

韬光晦迹，背材膜的爆发值得期待

——南洋科技（002389）调研简报

要点：

- **公司定位高端膜产品，下游需求广泛：**公司主要产品是聚丙烯电子薄膜产品，分为“基膜”和“金属化膜”两大类，是制造薄膜电容器的关键原材料，主要定位在高端膜产品，综合毛利率达36.94%，下游主要包括电子、家电、通讯、电力等行业。2010年4月上市，募集资金净额约4.8亿，募投项目为年产2,500吨电容器用超薄型耐高温金属化薄膜。目前项目处于设备安装阶段，预计5月份投产，我们估计今年达产情况30%-40%，明年70%以上。
- **太阳能背材膜项目明年释放产能：**太阳能背材膜是太阳能背板的重要材料，目前大部分依赖进口，国内只有东材科技和常州裕兴等企业能够量产，产能约1.5-2万吨。公司使用超募资金投资2.5万吨太阳能背材膜项目，目前项目设备已经订购，投产预计在明年的二季度。考虑国内日益扩张的组件产能，太阳能背材膜投产后盈利空间巨大。
- **锂电池隔膜、光学膜等高端应用领域空间广阔：**公司还成立子公司投资1500万平米锂电池隔膜项目，预计也在明年投产；同时公司在高端光学膜方面与韩国签订合作意向，计划未来进行光学膜、偏光片项目的研发，在高端膜领域还有广阔的发展空间。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2011-2013年公司EPS分别为1.13、2.21、3.46元，对应PE分别为47.9、24.6和15.6倍，2012年太阳能背材膜和锂电池隔膜的投产将使公司迎来业绩爆发。给予公司“推荐”的评级，短期估值有一定压力，建议投资者长期关注，未来如项目进展、试产之类信息将成为催化剂，2012年35倍市盈率对应股价达77.35元。产品成熟市场打开后很可能继续扩产，充分享受行业发展盛宴带来的高速增长。
- **风险提示：**光伏行业政策变化和 demand 波动、上游材料价格波动导致盈利水平下降

报告日期：2011年4月1日

分析师

徐超 执业证书编号 S1070210020009
(86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

张霖 执业证书编号 S1070209040317
(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

联系人

熊杰 从业证书编号 S1070111030013
(86-10) 88366060-8838

✉ xiongj@cgws.com

投资评级：推荐（首次）

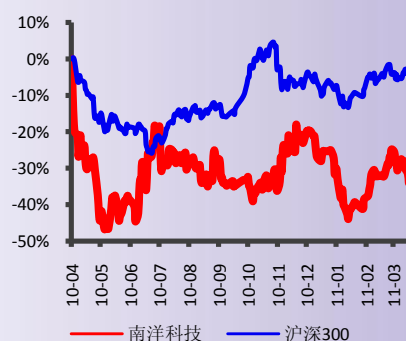
市场数据 当前股价：54.10元

总市值（亿元）	36.25
流通市值（亿元）	9.2
总股本（万股）	6700
流通股本（万股）	1700
12个月最高/最低	96/43.13

公司盈利预测（百万元）

	2010A	2011E	2012E
营业收入	252	306	679
(+/-%)	17.7%	21.3%	121.9%
净利润	58	76	148
(+/-%)	40.7%	29.5%	96.1%
摊薄每股收益	0.87	1.13	2.21
PE	62.1	47.9	24.6

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司分项盈利预测				
	2010A	2011E	2012E	2013E
金属化膜				
销量 (吨)		3,100.00	3,100.00	3,100.00
价格 (万元/吨)		3.80	3.80	3.80
收入 (万元)	12,310.82	11,780.00	11,780.00	11,780.00
毛利率	43.63%	41.00%	42.00%	42.00%
毛利 (万元)	5,371.21	4,829.80	4,947.60	4,947.60
募投项目超薄金属化膜				
销量 (吨)		1,000.00	2,000.00	2500
价格 (万元/吨)		5.50	5.50	5.50
收入 (万元)		5,500.00	11,000.00	13,750.00
毛利率		42.00%	42.00%	42.00%
毛利 (万元)		2,310.00	4,620.00	5,775.00
基膜				
销量 (吨)		3300	3300	3300
价格 (万元/吨)		3.00	3.00	3.00
收入 (万元)	10,028.71	9,900.00	9,900.00	9,900.00
毛利率	39.79%	39.00%	39.00%	39.00%
毛利 (万元)	3,990.42	3,861.00	3,861.00	3,861.00
再造粒子				
收入 (万元)	2,298.88	2,718.00	5,668.00	8,943.00
毛利率	-4.83%	-5%	-5%	-5%
毛利 (万元)	(111.04)	(135.90)	(283.40)	(447.15)
太阳能背材膜				
销量 (吨)			8,000.00	18,000.00
价格 (万元/吨)			3.00	3.00
收入 (万元)			24,000.00	54,000.00
毛利率			35.00%	35.00%
毛利 (万元)			8,400.00	18,900.00
锂电池隔膜				
销量 (吨)			500.00	1,500.00
价格 (万元/吨)			8.00	8.00
收入 (万元)			4,000.00	12,000.00
毛利率			40.00%	40.00%
毛利 (万元)			1,600.00	4,800.00
镀膜加工				
收入 (万元)	433.63	800.00	1,000.00	1,200.00
毛利率	26.71%	30%	30%	30%
毛利 (万元)	115.82	240.00	300.00	360.00
主营业务收入综合 (万元)				
	25,072.04	30,698.00	67,348.00	111,573.00
增长率				
	17.32%	22.44%	119.39%	65.67%
综合毛利率				
	37.36%	36.17%	34.81%	34.23%

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	252	307	679	1129	成长性				
营业成本	159	195	442	742	营业收入增长	17.7%	21.3%	121.9%	66.4%
销售费用	4	4	10	16	营业成本增长	14.6%	22.5%	127.0%	67.9%
管理费用	26	21	47	79	营业利润增长	32.4%	28.8%	105.0%	59.2%
财务费用	-5	-3	-2	3	利润总额增长	37.8%	29.4%	96.1%	56.6%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	40.7%	29.5%	96.1%	56.6%
营业利润	67	87	178	283	盈利能力				
营业外收支	6	8	8	8	毛利率	36.9%	36.3%	34.9%	34.3%
利润总额	73	95	186	291	销售净利率	23.2%	24.7%	21.8%	20.6%
所得税	11	14	28	44	ROE	7.8%	9.1%	15.0%	18.8%
少数股东损益	4	5	10	15	ROIC	16.0%	14.3%	19.1%	20.4%
净利润	58	76	148	232	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
流动资产	608	583	725	1186	管理费用/营业收入	10.1%	7.0%	7.0%	7.0%
货币资金	400	327	150	226	财务费用/营业收入	-1.9%	-1.0%	-0.3%	0.2%
应收帐款	30	40	88	147	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	80	97	214	356	所得税/利润总额	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	31	39	88	148	应收帐款周转率	7.8%	8.7%	10.6%	9.6%
非流动资产	206	322	416	441	存货周转率	5.8%	5.6%	6.9%	6.3%
固定资产	192	309	403	428	流动资产周转率	0.7%	0.5%	1.0%	1.2%
资产总计	814	905	1141	1626	总资产周转率	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%
流动负债	50	61	139	377	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	7.8%	8.3%	13.4%	24.0%
应付款项	35	43	97	164	流动比率	12.14	9.51	5.22	3.14
非流动负债	14	14	14	14	速动比率	11.51	8.88	4.58	2.75
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	64	75	153	391	EPS	0.87	1.13	2.21	3.46
股东权益	750	830	988	1236	每股净资产	11.19	12.39	14.75	18.44
股本	67	67	67	67	每股经营现金流	0.23	1.14	-0.39	0.47
留存收益	650	725	873	1105	每股经营现金/EPS	0.3	1.0	-0.2	0.1
少数股东权益	33	38	48	63	估值				
负债和权益总计	814	905	1141	1626	PE	62.1	47.9	24.6	15.6
现金流量表（百万元）					PEG	1.04	0.50	0.43	-
经营活动现金流	15	76	-26	32	PB	4.8	4.4	3.7	2.9
其中营运资本减少	-108	-38	-241	-291	EV/EBITDA	0.59	0.43	0.22	0.54
投资活动现金流	-125	-150	-150	-100	EV/SALES	19.82	16.33	7.36	17.17
其中资本支出	-125	-150	-150	-100	EV/IC	0.12	0.09	0.05	0.14
融资活动现金流	455	0	0	0	ROIC/WACC	1.94	1.74	2.32	2.48
净现金总变化	346	-74	-176	-68	REP	0.06	0.05	0.02	0.06

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所



研究员介绍:

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士, 2006年加入长城证券, 任电力-新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士, 2010年加入长城证券。

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>