011年1月14日收盘价54.76元的市盈率分别为63.06、57.12、37.01和23.82倍。公司进军太阳能背板膜、锂电隔膜和光学膜等领域，前景向好。我们预计公司的快速增长期在2012和2013年。但短期看，公司的估值不低。同时公司锂电隔膜和偏光膜项目的进程仍有较大的不确定性。因此，我们暂给予公司“谨慎推荐”的评级。

表 7.1 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总股本 /亿股	流通股 /亿股	PE 2010	PE 2011	PE 2012	PB,最新
002389.SZ	南洋科技	0.67	0.17	63.06	57.12	37.01	5.30
600237.SH	铜峰电子	4.00	4.00	--	73.92	57.32	4.39
000973.SZ	佛塑股份	6.13	5.15	56.40	36.35	19.95	6.83
002263.SZ	大东南	4.66	1.19	--	--	--	3.27

资料来源：Wind、东北证券

表 7.2 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	21,409	24,052	28,752	54,252
减：主营业务成本	13,868	15,112	18,565	37,241
减：主营业务税金及附加	150	149	178	336
营业费用	339	361	431	814
管理费用	1,636	1,684	2,013	3,798
财务费用	301	55	86	271
资产减值损失	24	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0

投资收益		0	0	0
二.营业利润	5,090	6,691	7,479	11,792
加：营业外收入	262	700	650	600
减：营业外支出	37	100	80	100
三.利润总额	5,314	7,291	8,049	12,292
减：所得税费用	877	1,167	1,288	1,967
四.净利润	4,437	6,124	6,761	10,325
归属于母公司所有者的净利润	4,146	5,818	6,423	9,912
少数股东损益	291	306	338	413
六.每股收益（元）	0.62	0.87	0.96	1.48

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。