

业绩符合预期， 还看募投项目和超募项目投产

——东材科技（601208）

2011年10月13

强烈推荐/维持

东材科技

财报点评

杨若木

化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

事件：

公司发布公告，预计2011年1-9月份归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长50%-70%，计算后每股收益在0.56-0.63元之间。

观点：

1. 公司净利润增速比较快，太阳能背板薄膜业绩贡献最大。

公司近两年在太阳能背板薄膜产量增速很快，09年有几百吨，10年销售了3900多吨，11年估计有8000-9000吨左右。太阳能生产线去年四月份刚刚开始扭亏，以后随着市场好转和工艺的成熟，逐渐盈利，该业务盈利能力强，毛利率在50%左右。另外，电工用聚酯薄膜和其他电力产品需求保持移动的增长。

2. 公司的募投项目预计在今年四季度投产。

公司计划4000吨无卤阻燃绝缘片材技改项目、3500吨新型柔软复合绝缘材料技改项目和7000吨新型绝缘层（模）压复合材料生产线技改项目在今年10月份底建成，12年贡献70-80%的产能，预计能够贡献2毛左右的业绩。

3. 公司超募资金的项目在明年下半年投产，成为利润新的重要增长点。

公司超募资金建设3万吨聚酯阻燃切片，预计在明年9月份投产，而项目的建设速度可能会提前。公司在在这方面业务上毛利率在25%左右。而大规模的生产以后，生产成本将会随着规模效应，成本下降。公司自己正在开发阻燃剂，预计投产后，成本将会再降10%左右。今年可能销售聚酯阻燃切片1500吨左右，如果未来能够生产高品质阻燃的产品，盈利能力还有比较大的上升空间。2013年还将投产2000吨的电容器用超薄型聚丙烯薄膜和7200套的大尺寸绝缘结构件。

4. 从财务处理上看，四季度业绩好稍微好转。

四季度公司业绩中，将会把超募资金的利息计入公司的净利润，预计将会有所增加。

表 1：公司主要产品产能和新增产能分析

主要产品	2010年产能(吨)	2009年产量(吨)	2010年产量(吨)	未来新增产能	新产能预计投产时间	市场占有率	排名
电工聚酯薄膜	自有产能16000吨，委托加工产能8000吨	自产10,562吨；委托生产8,145吨	自产16,608吨 委托生产9,575吨	15000吨特种聚酯薄膜，其中太阳能电池背板基膜10,000吨/年，低萃取物聚酯薄膜3,000吨/年，阻燃聚酯薄膜2,000吨/年。	2013年中期	17.80	2

电工聚丙烯薄膜	4,800.00	4,826.73	4,837.71	3500吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目，其中电晕处理光膜700吨/年，单、双面粗化膜2,800吨/年。	2013年中期	9.95	3
电工柔软复合绝缘材料	2,350.00	1,916.68	2,446.20	3500吨新型柔软复合绝缘材料其中新增生产云母柔软复合绝缘材料800吨/年，薄膜柔软复合绝缘材料2,700吨/年。	11年9月投产，12年贡献70%-80%产能	6.80	4
电工层（模）压制品	3,000.00	1,568.30	1876.79	7000吨新型绝缘层（模）压复合材料生产线	11年9月投产，12年贡献70%-80%产能		5
电工塑料	3,000.00	932.17	839.88				5
电工绝缘油漆及树脂	8,000.00	3,502.24	4,436.37				5
无卤阻燃片材	1,000.00	597.46吨	1,498.94	4000吨无卤阻燃绝缘片材技改项目，其中新增年产无卤阻燃聚碳酸酯（FRPC）片材2,000吨/年，无卤阻燃聚对苯二甲酸乙二醇酯（FRPET）片材2,000吨/年。	11年9月投产，12年贡献70%-80%产能		4
无卤永久性高阻燃聚酯				30000吨	12年9月份投产		
电容器用超薄型聚丙烯薄膜				20000吨	2013年9月份		
大尺寸绝缘结构件				7200套	2013年3月份		

资料来源：东兴证券研究所

5.盈利预测及投资评级

公司是国内电气绝缘材料的龙头企业，毛利率水平较高，业绩增长较为稳健。公司通过努力在太阳能背膜聚酯薄膜、无卤阻燃共聚聚酯切片、电容器用聚丙烯薄膜等业务方面有所扩张，这构成了公司良好的业绩持续增长的动力。我们预计11-13年的每股收益分别为0.85元、1.08元、1.71元，目前价格为23.50元，对应12年市盈率为20倍，依据公司良好的成长能力，估计水平有提升的空间，维持“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	682.65	1018.69	1335.10	1738.65	2515.30
营业成本	499.76	715.71	907.68	1180.88	1652.06

营业费用	31.14	39.21	41.39	53.90	77.97
管理费用	48.48	61.61	73.43	95.63	138.34
财务费用	17.76	20.05	6.96	(11.94)	(24.32)
投资收益	0.00	1.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.67	177.29	297.97	410.49	657.68
利润总额	88.82	185.73	310.87	425.39	677.58
所得税	1.15	2.45	46.63	63.81	101.64
净利润	87.67	183.28	264.24	361.58	575.94
归属母公司所有者的 净利润	87.19	182.19	263.24	360.58	574.94
NOPLAT	94.20	194.74	259.19	338.77	538.35
每股净收益(元)	0.52	0.80	0.85	1.17	1.87

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	110.40	95.55	1135.28	2345.02	3611.62
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	95.01	101.82	146.31	190.54	275.65
预付款项	49.41	53.27	62.35	74.15	90.67
存货	117.10	188.39	223.81	291.18	407.36
流动资产合计	463.49	575.49	1742.71	3128.16	4713.26
非流动资产	335.24	383.53	400.26	429.32	378.37
资产总计	798.73	959.02	2142.97	3557.47	5091.64
短期借款	278.82	255.17	0.00	0.00	0.00
应付帐款	39.68	36.72	57.20	74.41	104.10
预收款项	12.39	23.78	23.78	23.78	23.78
流动负债合计	357.38	334.76	90.08	107.30	136.99
非流动负债	96.67	109.18	109.18	109.18	109.18
少数股东权益	1.87	6.96	7.96	8.96	9.96

母公司股东权益	342.82	508.13	1935.75	3332.04	4835.51
净营运资本	106.11	240.73	1652.63	3020.86	4576.27
投入资本 IC	591.10	752.70	886.42	1073.98	1311.85
现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	87.67	183.28	264.24	361.58	575.94
折旧摊销	32.43	34.60	0.00	50.94	50.94
净营运资金增加	130.42	134.62	1411.90	1368.23	1555.41
经营活动产生现金流	92.76	117.49	204.48	243.08	314.75
投资活动产生现金流	(36.50)	(79.85)	(66.95)	(81.00)	(1.00)
融资活动产生现金流	(66.19)	(30.49)	902.20	1047.65	952.85
现金净增（减）	(9.93)	7.15	1039.73	1209.73	1266.60

分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。