

2011-03-29

电子行业

南洋科技 002389-SZ

高科技膜产品多头并进，高增长可期

◇ 事件：公司调研

◆ 电容器薄膜产品的领先企业，盈利能力强

电容器薄膜是薄膜制造行业中技术要求最高的领域。国内当前有 9 家企业和 18 条生产线，其中最大的铜峰电子拥有四条生产线，占据国内总产能的 20%；南洋科技位居第二，拥有两条生产线和近 6,000 吨的年产能，份额为 13%。在公司的产品中，约 60%应用于电子和家电领域，30%应用于电力领域。

相比铜峰电子，公司具有盈利性好的优势，在 2010 年，铜峰电子的光膜、镀膜和聚酯膜的综合毛利率为 19%，远低于公司的 37%。

◆ 公司在管理、技术和客户服务方面具有竞争力

公司的竞争优势主要体现在：1) 管理体制好，人才队伍稳定 - 公司的管理体制好，成本控制严，销售费用率低，也给予员工适当的激励，自成立以来还没有关键的中高层技术和管理人员离职；2) 优异的双向拉伸技术 - 公司已开发出世界领先的 2.5 μ m 薄膜，通过了 2.8 μ m 薄膜的技术认证，并已在韩国用于混合动力汽车的电容器试验制造；3) 个性化的客户服务 - 公司针对不同客户的不同产品调整生产参数，尽可能地满足客户的个性化需求，并有技术人员了解电容器，可以给某些客户电容器生产方面的技术指导。

◆ 超薄膜、光伏背材膜、锂电池隔膜将成为增长动力

公司在未来 2-3 年将实现高速增长，增长的动力主要在于如下方面：

募投项目的电容器超薄膜项目将在 5 月份投产，今年可以贡献约 750 吨的产能，从明年开始可以贡献 2,500 吨年产能。明年 5-6 μ m 薄膜的产能为 1,500 吨，5 μ m 以下薄膜的产能为 1,000 吨，产品主要用于电容器、动车、太阳能电池等。

光伏背材膜将在明年二季度投产，由于市场现在供应紧张而需求旺盛，产品单价已从去年年中的每吨 2 万元上涨至 2.5-3 万元。假定明年的单价维持在 2.7 万元，原材料成本上涨 20%，其它成本不变，我们估算净利率将从 10%上涨至 25%。

锂电池隔膜业务也进展顺利，公司已为该项目购置了 40 亩土地，有望在明年一季度投产，为了引进人才，该子公司在未来将实施股权激励方案。

光学膜业务正在与韩国合作方谈判细节，具体实施进度还存在不确定性。我们判断，该项业务短期不能对业绩产生显著影响。

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

中性

当前价格	55.99 元
目标价格	58.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

联系人：

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	67
总市值(百万元)	3,751
流通比例(%)	25.37%
12 个月最高/最低(元)	96.00/43.13
近 3 月日均成交量(百万股)	0.77
主要股东	邵雨田

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.01	-13.01	0.00
绝对收益	0.90	-4.94	0.00

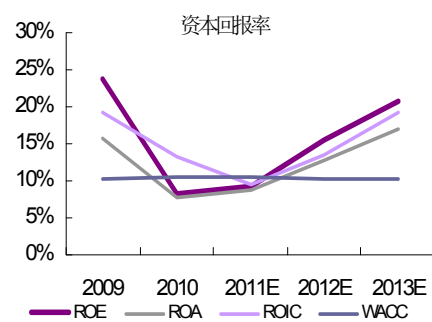
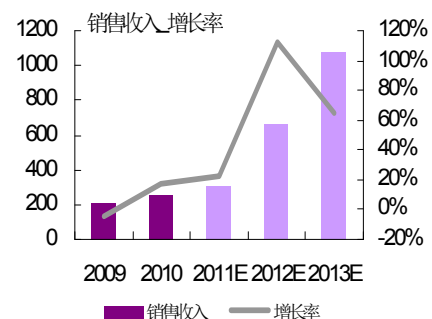
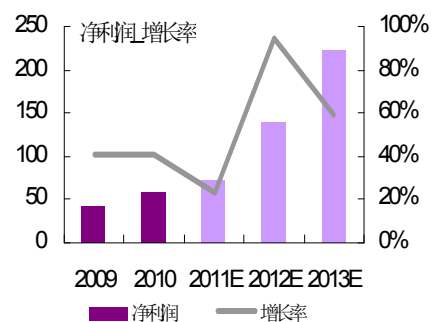
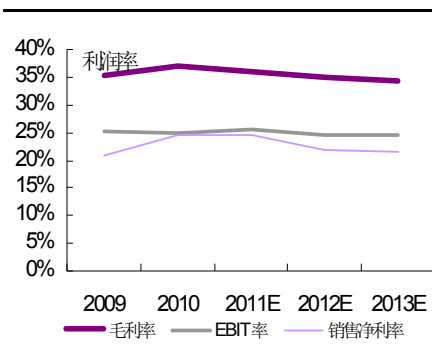
◆业绩将在明年实现高增长，当前估值偏高

我们预测，公司的营业收入和净利润有望在 2013 年达到 2010 年的 4 倍，其中，2012 年将是业绩爆发的时点。当前估值对应 2011 年每股收益估值偏高，买入的时点尚未到来，给予中性评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	214	252	310	659	1,083
营业收入增长率	-4.35%	17.70%	23.03%	112.51%	64.37%
净利润（百万元）	41	58	72	139	221
净利润增长率	40.45%	40.74%	22.87%	94.05%	59.09%
EPS（元）	0.62	0.87	1.07	2.08	3.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.82%	8.15%	9.25%	15.61%	20.70%
P/E	90	64	52	27	17
P/B	22	5	5	4	4
EV/EBITDA	38	41	34	19	12

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	214	252	310	659	1,083
营业成本	139	159	199	428	711
折旧和摊销	23	22	32	42	47
营业税费	1	1	2	4	7
销售费用	3	4	6	13	20
管理费用	16	26	24	49	76
财务费用	3	-5	-7	-4	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	51	67	87	164	267
利润总额	53	73	89	169	272
少数股东损益	3	4	4	4	10
归属母公司净利润	41.47	58.36	71.71	139.15	221.37

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	280	814	870	1,125	1,362
流动资产	120	608	397	594	848
货币资金	41	400	153	132	217
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	34	30	41	87	143
应收票据	22	80	93	165	217
其他应收款	0	0	1	1	2
存货	23	31	40	81	128
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	0	0	0	0	0
固定资产	137	129	354	415	414
无形资产	13	12	12	11	11
总负债	79	64	58	192	241
无息负债	48	64	58	111	184
有息负债	31	0	0	81	57
股东权益	201	750	812	933	1,121
股本	50	67	67	67	67
公积金	29	501	508	521	521
未分配利润	95	148	200	303	482
少数股东权益	27	33	37	41	51

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	15	59	16	181
净利润	41	58	72	139	221
折旧摊销	23	22	32	42	47
净营运资金增加	-10	116	40	235	181
其他	19	-182	-85	-400	-268
投资活动产生现金流	-9	-125	-300	-100	-30
净资本支出	9	125	300	100	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-17	-249	-600	-200	-60
融资活动现金流	-50	455	-6	62	-66
股本变化	0	17	0	0	0
债务净变化	-48	-31	0	81	-24
无息负债变化	6	16	-6	53	73
净现金流	14	346	-247	-22	85

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.35%	17.70%	23.03%	112.51%	64.37%
净利润增长率	40.45%	40.74%	22.87%	94.05%	59.09%
EBITDA 增长率	13.69%	10.61%	30.82%	82.80%	54.13%
EBIT 增长率	18.09%	15.95%	27.17%	102.19%	65.64%
估值指标					
PE	90	64	52	27	17
PB	22	5	5	4	4
EV/EBITDA	38	41	34	19	12
EV/EBIT	54	55	47	24	15
EV/NOPLAT	64	65	55	29	17
EV/Sales	13	14	12	6	4
EV/IC	12	9	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	35.22%	36.94%	35.91%	34.99%	34.34%
EBITDA 率	35.86%	33.70%	35.83%	30.82%	28.90%
EBIT 率	25.18%	24.81%	25.64%	24.40%	24.59%
税前净利润率	24.82%	29.06%	28.73%	25.60%	25.14%
税后净利润率 (归属母公司)	19.37%	23.16%	23.13%	21.12%	20.44%
ROA	15.85%	7.64%	8.70%	12.74%	16.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.82%	8.15%	9.25%	15.61%	20.70%
经营性 ROIC	19.23%	13.29%	9.38%	13.48%	19.21%
偿债能力					
流动比率	1.94	12.14	6.87	3.09	3.52
速动比率	156.18%	1151.42%	618.16%	267.14%	298.95%
归属母公司权益/有息债务	5.60	-	-	11.01	18.79
有形资产/有息债务	8.56	-	-	13.75	23.74
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.62	0.87	1.07	2.08	3.30
每股红利	0.00	0.20	0.34	0.64	1.04
每股经营现金流	1.10	0.23	0.88	0.25	2.70
每股自由现金流(FCFF)	1.03	-2.47	-3.60	-2.29	0.98
每股净资产	2.60	10.69	11.56	13.30	15.96
每股销售收入	3.20	3.76	4.63	9.83	16.16

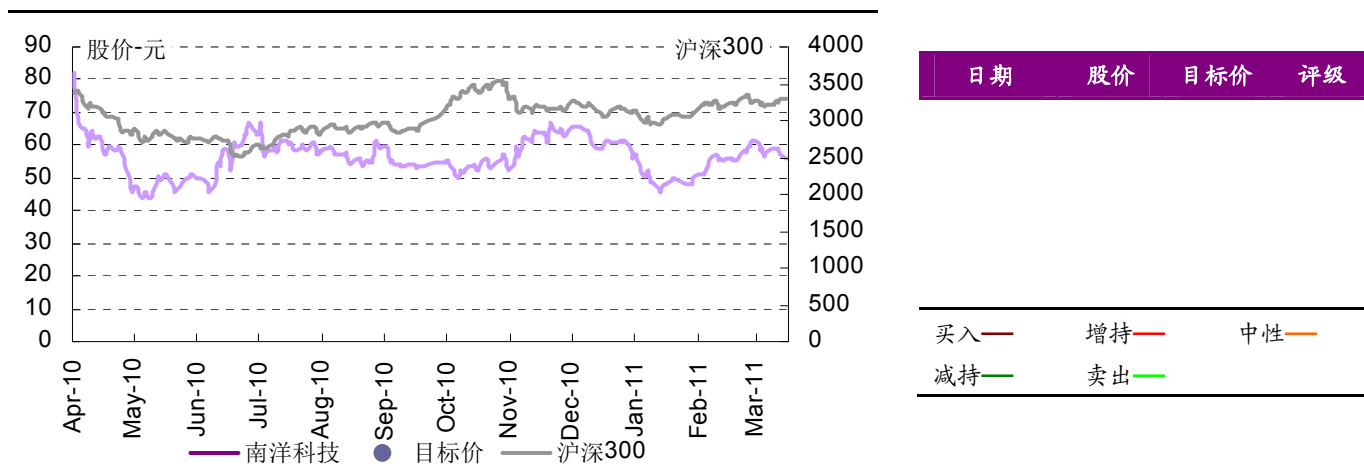
资料来源：光大证券、上市公司

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商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

南洋科技（002389）



资料来源：光大证券研究所

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。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

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

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本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，供投资者参考。

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。

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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

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。