

南洋科技 股票代码：002389.SZ

锂电隔膜多年积累，期待破茧

事项：

近期，华创证券化工团队赴南洋科技，与公司管理层就锂电隔膜、光学膜、聚酯电容膜等项目进展，太阳能背材膜、聚丙烯电容膜等业务和公司经营状况进行了交流。

主要观点

1. 锂电隔膜：多年积累，期待破茧。

公司拥有两条锂电隔膜生产线，产能分别是 9000 万平米/年和 1500 万平米/年。目前 1500 万平米线仍在调试，9000 万平米线已开始小批量生产并送客户试用。其中，送 ATL 的小试已进入尾声，反馈较正面，乐观明年二季度可完成中试。9000 万平米线引进国外先进设备，采用半干半湿工艺，优势主要在成膜速度快、成本更低，达产目标产量 6000 万平米。

2. 光学膜：反射膜、增亮膜是发展重点。

公司拥有 12 条光学膜涂布生产线，合计产能约 6000 万平米/年，产品覆盖扩散膜、反射膜（毛利率 25%和 35%）和增亮膜（今年 200-300 万平米的量，毛利率可达 40-50%）。公司未来侧重发展盈利能力更好的反射膜和增亮膜。年产 2 万吨光学基膜项目目前仍在测试，明年一季度有望正式投产，配套下游光学膜生产，达产后 20-30%产能富余供外售。

3. 太阳能背材膜：光伏持续景气利好背材膜供不应求

光伏行业的持续景气使公司太阳能背材膜业务持续放量，并成为当前公司业绩的主要贡献之一。年产 2.5 万吨生产线生产负荷不断提升，目前已处于超负荷运行，产品供不应求，行业景气有望长期持续，且市场空间仍有较大提升余地，年产 5 万吨项目 17 年投产，产能消化问题不大。

4. 电容膜：聚丙烯电容膜已是底部，期待新项目亮点

聚丙烯电容膜行业底部，毛利率维持在 20%不到水平，5000 吨聚酯电容膜明年二季度有望投产，16 年有望贡献 2000-3000 吨的量，3500 吨新能源特高压用电容膜进度略慢，毛利率可达 25%。

5. 投资评级与盈利预测

盈利预测及投资评级：暂不考虑股本摊薄，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为：0.17、0.24、0.33 元，对应的 PE 分别为：108X、77X、56X。公司是国内光学膜领先企业，太阳能背材膜受益于光伏行业的持续景气为公司提供业绩支撑，而期待破茧的锂电隔膜业务有望为公司未来业绩带来巨大弹性。维持推荐评级，建议投资者保持密切跟踪。

当前股价：18.00RMB

投资评级推荐

评级变动维持推荐

证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001
电话：010-66500885
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：冯自力

电话：010-66500860
邮箱：fengzili@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	58,136
流通 A 股/B 股(万股)	32,039/-
资产负债率(%)	9.5
每股净资产(元)	5.7
市盈率(倍)	130.76
市净率(倍)	5.04
12 个月内最高/最低价	30.89/8.98

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

浙江南洋科技股份有限公司位于浙江省台州市，作为我国的电子薄膜行业的龙头企业，公司在传统的电容用聚丙烯薄膜领域一直处于国内的领先地位。2010年上市以来，在做精电容膜的基础上，公司通过积极布局太阳能电池背材膜、锂离子电池隔膜、光学膜和重离子微孔膜等高端差异性功能膜，已在上述领域崭露头角，并逐渐向国内高端薄膜行业的引领者迈进。

近年来，公司围绕主业通过使用自有资金以及 IPO 和定增募集的资金投资建设了一大批新项目。经过多年的研发和建设这些项目逐渐达到投产要求，近两年是公司新产品投放的密集期：年产 2.5 万吨的太阳能电池背材膜已于去年年初投产并于去年 8 月实现量产；年产 1.6 万吨光学膜涂布项目一期预计三季度末、四季度试生产；年产 9000 万平米的锂电隔膜项目和年产 5000 吨电容器用聚脂薄膜项目将于年底投产；年产 2 万吨的光学级聚酯薄膜项目也将于 2015 年上半年投产。

一、锂电隔膜：多年积累，期待破茧

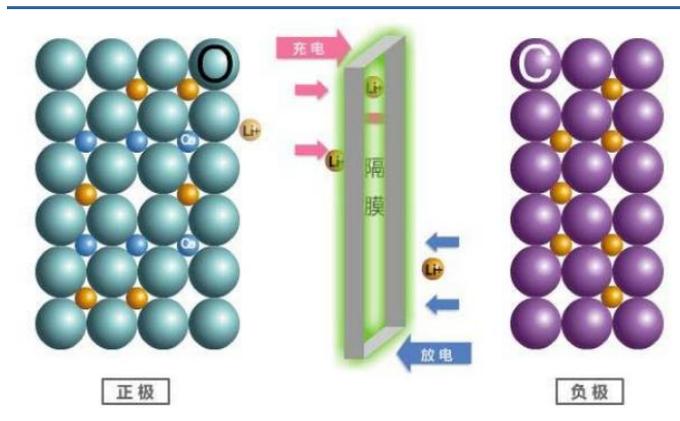
锂离子电池隔膜（锂电隔膜）是一种具有纳米级微孔的高分子功能材料，因此也被称作离子交换膜和离子渗透膜等，是锂离子电池最关键的部分。锂离子电池主要构成有正极材料、负极材料、电解液和隔膜。隔膜的作用是将电芯正极和负极的活性物质隔开，防止两极接触短路，在电化学反应时，能保持必要的电解液，形成离子移动的通道。原材料方面，目前市场化的锂离子电池隔膜大多是聚烯烃隔膜，以聚乙烯、聚丙烯为主，包括单层 PE，单层 PP，三层 PP/PE/PP 复合膜。

图表 1 锂电池的主要构成



资料来源：华创证券

图表 2 锂电池隔膜工作原理及锂电隔膜作用



资料来源：华创证券

（一）锂电隔膜行业概况：锂电池最后待国产化领域

隔膜具有典型的“高技术、高资本”特点，项目周期长，投资风险大，同时也是锂电材料中技术壁垒最高的一种高附加值材料。锂电隔膜的成本约占锂电池材料的 10-14%，毛利率一度达到 70%（目前约 50%左右）。

锂电隔膜的技术难点主要在于造孔的工程技术、基体材料以及制造设备。从生产工艺看，现有的聚烯烃隔膜生产工艺分为干法和湿法两大类，同时干法又可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。干法的工艺相对简单，但孔径及孔隙率较难控制。湿法的工艺流程复杂，关键工艺很多，对设备精细度要求极高。干法湿法均有生产流程长，环节多的特点，所需的生产装置设备要求精度高，运行高度稳定，而目前市面上没有成套的生产设备出售。

图表 3 锂电隔膜工艺对比

	干法		湿法
生产方式	单向拉伸	双向拉伸	

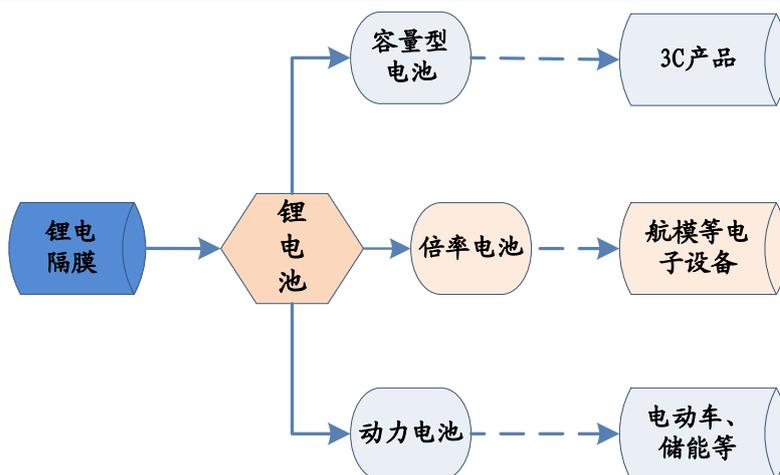
工艺原理		晶片分离	晶型转换	热致相分离
工艺特点		设备复杂, 精度要求高, 投资大, 工艺复杂, 控制难度高, 污染小	设备复杂、投资大, 需要成孔剂辅助成孔	设备复杂、投资大, 工艺复杂, 成本高, 能耗大
产品特点	优点	微孔尺寸和分布均匀, 导电性好, 能生产单层和多层隔膜	工艺简单, 强度高, 厚度范围宽, 短路率低	微孔尺寸和分布均匀, 事宜生产较薄产品
	缺点	横向拉伸强度低, 短路率稍高	质量稳定性差, 目前只能生产较厚规格 PP 膜	工艺复杂, 成本高, 不环保, 只能生产单层 PE 膜
主要企业		星源材质、沧州明珠	中科科技、河南义腾	纽米科技、金辉高科

资料来源：华创证券

锂电隔膜的下游为锂离子电池，根据电池不同可分为容量型电池、倍率电池和动力电池。根据应用的不同，锂电池的下游应用主要包括 3C 产品，电动交通工具等的储能设备。就目前来看，占据锂电池最主要应用的仍是消费类电子产品，约占锂电池总需求量的 80%，具体包括计算机、手机、照相机、摄像机和移动电源等。其中手机仍是锂电池消费占比最高的领域，占比为 37.74%；笔记本电脑占比 32.14%，列第二；其他消费电子类产品，包括照相机、摄像机等的占比不到 15%。

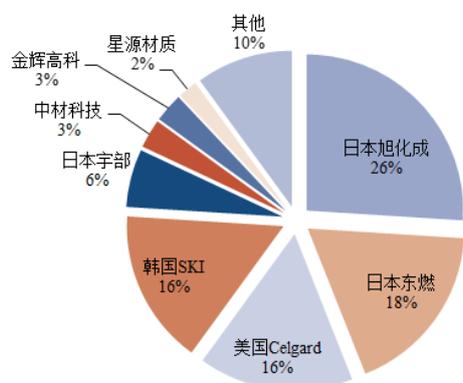
从技术看不同应用对隔膜的需求也是不同的。其中，容量型电池主要用于 3C 产品，由于该类产品直接和人体近距离接触，对安全性能要求较高，所以一般使用 PE 材质或含有 PE 膜的三层隔膜，用 PP 材质隔膜强度高，但出现意外短路时，不能快速闭孔减缓反应的剧烈程度；动力电池对电池的安全性要求也较高，不允许发生隔膜被刺穿的情况，且电池容量大，充放电会产生热量大，电池在使用过程中温度会比较高，所以动力电池一般使用较厚的隔膜，一般使用 30 μm 以上的 PE 隔膜或者 30 μm 以下的 PP 隔膜，或者使用三层隔膜。另一方面，为了提高动力电池的能量密度，将隔膜逐渐做薄是目前的发展趋势，而目前湿法工艺有望将隔膜厚度降到 10-20 μm，甚至低于 10 μm。

图表 4 锂电池隔膜的应用领域

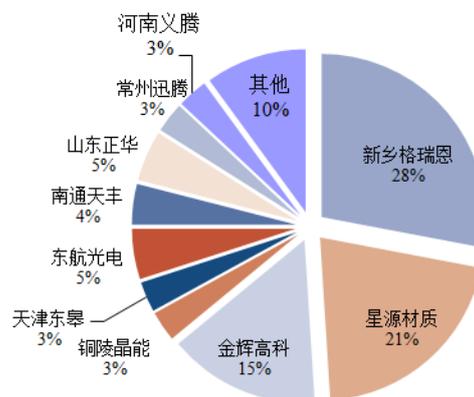


资料来源：华创证券

从竞争格局看，目前我国锂电隔膜行业呈现国外、本土厂商共存，同时又两极分化的局面。其中，日韩企业依托技术领先和生产工艺优势，所生产的产品质量高。全球范围看，锂电池隔膜产能主要集中在美国的 Celgard 公司和日本的旭化成（Asahi Kasei Chemicals）、东燃（Tonen）和宇部四个公司，它们的市场份额合计达 76%。

图表 5 2013 年全球锂电池隔膜市场竞争格局


资料来源：真锂研究，华创证券

图表 6 2013 年国内锂电池隔膜市场竞争格局


资料来源：真锂研究，华创证券

国内方面，2010 年之前仅有佛塑金辉高科、新乡格瑞恩和桂林新时代公司等几家锂电隔膜生产企业，其中金辉高科是国内最早量产锂电隔膜的企业，但产品主要用于竞争激烈的消费电子领域。与国外同类相比，国内锂电隔膜的产品质量存在较大差距，产品主要供应中低端市场；高端市场则主要由美国 Celgard、日本宇部垄断。

近年来，国内越来越多的企业拥有锂电隔膜的产能，但是很多企业实际上并无法批量生产成品，或者成品率比较低。目前，国内已有二十多家隔膜生产商，纽米科技、苏州捷力、沧州明珠、星源材质等厂商具备一定的高端动力锂电隔膜生产能力，而包括沧州明珠、南洋科技、大东南等上市公司均在攻关动力电池隔膜。

图表 7 国内主要锂电隔膜厂商情况

公司	工艺	产能（万平米/年）		规划总产能（万平米/年）	下游主要客户
		干法	湿法		
星源材质	干法单拉/湿法	5000	3000	20000	LG、比亚迪、力神、中航锂电、万向
中科科技	干法单拉/湿法	8000	-	20000	哈尔滨光宇、福斯特
金辉高科	湿法	-	7000	11500	比亚迪（消费类）、深圳迪凯特
沧州明珠	干法单拉	5000	-	13500	比亚迪（动力类）、中航锂电、苏州星恒
河南义腾	干法双拉	12000	-	20000	中航锂电、深圳卓能
纽米科技	干法单拉/湿法	3000	5000	15000	比亚迪、LG、宁波维科
南通天丰	干法单拉	7000	-	12000	中航锂电、南都电源
东航光电	干法单拉	3000	-	5000	鹏辉能源、南都电源、迪凯特
苏州捷力	湿法	-	6000	40000	ATL、LG、力神、哈尔滨光宇
辽源鸿图	湿法	-	2000	6000	力神
上海恩捷	湿法	-	2000	25000	三星 SDI、ATL

资料来源：华创证券

（二）公司锂电隔膜项目情况：多年积累，期待破茧

目前南洋科技已有年产 1500 万平方米和年产 9000 万平方米锂电池隔膜两条生产线。两个项目均是 2010 年公司使用自有资金投资建设的，采用的工艺为聚烯烃树脂湿法拉伸，其中年产 1500 万平米锂电隔膜为一期项目，总投资 1 亿元，2012 年 8 月已投料试产，目前仍在调试阶段；年产 9000 万平米锂电隔膜为二期项目，总投资约 2 亿

元，目前已开始向下游客户送料试用。

1、**生产线**：公司目前拥有两条锂电隔膜生产线，一条线是年产 9000 万平米，另一条产能是每年 1500 万平米，两条线所用的设备不一样，1500 万平米的线是很多家设备一起装起来的，9000 万平米的线主要是国外进口设备，纯国外进口设备投资 1.2 亿元，另外加国内的配套设备、公用设施等，总投资有 1.8-2 亿元，这还不包括房和地的使用费用。

2、**生产工艺**：1500 万平米线用的是纯湿法工艺，9000 万平米线使用的是半干半湿的工艺，主要的差别在成孔这块。半干半湿目前国内外没有其他企业在做，而且单条生产线能达到 9000 万平米，比一般隔膜生产线产能高，主要依托引进的先进设备和公司的不断改进。半干半湿的主要优势是成膜速度更快、生产效率高，成本也会低些。

3、**客户认证**：ATL 的小试已经进入尾声，反馈还比较正面，小试后还有中试，中试开始时间目前预计可能会到明年年初，中试有可能需要一两个月时间。乐观估计，明年二季度有可能完成中试，完成中试后，供货基本就没问题了。ATL 那边的要求，产品品质是一方面，还有就是能持续批量供货。

4、**产能释放**：公司 9000 万平米线达到理想状况，主要是良品率上去，有效产量有望达到 6000 万平米，但是良品率提升和有效产量上去需要一个爬坡过程，可能需要 10 个月左右时间，明年年底有望达到这个水平。

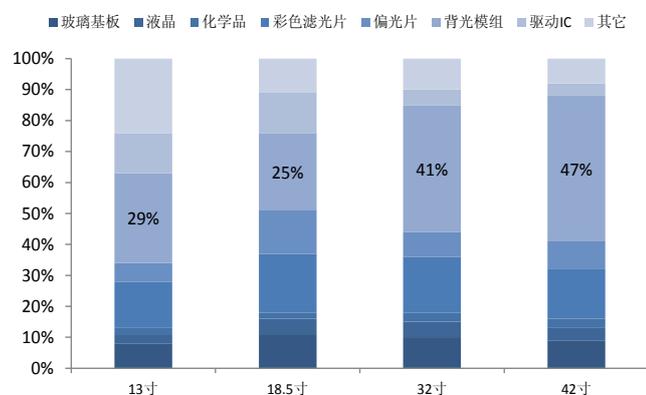
5、**产品价格和盈利**：主要有两方面的影响因素：（1）未来隔膜的价格变化；（2）良品率会影响到单吨产品折旧等固定成本的摊薄。从产品价格看，预计隔膜基材的价格在 3-4 元左右一平米，加上涂布价格会更高，向 ATL 供货的话，涂布先由 ATL 来做，后面公司也会考虑自己做涂布，成本预计每平米 0.5-1 元。

二、光学膜：逐步放量，反射膜和增量膜是未来重点

（一）光学膜：进口替代空间巨大

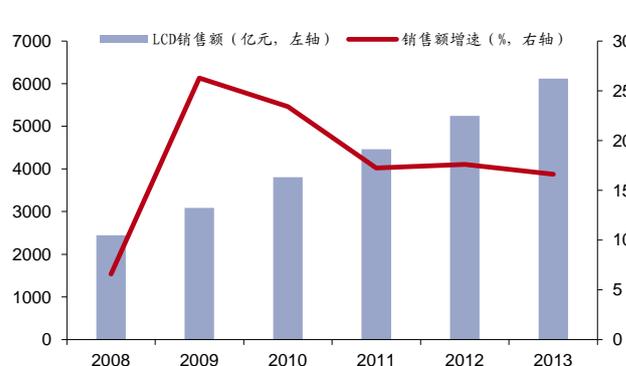
光学膜指的是在基材上镀膜上或涂布一层或多层介质膜层，通过分层介质膜层在光传播路径中的反射、折射和偏振等特性达到特定光学需求的光学材料，主要产品包括扩散膜、反射膜和增亮膜等，并被主要应用于液晶显示用背光模组中。根据 DisplaySearch 预测，2015 年全球平板显示器产业产值将达到 1,480 亿美元，其中 TFT-LCD 面板产值将达 1,337 亿美元，占平板显示器产业的 91%。

图表 8 不同尺寸液晶面板的成本构成



资料来源:华创证券

图表 9 我国 LCD 销售额及增速



资料来源:华创证券

扩散膜、反射膜、增亮膜等光学膜虽各具应用功能，但都是在 BOPET 基膜表面进行各类功能性涂层的精密加工，光学膜性能一方面取决于基膜的性能，另一方面取决于精密涂布技术。PET 基膜主要以聚酯切片为主要原材料，

除具有一般 PET 膜的力学性能外，还需满足高透光率、低雾度、高洁净度、高均一性等性能要求，所以光学基膜为聚酯薄膜行业技术壁垒最高的领域。目前国内扩散膜、反射膜、增亮膜已逐步实现国产化，但光学基膜仍主要由三菱化学、SKC、东洋纺织等国际巨头垄断，国内大部分扩散膜、反射膜、增亮膜生产企业基膜均来源于外购，盈利能力受制于上游基膜价格变动。

图表 10 国内平板显示用光学膜企业情况

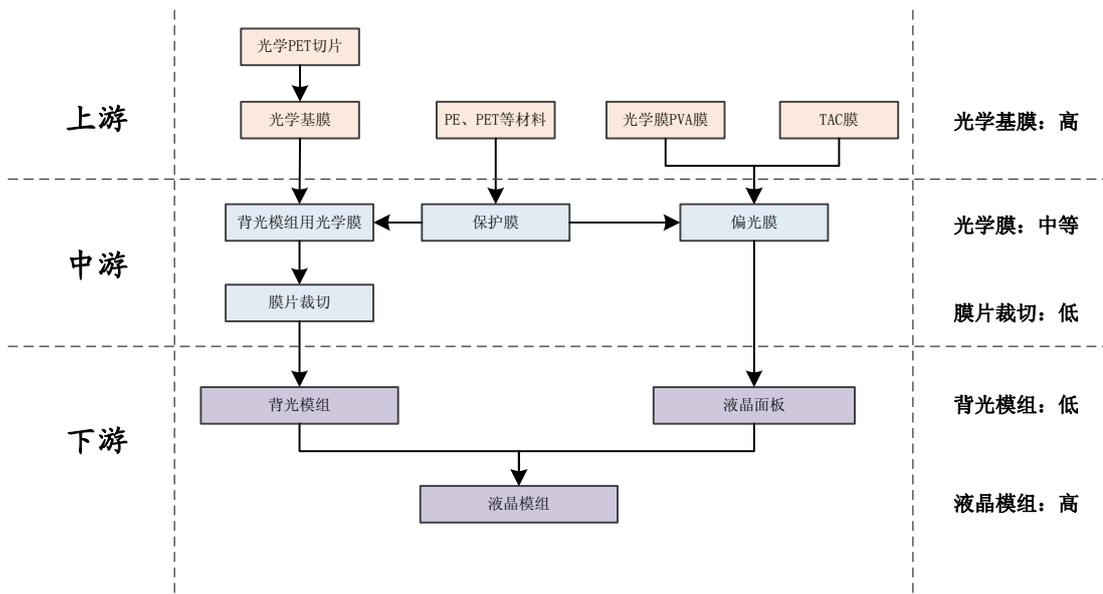
厂商	厂址	产能 (万平方米)	投资额	投产日期	类别
仪化东丽	仪征			2011.7	
菲斯特科技	成都			1999	微透镜膜、增亮膜、扩散膜
康得新	张家港	4000		2011	增亮膜、3D 膜、硬化膜、反光膜、扩散膜、复合膜等
凯鑫森	上海	7440	3.5 亿元	2010.1	扩散膜、棱镜膜、微透膜、复合膜等
多能薄膜	佛山				扩散膜
激智	宁波			2008	扩散膜、增光膜和反射膜
华威新材料	常州	1500	800 万美元		棱镜膜、复合膜
布雷德	天台			2009	上下增光膜、复合膜
泓能光电	绍兴			2012	增亮膜、扩散膜、反光膜
乐凯	合肥			2008.12	硬化膜、扩散膜
乐凯锦富	昆山				扩散膜
锦富	苏州		1 亿元	2011 年底	反射片、棱镜膜、扩散片
兰埔成	南京			建设中	反射膜
东旭成化学	慈溪		2 亿元		扩散膜、反射膜、增亮膜、光学膜基材
金正光学	太原	1200	1.5 亿元	在建	增光膜、扩散膜、复合膜
宇皓	平遥		5.6 亿元	2012.7	挤压板、激光导光板
特弘众普	鄂尔多斯			2011.6	导光板
丰盛	常州				导光板、扩散板
凯盛众普	蚌埠	240 万片/年	2.3 亿元		导光板
康特荣宝	北京	90 万片/月			导光板
冠鑫	南京				导光板

资料来源：《平板显示文摘》，华创证券

（二）光学基膜：光学膜厂商核心竞争力的重要构成

光学基膜主要用于 LCD 光学薄膜的生产，一般通过涂布等工序制成光学薄膜。光学基膜分中低端和高端两类：中低端基膜不需要涂布，主要配套下游扩散膜；高端基膜，需要涂布胶水，以提高透光率，增加坚硬度，使表面耐划伤，并屏蔽微小的缺陷，技术含量较高，例如增亮膜基膜。反射膜无需用基膜，直接用聚酯切片原料生产。

图表 11 光学基膜下游产业链及行业集中度



资料来源:华创证券

光学基膜行业目前的整体格局仍为低端基膜由国产,而国际厂商占据光学基膜主流市场。目前光学基膜全球 80% 以上的产能由三菱树脂、东丽、帝人、杜邦、可隆、SKC、东洋纺几大巨头所垄断。从需求角度看,光学基膜的需求最近几年又保持着较快的增速。据 DisplaySearch 的统计,2012 年全球 LCD 背光模组用光学基膜的需求量为 18 万吨,较 2011 年的 12 万吨大幅增长 50%;2013 年虽然增速有所放缓,但仍保持 27.77%的增速;近两年年,光学基膜的需求仍有望维持较高增速。

图表 12 2011-2016 年全球 LCD 背光模组用光学基膜需求量



资料来源:华创证券

我国生产光学膜前些年主要是台资在大陆设立的薄膜拉伸成型加工,原料基膜从国外进口。近年来,随着需求的急剧增加,内资膜加工企业大量涌现,国内部分企业目前已经取得产业化突破,主要用于中低端的光学薄膜产品(下扩散膜),其中比较主要的有裕兴股份、合肥乐凯、张家港康得新、北京康特荣宝、上海凯鑫森、宁波激智等。基膜生产国内很少涉足,主要企业有裕兴股份以及由中国最大的聚酯生产公司仪征化纤和日本东丽合资建立的仪化东丽。其中仪化东丽 2011 年 7 月开始在扩散膜、增光膜及棱镜膜上使用的光学基膜生产,年产 6600 吨。总体而言,我国光学膜产业尚处于起步阶段,进入的企业不少,但大多集中于薄膜拉伸成型加工。目前已经有一些传统包装膜

及光学膜生产企业也在规划或扩大光学基膜的生产规模，如康得新，合肥乐凯等。

（三）公司光学膜情况：反射膜和增量膜是未来发展重点

光学薄膜作为公司的重点发展方向，公司在技术、生产等方面拥有了一定的基础。其中 2012 年非公开发行股票募集资金投资“年产 20,000 吨光学级聚酯薄膜项目”预计将于 2015 年上半年投产，其产品为光学薄膜基膜；公司筹建的光学膜涂布项目主要产品为扩散膜，该产品将于 2014 年上半年实现试生产。

2014 年，公司通过现金加股份结合的方式收购了宁波东旭成新材料科技有限公司 80% 的股权。宁波东旭成是一家专业从事 TFT-LCD 背光模组用光学膜研发、生产和销售的企业，拥有光学膜基膜、反射膜和扩散膜的生产研发能力，同时基本掌握生产增亮膜的核心技术，增量膜的生产线正在建设中，并将于 2015 年实现量产。近日，东旭成与韩国 LG 电子签订了《项目合作合同书》，东旭成将向 LG 电子供应 Display 用增亮膜。预计供货量 200 万平方米/月，每月增加销售收入在 3,600-4,000 万元之间，供货有效期为 2015-2017 年。

通过与东旭成在光学膜领域的产业链上下游一体化整合，公司将获得东旭成稳定和有保障的技术保障的光学膜原材料支持，为下游开发各种光学膜产品提供重要保障，公司也将由此掌握 TFT-LCD 背光模组用光学膜主要构成：反射膜、扩散膜和增亮膜的生产研发能力。此外，品牌、渠道等方面的互补将大幅提升公司在光学膜市场的竞争力。

宁波东旭成原来有 4 条涂布生产线，7000-8000 吨/年的光学基膜产能，现在涂布生产线现在有 9 条，加起来产能可达到 5000 万平米/年。目前 1.6 万吨涂布生产线只实施了一部分，就买了三条线，加上东旭成后来扩产，产能基本是之前的两倍。

和光学膜涂布一样，光学基膜也是光学膜生产的重要环节，有较高的技术壁垒。公司年产 2 万吨光学基膜项目已于今年 9 月份试生产成功，现在在做测试，明年一季度有望正式投产。目前主流的 188 微米厚度光学基膜。每吨能生产 3500-3800 平米左右的光学膜，2 万吨光学基膜线达产后会有 20-30% 的基膜产能富余，富余的会对外出售，售价平均约 1.5 万元/吨。光学基膜的毛利率有百分之十几，因此从全产业链看，公司光学膜的毛利率会比外购基材生产提升百分之十几。

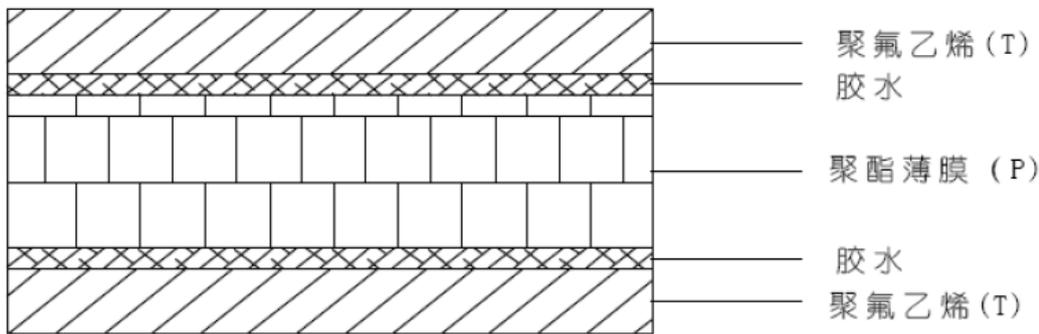
公司光学膜涂布生产线原来反射膜和扩散膜都有，反射膜和扩散膜的生产线可根据市场需求变化进行转换。由于反射膜的盈利能力更好，公司未来会将扩散膜的线向反射膜转。目前，反射膜和扩散膜的价格都在 6.8-7.5 元/平米左右，反射膜价格甚至会更低些，但是非涂布反射膜毛利率可达 35%，扩散膜一般只有 25%。反射膜、扩散膜直接客户是下游的裁切厂，产品最终流向海尔、长虹、康佳、海信、TCL 等一线家电厂商。

目前，国内增亮膜就康得新、乐凯等少数厂家能做，公司当时签的协议是专供 LG，LG 一部分自用，也会有部分他用。增亮膜公司拥有 2000 万平米的产能，今年大概 200-300 万平米的量，目前还没能放量，公司批量生产的能力没有问题，主要因为目前下游需求一般，LG 自己也有部分增亮膜产能，会优先消化自己的增亮膜，未来公司也可能和 LG 商讨向其他公司供货的可能，而毛利率有望达到 40-50%。

三、太阳能背材膜：光伏景气持续利好背材膜

太阳能背材基膜主要用于太阳能电池背材，对电池片起保护和支撑作用，具有可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性。目前太阳能背材主要由三层结构组成，外层是“T”薄膜，中间层“P”薄膜，“T”与“P”之间用胶水粘结。其中“T”表示含氟的薄膜（PVF、PVDF 等），厚度一般在 37 μ m 左右，该层是用作太阳能电池封装材料的主要层，其作用是耐气候、抗 UV 紫外、耐老化、不感光等；“P”表示聚酯薄膜（BOPET 膜），厚度一般为 250 μ m，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。

图表 13 太阳能电池背膜构成

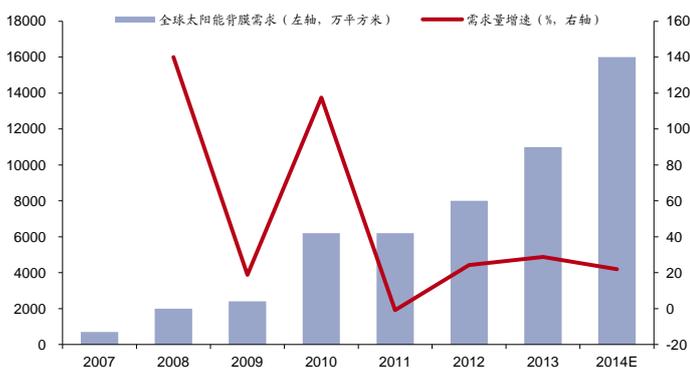


资料来源：裕兴股份招股说明书，华创证券

背膜作为一类重要的太阳能电池组件封装材料，其技术门槛要求相当高，加之相关原材料长期受到国外氟化工巨头的专利技术制约，目前其国产化程度仍较低，现在国内太阳能电池组件生产商采用的背膜大多是国外进口产品，价格较高且供货周期不能保证。目前东材科技聚酯膜4.4万吨，裕兴股份4.7万吨，南洋科技2.5万吨开工率已有60-70%。由于目前仅有东材科技、裕兴股份等少数企业能量产背膜，市场仍存在巨大的供需缺口。

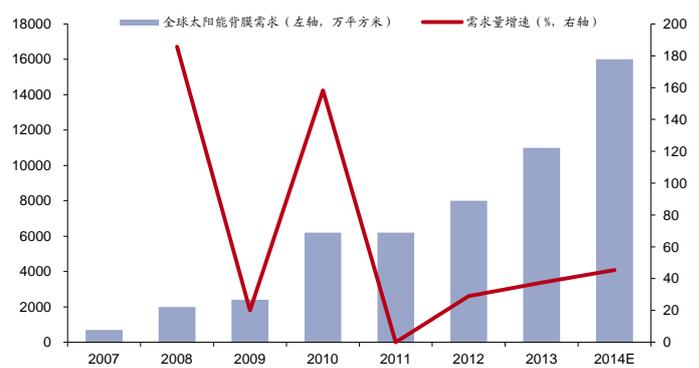
看市场空间，根据粗略的折算，1GW 光伏对应约三四千吨背材膜需求。十三五规划末，2020 年我国光伏装机总量有望达到 150GW，对应未来背材膜需求可达 50-60 万吨，公司行业占比仍仅 10%左右，未来替代空间仍非常广阔。2010 年，在全球光伏背板市场上，国产背板份额仅占 10%左右；预计到 2015 年底，在全球市场国产背板市场份额将超过国外。未来几年，国产背板市场份额将进一步扩大，占据国内背板市场主导地位，并在国际背板市场的份额也将继续提升。

图表 14 全球太阳能背膜需求



资料来源：华创证券

图表 15 中国太阳能背膜需求



资料来源：华创证券

公司目前拥有 2.5 万吨太阳能电池背材膜的产能，是公司使用 IPO 超募资金投资建设的。项目 2012 年 8 月投产成功，并于 2013 年 8 月正式开始批量销售，并于 2015 年逐步进入满产状态。公司产品供国内主流太阳能背板厂商，也向部分国外厂商供货，国内其他背材膜企业主要还有东材科技和裕兴股份。目前 2.5 万吨的线产品供不应求，已经处于超负荷运行，背材膜售价约 1.5-1.6 万元/吨。受益于光伏行业的持续景气，目前公司的背材膜市场占比仍较低，公司定增募投的年产 5 万吨光学膜项目仍有望获得好的市场前景。

四、投资评级与盈利预测

暂不考虑股本摊薄，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为：0.17、0.24、0.33 元，对应的 PE 分别为：108X、77X、56X。公司自完成宁波东旭成后，由传统电容膜生产厂商转型国内光学膜领先企业，传统聚丙烯电容膜已处于行业底部，下行空间不大，而光学膜进口替代空间广阔，太阳能背材膜受益光伏行业持续景气为公司提供业绩支撑，而期待破茧的锂电隔膜业务有望为公司未来业绩带来巨大弹性，维持推荐评级，建议投资者密切跟踪。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	798	1630	1265	940
现金	169	1131	699	375
应收账款	222	132	158	171
其它应收款	17	10	13	13
预付账款	12	6	8	9
存货	141	102	111	118
其他	237	248	277	254
非流动资产	2041	2103	2446	2816
长期投资	9	11	10	10
固定资产	629	1100	1423	1664
无形资产	314	400	500	593
其他	1089	592	513	548
资产总计	2839	3733	3711	3755
流动负债	647	325	397	456
短期借款	351	163	203	239
应付账款	251	120	144	172
其他	46	42	49	46
非流动负债	24	17	16	16
长期借款	0	0	-2	-4
其他	24	17	18	20
负债合计	671	342	413	472
少数股东权益	46	50	53	58
股本	581	711	711	711
资本公积金	1214	2168	1931	1694
留存收益	336	442	583	800
归属母公司股东权益	2142	3321	3225	3205
负债和股东权益	2839	3713	3691	3735

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	127	242	298	501
净利润	55	118	170	238
折旧摊销	66	112	176	233
财务费用	-0	0	-9	0
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	35	-5	-43	27
其它	-26	19	6	5
投资活动现金流	-371	-178	-513	-597
资本支出	-593	-323	-373	-447
长期投资	20	-2	1	0
其他	202	146	-141	-151
筹资活动现金流	227	899	-216	-227
短期借款	255	-188	40	36
长期借款	-4	0	-2	-2
普通股增加	83	129	0	0
资本公积增加	460	954	-237	-237
其他	-568	3	-18	-25
现金净增加额	-17	962	-432	-324

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	700	928	1304	1839
营业成本	533	698	977	1352
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	20	17	25	38
管理费用	75	75	104	153
财务费用	-0	0	-9	0
资产减值损失	7	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2
营业利润	65	135	203	292
营业外收入	9	14	12	12
营业外支出	4	2	2	3
利润总额	71	147	213	301
所得税	16	26	39	59
净利润	55	121	174	242
少数股东损益	6	4	4	4
归属母公司净利润	49	118	170	238
EBITDA	150	260	380	535
EPS 摊薄 (元)	0.07	0.17	0.24	0.33

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	58.3%	32.7%	40.5%	41.0%
营业利润	104.4%	107.3%	50.7%	43.5%
归属母公司净利润	38.2%	142.0%	44.6%	39.7%
获利能力				
毛利率	23.7%	24.9%	25.1%	26.5%
净利率	7.8%	13.1%	13.3%	13.2%
ROE	2.6%	4.3%	5.1%	7.3%
ROIC	2.6%	3.5%	4.9%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	9.2%	11.1%	12.6%
净负债比率	53.17%	48.75%	49.77%	50.80%
流动比率	1.23	5.01	3.19	2.06
速动比率	1.01	4.69	2.91	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.28	0.35	0.49
应收帐款周转率	4.08	5.24	8.98	11.17
应付帐款周转率	3.43	3.76	7.39	8.57
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.17	0.24	0.33
每股经营现金	0.22	0.34	0.42	0.70
每股净资产	3.68	4.67	4.54	4.51
估值比率				
P/E	219.65	108	77	56
P/B	4.99	3.93	4.05	4.08
EV/EBITDA	1.61	46.80	33.19	24.30

化工组分析师介绍

华创证券化工行业首席分析师：曹令

材料学硕士，2011年加入华创证券，四年化工行业研究经验，2013年新财富第四名团队成员。

华创证券化工行业分析师：蔡春根

复旦大学金融学硕士。2014年加入华创证券研究所。

华创证券化工行业助理分析师：刘和勇

复旦大学金融学硕士，2013年10月-2015年3月在上海邦明资本有限公司任高级投资经理，2015年加入华创证券研究所。

华创证券化工行业助理分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0755-88283039	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31118835	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-31217101	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-31118830	shilu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东东方路 18 号 保利广场 E 栋 1201 室华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-31219530
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-31117792