



证券研究报告·上市公司深度

塑料（轻工）

再融资募投项目均将提前投产

再融资募投项目均将提前投产

2010、2011 年两次非公开发行共投资 5 个项目:其中年产 1.2 万吨生态型食品用 (BOPP/PP) 复合膜技改项目已于 2011 年达产; 其余四个项目的设备安装均已接近尾声, 将在 2012 年底投产, 按设计最大产能计算, 将产生销售收入 228400 万元, 净利润 26109 万元。募投项目的投产, 将推动该公司从传统包装领域向高新技术、新能源、新材料领域的成功转型。

近期高密度资本运作意在提升公司 (002263) 市值

2012 年 5 月, 大股东通过二级市场及大宗交易平台增持公司 (002263) 股份 1080 万股, 估算平均成本 6.6 元。(已浮盈近 1000 万元)。2012 年 6 月整合内部资源, 使科技含量最高的子公司宁波大东南万象科技 (控股 75%) 套现 3.722 亿元, 为电容膜需求爆增做好充分准备。

2012 年 7 月 25 日《控股股东追加承诺公告》: 延长大非 1.94 亿股锁定期 6 个月至 2013 年 1 月 29 日, 意在为 2012 年 9 月 20 日解禁的 1.3 亿股非公开发行股票解禁, 创造良好的氛围。

2012 年 8 月, 公司 (002263) 受让大股东持有的诸暨市大东南小额贷款有限公司 21.5% 股权, 收购价款为 9,890 万元, 收购完成后, 大股东仍持有大东南小额贷款公司 8.5% 的股权。

2012 年 8 月, 大股东合计质押公司 (002263) 股份的 1 亿股 (均为有限售条件流通股)。至此, 集团公司持有公司股份共 229,488,503 股, 占公司总股本的 38.03%, 其中处于质押状态的股份累积数为 1 亿股 (均为有限售条件流通股), 占其所持公司股份总数的 43.58%, 占公司总股本的 16.57%。

预测和比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	1229.85	854.37	1783.44	2697.04
营业收入增长率	-12.60%	-30.53%	108.74%	51.23%
EBITDA (百万)	224.92	77.07	123.69	168.05
EBITDA 增长率	-6.95%	-50.43%	6.27%	11.08%
净利润 (百万)	79.23	54.32	88.45	177.3
净利润增长率	2.31%	-31.44%	62.83%	100.45%
ROE	3.16%	8.55%	11.54%	12.76%
EPS (元)	0.13	0.09	0.15	0.29
P/E	58.12	68.77	44.87	35.68
P/B	1.70	5.68	5.06	4.45
EV/EBITDA	18.93	41.2	28.02	20.71

请参阅最后一页的重要声明

大东南 (002263)

不评级

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号: S1440510120012

发布日期: 2012 年 9 月 13 日

当前股价: 7.35 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.99/8.94	10.36/17.15	-32.86/-18.00
12 月最高/最低价 (元)			11.31/4.81
总股本 (万股)			60351.00
流通 A 股 (万股)			26182.15
总市值 (亿元)			44.36
流通市值 (亿元)			19.24
近 3 月日均成交量 (万)			549.71
主要股东			
浙江大东南集团有限公司			38.03%

股价表现



相关研究报告

11.02.01 绝对收益研究 3 号—中国“膜王”

目录

动态信息评述	1
一、上市公司股权结构	3
二、主营业务情况	4
三、公司（002263）融资情况及项目进展	7
四、财务分析	9
五、盈利预测与估值	12
六、投资建议和评级	13
七、风险分析	13

图表目录

表 1：公司（002263）前十大股东持股情况（2012-6-30）	3
表 2：公司（002263）前十大流通股东持股情况（2012-6-30）	4
表 3：公司（002263）主营业务及相关经营主体情况（红色部分为公司主营产品种类）	4
表 4：公司（002263）第一次增发项目情况（2010）	8
表 5：公司（002263）第二次增发项目情况（2011）	8
表 6：公司（002263）近年营业收入、营业外收入、营业利润及净利润情况（2005-2012）	11
表 7：三次融资募资金额及相关项目盈利预测（按照相应公司公告的项目可行性报告预测）	12
表 8：盈利预测（仅计算募投项目陆续达产且可销售部分）	12
表 9：相关上市公司估值比较	13
图 1：公司（002263）股权结构图（2012-6-30）	3
图 2：公司（002263）主营产品平均销售价格波动情况（2010-1 至 2012-6） 元/公斤	5
图 3：公司（002263）主营产品原料采购价格波动情况（2010-1 至 2012-6） 元/公斤	6
图 4：公司（002263）主营产品 BOPP 膜产品价格与原料采购价格走势对比	6
图 5：公司（002263）主营产品 BOPET 膜产品价格与原料采购价格走势对比	7
图 6：公司（002263）近年来分季度营业收入和营业利润情况（2005-2011）	10
图 7：公司（002263）近年来分季度营业收入和净利润情况（2008-2012）	10
图 8：公司（002263）近年来毛利率、净利率变化情况（2005-2012）	11

动态信息评述

1、2012年5月3日,《关于控股股东增持公司股份的公告》:公司(002263)接到控股股东浙江大东南集团有限公司的通知,其于2012年5月3日通过二级市场购入了公司(002263)的部分股票。基于对目前资本市场形势的认识及对公司未来发展前景的信心,大东南集团计划在未来12个月内根据中国证监会和深圳证券交易所的有关规定以及市场情况增持下限不低于公司(002263)总股本0.96%的股份,上限不超过公司总股本2%的股份(含此次已增持股份在内)。截止本公告出具日大东南集团已增持公司580万股股票,占公司股份总数的0.96%。

2、2012年5月23日,大东南集团通过深圳证券交易所大宗交易平台以6.65元的平均价格增持公司股份500万股,占公司股份总数的0.83%。

评述:据我们估算增持平均成本6.6元,已浮盈近1000万元,说明大股东看好公司(002263)的发展前景。

3、2012年6月28日,《关于受让控股子公司杭州大东南高科包装有限公司部分股权的公告》:经公司(002263)与控股子公司宁波大东南万象科技有限公司(公司持有宁波万象75%的股权)协商一致,公司同意受让宁波万象持有的杭州大东南高科包装有限公司(本次受让前公司直接持有其17.62%的股权)57.38%的股权,转让价格以57.38%股权相对应的杭州高科最近一期经审计的净资产作价依据,即人民币14,440.46万元。本次股权受让完成后,公司直接持有杭州高科的股权由17.62%增加至75%,宁波万象不再持有杭州高科的股权。

4、2012年6月28日,《关于收购控股子公司浙江大东南惠盛塑胶有限公司的公告》:经公司(002263)与控股子公司宁波大东南万象科技有限公司(公司持有宁波万象75%的股权)协商一致,公司同意收购宁波万象持有的浙江大东南惠盛塑胶有限公司(本次受让前公司间接持有其100%的股权)100%的股权,转让价格以惠盛塑胶扣除2011年度利润分配后的最近一期经审计的净资产为作价依据,即人民币22,778.18万元。本次收购完成后,公司将直接持有惠盛塑胶100%的股权。本次收购完成后,惠盛塑胶将依法办理注销等手续。

评述:整合内部资源,理论上使科技含量最高的子公司宁波大东南万象科技(控股75%)套现3.722亿元,为其高速成长提供了资金保障。该子公司主营各种电容膜的生产,是国内该领域的龙头企业。随着绿色能源政策的推广和高铁、轻轨的扩容及国家西电东送计划的逐步展开,电容膜需求有望爆增。

5、2012年7月25日,《控股股东追加承诺公告》:公司(002263)于2012年7月23日接到公司控股股东浙江大东南集团有限公司的承诺函,承诺对所持公司股份追加限售期。集团公司持有的首发限售股194,073,851股(其中5000万股存在质押情况)公司股票原将于2012年7月28日解锁,现自愿延长锁定期6个月,因本次解锁实际日期为2012年7月30日,故解锁时间延长至2013年1月29日。

评述:2012年9月20日,去年非公开发行股份13780万股中的12300万股将解禁。大股东此举意在向市场表示不会在财务投资人之前减持公司(002263)股票,为欲减持的财务投资人创造良好的市场环境。

6、2012年8月14日,《关于受让诸暨市大东南小额贷款有限公司部分股权的公告》:公司(002263)拟以诸暨市大东南小额贷款有限公司经审计后的净资产价值为作价依据,收购公司控股股东浙江大东南集团有限公司持有的大东南小额贷款公司8,600万元出资的股权(占大东南小额贷款注册资本21.5%)。大东南小额贷款公司在基准日2012年6月30日的21.5%的股权对应的净资产价值为103,229,359.74元。经双方协商一致,公司



(002263)与集团公司于2012年8月13日在诸暨签订了《股权转让协议》，根据《股权转让协议》，拟以每股1.15元的价格收购集团公司持有小额贷款8,600万股股权，收购价款为9,890万元。本次收购完成后，集团公司仍持有大东南小额贷款公司8.5%的股权。

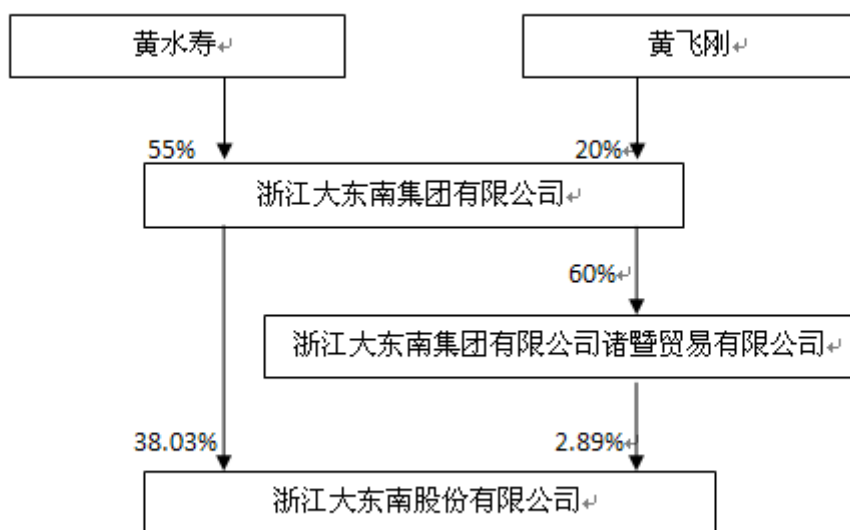
7、2012年8月17日，《关于控股股东股权质押的公告》：公司(002263)于2012年8月17日接到公司控股股东浙江大东南集团有限公司通知，其所持有公司股份中的5,000万股(均为有限售条件流通股)质押给华融国际信托有限责任公司。集团公司此次质押的股份总数为5,000万股，占其所持公司股份总数的21.79%，占公司总股本603,510,000股的比例为8.28%。目前，集团公司持有公司股份共229,488,503股，占公司总股本的38.03%，其中处于质押状态的股份累积数为10,000万股(均为有限售条件流通股)，占其所持公司股份总数的43.58%，占公司总股本的16.57%。

在大股东目前直接持有的上市公司38.03%股权中，36.24%的股权处于限售状态，具体情况为：据2012年7月25日公布的《控股股东追加承诺公告》：集团公司持有的首发限售股194,073,851股公司股票原将于2012年7月28日解锁，现自愿延长锁定期6个月，故解锁时间延长至2013年1月29日，占总股份比例为32.16%；另外，集团公司持有的9,818,686股(2010年非公开发行限售股)限售期为36个月，限售期自2010年6月3日至2013年6月3日止，占总股份比例为1.63%；集团公司持有的14,795,966股(2011年非公开发行限售股)限售期为36个月，限售期自2011年9月20日—2014年9月22日，占总股份比例为2.45%。

一、上市公司股权结构

公司（002263）2012 半年年报显示，大东南集团直接持有公司 38.03%的股份，通过诸暨贸易间接持有公司 2.89%的股份，黄水寿和黄飞刚父子合计持有大东南集团 75%的股权，是大东南的实际控制人。报告期内，公司未有其他持股在 10%以上（含 10%）的法人股东。

图 1：公司（002263）股权结构图（2012-6-30）



资料来源：公司（002263）2012 半年报

表 1：公司（002263）前十大股东持股情况（2012-6-30）

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
浙江大东南集团有限公司	229,488,503	38.03	限售流通 A 股,A 股流通股
郑海若	28,000,000	4.64	限售流通 A 股
宁波恒瑞投资有限公司	20,000,000	3.31	限售流通 A 股
浙江大东南集团诸暨贸易有限公司	17,457,534	2.89	A 股流通股
平安信托有限责任公司-睿富二号	16,300,000	2.70	A 股流通股
绍兴越商九期投资合伙企业(有限合伙)	15,000,000	2.49	限售流通 A 股
天迪创新(天津)资产管理合伙企业(有限合伙)	15,000,000	2.49	限售流通 A 股
宁波振信投资有限公司	15,000,000	2.49	限售流通 A 股
陈自强	15,000,000	2.49	限售流通 A 股



华宝信托有限责任公司	15,000,000	2.49	限售流通 A 股
合 计	386,246,037	64.02	

资料来源：公司（002263）2012 半年报；wind 资讯

表 2：公司（002263）前十大流通股东持股情况（2012-6-30）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
浙江大东南集团诸暨贸易有限公司	17,457,534	2.89	A 股流通股
平安信托有限责任公司-睿富二号	16,300,000	2.70	A 股流通股
浙江大东南集团有限公司	10,800,000	1.79	A 股流通股
中航鑫港担保有限公司	10,000,000	1.66	A 股流通股
郭媛飞	4,400,000	0.73	A 股流通股
王晓峰	3,435,629	0.57	A 股流通股
浙江省国际贸易集团有限公司	3,370,275	0.56	A 股流通股
中国包装进出口总公司	3,029,735	0.50	A 股流通股
浙江华成控股集团有限公司	2,519,166	0.42	A 股流通股
浙江物产中大元通集团股份有限公司	2,157,533	0.36	A 股流通股
合 计	73,469,872	12.18	

资料来源：公司（002263）2012 半年报；wind 资讯

二、主营业务情况

在主营业务方面，公司（002263）主要从事国家发改委重点扶持的高科技项目可降解再利用新型塑料包装系列产品的设计、开发、生产、销售及经营进出口业务。核心主导产品可广泛应用于烟草、食品、药品、轻纺、化妆品、印刷、礼品包装、粘胶带等众多商品包装领域及水稻塑料育秧盘、农产品覆盖膜、可降解塑料餐具等塑料制品，产品远销多个国家和地区。公司是中国制造业 500 强企业，是国内最大的塑料制品生产基地之一，其商标和产品均被认定为“中国驰名商标”和“中国名牌产品”，并符合美国 FDA 食品包装环境卫生认证标准要求。具体产品及相应产能情况如下表所示。

表 3：公司（002263）主营业务及相关经营主体情况（红色部分为公司主营产品种类）

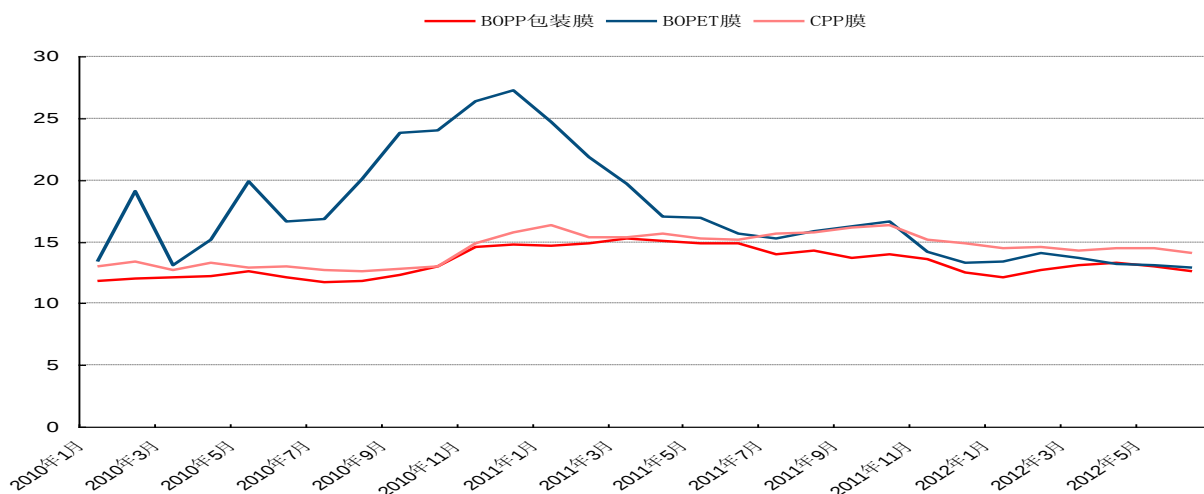
子公司名称	控股比例 %	主营产品产能及应用领域						锂电池离子膜	太阳能电池封装材料
		BOPP 膜	应用领域及投产年份	BOPET 膜	应用领域及投产年份	CPP 膜	应用领域及投产年份		
上市公司本部	100	2.4 万 T	（见附注①）	一、二线 3 万 T 二、四线 6 万 T （在安装）	（见附注②）	1.8 万 T	（见附注③）	8 月份设备安装 今年年底投产	
浙江大东南万象科技有限公司	75					2.5 万 T			

杭州大东南绿海包装有限公司	100	未投产 (6 万 T)	明年投产
诸暨万能包装有限公司	66.67	生产其他塑料制品	
宁波大东南万象科技有限公司	75	1.8 万 T (电容膜), 其中 0.8 万 T 预计在年底投产(见附注④)	
杭州大东南高科包装有限公司	75	3 万 T	
宁波绿海电子材料有限公司	100	3.8 万 T (电容膜)	

资料来源：上市公司；中信建投研究所

①**BOPP 应用领域**：BOPP 于 1998 年投产。BOPP 薄膜广泛应用于面包、衣服、鞋袜等产品包装以及香烟、书籍等的封面包装，另外以 BOPP 薄膜为基材生产的封箱胶带也是 BOPP 用量较大的市场之一。根据 BOPP 薄膜的用途和外观对其进行分类，包括：普通印刷膜、粘胶带膜、防伪镭射膜、热封膜、珠光膜、消光膜、合成纸、香烟包装膜等。②**BOPET 应用领域**：BOPET 于 2005 年投产。BOPET 薄膜与其他塑料薄膜相比具有相对密度大、拉伸强度高、延伸率适中、冲击强度、阻气性好、耐热性好和透明度高特点。因此，被广泛应用于包装材料等领域。BOPET 薄膜可用于加工复合包装、真空镀铝包装、卡纸转移膜等，还可用于激光防伪膜、金拉线、金银线等。包装用 BOPET 薄膜的厚度范围在 10μm~36μm 之间，其中最为常用的是 12μm 的 BOPET 薄膜。③**CPP 应用领域**：CPP 薄膜于 1996 年投产。CPP 薄膜具有透明性好、光泽度高、挺度好、阻湿性好、耐热性优良、易于热封合等特点。CPP 薄膜耐热性优良。由于 PP 软化点大约为 140℃，该类薄膜可应用于热灌装、蒸煮袋、无菌包装等领域；加上耐酸、耐碱、耐油脂性能优良，使之成为面包产品包装或层压材料等领域的首选材料。其与食品接触安全，演示性能优良，不会影响内装食品的风味，并可选择不同品级的树脂以获得所需的特性。④**BOPP 电容膜**：BOPP 电容膜于 2006 年投产。BOPP 电容膜是使 BOPP 薄膜类的顶端产品。主要用于交流电机、家用电器、电力电容器等电子领域。

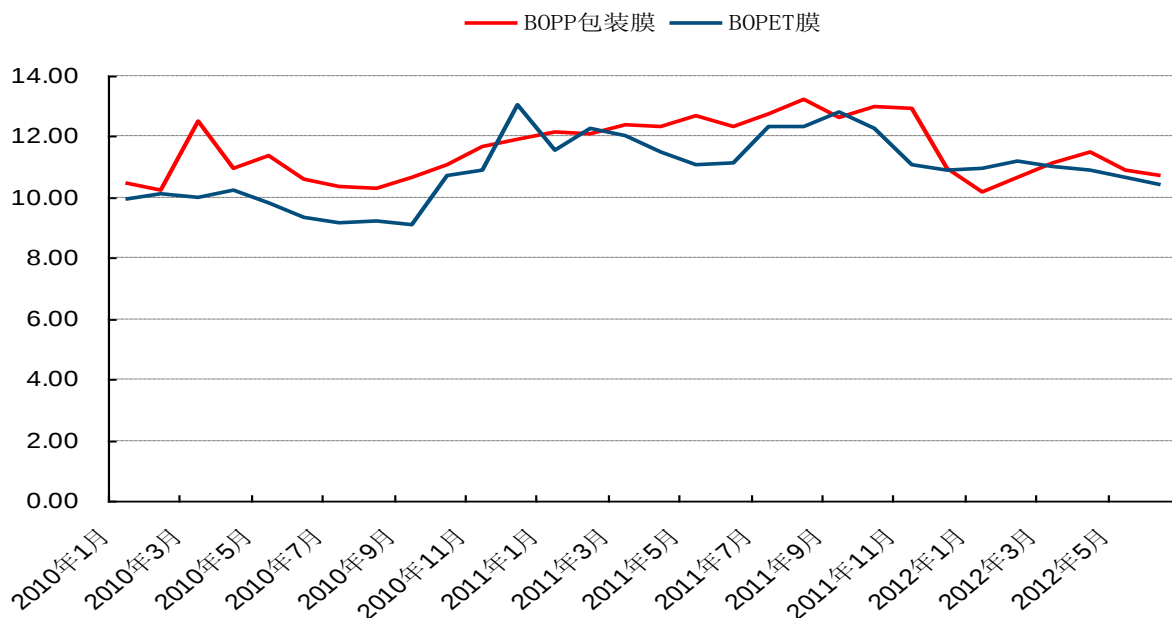
图 2：公司（002263）主营产品平均销售价格波动情况（2010-1 至 2012-6） 元/公斤



资料来源：上市公司；中信建投研究所

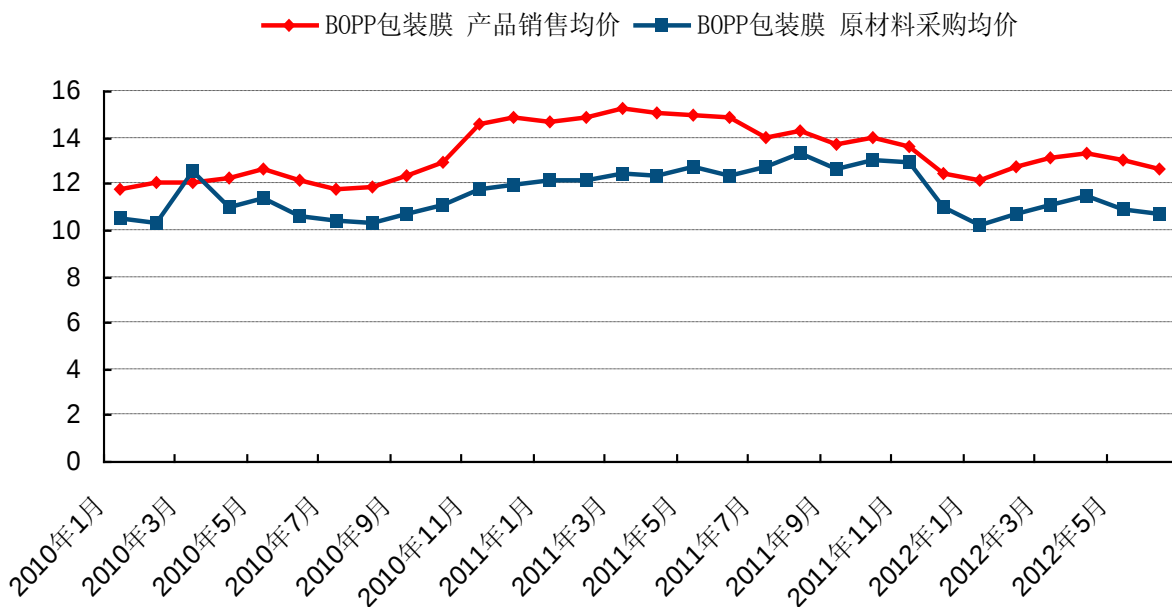


图 3：公司（002263）主营产品原料采购价格波动情况（2010-1 至 2012-6） 元/公斤

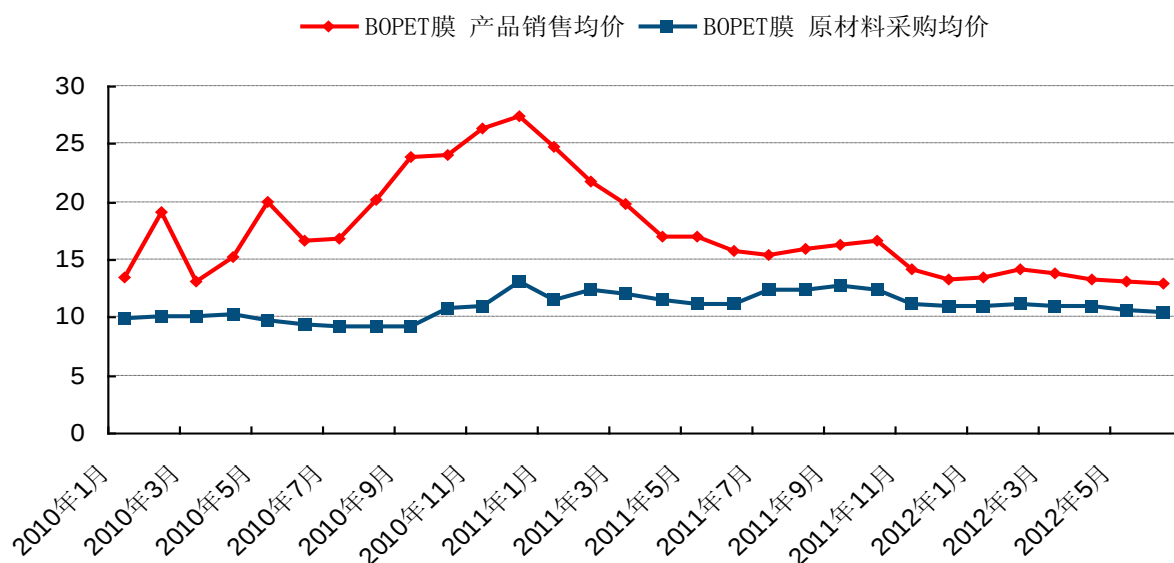


资料来源：上市公司；中信建投研究所

图 4：公司（002263）主营产品 BOPP 膜产品价格与原料采购价格走势对比（2010-1 至 2012-6） 元/公斤



资料来源：上市公司；中信建投研究所

图 5：公司（002263）主营产品 BOPET 膜产品价格与原料采购价格走势对比（2010-1 至 2012-6） 元/公斤


资料来源：上市公司；中信建投研究所

三、公司（002263）融资情况及项目进展

从公司（002263）从 2008 年上市以来，公司共进行过包括 IPO 在内的三次融资，分别为：

1、2008 年 7 月 28 日，公司（002263）采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式向社会发行 6,400 万股 A 股普通股，发行价格 5.28 元/股。本次发行募集资金拟用于归还公司银行借款，借款总额为 36,585.00 万元。

2、2010 年 6 月，公司（002263）以 6.85 元/股非公开发行 9813.87 万股（其中浙江大东南集团有限公司认购 981.87 万股）募资 6.5 亿元，其中 5.14 亿元用于投资年产 6 万吨新型功能性 BOPET 包装薄膜项目，1.37 亿元用于投资年产 1.2 万吨生态型食品用（BOPP/PP）复合膜技改项目，两个项目达产后，将分别新增年销售收入 8.1 亿元和 3 亿元，新增年净利润 5311 万元和 1145 万元。

3、2011 年 9 月，公司（002263）以 9.35 元/股非公开发行 13779.5966 万股（其中浙江大东南集团有限公司认购 1479.5966 万股）募集资金总额为 12.88 亿元，募集资金净额为 12.61 亿元。募集资金将投入耐高温超薄电容膜、锂电池隔膜和太阳能电池背膜三个项目。三个项目的建设期均为 2 年，预计 2013 年能够投产 80%，2014 年达产。三个项目达产后，将为公司（002263）带来约 14.74 亿元的主营收入和 2.03 亿元的净利润。

除去 IPO 募资用于归还银行贷款而没有对应项目之外，两次增发共建设了五个新项目。

表 4：公司（002263）第一次增发项目情况（2010）

序号	募集资金运用项目	投资总额	年销售收入	净利润
1	年产 6 万吨新型功能性 BOPET 包装薄膜建设项目	51,380	81,000	5,311
2	年产 1.2 万吨生态型食品用（BOPP/PP）复合膜技改项目	13,650	30,000	1,145
合计			111,000	6,456

资料来源：公司公告；wind 资讯

表 5：公司（002263）第二次增发项目情况（2011）

序号	项目名称	投资总额	年销售收入	净利润
1	年产 8,000 吨耐高温超薄电容膜项目	31,790	30,400	4,896
2	年产 6,000 万平方米锂电池离子隔离膜项目	36,643	27,000	5,491
3	年产 12,000 万平方米太阳能电池封装材料项目	60,562	90,000	9,963
合计			147,400	20,350

资料来源：公司公告；wind 资讯

薄膜行业已被国家列为战略新兴行业中的细分领域，前景广阔。公司（002263）自成立以来一向注重研发，一方面不断从国外引进高端生产技术，另一方面努力加强技术攻关，自主研发。公司（002263）2011 年非公开发行增发投入的耐高温超薄电容膜、锂电池隔膜和太阳能电池背膜皆为知识密集型产品，技术含量高、市场前景广阔，有利于增强公司（002263）的核心竞争力。

从目前我们调研的最新情况来看，公司（002263）两次非公开发行的募投项目将在 2012 年内陆续投产，具体进展情况如下。

2010 年增发项目：

年产 1.2 万吨生态型食品用(BOPP/PP)复合膜技改项目目前已完成并投产。另外一个增发项目 6 万吨 BOPET 目前计划于 2012 年末在杭州大东南绿海包装有限公司投产。

2011 年增发的三个项目：

（1）年产 8000 吨耐高温超薄电容膜项目目前已处于安装阶段，将于今年（2012）底投产。在投产后的销售方面已进行的相应安排为：公司（002263）高温超薄电容膜的下游客户主要以分布在宁波、广东、温岭、新安江等地的电子元件厂商为主，据不完全统计，目前已与公司建立联系的已有 68 家左右。而未来几年我国风力发电和太阳能发电、家电产业以及“十二五”电网建设高峰及铁路电气化等都将大幅度增加超薄电容膜的市场容量。

（2）年产 6000 万平方米锂电池离子隔离膜项目所需设备已于 8 月份开始安装，预计今年（2012）底投产。截至 2012 年 6 月 30 日，公司已投入 8,452.89 万元，公司已为该项目购置了两条干法设备，并已进行安装。该项目规划设计、土建工程目前均已完成，供水、供电等各项基础建设条件良好，预计 2012 年 4 季度上述两条线建成试生产。在投产后的销售方面已进行的相应安排为：锂电池离子隔离膜在便携式电子设备、电动汽车、空间技术等领域应用广泛，市场需求巨大。据已有的资料显示，公司（002263）锂电池隔离膜销售市场广泛分布于河北、陕西、天津、深证、香港等地区，其中广东省约占全国的 2/3，深圳占广东的 3/4，约为全国的 1/2。同时，随着公司隔离膜技术的进步和质量的提升，将逐渐面向动力电池等高端领域。

公司（002263）与浙江南都电源动力股份有限公司于 2012 年 9 月 5 日签署《意向协议》，本着平等、互通、互惠的原则，就双方对锂电池隔膜产品的采购和销售建立战略合作伙伴关系事宜达成如下意向： 1、甲（南都电源）、乙（002263）双方拟建立长期的合作关系，开展锂电池隔膜的采购、销售业务。 2、甲方愿意将乙方纳入其备选供应商名单，并向乙方采购符合甲方品质、规格要求的锂电池隔膜产品。 3、乙方将根据甲方的要求优先向其供应锂电池隔膜产品，保证所提供的产品的数量、质量和技术性能符合双方约定等。本次签订意向协议的产品为公司 2011 年非公开发行股票项目之一“年产 6000 万平方米锂电池隔离膜项目”的产品。

（3）12000 万平方米太阳能电池封装材料项目所需的 EVA 设备已处于安装阶段，将于 2012 年九月份安装完成，并于今年（2012）底投产。在投产后的销售方面已进行的相应安排为：太阳能电池封装材料在光伏电池与组件领域应用较多。据不完全统计，截至 2012 年 8 月，公司（002263）已与上海、深圳、江苏、湖南、山东、宁波等多地区的 250 余家下游厂商达成了销售意向。

当前我国光伏企业正面临欧盟（占光伏产品出口 70%）的反倾销调查，欧盟各国也纷纷下调国内的光伏补贴。公司（002263）该项目投产后短期内的销售具有不确定性。

从目前各项目的进展情况来看，公司（002263）一次和二次非公开发行的募投项目将在今年底陆续提前投产，且新产能释放后具有较为广阔的市场容量和新的销售渠道。因此，我们认为从目前准备情况看，除太阳能电池封装材料项目外，其余项目可以达到预期销售和盈利目标。

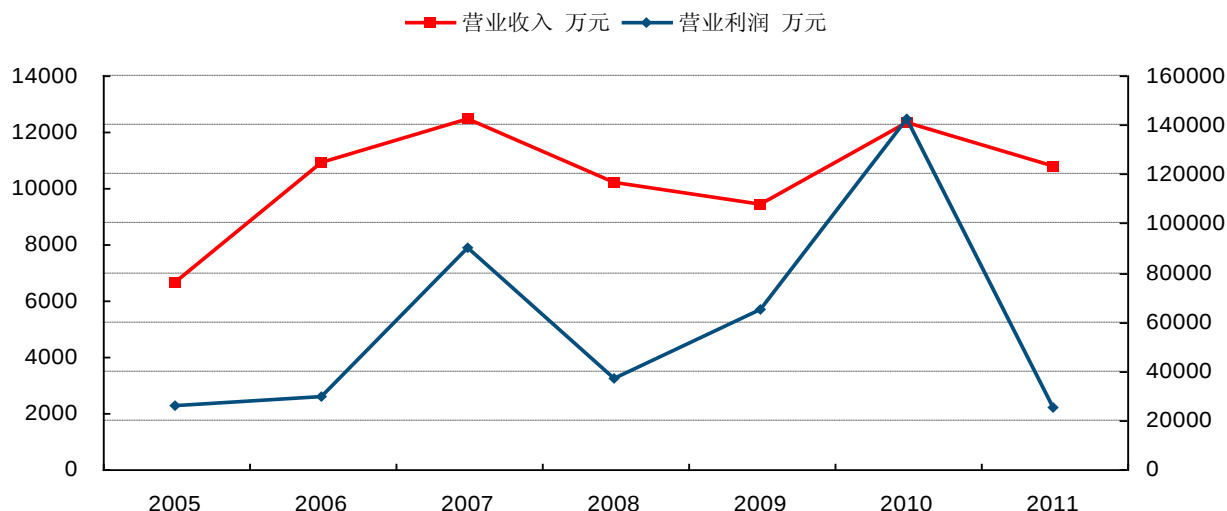
在此基础上，我们将在盈利预测部分根据我们对相关市场的分析及公司新产能投放情况对公司进行业绩预测。

四、财务分析

从上市公司近年生产经营情况来看，截至 2012 年 6 月 30 日半年报，报告期内公司（002263）实现营业收入 42,718.46 万元，同比下降 30.78%；实现净利润 3,176.08 万元，同比下降 22.11%；实现基本每股收益 0.053 元，同比下降 41.11%。主要系受国际国内行业经济下行态势影响，下游市场需求不振，产品竞争加剧，导致公司销量减少，部分产品单价下跌，产品销售量减少所致。

截至 2011 年 12 月 31 日年报：报告期内公司实现营业收入 122984.66 万元，同比下降 12.60%；实现归属母公司所有者的净利润 7922.85 万元，同比增长了 2.31%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 1186.26 万元，同比下降了 84.28%；实现基本每股收益 0.16 元，同比下降了 11.11%。主要系主营收入、毛利率下降，致营业利润较大幅度下降所致。

图 6：公司（002263）近年来分季度营业收入和营业利润情况（2005-2011）

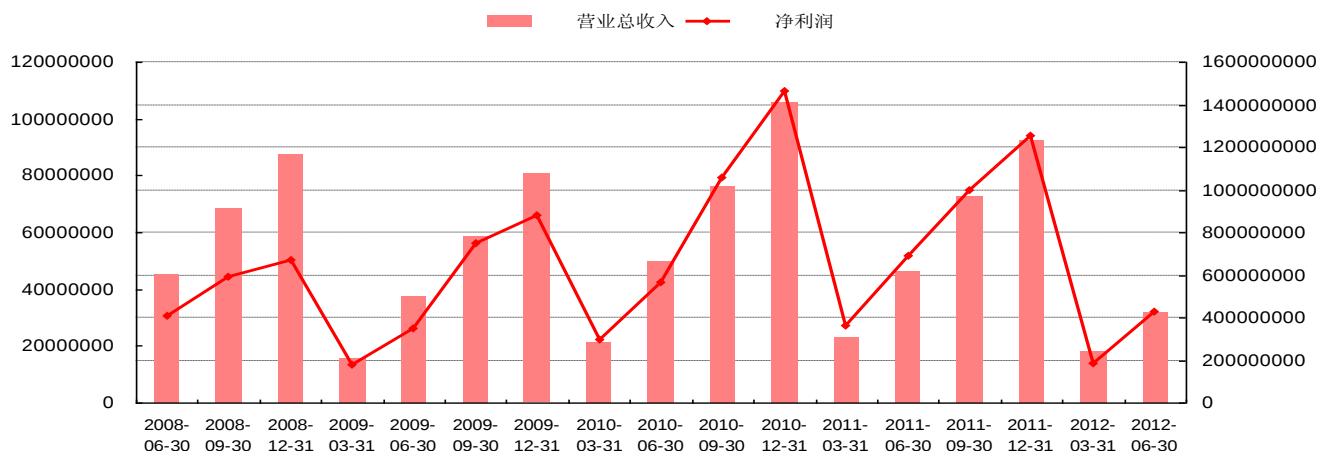


资料来源：wind 资讯

从公司（002263）上市以来生产经营来看，2008 年 IPO 后到 2010 年，公司的主营业务收入和营业利润都有了较大幅度的增长。营业收入从 2008 年的 116789.28 万元增长到了 2010 年末的 140715.71 万元，年均复合增长率 60.24%；营业利润由 2008 年的 3200.18 万元增长到了 2010 年末的 12465.74 万元，年均复合增长率 194.77%。

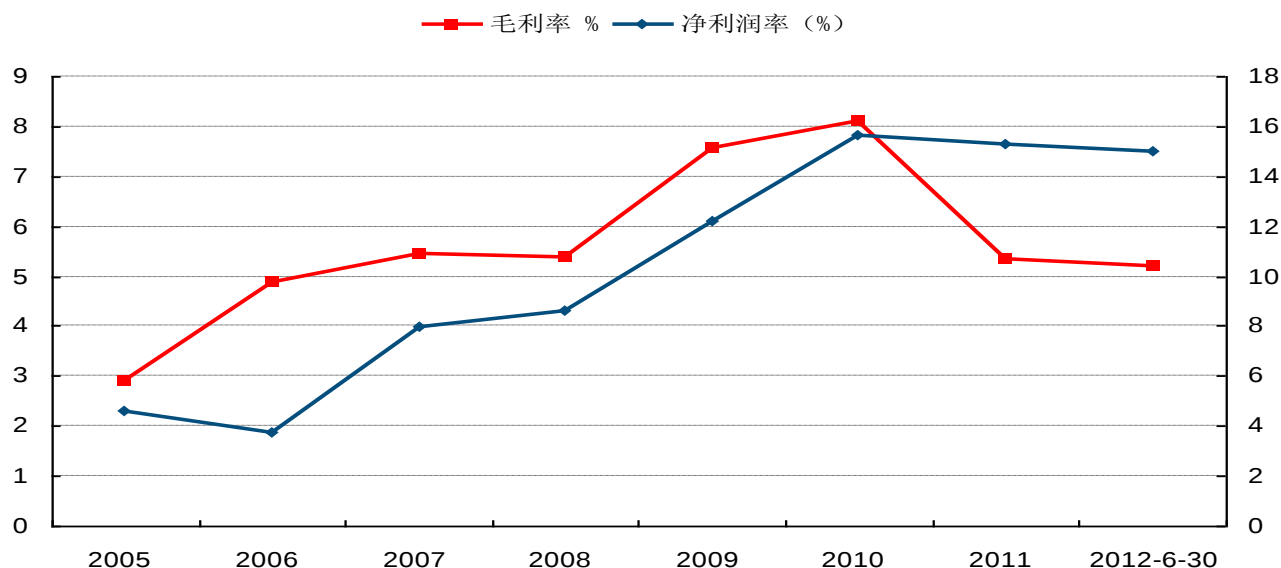
2010 年后由于国际国内行业经济下行态势影响，下游市场需求不振，产品竞争加剧，导致公司（002263）销量减少，部分产品单价下跌，产品销售量大幅下降。2012 年受困于经济继续下行及行业需求持续疲软，公司（002263）仍处于生产经营的困难期。未来新产能的消化、系列子公司的资本运作和各产品结构优化的步伐仍是公司（002263）能否摆脱困局，出现转机的重要因素。

图 7：公司（002263）近年来分季度营业收入和净利润情况（2008-2012）



资料来源：wind 资讯

图 8：公司（002263）近年来毛利率、净利率变化情况（2005-2012）



资料来源：wind 资讯

从公司（002263）近年来的销售毛利率和净利率变化情况来看，2011 年毛利率出现了较大幅度的下滑。2012 年半年报显示，这一跌势已基本停止。毛利率和净利率保持在 2011 年末水平。

另外，从公司（002263）近年年报来看，存在较多营业外收入及政府补贴情况。

表 6：公司（002263）近年营业收入、营业外收入、营业利润及净利润情况（2005-2012）

报告期	营业外收入	营业收入 万元	营业外收入/营业收入	营业利润 万元	净利润 万元
2012-6-30	1349	42718	3.16%	2385	3176
2011-12-31	18949	122985	15.41%	2224	7923
2010-12-31	261	140716	0.19%	12466	7744
2009-12-31	1527	107633	1.42%	5682	5346
2008-12-31	2237	116789	1.92%	3200	4718
2007-12-31	228	142016	0.16%	7853	5444
2006-12-31	550	124377	0.44%	2573	2490
2005-12-31	600	76177	0.79%	2274	1743

资料来源：wind 资讯

公司于 2012 年 6 月 15 日收到诸暨市财政局拨付的扶持战略性新兴产业发展的奖励资金 1300 万元整。根据相关会计准则公司将该笔款项确认为营业外收入，对大东南的 2012 年净利润影响较大。

2011 年公司（002263）共收到营业外收入 18949 万元，占同期营业收入的 15.41%。其中最大的政府补贴来自拆迁补偿款，2011 年已支付公司 1.8 亿元。目前据相关部门回复情况，2012 年及以后年度暂时不会再有拆迁补偿款。



未来公司（002263）潜在的营业外收入为：根据诸暨市人民政府办公室文件（诸政办发[2011]50号）《诸暨市人民政府办公室关于印发工业地块退二进三政策实施细则的通知》中的回收补偿标准，土地出让净收益的20%补助回收企业用于搬迁安置，经我们测算，该笔款项大约为1200万左右，具体到账时间不详（盈利预测中我们暂将其计入了2013年的营业外收入）。

另外，近几年我国政府对高新技术产业扶持力度加大，公司（002263）在同行业中具有领先的技术水平，因而对于高新项目的申报和开发应用具有较强竞争力。我们根据浙江省补贴政策测算，预计公司（002263）本年度（2012）和未来年度申报的高新项目投产大约能得到此类政府补贴5000万左右。

综上所述，公司目前的产品均为传统行业的中高端产品，其销量和利润已反应在过往的财报中。两次非公开发行募投项目的四个项目均为科技含量很高的产品并将在2012年底相继投产，公司业绩有望从2013年始连续大幅增长。

五、盈利预测与估值

表 7：三次融资募资金额及相关项目盈利预测（按照相应公司公告的项目可行性报告预测）

	发行底价 (元/股)	发行价 (元/股)	发行量 (万股)	净募资额 (万元)	募投项目	产能(万吨)	销售收入 万元	净利润 万 元
IPO	5.28	5.28	6400	31013	全部还贷		100000	5000
2010 增发	6.65	6.85	9813.87	65030	BOPET 膜	6	81000	5311
					BOPP/PP 膜	1.2	30000	1145
2011 增发	8.77	9.35	13779.6	126125	BOPP 电容膜	0.8	30400	4896
					锂电池隔膜	6000 平米	27000	5941
					太阳能电池封装膜	12000 平米	90000	9961
达产后最大值								32600

资料来源：wind 资讯；公司公告

表 8：盈利预测（仅计算募投项目陆续达产且可销售部分）

序号	投资项目名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
1	年产 6 万吨新型功能性 BOPET 包装薄膜建设项目				40%	80%
2	年产 1.2 万吨生态型食品用（BOPP/PP）复合膜技改项目				/	/
3	年产 8,000 吨耐高温超薄电容膜项目				40%	80%
4	年产 6,000 万平方米锂电池离子隔膜项目				40%	80%

年产 12,000 万平方米太阳能					
5	电池封装材料项目	/			40%
	销售收入（万元）	140715.71	122984.66	85436.92	178344.00
	净利润（不含公司原有业务自然增长）（万元）	7744.30	7922.85	5431.59	8845.46
	EPS(元/股)	0.18	0.16	0.09	0.15
	扣非后净利润（万元）	7545.52	1186.26	4224.57	7645.46
	扣非后 EPS(元/股)	0.18	0.02	0.07	0.12

数据整理：中信建投研究所

六、投资建议和评级

目前和未来我国经济的主要增长动力仍然要依赖投资。在这样的市场大环境下，除消费类公司外，上市公司的增长动力同样主要依赖投资。而投资的前提是能够融资，A 股公司股价具有明显的融资驱动特征（详见《融资驱动的选股逻辑》）。公司上市以来共权益融资 22.2 亿元，目前市值 46 亿；资产负债率为 8%，依然有债务融资的空间，主要的高科技产品将在年底投产，2013、2014 年度业绩将高速增长。但业绩释放的时间区间，目前还不能做出合理的判断，根据审慎原则，暂时给予公司不评级的评级。

七、风险分析

公司（002263）与同行业公司市盈率比较：

表 9：相关上市公司估值比较

名称	最新市值（亿元）	2011 下半年净利润（亿元）	2012 上半年净利润（亿元）	净利润（2011-6-30～2012-6-30）	动态 PE
浙江众成	26.95	0.4998	0.4872	0.9871	27
双星新材	48.63	1.3016	0.7873	2.0889	23
南洋科技	41.44	0.6165	0.4697	1.0862	38
津膜科技	33.06	0.3172	0.1586	0.4758	69
大东南	46.29	0.424	0.3209	0.745	62

数据整理：中信建投研究所；wind 资讯

作为新材料的膜行业，市场已给出高于 20 倍的 PE 估值，而当前公司（002263）的估值在膜行业中也偏高，如果未来业绩不能持续增长，维持目前的估值难度较大。



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

武超则 010-85130410 wuchaoze@csc.com.cn

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

崔晨 021-68821615 cuichen@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王方群 020-38816536 wangfangqun@csc.com.cn

程海燕 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622