南洋科技 (002389.SZ)　元件行业

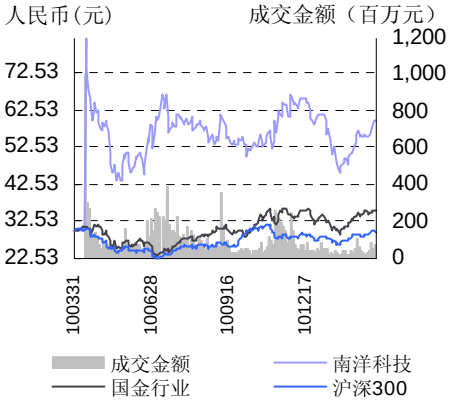
评级：买入　上调评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：59.79 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	17.00
总市值(百万元)	4,005.93
年内股价最高最低(元)	81.80/30.00
沪深 300 指数	3280.26
中小板指数	7411.47



相关报告

1.《进军太阳能电池背材膜领域,盈利有望大增》，2010.8.5

张帅　分析师 SAC 执业编号：S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥　联系人
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

电容薄膜向高端化发展，期待新能源膜材投产

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.829	0.871	1.242	2.300	2.720
每股净资产(元)	3.48	10.69	11.74	13.83	16.55
每股经营性现金流(元)	1.47	0.23	1.29	1.49	1.85
市盈率(倍)	N/A	70.13	48.13	25.99	21.98
行业优化市盈率(倍)	44.38	44.38	44.38	44.38	44.38
净利润增长率(%)	40.45%	40.74%	42.63%	85.15%	18.24%
净资产收益率(%)	23.82%	8.15%	10.59%	16.63%	16.43%
总股本(百万股)	50.00	67.00	67.00	67.00	67.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2010 年实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 17.7%；归属上市公司股东净利润 5836 万元，同比增长 40.74%，对应期末股本摊薄 EPS 为 0.87 元。

经营分析

- **下游行业高景气，电容薄膜需求旺盛**：2010 年家电、电子行业强劲复苏，电容薄膜需求旺盛，公司全年 58%的毛利由金属化电容薄膜贡献，其细分产品结构的改善、和单位产品固定成本的降低所带来的毛利率提升，是公司在产量提高不大的情况下实现利润大幅增长的主要原因。
- **IPO 项目预计今年年中投产，产品结构进一步高端化**：公司 IPO 项目“年产 2500 吨超薄型耐高温金属化薄膜”目前已进入设备安装调试阶段，预计最快将于今年 5 月份投产；该项目主要产品为超薄型耐高温膜、金属化安全膜等高端电容薄膜，其产品单价和盈利能力都高于公司原有产品，项目的投产将进一步改善公司电容薄膜产品结构，提升盈利水平。
- **太阳能背材膜和锂电池隔膜项目进展较快，看好该两项目前景**：太阳能背板用 PET 厚膜和锂电池隔膜项目的设备订购工作均已完成，预计今年四季度交货，并有望最快在年底前实现投产。光伏装机高增长、组件封装背板国产化进程加快，拉动 PET 厚膜需求增长；且由于光伏组件封装背板几乎不影响系统转化率，因此国产化推进障碍较小。

盈利调整

- 考虑到公司 IPO 项目投产后，电容薄膜产品结构改善所带来的盈利能力提升，以及新能源膜材项目进度快于预期，我们上调公司 11/12 年 EPS 至 1.24 和 2.30 元，上调幅度分别为 15%和 41%，

投资建议

- 目前公司股价对应 48x11PE 和 26x12PE，未来两年净利润复合增速达 63%，利润的高增长将消化暂时的高估值，给予“买入”评级。
- IPO 项目投产、太阳能背材膜和锂电池隔膜项目进展的加速将是公司股价表现的催化剂。

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

电容薄膜产品结构改善提升毛利率，未来将坚定高端化发展方向

- 公司 2010 年实现毛利中 58%由金属化膜产品贡献，其细分产品结构的改善、和单位产品固定成本的降低所带来的毛利率提升，是公司在产量提高不大的情况下实现利润大幅增长的主要原因。
- 随着行业内新增产能的释放，中低端电容薄膜的市场竞争将会日趋激烈，而超薄型、耐高温的高端电容薄膜由于顺应了国家产业政策发展方向，且具有较高的技术壁垒，未来有望保持良好的市场环境。
- 公司 IPO 项目“年产 2500 吨超薄型耐高温金属化薄膜”进展顺利，订购的进口设备已于年初到货，目前公司已在进行设备安装调试，预计最快将于今年 5 月份投产。
  - 该项目主要产品为超薄型耐高温膜、金属化安全膜等高端电容薄膜，主要应用于高铁、新能源并网用高端电力电子设备等领域，其产品单价和盈利能力都将高于公司原有产品，项目的投产将进一步改善公司电容薄膜产品结构，提升盈利水平。

太阳能背材膜和锂电池隔膜项目进展较快，年底均有望投产

光伏装机高增长、组件封装背板国产化进程加快，拉动 PET 厚膜需求增长

- 2010 年太阳能行业的高景气吸引了大量新进资本投入到产业链的各环节，但公司凭借多年电子薄膜生产所积累的技术优势，仍有望在太阳能背板用 PET 厚膜的国产化进程中占得先机。
  - 公司从德国订购的 PET 厚膜生产线以及大型 PET 厚膜分切机按合同条款将于今年 10 月交货，并有望于年底实现投产。
- 目前国内光伏企业所用的组件封装背板 70%仍依赖进口，但在今年 2 月的 SNEC 上海光伏展上，我们看到了很多新进的国内背板生产企业，原有的主要背板厂家，如苏州中来(Jolywood)等，也正在进行大规模的扩产，**背板国产化进程的加快，将带动国产 PET 厚膜需求的增长。**
  - 2011 年中国晶体硅光伏组件产量预计将达到 15GW，对应封装背板用 PET 厚膜需求 10 万吨，现有国内企业产能不到 2 万吨，进口替代需求强烈。
- 在电池与组件生产环节所使用的辅材中，尚未实现大规模国产化的，除组件封装背板外，还有以导电银浆为代表的电池浆料等。由于浆料质量对电池转化率影响较为大，而**封装背板仅是为组件提供绝缘与保护，对转化率几乎没有影响，因此背板及其原材料的国产化推进障碍较小**，一旦实现批量生产，有望迅速实现进口替代。

锂电池隔膜和光学膜项目提供未来持续增长潜力

- 锂电池隔膜因技术含量较高（关键工艺难度在于薄膜制孔），目前大量依赖进口，主要产能集中在美国和日本的少数厂家。公司锂电池隔膜的生产设备也已完成订购，预计将于今年年底交货，若能迅速形成规模生产与销售，将成为公司即太阳能背材膜后又一重要的利润增长点。

盈利预测、估值与投资建议

产品结构改善提升盈利能力，新能源膜材项目进度快于预期，上调 11/12 年 EPS 至 1.24 和 2.30 元，给予“买入”评级。

- 我们预计 2011 年家电、电子等公司产品的主要下游行业将维持较高景气度，高铁、太阳能、新能源汽车、电力电子等领域对高端电容薄膜的需求也将快速增长，行业供需格局良好。
- 随着 IPO 项目“年产 2500 吨超薄型耐高温金属化薄膜”于年中投产，公司电容薄膜产品结构将进一步向高端化方向发展，产品单位均价和毛利率均有望继续提高；太阳能背材膜和锂电池隔膜若能顺利投产，将引领公司实现跨越式发展。
- 我们上调公司 2011 和 2012 年 EPS 至 1.24 和 2.30 元，净利润增速分别为 43%和 85%。公司目前股价对应 48x11PE 和 26x12PE，建议“买入”。

图表1：公司分产品销售预测

产品	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E
金属化膜						
平均售价（万元/吨）	3.92	3.86	3.66	3.85	4.30	4.50
销售数量（吨）	2,814	2,799	3,011	3,200	4,500	5,500
销售收入（百万元）	110.40	108.02	110.22	123.11	193.50	247.50
毛利率	33.1%	32.0%	39.8%	43.6%	43.0%	45.0%
毛利占比	61%	58%	58%	58%	65%	45%
基膜						
平均售价（万元/吨）	3.12	3.12	2.87	3.13	3.20	3.30
销售数量（吨）	2,900	2,942	2,976	3,200	3,000	3,000
销售收入（百万元）	90.43	91.92	85.40	100.29	96.00	99.00
毛利率	26.6%	28.3%	37.0%	39.1%	40.0%	41.0%
毛利占比	40%	44%	42%	42%	30%	16%
太阳能背材膜						
平均售价（万元/吨）					2.50	2.20
销售数量（吨）					1,000	12,000
销售收入（百万元）					25.00	264.00
毛利率					25.0%	25.0%
毛利占比					5%	26%
锂电池隔膜						
平均售价（元/平方米）						8.00
销售数量（万平方米）						1,000
销售收入（百万元）					-	80.00
毛利率						40.0%
毛利占比					0%	13%
再造粒子						
销售收入（百万元）	18.11	22.54	15.08	22.99	28.00	31.50
毛利率	-7.1%	-6.3%	-9.5%	-4.8%	-5.0%	-5.0%
其他						
销售收入（百万元）	0.36	1.33	3.24	4.34	5.00	5.00
毛利率	51.1%	44.3%	43.8%	26.7%	25.0%	25.0%
收入合计（百万元）	**219.30**	**223.81**	**213.93**	**250.72**	**347.50**	**727.00**
YOY		*2.1%*	*-4.4%*	*17.2%*	*38.6%*	*109.2%*
毛利合计（百万元）	**59.47**	**59.76**	**75.40**	**93.01**	**127.71**	**249.64**
综合毛利率	**27.12%**	**26.70%**	**35.25%**	**37.10%**	**36.75%**	**34.34%**

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	1
买入	0	0	2	2	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.00**	**1.50**	**1.57**	**1.67**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

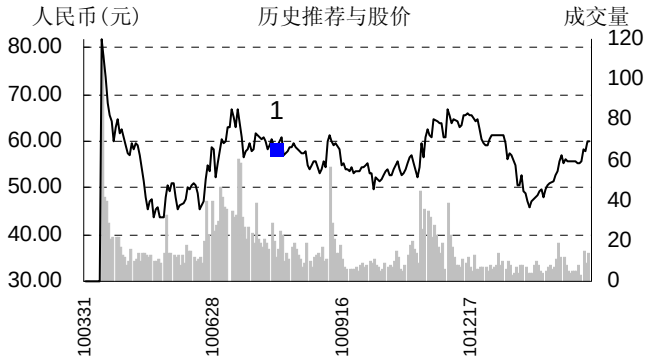
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-05	持有	58.38	58.00 ~ 59.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8792

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-33089915

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室