

2015 年 11 月 05 日

大东南 (002263)

——薄膜有望复苏，转型布局长远

报告原因：上市公司调研

增持

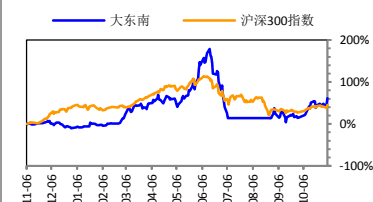
市场数据：2015 年 11 月 04 日

收盘价 (元) 9.1
 一年内最高/最低 (元) 16.32/5.54
 市净率 2.8
 息率 (分红/股价) -
 流通 A 股市值 (百万元) 7693
 上证指数/深证成指 3459.64/11884.90
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 3.23
 资产负债率% 27.11
 总股本/流通 A 股 (百万) 939/845
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐版 150901》2015/09/01
 《大东南 (002263) 新股定价报告》
 2008/07/28

证券分析师

李辉 A0230515080005
 lihui@swsresearch.com

联系人

马昕晔
 (8621)23297818×7433
 maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **规模领先，品种齐全。**大东南是国内包装膜行业龙头公司，产品包括 BOPP 薄膜、BOPET 薄膜和 CPP 薄膜。BOPET 产能 9 万吨，5 万吨光学膜即将投产，规模将跻身国内前列；CPP 薄膜产能 4.1 万吨，行业第一；1.6 万吨电容膜产能同样位居国内前列。另有 BOPP 产能 1.4 万吨，隔膜产能 1200 万平/年。
- **薄膜业务有望企稳复苏，业绩弹性巨大。**塑料包装膜需求刚性，有望保持 10-15% 稳定增长。薄膜设备商布鲁克纳 2014 年双向拉伸产线订单仅 22 万吨，不到 2010 年的 1/10，意味着未来 2 年行业新增产能大幅减少，供需格局有望持续改善。公司薄膜产能 21 万吨，价差扩大 1000 元业绩将增厚 1.78 亿元。功能薄膜 2014 年进口 30 万吨替代空间大，附加值高。公司 6 万吨光学膜将陆续投产，可比公司毛利率 30-40%，有望提升公司盈利能力。公司预计光学膜达产后，有望贡献利润 2.1 亿元。
- **增发布局动力电池，未来成长空间巨大。**2015 年前 9 月我国新能源汽车累计生产 15.62 万辆，同比增长近 3 倍，动力电池供不应求。目前公司 18650 圆柱电池已经小批量供货，产品获得国家相关部门检测通过。近期公司启动再融资，计划募集资金 20 亿元建设 7.5 亿安时动力电池产能。我们注意到，公司此次采用 NCA 正极材料路线。NCA 兼具镍酸锂和钴酸锂的优点，是特斯拉电动汽车所使用的技术路线。然而 NCA 电池加工难度较高，目前仅松下能够大批量生产高品质动力电池。公司若能顺利量产 NCA 电池，有望抢占高端动力电池制高点。
- **收购游唐网络，分享网络游戏盛宴。**据易观国际预测，2015 年中国移动网络游戏市场规模将达 338.43 亿元，同比增长 42.5%。未来三年，中国移动网络游戏市场规模将保持高速增长。游唐网络拥有高效的开发团队，凭借优质游戏资源，与众多国际知名运营商建立了长期稳定的合作关系。游唐网络承诺 2014-2016 年业绩不低于 4500/5850/7350 万元，将大幅增厚今明两年的公司业绩，并搭上中国网络游戏发展的快车。
- **投资建议及评级。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.0/0.11/0.23 元，现价对应 2016-2017 年 PE 分别为 83 和 40 倍，PB2.8 倍。参考网络游戏上市公司，游唐网络合理估值为 25.7 亿元。公司目前市值 85.5 亿元，对应传统业务市值 60 亿元。目前薄膜盈利仍处于行业底部，产能释放结束供需格局持续改善，公司光学膜产能逐渐释放，薄膜业务盈利将逐渐提升。公司现有各类薄膜产能 21 万吨，价差扩大 1000 元公司业绩将增厚 1.78 亿元，EPS0.19 元，业绩弹性极大。首次覆盖，给予增持评级。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	918	691	961	1,809	2,460
同比增长率 (%)	23.35	2.64	4.70	88.24	35.99
净利润 (百万元)	12	4	2	101	218
同比增长率 (%)	-22.39	-	-82.72	4950.00	115.84
每股收益 (元/股)	0.02	0.00	-	0.11	0.23
毛利率 (%)	-0.6	13.7	11.8	15.6	18.9
ROE (%)	0.5	0.1	0.1	3.9	8.2
市盈率	603			83	40

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

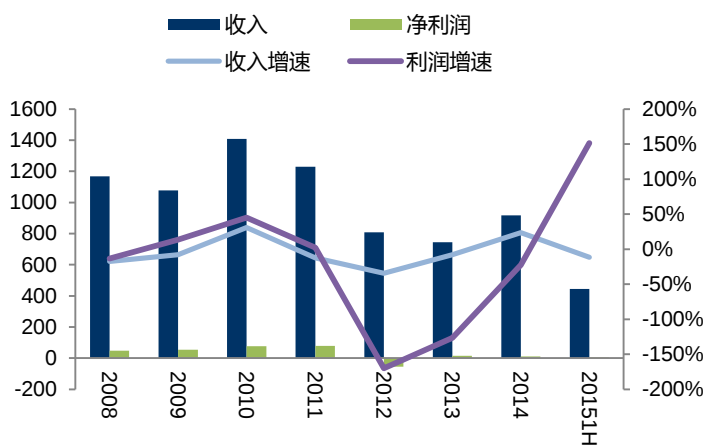
1. 品种丰富的薄膜行业龙头

大东南主要从事塑料薄膜产品的生产和销售，是国内包装膜行业龙头公司。主要产品包括 BOPP 薄膜、BOPET 薄膜和 CPP 薄膜三大主流塑料薄膜产品。其中 BOPET4 条线产能 9 万吨，另有 5 万吨光学膜在建即将投产，建成后公司 BOPET 规模跻身国内前列，产能占比接近 5.4%；公司 CPP 薄膜产能 4.1 万吨，产能占比 4%，规模位居行业第一；1.6 万吨电容膜产能同样位居国内前列。另有 BOPP 产能 1.4 万吨，隔膜产能 1200 万平/年。

薄膜行业产能过剩，近几年盈利持续下行。受此影响，虽然产能持续提升，公司近几年收入和利润均持续下滑。

图 1：公司业绩波动明显

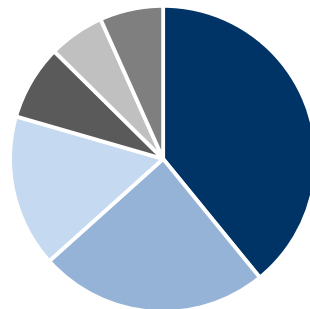
单位：百万元



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 2：大东南收入构成

■ BOPET膜 ■ 电容膜 ■ CPP膜
■ 网游 ■ BOPP原材料 ■ 其他



资料来源：WIND、申万宏源研究

为扭转目前困境，公司近几年积极转型：薄膜领域积极转型高附加值功能膜，并涉足锂电池和网络游戏领域。随着 2015 年公司完成游唐网络的收购，光学膜投产以及后续动力锂电池的逐渐投产，公司转型成果有望逐渐显现。

2. 薄膜业务有望见底复苏

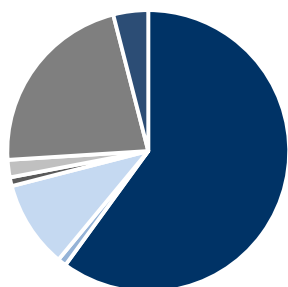
塑料包装膜需求保持 10-15% 稳定增长，行业新增产能大幅减少，供需格局有望改善。公司各类薄膜产能 21 万吨，价差扩大 1000 元业绩将增厚 1.78 亿元，业绩弹性极大。功能薄膜国内市场空间大，2014 年进口 30 万吨。公司 6 万吨光学膜将陆续投产，盈利能力有望逐渐提升。

包装薄膜有望见底复苏

薄膜需求增长稳定。塑料薄膜具有印刷精美、透明度高，柔韧性、阻气和阻湿性好等特点，因此在包装材料中占重要地位，广泛应用于食品、日化及医药等行业。中国目前包装膜年产量 1260 万吨，过去 6 年需求增速保持在 10-15%。由于下游消费类需求刚性，预计未来仍将保持 10% 左右增长。

图 3：中国 BOPET 市场分布

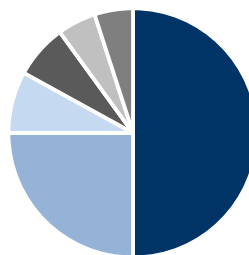
■ 包装 ■ 磁录 ■ 电子电气 ■ 复合印刷
■ 胶片 ■ 其它工业 ■ 热转印



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 4：中国 CPP 市场分布

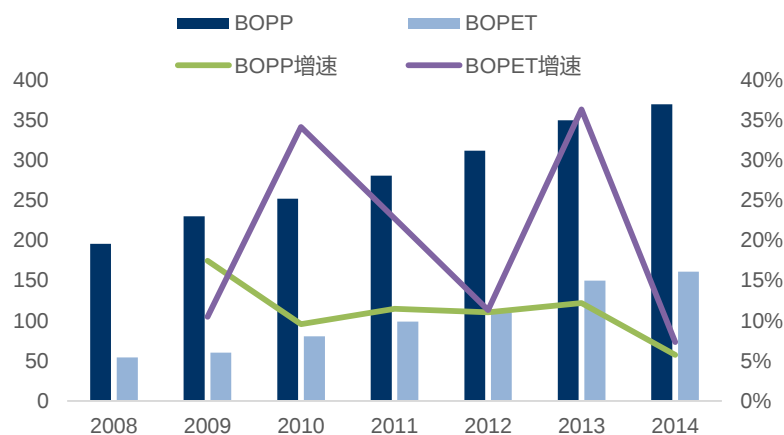
■ 复合基材 ■ 镀铝基材 ■ 果蔬保鲜 ■ 糖果包装 ■ 服装及卫生用品 ■ 音像及其它



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 5：中国包装膜需求快速增长

单位：万吨



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

薄膜产能释放基本结束。产能过剩导致近几年薄膜盈利持续下行，2014 年出现全行业亏损。2015 年起，BOPET 包装膜和 CPP 产能释放基本结束。以全球塑膜设备龙头布鲁克纳为例，2014 年出售的双向拉伸产线仅 22 万吨，不到 2010 年的 1/10。需求稳定增长，行业供需格局将逐渐改善，其中 BOPET 由于龙头公司欧亚集团破产，或将率先复苏。

图 6：BOPET 开工率提升库存下降 单位：%、天

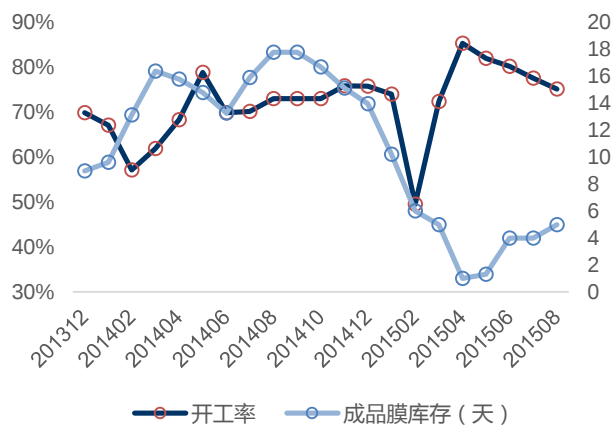
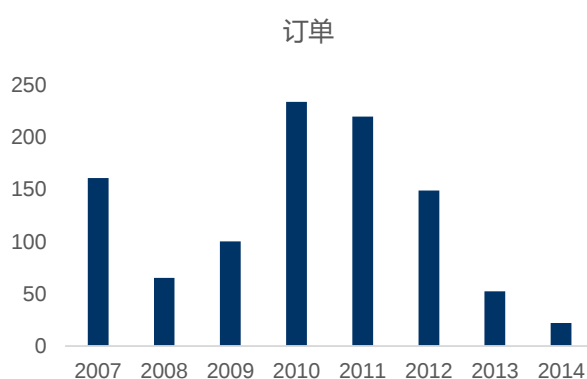


图 7：布鲁克纳在手订单大幅下降 单位：万吨



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

资料来源：布鲁克纳、申万宏源研究

公司 2014 年 BOPET 业务亏损 6800 多万元，是公司主要亏损点。2015 年上半年，BOPET 业务亏损 1300 万，大幅减亏。随着 BOPET 行业复苏，公司业绩有望恢复增长。公司现有各类薄膜产能 21 万吨，价差扩大 1000 元公司业绩将增厚 1.78 亿元，对应 EPS0.19 元，业绩弹性极大。

转型高端光学薄膜

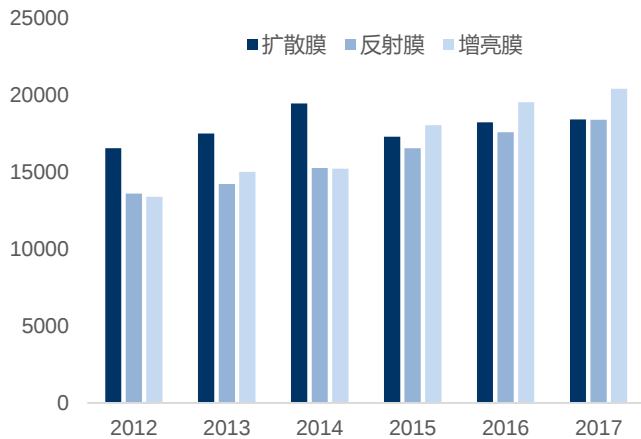
产能转移推动光学膜进口替代。目前全球 LCD 背光模组用光学基膜需求量 29 万吨，市场潜力巨大。液晶面板行业竞争加剧，为降低成本，产能加速向中国转移。据 DisplaySearch 统计，大陆面板厂在全球面板市场的占比从 2012 年 20% 增加到 2013 年的 25%。光学膜片是液晶面板背光模组的关键零组件，面板产能转移推动上游光学膜加速实现进口替代。光学膜此前为日本、韩国和美国等企业垄断，近几年国内企业加大研发投入逐渐在中低端领域实现进口替代。

2014 年中国进口聚酯薄膜 30 万吨，净进口 10 万吨。由于普通包装膜国内产能过剩，我们认为进口聚酯薄膜主要以高端功能膜为主。从海关数据看，2015 年 9 月进口聚酯均价 8883 美元/吨，出口均价仅 3290 美元/吨，差距悬殊。2015 年前 9 月，中国进口聚酯功能膜 20 万吨，同比减少 11%，说明国内功能膜进口替代已经开始加速。

图 8：全球光学膜市场潜力巨大

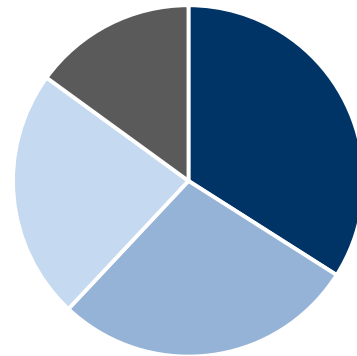
单位：万平米

图 9：光学基膜全球供给高度集中



资料来源：Display Search、申万宏源研究

■ 东丽 ■ 帝人 ■ 三菱 ■ 其它

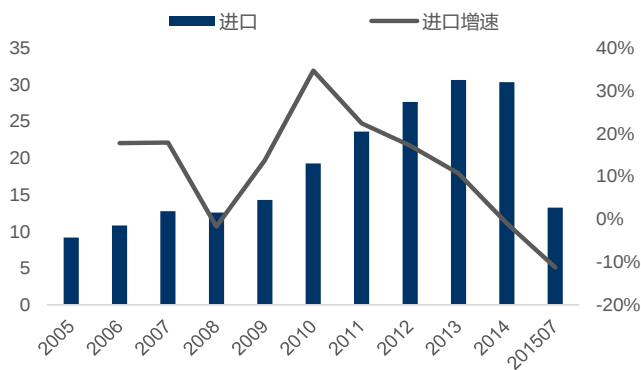


资料来源：乐凯、申万宏源研究

光学膜投产，盈利能力逐渐提升。2015 年底至 2016 年中期，公司 5 万吨光学膜产能将陆续投产。根据公司预计，光学膜项目达产后，有望贡献收入 16.8 亿元，利润 2.1 亿元。可比公司中，激智科技 2014 年中期综合毛利率 35% 左右，康得新 2015 年中期光学膜业务毛利率接近 40%。近些年虽然国内光学膜产能增长较快，但是相对于普通包装膜，光学膜盈利能力依然较强。光学膜下游客户需要一定时间认证，若客户开拓顺利，未来公司整体盈利能力将逐渐提升。

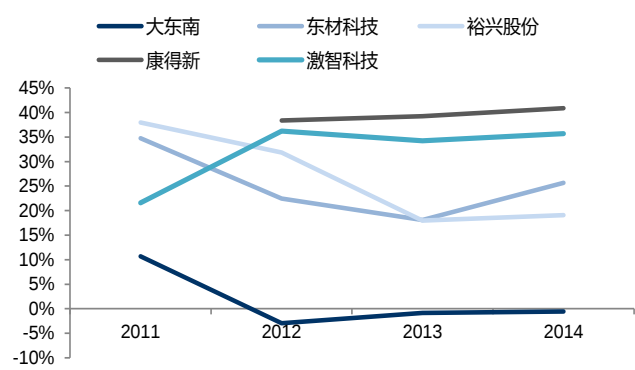
图 10: 功能膜进口替代加速

单位: 万吨



资料来源: 申万宏源研究

图 11: 功能薄膜毛利率显著高于普通膜



资料来源: 申万宏源研究

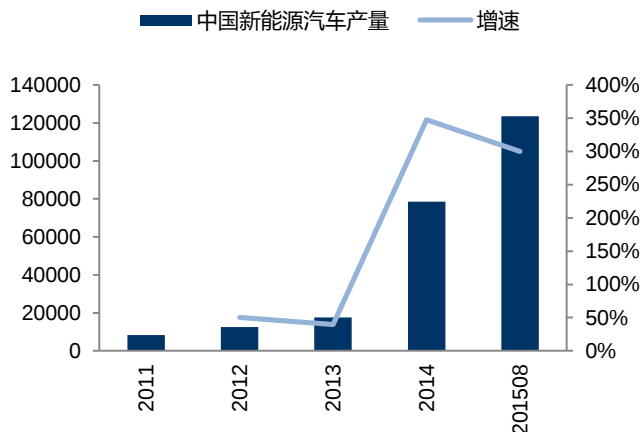
未来新增长点: 布局锂电池和网络游戏

电动汽车销量井喷, 动力电池供不应求

2015 年 9 月份, 我国新能源汽车生产 3.28 万辆, 同比增长近 2 倍, 前 9 月累计生产 15.62 万辆, 同比增长近 3 倍。电动汽车销量爆发式增长导致动力电池供不应求, 国轩高科动力电池组 2015 年上半年销售收入同比增长 123%, 毛利率高达 51.55%。

图 12: 中国电动汽车产量快速增长

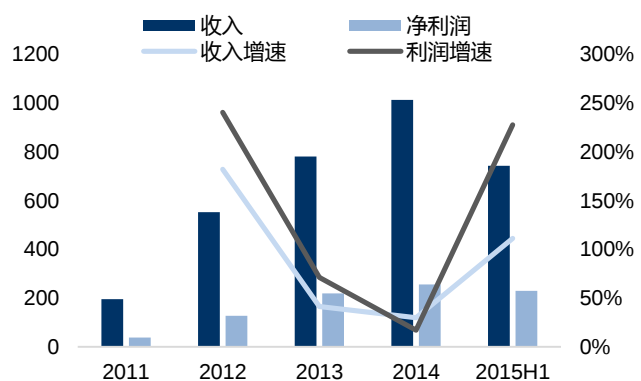
单位: 万辆



资料来源: 工信部、申万宏源研究

图 13: 国轩高科收入大幅增长

单位: 百万元



资料来源: WIND、申万宏源研究

公司 2013 年开始涉足锂电池行业, 主要生产动力型 18650 圆柱电池。3 亿安时产能目前已建成一条生产线, 产量 2 万颗/天, 售价 4.5-5 元/颗。2015 年初开始公司产品已经小批量销售、并逐步扩大产能, 2.2Ah18650 锂离子动力电池样品已于 2015 年 8 月 28 日获得国家机动车质量监督检验中心 (重庆) 检测通过。

增发加码动力电池。2015 年 9 月, 公司启动再融资, 计划募集资金 20 亿元投资建设 7.5 亿安时动力电池产能。我们注意到, 公司此次 7.5 亿安时动力电池项目采用 NCA 正极材料路线。NCA 兼具镍酸锂和钴酸锂的优点, 具有较高的理论放电比容量, 具有较稳定的层状结构, 增强了材料的循环稳定性能, 因此风靡全球的特斯拉电动汽车所使用的就是 NCA

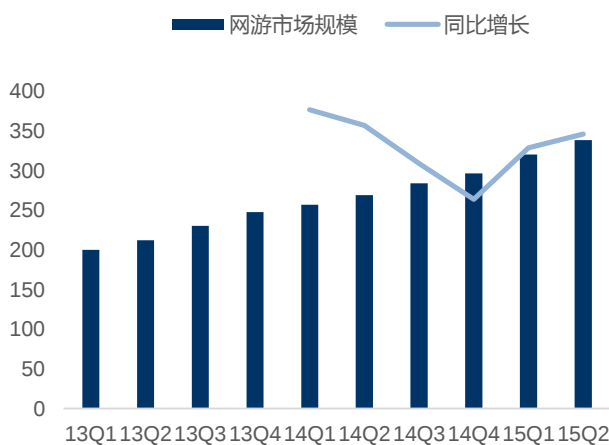
材料制成的动力锂电池。然而 NCA 电池也具有较高加工难度，目前仅松下能够大批量生产高品质 NCA 动力锂电池。公司若能够顺利量产 NCA 电池，将能够抢占高端动力电池制高点，为未来发展奠定坚实基础。

网络游戏发展迅猛

近年来在智能手机、移动网络、用户需求的推动下，我国移动终端游戏呈现高速增长态势，市场规模快速扩大。据易观国际预测，2014 年移动网络游戏市场规模将达到 237.56 亿元，较上一年度增长 96.5%；2015 年将达到 338.43 亿元，较 2014 年增长 42.5%；2016 年，市场规模将超过 427.05 亿元，较上一年度增长 26.2%。未来三年，移动网络游戏市场规模将保持高速增长。

图 14：中国网游市场快速增长

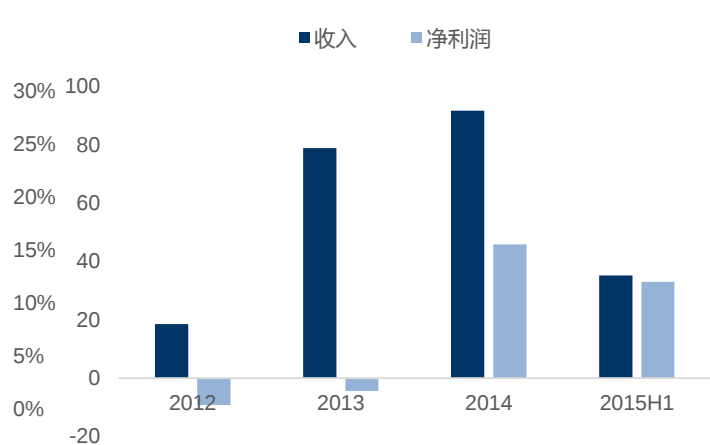
单位：亿元



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

图 15：游唐网络业绩快速增长

单位：百万元



资料来源：WIND、申万宏源研究

游唐网络主要从事移动网络游戏的开发，拥有一支高效的开发团队，2012 年至今陆续推出《末日重生》、《这就是战争》、《大主宰》、《石器时代》等游戏。凭借优质游戏资源，公司与众多国际知名运营商建立了长期稳定的合作关系。游唐网络承诺 2014-2016 年业绩不低于 4500 万/5850 万/7350 万元，公司已经完成 100% 收购，将大幅增厚今明两年的公司业绩，并搭上中国网络游戏发展的快车。

投资建议

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.0/0.11/0.23 元，现价对应 2016-2017 年 PE 分别为 83 和 40 倍，PB2.8 倍。由于公司业务多元，我们认为应该采用分部估值法。参考网络游戏可比上市公司，2016 年 PE 均值 42.9 倍，游唐网络 2016 年业绩承诺为 7350 万元，给予 35 倍 PE 我们认为游唐网络合理估值为 25.7 亿元。公司目前市值 85 亿元，对应传统业务市值 60 亿元。目前薄膜盈利仍处于行业底部，产能释放结束供需格局持续改善，公司光学膜产能逐渐释放，薄膜业务盈利将逐渐提升。薄膜类相关上市公司 PB 一般在 2-2.5 倍，景气底部公司 PE 估值较高，PB 估值相对合理。公司现有各类薄膜产能 21 万吨，价差扩大 1000 元公司业绩将增厚 1.78 亿元，对应 EPS0.19 元，业绩弹性极大。首次覆盖，给予增持评级。

表 1：网络游戏可比上市公司估值

代码	公司简称	2014PE	2015PE	2016PE	PB
002174.sz	游族网络	59.54	46.03	34.74	19.9
002354.sz	天神娱乐	93.6	52.34	37.91	24.62
300315.sz	掌趣科技	54.04	71.83	51.98	7.95
002555.sz	顺荣三七	341.58	67.8	46.79	11.83
平均值		137.19	59.5	42.86	16.08
002263.sz	大东南	553.64		83	2.5

资料来源：申万宏源研究 wind

表 2：盈利预测

单位：百万元、百万股

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	809	744	918	961	1,809	2,460
营业收入同比增长率 (yoy)	-	-8.0%	23.4%	4.7%	88.2%	36.0%
减：营业成本	833	750	923	848	1,527	1,995
毛利率 (%)	-3.0%	-0.8%	-0.5%	11.8%	15.6%	18.9%
减：营业税金及附加	4	3	2	3	5	7
主营业务利润	-28	-10	-7	110	277	458
主营业务利润率 (%)	-3.4%	-1.3%	-0.8%	11.4%	15.3%	18.6%
减：销售费用	6	5	6	8	14	20
减：管理费用	47	56	54	58	109	148
减：财务费用	16	30	42	41	31	31
经营性利润	-96	-101	-110	4	122	260
经营性利润率 (%)	-11.9%	-13.6%	-12.0%	0.4%	6.8%	10.6%
减：资产减值损失	24	-1	29	2	4	3
加：投资收益及其他	10	16	10	0	0	0
营业利润	-111	-84	-129	2	118	257
加：营业外净收入	36	94	136	0	0	0
利润总额	-74	10	6	2	118	257
减：所得税	8	2	15	0	18	39
净利润	-82	8	-9	2	101	218
少数股东损益	-27	-7	-20	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-56	15	12	2	101	218
全面摊薄总股本	604	699	769	934	934	934
每股收益 (元)	(0.09)	0.02	0.02	0.00	0.11	0.23
归属母公司所有者净利润率 (%)	-6.9%	2.0%	1.3%	0.2%	5.6%	8.9%
ROE	-2.2%	0.6%	0.5%	0.1%	3.9%	8.2%

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。