公司报告

公司类深度报告

证券研究报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

基础化工

2012 年 2 月 6 日

东材科技(601208)

技术领先、储备丰富的绝缘材料领军者持续稳步增长

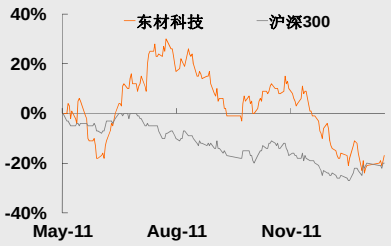
强烈推荐（维持）

现价：18.54 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.emtco.cn
大股东/持股	广州高金/37.75%
实际控制人/持股	广州高金/37.75%
总股本(百万股)	308
流通 A 股(百万股)	80
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	57.08
流通 A 股市值(亿元)	14.83
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	14.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

鄢祝兵 投资咨询资格编号 S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号 S1060511010017
010-66299575
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页

投资要点

- **公司合成技术领先，产品梯队丰富。**东材科技主要业务为绝缘材料、功能高分子材料和相关精细化工产品的研发、制造和销售，公司是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商。公司合成技术领先，产品梯队丰富。
- **公司柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材等产品稳定增长。**绝缘材料是影响电力、电器等工业发展水平的关键性功能材料，“十二五”期间，新能源、节能环保等新兴产业高速发展带来绝缘材料高速增长。从 2012 年开始，公司柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材等产品新建装置达产，设备优势和规模优势将提升产品毛利率水平。
- **公司聚酯薄膜募投项目预计2013年投产。**2011年聚酯薄膜占公司营业收入和营业利润比重均超过50%，公司聚酯薄膜销售收入大幅增长、毛利率提升是公司营业收入和净利润增长最主要原因。聚酯薄膜收入和利润主要来源是太阳能背板聚酯薄膜，2.1万吨聚酯薄膜募投项目计划2013年上半年投产，届时根据公司市场需求情况，灵活调节各类产品产能。
- **2013~2015 年公司电容器聚丙烯薄膜迎发展机遇。**东材科技聚丙烯薄膜下游主要应用于电力电容器，与南洋科技等电子电容器聚丙烯薄膜相比，东材科技的毛利率更为稳定，未来 3 年公司新增产能逐步释放，公司最为受益电力电容器薄膜行业景气。
- **3 万吨无卤阻燃聚酯树脂和 7200 套大尺寸绝缘结构件超募项目构成新的增长点。**无卤阻燃聚酯树脂在工业丝、电工非织布、TPU 弹性体等领域应用前景广阔，公司无卤阻燃聚酯树脂下游市场拓展顺利，2012 年开始逐步贡献利润。大尺寸绝缘结构件 “十二五”充分受益高压/特高压直流输变电换流阀需求爆发式增长.
- **投资建议及盈利预测。**我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别 0.72 元、0.84 元、1.22 元，未来公司现有业务稳定增长，特种聚酯薄膜、BOPP 薄膜、大尺寸绝缘组件、无卤阻燃聚酯树脂带来确定性增长，公司作为化工新材料综合龙头未来发展空间广阔，维持“强烈推荐”的评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、竞争加剧毛利率下滑、新项目进度低于预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	683	1,019	1,275	1,608	2,431
YoY(%)	-3.8	49.2	25.1	26.1	51.2
净利润(百万元)	87	182	221	258	376
YoY(%)	40.2	109.0	21.3	16.5	45.9
毛利率(%)	26.8	29.7	30.2	28.3	28.1
净利率(%)	12.8	17.9	17.3	16.0	15.5
ROE(%)	25.4	35.9	10.1	11.0	14.3
EPS(摊薄/元)	0.28	0.59	0.72	0.84	1.22
P/E(倍)	65.5	31.3	25.8	22.2	15.2
P/B(倍)	16.7	11.2	2.6	2.4	2.2

正文目录

一、东材科技：技术领先、配套齐全的绝缘材料领军者 7
1.1 公司概述 7
1.2 公司管理机制灵活 8
1.3 公司产品结构调整和毛利率提升带来业绩持续增长 9
1.4 电工聚酯薄膜和聚丙烯薄膜为公司重要收入和利润来源 10
1.5 “技术领先+专业化营销”构成公司最核心竞争力 10
二、绝缘材料：在工业领域中举足轻重，产值快速增长 12
2.1 绝缘材料在工业生产中举足轻重 13
2.2 绝缘材料产业链分析：上游为有机和无机化合物，下游用途广泛 13
2.3 绝缘材料下游发展迅速，“十二五”期间新能源将爆发式增长 13
三、电工聚酯薄膜高速发展，公司募投项目 2013 年投产 17
3.1 电工聚酯薄膜产业高速发展 17
3.2 普通聚酯薄膜过剩，高端聚酯薄膜严重依赖进口 17
3.3 太阳能背板聚酯薄膜加速进口替代 18
3.4 光学膜进口替代提速拉动国内光学 PET 基膜需求 19
3.5 公司聚酯薄膜营收和毛利率逐年提升，募集资金项目预计 2013 年中期达产 21
四、公司 2013~2015 年电容器聚丙烯薄膜迎发展机遇 22
4.1 电容器聚丙烯薄膜迎巨大发展机遇 22
4.2 超薄、高场强、大容量为电容器聚丙烯薄膜未来发展方向 24
4.3 电容器聚丙烯薄膜市场供求偏紧 24
4.4 公司聚丙烯薄膜募集和超募资金项目 2013-2015 年步入收获期 24
五、公司电工柔软复合材料、层压制品、无卤阻燃片材等绝缘材料 2012 年贡献增量 25
5.1 电工柔软复合材料需求稳定，公司募集资金项目 2012 年 1 月顺利投产 25
5.2 2012 年公司电工层（模）压制品募集资金项目贡献增量 26
5.3 电工无卤阻燃流延片材（PC\PP\PET）需求稳定，公司无卤阻燃 PC 片材募投项目顺利投产 27
5.4 公司未来柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材业务以稳定为主 28
六、公司大尺寸绝缘结构件受益于特高压，迎爆发式增长 28
6.1 高压/特高压直流输变电换流阀前景广阔 29
6.2 “十二五”期间换流阀绝缘组件需求迎爆发式增长 29
6.3 公司换流阀绝缘组件技术处于国际领先水平 29
6.4 公司 7200 套大尺寸绝缘结构件超募资金项目正当时 30
七、无卤阻燃聚酯为公司未来增长潜力最大产品 31
7.1 无卤阻燃聚酯国内市场潜力巨大 31

7.2 东材科技无卤阻燃聚酯技术优势突出，打破国际垄断 31
7.3 公司无卤阻燃聚酯超募资金项目预计 2012 年 4 季度开始贡献利润 31
八、苯并噁嗪为公司未来重要储备产品 32
8.1 苯并噁嗪性能优越，用途广泛 32
8.2 苯并噁嗪为公司重要储备产品 33
九、盈利预测与投资建议 33
十、风险提示 34

图表目录

图表 1 东材科技主要产品及应用领域.....7
图表 2 公司主要产品展示图.....7
图表 3 公司主要限售股股东解禁情况.....8
图表 4 公司股权结构图.....9
图表 5 公司近年来营业收入稳步增长.....9
图表 6 公司近年来净利润高速增长.....9
图表 7 公司近年来销售毛利率与净利率持续上升.....10
图表 8 公司近年来三项费率呈下降趋势.....10
图表 9 公司 2011 年中期营业收入构成.....10
图表 10 公司 2011 年中期营业利润构成.....10
图表 11 东材科技承担的主要重点研究课题.....11
图表 12 东材科技及其子公司举得的专利技术（截止到 2010 年 12 月 31 日）.....11
图表 13 公司产品全国实现布局.....12
图表 14 公司产品全球布局图.....12
图表 15 公司海外营收占比大幅提升.....12
图表 16 中国电器工业产值占 GDP 的比重大幅提升.....13
图表 17 中国绝缘材料产值快速增长.....13
图表 18 绝缘材料上下游产业链关系图.....13
图表 19 中国电力装机容量变动情况.....14
图表 20 中国发电量变动情况.....14
图表 21 中国电器行业产值增长情况.....14
图表 22 中国低压电器行业产值增长情况.....14
图表 23 我国高压变电器产量及增长率.....15
图表 24 我国高压开关面板产量及增长率.....15
图表 25 中国家电工业总产值及增长率.....15
图表 26 中国各种家电的产量高速增长.....15
图表 27 中国机车拥有量情况.....16
图表 28 中国机车产量及增长率情况.....16
图表 29 中国交流电动机产量及增长率情况.....16
图表 30 中国光伏装机将保持快速增长（MW）.....17
图表 31 中国风能新增装机容量情况（MW）.....17
图表 32 近年来中国电工聚酯薄膜销量高速增长.....17
图表 33 2009 年东材科技聚酯薄膜市场占有率高居前列.....17
图表 34 中国特种聚酯薄膜“十二五”需求预测.....18

图表 35 2015 年中国“十二五”特种聚酯薄膜分布情况 18
图表 36 全球太阳能新增装机容量保持快速增长（MW） 18
图表 37 太阳能电池组件结构图 18
图表 38 太阳能背板（TPT）构成图 19
图表 39 国内太阳能背板聚酯薄膜需求量预测（万吨） 19
图表 40 国内太阳能背板聚酯薄膜相关企业情况 19
图表 41 中国目前 TFT-LCD 生产线情况 20
图表 42 背光膜组为 42"TV 面板主要成本 20
图表 43 背光膜组成本构成 20
图表 44 扩散膜结构及功能示意图 21
图表 45 增亮膜的生产流程 21
图表 46 国内企业介入光学薄膜领域情况 21
图表 47 公司近年来电工聚酯薄膜营业收入情况 22
图表 48 公司近年来电工聚酯薄膜毛利率逐步提升 22
图表 49 2010 年中国电子电容器行业基本情况 23
图表 50 2010 年中国电容器聚丙烯薄膜企业情况 23
图表 51 公司电工聚丙烯薄膜营业收入较为稳定 24
图表 52 电容器薄膜“十二五”期间需求预测 24
图表 53 公司电工聚丙烯薄膜营业收入较为稳定 24
图表 54 公司电工聚丙烯薄膜毛利率稳步提升 24
图表 55 中国电工云母带销量情况 25
图表 56 中国电工云母带行业竞争格局稳定 25
图表 57 中国薄膜柔软复合绝缘材料销量情况 26
图表 58 中国薄膜柔软复合绝缘材料供给分布情况 26
图表 59 公司电工柔软复合绝缘材料营业收入较为稳定 26
图表 60 公司电工柔软复合绝缘材料毛利率 26
图表 61 中国电工层压制品销量情况 27
图表 62 中国电工层压制品行业竞争格局稳定 27
图表 63 公司电工层（模）压制品营业收入较为稳定 27
图表 64 公司电工层（模）压制品毛利率情况 27
图表 65 中国电工流延片材销量情况 28
图表 66 国内电工流延片材供给分布情况 28
图表 67 公司电工流延片材营业收入情况 28
图表 68 公司电工流延片材毛利率情况 28
图表 69 换流阀供应商与项目统计 29
图表 70 特高压直流输电换流阀结构 30
图表 71 近 20 年国内换流阀市场累计中标份额分布 30

图表 72 公司绝缘槽梁产品形态 30
图表 73 公司玻璃钢缠绕制品产品形态 30
图表 74 无卤阻燃聚酯切片纤维产品分布 31
图表 75 公司无卤阻燃聚酯超募资金项目情况介绍 32
图表 76 苯并噁嗪树脂合成原理 32
图表 77 公司主要产品未来三年盈利预测假设 33
图表 78 公司估值水平较同行业上市公司平均估值水平低 34

一、东材科技：技术领先、配套齐全的绝缘材料领军者

1.1 公司概述

东材科技主要业务为绝缘材料、功能高分子材料和相关精细化工产品的研发、制造和销售。公司产品涵盖了JB/T2197—1996《电气绝缘材料产品分类、命名及型号编制方法》八大类产品中的七大类产品，是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商，主要产品包括电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、电工云母带、电工柔软复合绝缘材料、电工层（模）压制品、绝缘油漆及树脂、无卤阻燃片材、电工非织布和电工塑料等，公司绝缘材料产品国内市场占有率高居前列。

图表1 东材科技主要产品及应用领域

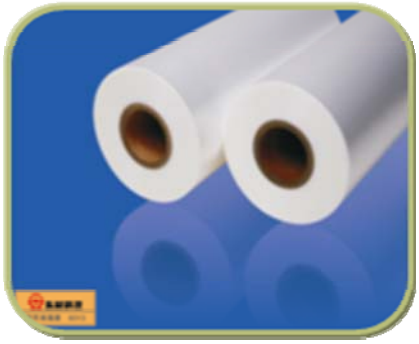
绝缘材料子行业	产品名称	应用领域
电工聚酯薄膜	低萃取型薄膜	制冷压缩机
	薄膜开关用聚酯薄膜	薄膜开关
	太阳能电池背板基膜	太阳能电池
	白板膜	印刷、广告、磁卡、标签
	黑色聚酯薄膜	电声器材、胶带、电子
	其他	电机、家用电器等
电工聚丙烯薄膜	粗化膜	各种输变电设施以及电力机车的电容器制造
	电子膜	电子产品、家用电器等
无卤阻燃流延片材		电子、电工、汽车等
柔软复合绝缘材料	云母柔软复合绝缘材料	发电设备、高压电动机、电缆
	薄膜柔软复合绝缘材料	大中小电机、微型电机、变压器
电工层（模）压制品		发电设备、高压输变电设备、变压器
电工塑料		高低压电器
绝缘油漆及树脂	漆包线漆	漆包线
	玻璃丝包线漆	玻璃丝包线
	浸渍漆	大电机、防爆电机、牵引电机、变压器等
	无卤阻燃树脂	无卤阻燃片材制造等
电工非织布	普通型	绝缘材料、过滤材料、胶带
	易浸型	变压器

资料来源：公司公告 平安证券研究所

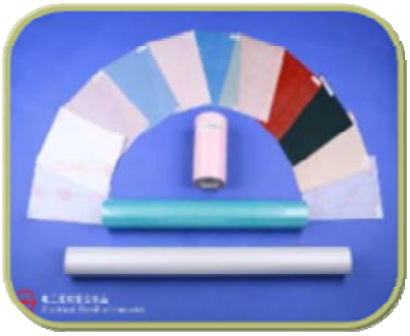
图表2 公司主要产品展示图

电工聚酯薄膜

电工聚丙烯薄膜



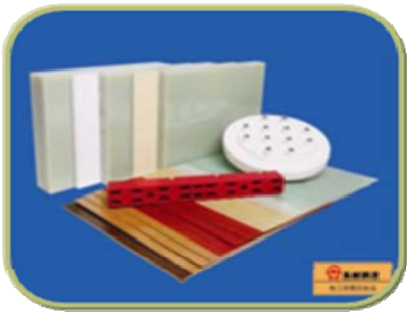
薄膜柔软复合绝缘材料



电工云母带

无卤阻燃片材

电工层（模）压制品



资料来源：公司网站 平安证券研究所

1.2 公司管理机制灵活

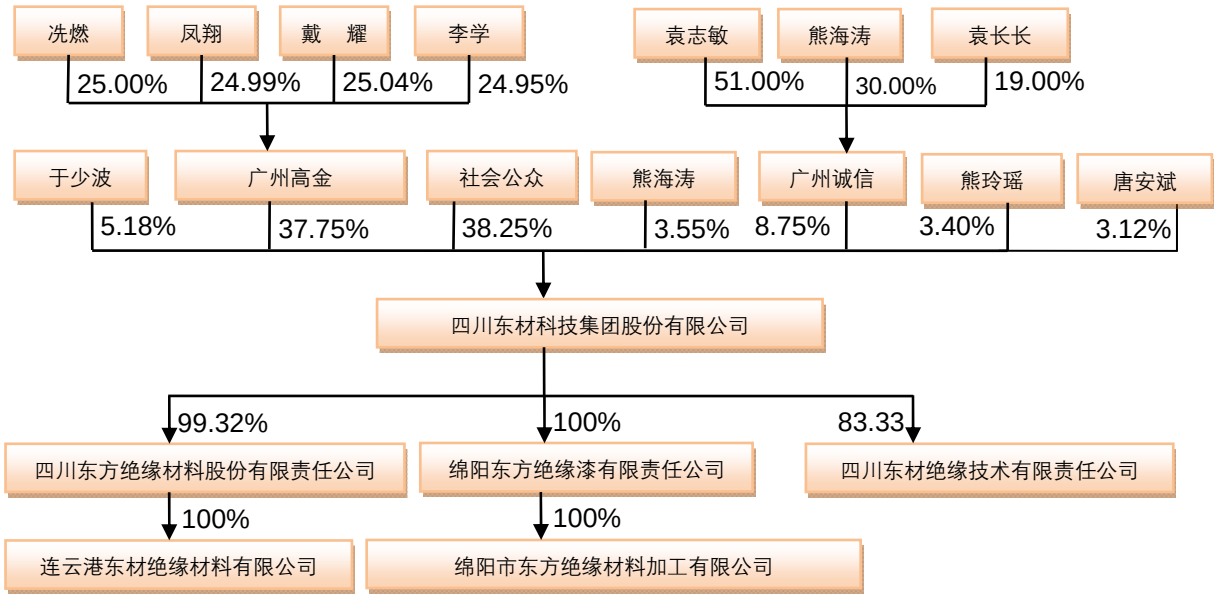
公司控股股东为广州高金，持有本公司11,621.88万股，占公司发行后股本总额的37.75%，实际控制人为凤翔、冼燃、戴耀花和李学银等四名自然人，公司管理机制灵活。东材科技共5家控股子公司，分别为：四川东方绝缘材料股份有限公司、绵阳东方绝缘漆有限责任公司、四川东材绝缘技术有限公司和绵阳市东方绝缘材料加工有限公司、连云港东材绝缘材料有限公司。

图表3 公司主要限售股股东解禁情况

股东名称	持有的有限售条件股份数量	限售股可上市交易时间	新增可上升交易股份数量	限售条件
广州高金技术产业集团有限公司	116,218,800	2014 年 5 月 20 日	116,218,800	自公司首次公开发行股票上市之日起 36 个月内
广州诚信创业投资有限公司	26,941,680	2012 年 5 月 20 日	26,941,680	自公司首次公开发行股票上市之日起 12 个月内
于少波	15,951,600	2014 年 5 月 20 日	15,951,600	自公司首次公开发行股票上市之日起 36 个月内
熊海涛	10,938,240	2012 年 5 月 20 日	10,938,240	自公司首次公开发行股票上市之日起 12 个月内
熊玲瑶	10,482,480	2012 年 5 月 20 日	10,482,480	自公司首次公开发行股票上市之日起 12 个月内
唐安斌	9,602,100	2014 年 5 月 20 日	9,602,100	自公司首次公开发行股票上市之日起 36 个月内

资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表4 公司股权结构图

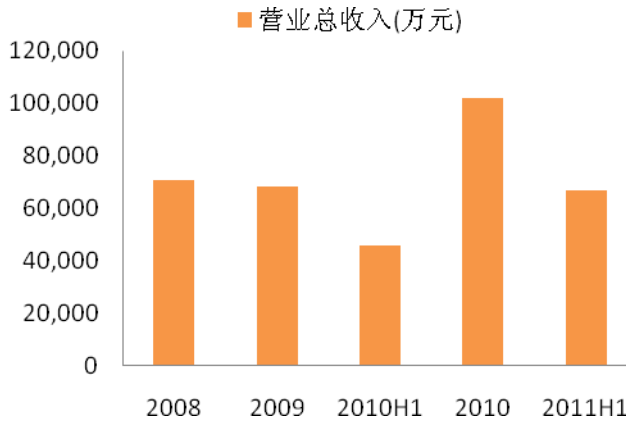


资料来源：公司公告 平安证券研究所

1.3 公司产品结构调整和毛利率提升带来业绩持续增长

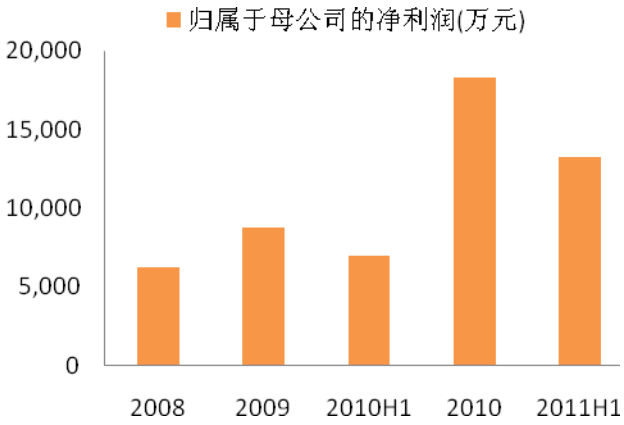
2011年上半年，公司共销售绝缘材料23,378吨，比去年同期增长17.47%；实现营业总收入66,897.82万元,比上年同期增长46.28%；实现营业利润14,831.70万元,比上年同期增长126.10%；实现净利润13,363.23万元，比上年度增长90.99%。公司净利润增长幅度远大于营业收入增长的原因：2011年上半年公司根据市场需求变化，依托技术创新能力，加大产品结构调整力度，提升高附加值产品的产销比重。同时，凭借领先的行业地位，使公司具有较强的议价能力，毛利率不断提升。

图表5 公司近年来营业收入稳步增长



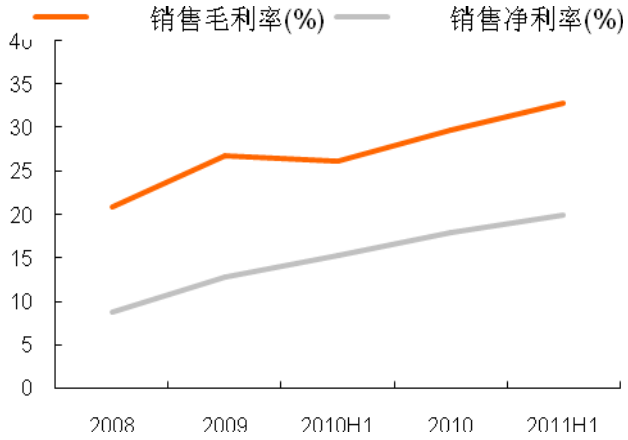
资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表6 公司近年来净利润高速增长



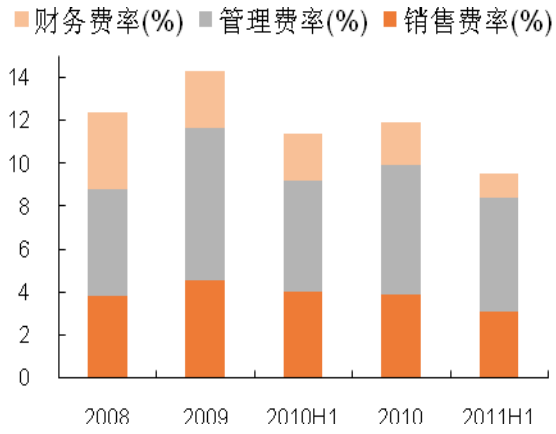
资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表7 公司近年来销售毛利率与净利率持续上升



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表8 公司近年来三项费率呈下降趋势

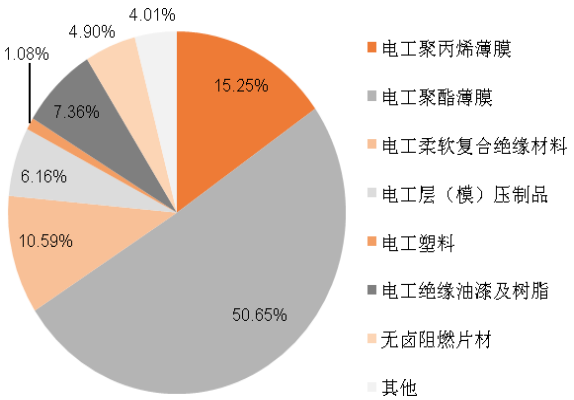


资料来源：公司公告 平安证券研究所

1.4 电工聚酯薄膜和聚丙烯薄膜为公司重要收入和利润来源

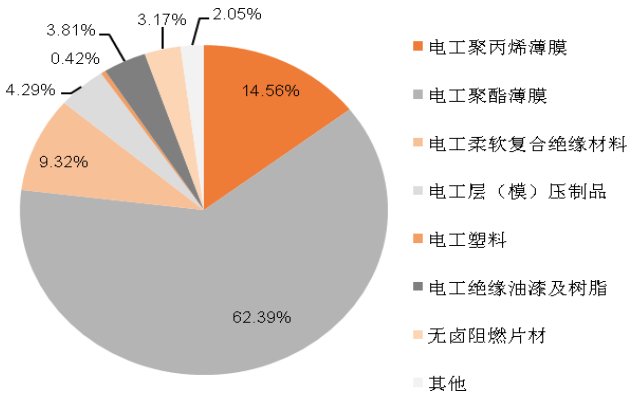
根据公司2011年半年报披露的数据显示，公司电工聚酯薄膜、电工柔软复合制品、电工层（模）压制品、绝缘油漆及树脂销量分别较去年同期增长10.23%、33.81%、27.83%和48.84%。电工聚酯薄膜产品，营业收入较去年同期增长71.39%，占主营业务收入和利润的比重分别由2010年底的44.56%和42.31%增长至2011年中期的52.03%和62.39%。电工聚丙烯薄膜占营业收入和利润的比重均超过14%，为公司第二重要收入和利润来源产品。

图表9 公司2011年中期营业收入构成



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表10公司2011年中期营业利润构成



资料来源：公司公告 平安证券研究所

1.5 “技术领先+专业化营销”构成公司最核心竞争力

■ **技术创新优势奠定公司行业地位**

本公司已成为中国综合性绝缘材料研发制造企业的排头兵。公司与中国科学院化学研究所、四川大学、东华大学、西南科技大学等国内十几所知名高校和科研院所开展了产、学、研联合研发合作，

形成了强有力的技术创新平台和持续创新的发展能力，在绝缘材料行业具有极强的竞争优势。

图表11 东材科技承担的主要重点研究课题

项目级别	项目名称	批准立项单位	项目类型
国家级项目	特种聚酯薄膜工程化研究	科技部	“863”计划
	多相复合导磁特种层压板材研究	科技部	“863”计划
	特种纳米电磁线制备技术	科技部	“十五”国家科技攻关计划
	新型苯并恶嗪无卤阻燃树脂及其复合材料研发	国家发改委	技术中心创新能力建设
	含有毒有害元素材料的替代技术	科技部	国家科技支撑计划
	新型 N-P 协同无卤阻燃苯并恶嗪/环氧树脂合成技术研究及应用	科技部	“十一五”科技支撑计划
	双环戊二烯不饱和聚酯树脂的合成及 SMC/DMC 的制备	省科技厅	省科技攻关
	显示面板薄膜材料涂布关键技术	省经委	省技术创新重点项目
	高性能低成本苯并恶嗪树脂及其复合材料开发	省科技厅	省科技攻关
省级项目	单面补强多胶主绝缘材料开发	省科技厅	省科技支撑计划
	新型高效环保芳氧基取代磷腈阻燃剂的制备与应用技术研究	青年科技基金(科技厅)	省青年科技基金
	纤维用无卤阻燃共聚酯树脂	省科技厅	省科技支撑计划项目
	V0 级无卤阻燃聚酯树脂关键技术及产业化研究	省科技厅	省科技支撑计划项目
	特种聚酯薄膜成果产业化	省经委	重大创新成果产业化项目

资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表12 东材科技及其子公司举得的专利技术（截止到2010年12月31日）

序号	发明专利名称	专利号	专利授权公告日
1	高云母含量多胶桐马环氧玻璃粉云母带	ZL00112731.4	2004.08.25
2	一种纳米改性耐电晕漆包线漆的制备方法	ZL200310111189.3	2006.2.8
3	一种轮胎橡胶脱模用聚酯薄膜的制造方法	ZL200310104140.5	2005.12.28
4	一种含 Ti-O-Ti 结构的钛酸酯复合物的制备方法	ZL200410040039.2	2006.06.28
5	一种氧杂膦菲阻燃剂中间体 2-(2’-羟基苯基)苯基膦酸的合成方法	ZL200410081672.6	2007.4.11
6	一种高玻璃化转变温度无卤阻燃玻璃布层压板的制备方法	ZL200510138201.9	2009.7.29
7	一种含硼苯并恶嗪树脂的制备方法	ZL200510138202.3	2010.1.13
8	一种无卤阻燃含磷化合物的制备方法	ZL200610021495.1	2009.4.1
9	一种高介电常数低介电损耗绝缘树脂的制造方法	ZL200610021494.7	2008.10.8
10	一种电工专用芳烷基酚树脂胶粘剂溶液的制备方法	ZL03135902.7	2005.09.21
11	一种透明亚光聚酯薄膜的制造方法	ZL200810044519.4	2010.06.23
12	多溴苯氧基取代的均三嗪阻燃性化合物的制备方法	ZL200710049272.0	2010.10.06
13	一种聚苯胺抗静电油墨的原位制备方法	ZL200810046210.9	2010.11.03
14	一种 2,4,6-三溴苯酚的制备方法	ZL200710051049.X	2010.11.17

资料来源：公司公告 平安证券研究所

■ **标准领先：公司参与绝缘材料行业标准制定**

公司多年来一直承担和参与国家标准、行业标准的起草和制订工作，致力于通过标准的提高来提升我国绝缘材料行业的技术水平，使之逐步向IEC标准及国外先进标准靠近。公司先后承担和参加制订、

修订国家标准和行业标准的任务49项，建立了以采用国际标准为核心的技术标准体系。

■ **配套综合优势：提供专业化服务和解决方案**

公司是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商；从品种结构上看，具有研发和生产E、B、F、H、C 级各耐热等级绝缘材料的能力；从服务上看，公司拥有一支由博士、硕士领衔的高素质技术服务队伍，能够为客户在产品选择、个性化制造到产品应用方面提供专业化服务和解决方案。

■ **完善的营销网络：国内实现全方位布局**

公司经过多年的营销网络建设，在全国多个城市建立了销售服务网点，就地就近为用户服务，做到让用户“方便、满意、放心”。完善的营销网络成为公司产品销售和新产品推广的重要渠道。

图表13公司产品全国实现布局

资料来源：公司公告 平安证券研究所

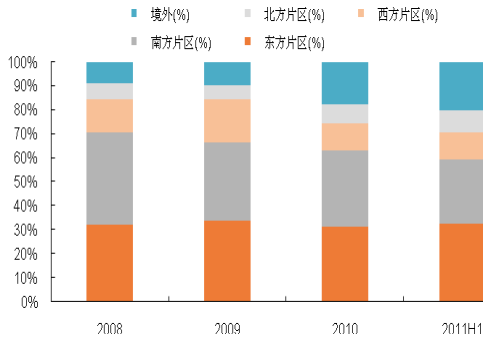
■ **公司全球化布局战略：产品品质受全球认可，海外营业收入占比大幅提升**

与此同时，公司与国际上20多个国家和地区建立了贸易关系，产品远销欧美和亚太主要国家和地区，市场声誉良好。公司海外业务占营业收入不断提升，到2011年中期海外营业收入占比达到19.35%。

图表14公司产品全球布局图

资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表15公司海外营收占比大幅提升



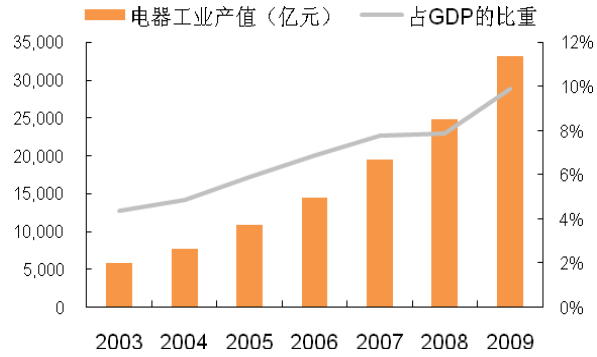
资料来源：公司公告 平安证券研究所

二、绝缘材料：在工业领域中举足轻重，产值快速增长

2.1 绝缘材料在工业生产中举足轻重

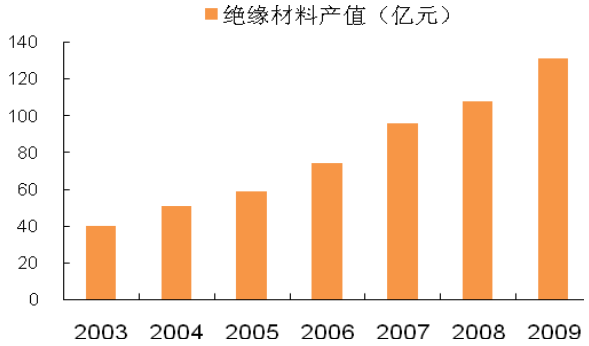
绝缘材料在我国工业中具有举足轻重的地位，绝缘材料是保证电气设备特别是电力设备能否可靠、持久、安全运行的关键材料，它的水平将直接影响电力工业的发展水平和运行质量。中国绝缘材料行业经过50多年的发展，已初步形成一个产品比较齐全，配套比较完备，具有相当生产规模和科研实力的工业体系。电器工业产值在GDP中所占比重逐年升高，从2003年的4.4%上升到2009年的9.9%，随着电器工业对GDP的贡献率逐年升高，绝缘材料产值也保持快速增长。

图表16中国电器工业产值占GDP的比重大幅提升



资料来源：中国统计年鉴 平安证券研究所

图表17中国绝缘材料产值快速增长

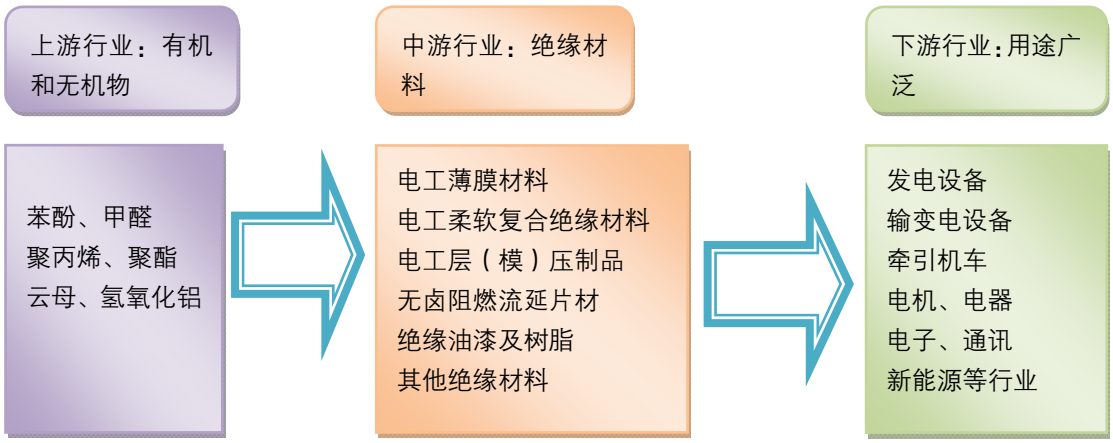


资料来源：中国统计年鉴 平安证券研究所

2.2 绝缘材料产业链分析：上游为有机和无机化合物，下游用途广泛

绝缘材料上游产业主要为石油化工行业，制造绝缘材料的主要原材料有苯酚、甲醛、苯乙烯等有机化合物，环氧树脂、聚丙烯、聚酯等高分子聚合物，云母、石棉、碳酸钙、滑石粉、氢氧化铝等无机物。绝缘材料产品按类别通常分为电工薄膜材料、电工柔软复合绝缘材料、电工层模压制品、绝缘油漆及树脂材料和其他绝缘材料。绝缘材料的应用领域广泛，用于发电设备、输变电设备、牵引机车、电机、电器、电子、通讯、新能源等多个行业。

图表18绝缘材料上下游产业链关系图



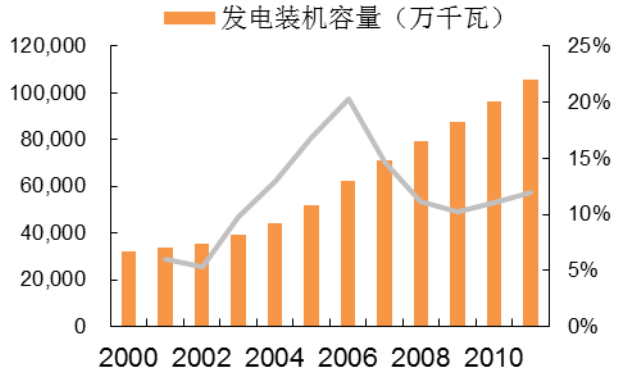
资料来源：平安证券研究所

2.3 绝缘材料下游发展迅速，“十二五”期间新能源将爆发式增长

■ 电力行业稳步增长

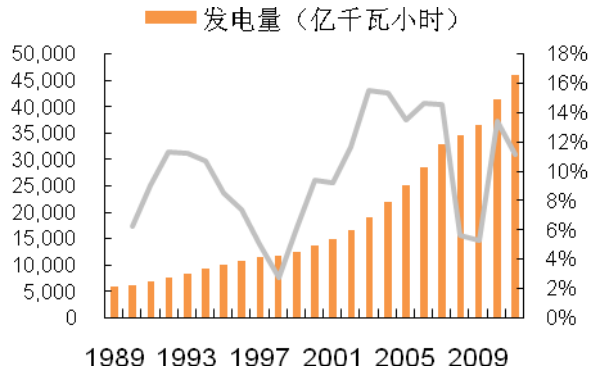
电力行业是整个国民经济的基础，随着我国经济的快速发展及人民生活水平的提高，社会对电力的需求日趋增长。中国电力企业联合会的统计数据显示，我国电力装机容量快速增长，2000～2011 年电力装机容量年复合增长率为 11.48%。

图表19 中国电力装机容量变动情况



资料来源：中国电力企业联合会 平安证券研究所

图表20 中国发电量变动情况

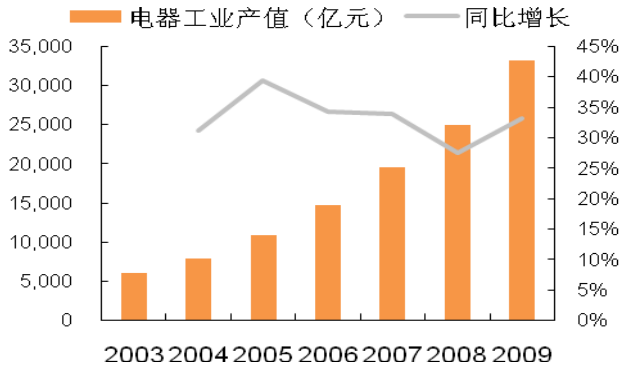


资料来源：中国电力企业联合会 平安证券研究所

■ **高低压电压器行业增长迅速**

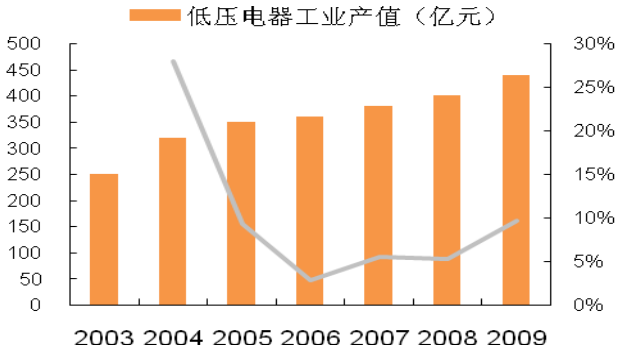
我国电器行业保持较好的发展态势，电器工业产值由 2003 年的 5,953 亿元增加到 2009 年的 33,204 亿元，各个子产品产量都呈现较快的增长态势，预计“十二五”期间，高低压电压器行业增长迅速。

图表21 中国电器行业产值增长情况



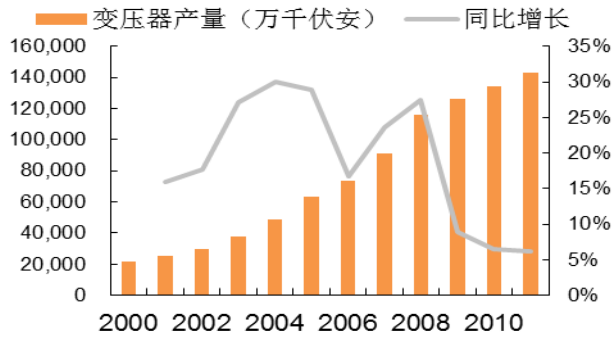
资料来源：wind 平安证券研究所

图表22 中国低压电器行业产值增长情况



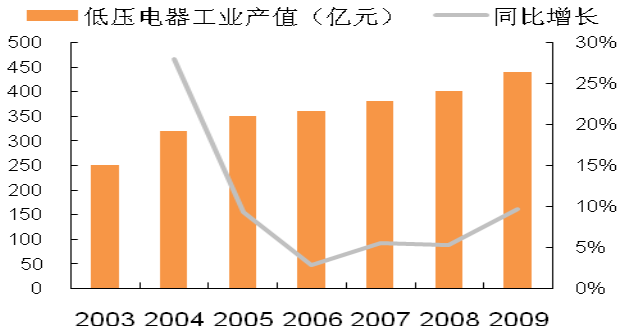
资料来源：wind 平安证券研究所

图表23我国高压变电器产量及增长率



资料来源：wind 平安证券研究所

图表24我国高压开关面板产量及增长率

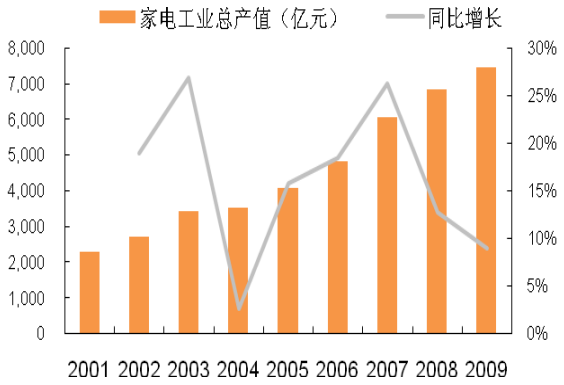


资料来源：wind 平安证券研究所

■ **家用电器行业大力发展带动绝缘材料需求**

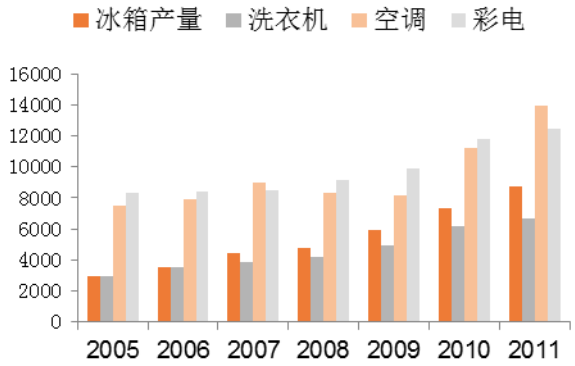
中国已经成为了全球家电的生产、消费和出口大国，2001～2009年家电工业总产值复合增长率高达16.03%。“十二五”期间，中国将成为世界上最大的家电制造基地，中国家电在全球市场竞争力进一步增强，中国强势品牌开始真正意义上的全球市场扩张。家电行业的发展会拉大对绝缘材料的需求，从而带动绝缘材料行业的发展；另外随着家用电器的普及，其绝缘材料着火而导致重大火灾事故屡有发生，所以家电用具阻燃性能的绝缘材料需求前景广阔。

图表25中国家电工业总产值及增长率



资料来源：wind 平安证券研究所

图表26中国各种家电的产量高速增长

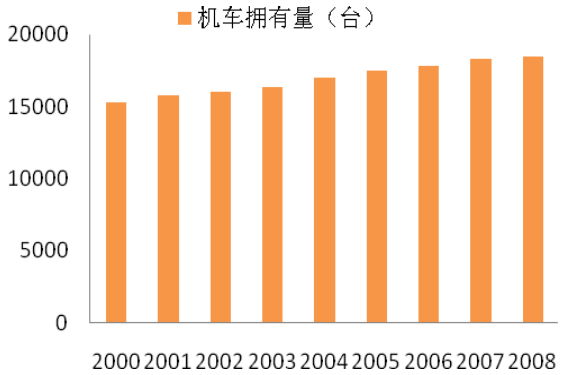


资料来源：wind 平安证券研究所

■ **“十二五”期间牵引机车高速增长带动相关绝缘材料迅速发展**

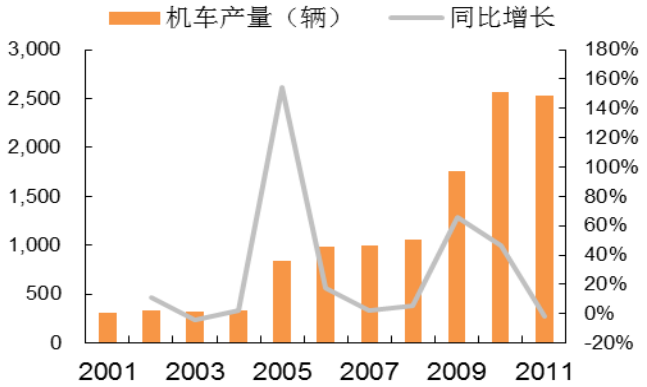
统计数据显示，近几年我国铁路机车拥有量呈现明显增长态势，机车产量也呈现相同的发展态势，2001年我国机车产量303辆，2002年上升到336台，2003年下降到323辆，之后几年一直保持高速增长态势，从2004年的329辆增加到2011年的2,530辆，2001～2011年机车产量复合增长率达到21.28%，我们预测到2015年我国机车产量将达到5,234辆，机车产量的快速增长也将拉动相关绝缘材料需求。

图表27 中国机车拥有量情况



资料来源：wind 平安证券研究所

图表28 中国机车产量及增长率情况

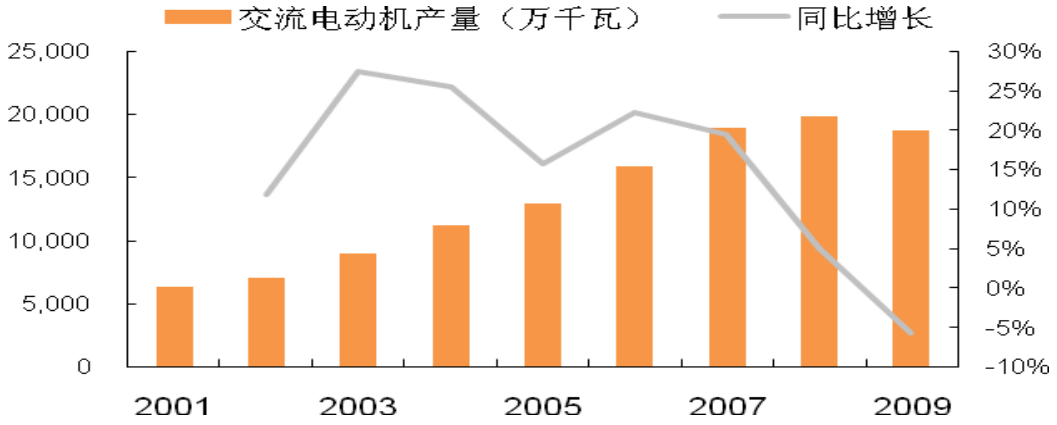


资料来源：wind 平安证券研究所

■ **高效节能电动机迎来快速发展**

电动机的耗电量约占工业耗电总量的约60%～70%，企业提高电动机能源利用效率，不仅可以节约电能降低企业成本，具有良好的经济效益；同时减少碳排放，具有良好的社会效益。电机系统节能工程是我国“十二五”期间十大节能工程之一，该工程将推广高效节能电机、稀土永磁电机、高效泵、风机、压缩机、高效传动系统等；同时也将提高电机系统效率，推广变频、永磁调速等先进电机调速技术，改善风机、泵类电机系统调节方式。高效节能电动机带动相关绝缘材料高速发展。

图表29 中国交流电动机产量及增长率情况

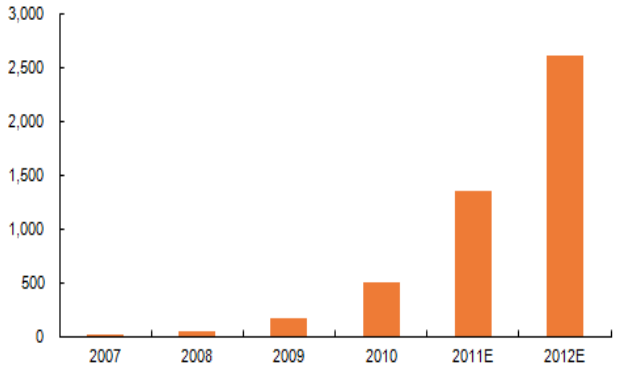


资料来源：wind 平安证券研究所

■ **新能源打开特种聚酯薄膜等绝缘材料广阔市场空间**

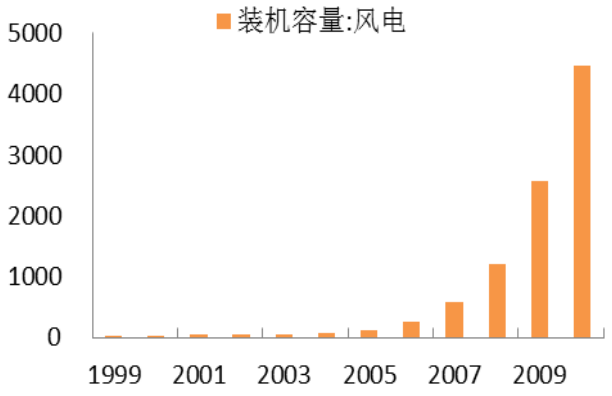
根据《可再生能源发展中长期规划》、《可再生能源发展“十二五”规划》等新能源产业政策规划，“十二五”期间，风能、太阳能、水能和核能等将是新能源发展的重点领域，水电、核电、风电的比例将提升，电力结构逐步优化。核电、风能、太阳能等新能源行业需要新型的绝缘材料，为特种电工聚酯薄膜、电工云母带、薄膜柔软复合绝缘材料等绝缘材料提供了新的广阔发展空间。

图表30中国光伏装机将保持快速增长（MW）



资料来源：EPIA 平安证券研究所

图表31中国风能新增装机容量情况（MW）



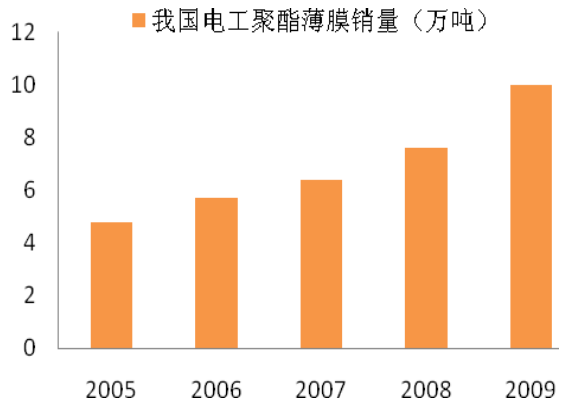
资料来源：wind 平安证券研究所

三、电工聚酯薄膜高速发展，公司募投项目 2013 年投产

3.1 电工聚酯薄膜产业高速发展

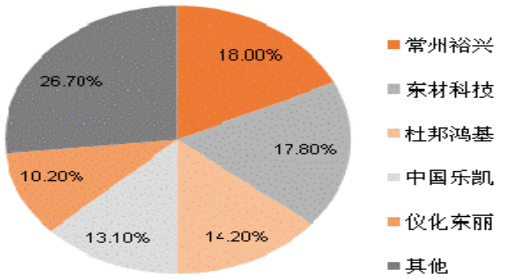
聚酯薄膜（PET薄膜）学名聚对苯二甲酸乙二醇酯（简称PET）薄膜，是由聚对苯二甲酸乙二醇树脂经过拉伸、定型工艺生产的一种性能优良的高档塑料薄膜。近年来，全球和中国电工聚酯薄膜的需求急剧增长，2009年，全球电工聚酯薄膜需求量为25万吨，其中中国电工聚酯薄膜需求量达到10万吨，高居世界首位，中国已成为全球电工聚酯薄膜产品的重要消费大国。

图表32近年来中国电工聚酯薄膜销量高速增长



资料来源：中国电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

图表332009年东材科技聚酯薄膜市场占有率高居前列



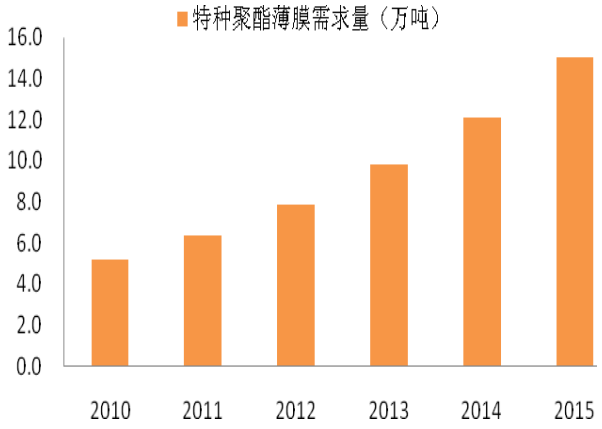
资料来源：中国电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

3.2 普通聚酯薄膜过剩，高端聚酯薄膜严重依赖进口

目前，行业存在普通类聚酯薄膜的产能过剩而差异化、功能化的高端电工聚酯薄膜产品却依赖进口的态势。因此，差异化、功能化的高端电工聚酯薄膜产品应该是中国聚酯薄膜产业的发展方向。目

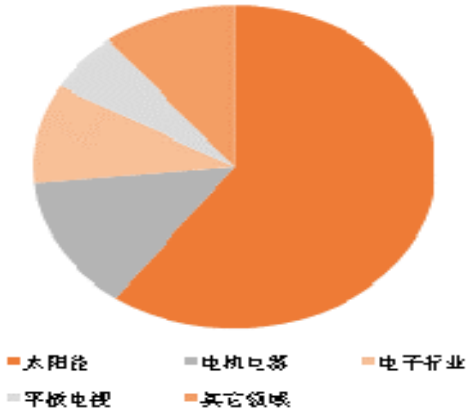
前只有东材科技等少数几家公司能生产特种电工聚酯薄膜等差异化产品，不能满足日益增加的市场需求。中国电器工业协会绝缘材料分会预计：到2015年，我国特种聚酯薄膜的年需求量将达到15万吨以上，主要下游为太阳能、平板电视、电机电器等行业。

图表34中国特种聚酯薄膜“十二五”需求预测



资料来源：中国电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

图表352015年中国“十二五”特种聚酯薄膜分布情况

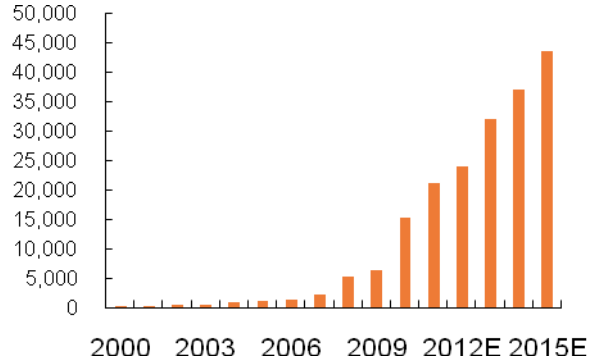


资料来源：中国电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

3.3 太阳能背板聚酯薄膜加速进口替代

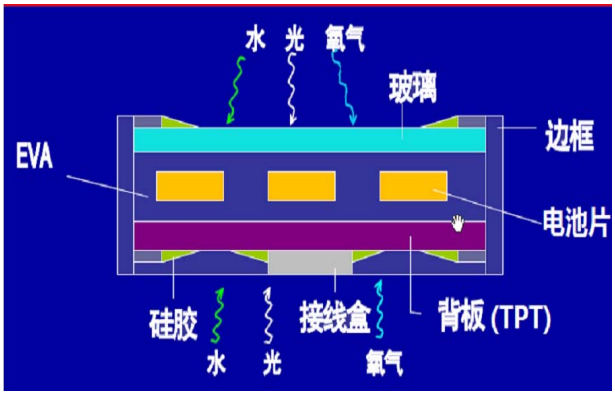
太阳能以其清洁、可再生等优点，成为各国重点发展的对象。如今，越来越多的国家开始实行“阳光计划”，开发太阳能资源，寻求经济发展的新动力。据EIPA（欧洲光伏产业协会）统计2010年全球新增装机量为16.63GW，预计2015年新增装机量将达到43.9GW，新增太阳能背板需求量将是2010年2.7倍左右。

图表36全球太阳能新增装机容量保持快速增长（MW）



资料来源：太阳能电池组件封装工艺大全国 平安证券研究所。

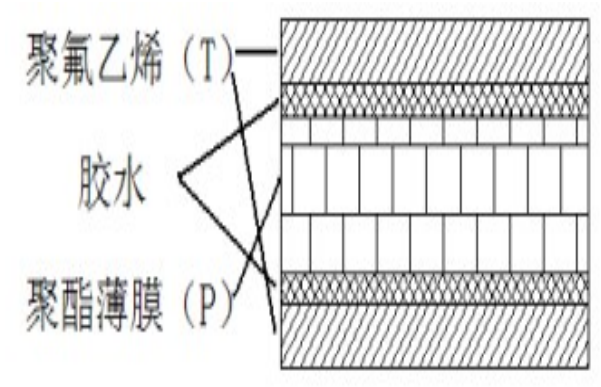
图表37太阳能电池组件结构图



资料来源：平安证券研究所

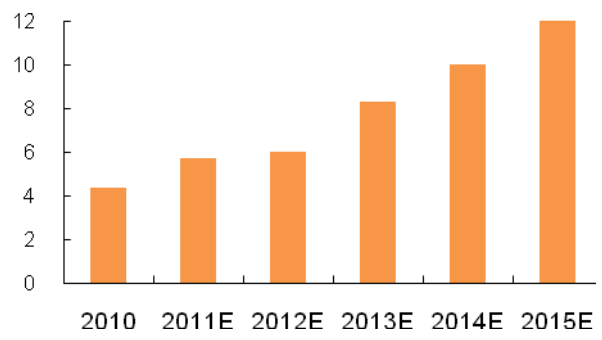
太阳能背板（TPT）主要为太阳能电池提供支持、固定作用，具有优异的耐气候性能、电气绝缘性能以及耐水气等性能，其主要由聚酯薄膜、氟膜、胶水构成。太阳能背板目前国内企业产能占比达30%左右，2015年占比有望提升到50%以上，内资太阳能背板企业占比提升将加快太阳能背板PET薄膜进口替代。按每GW需要3000吨太阳能背板PET膜，预计2015年全球新增太阳能装机容量将带来12万吨左右的太阳能背板PET膜需求，带动国内6万吨左右的太阳能背板PET膜的需求。

图表38太阳能背板（TPT）构成图



资料来源：太阳能电池组件封装工艺大全国 平安证券研究所。

图表39国内太阳能背板聚酯薄膜需求量预测（万吨）



资料来源：平安证券研究所

太阳能背板PET膜具有三大壁垒：生产线技术壁垒、原料聚酯切片的配套开发壁垒和市场准入门槛高。由于壁垒较高，太阳能背板PET膜主要由日本东丽、杜邦帝人和韩国SKC等公司提供，国内企业中东材科技、常州裕兴和佛山杜邦鸿基已经掌握了其核心技术，产品已经通过下游国外大客户认证，进口替代的趋势日益明显，国内大东南、双星新材、南洋科技也积极步入该领域。2012年太阳能背板薄膜仍供给偏紧，国内太阳能背板聚酯薄膜有望在2013年中期前维持较高毛利率水平。

图表40　国内太阳能背板聚酯薄膜相关企业情况

企业名称	主要客户	备注
常州裕兴	isovoltatic	国内首家研发成功太阳能背材基膜的企业，已成为全球最大的太阳能背材生产商依索股份（Isovoltaic）的原材料供应商，2009 年 12 月起大批量发货。常州裕兴产能为 4000 吨左右，公司拟 IPO 扩大聚酯薄膜产能。
东材科技	乐凯胶片、江苏赛伍、苏州中来	2011 年上半年公司共销售 4,800 吨，公司募投项目 1.5 万吨特种 PET 膜的设备将于 2012 年年底到货，预计 2013 年上半年投产。
佛山杜邦鸿基	国外	由杜邦帝人薄膜中国有限公司（持股 51%）和佛塑科技（持股 49%）合资创办，产品主要用于包装、工业、电子、电器等领域，太阳能背板 PET 膜主要用于出口。
南洋科技	—	公司公告使用超募资金 21,000 万元，投资建设年产 2.5 万吨太阳能电池背板 PET 项目，设备预计 2012 年一季度到货。
大东南	—	公司公告拟投资 60,562 万元建设年产 12,000 万平方米太阳能背板 PET 膜及配套的 EVA 膜项目，建设期为两年，预计 2013 年投产。
双星新材	—	公司公告拟投资 65,811.42 万元建设 5 万吨太阳能背板 PET 项目，建设期为两年，预计 2013 年年底前投产。
山西鸿基	—	山西鸿基包装材料有限公司计划在南港工业区投资 12.3 亿元，引进全球最先进的德国生产工艺和设备，建设年产 9 万吨 5.7 米宽幅双向拉伸聚酯薄膜(BOPET)项目，产品主要用于太阳能背膜。

资料来源：公司公告 平安证券研究所

3.4 光学膜进口替代提速拉动国内光学 PET 基膜需求

据Display Search预测，2015年全球TFT-LCD面板产值将达1,337亿美元，占整个平板显示产业的91%，近几年中国TFT-LCD产能建设进程进展较快，特别是高世代的产能建设在加速，将带动光学薄膜及其基膜的需求快速增长。

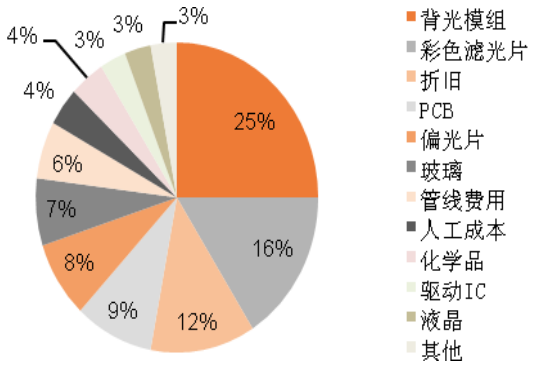
图表41　中国目前TFT-LCD生产线情况

企业	地区	代数	基本尺寸（mm）	产能（万片/月）
京东方	北京	8（在建）		2200*2500
	合肥	6	1500*1850	48
	北京	5	1300*1500	10
	成都	4.5		3
中电熊猫	南京	6	1500*1850	6
华星光电	深圳	8.5	2200*2500	10
深超光电	深圳	5	1300*1500	12
龙腾光电	昆山	5	1300*1500	
天马	深圳	8.5（在建）	2200*2500	
		5	1300*1500	
		4.5		
		4.5（在建）		
		4.5（在建）		
龙飞光电	昆山	8.5（在建）	2200*2500	15.6
广新光电	佛山	8.5（在建）	2200*2500	48

资料来源：中国经济信息网 平安证券研究所

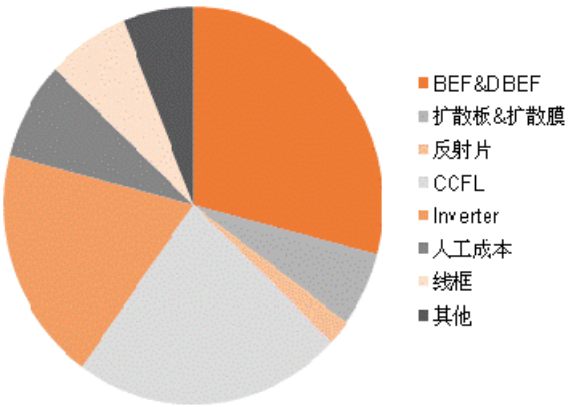
背光模组为面板中成本占比最大的零部件，而增亮膜（也称为棱镜片）、扩散膜和反射片等与光学薄膜相关的零部件在背光模组成本中占比近40%，处于举足轻重的地位。

图表42背光膜组为42"TV面板主要成本



资料来源：光学膜产业 平安证券研究所

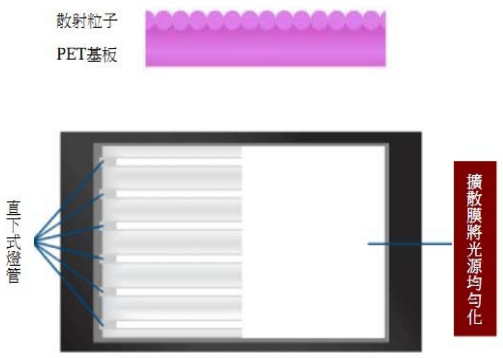
图表43背光膜组成本构成



资料来源：光学膜产业 平安证券研究所

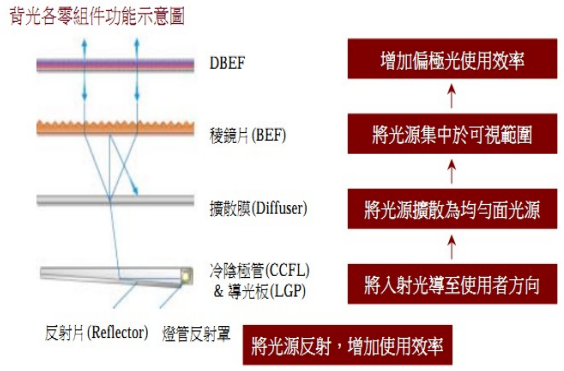
光学级PET基膜为光学薄膜的主要原材料，扩散膜、增亮膜等都是在PET切片的基础上加工而成的。扩散膜的结构为PET基板上涂布一层扩散粒子，具有将光均匀扩散的效果。通常使用上下两片扩散膜，上扩散膜兼具扩散及保护功能，规格要求较高。棱镜片又可称为聚光片、增亮膜或BEF，是一种聚光装置，主要利用全反射和折射定律，将分散之光集中与一定角度范围内出射，从而提高该范围内的亮度。

图表44扩散膜结构及功能示意图



资料来源：光学膜产业 平安证券研究所

图表45增亮膜的生产流程



资料来源：光学膜产业 平安证券研究所

由于光学薄膜技术含量高，属于技术密集型产业，进入壁垒较高，目前还主要依赖进口。现国内已有企业拟进入光学膜领域，ST天龙拟与韩国NANO SYSTEM公司共同出资设立新公司，建设扩散膜和增亮膜生产线。康得新在上市成功完成预涂膜规模扩展的布局后，开始启动光学膜产业化进程，2011年7月公告出资2亿成立北京康得新光电材料有限公司，从事光电行业的高分子复合膜材料的研发、生产和销售。南洋科技也计划建设精密涂布项目，该项目预计2012年投产。

图表46国内企业介入光学薄膜领域情况

企业	项目	备注
ST 天龙	TFT-LCD(LED) 光学薄膜项目	拟与韩国 NANO SYSTEM 公司共同出资设立新公司，公司计划非公开发行股票后出资 1 亿元资金，NANO SYSTEM 公司以专利技术和生产设备出资。将从引进韩国 5 条全自动宽幅光学薄膜(1200mm)生产线，建设期 12 个月。项目建成后将形成每年 600 万平方米增亮膜产能和 600 万平方米扩散膜产能。
康得新	光学膜产业群	①完成产业化团队组建；②公司光学膜项目计划得到了北京市政府的大力支持，纳入北京市平板显示产业发展战略规划，确立以康得新为龙头打造光学膜产业集群，与京东方配套，促进北京市 LCD 支柱产业发展；③通过与台湾大昱光电股份有限公司技术合作推进项目产业化进程；④积极推进与平板显示客户的技术交流、样品试制、测试和认证工作；⑤从张家港保税区康得菲尔实业有限公司现有厂房中，增订光学膜生产设备，筹建光学膜示范线。
南洋科技	精密涂布	与韩国闵泳福、金重锡签订了共同出资设立光学膜合资公司，拟建设年产 630 万㎡光学薄膜精密涂布项目，预计 2012 年投产。

资料来源：公司公告 平安证券研究所

国内企业进入光学膜领域，光学膜国产化进程必将拉动国内光学PET基膜的需求，对于国内的聚酯薄膜厂商将是一次难得的机遇。光学用PET膜与普通PET膜相比，需具备表观无缺陷，更低的雾度、更高的透光率的特点，对技术要求较高，产能主要集中在日韩企业，目前国内企业尚未能实现规模化生产，东材科技、南洋科技有望率先取得突破。

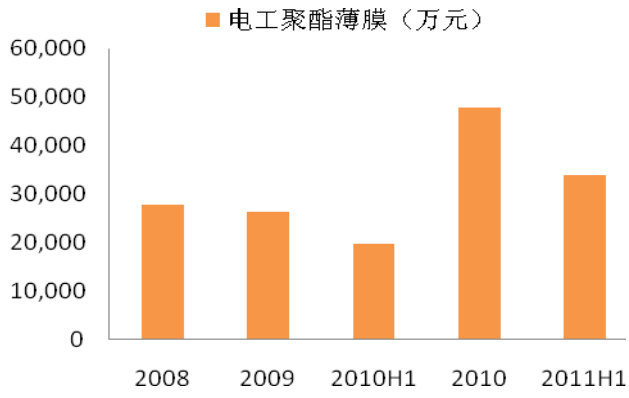
3.5 公司聚酯薄膜营收和毛利率逐年提升，募集资金项目预计 2013 年中期达产

■ **公司聚酯薄膜销售收入和毛利率逐年提升**

公司现有电工聚酯薄膜产能为2.6万吨（其中本部1.6万吨自有装置，连云港1万吨代工装置），公司本部的电工聚酯薄膜产能可根据下游需求灵活调节产品结构，目前主要用于光伏、空调压缩机等领域，连云港代工装置主要用于传统电工聚酯薄膜。2011年聚酯薄膜占公司营业收入和营业利润比重

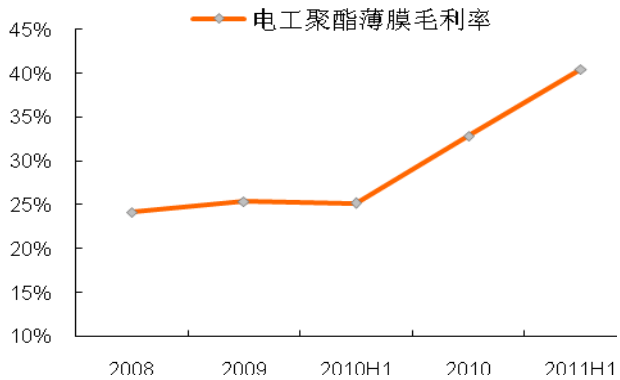
均超过50%，近年来公司聚酯薄膜销售收入大幅增长、毛利率逐年提升是公司营业收入和净利润增长最主要原因。

图表47公司近年来电工聚酯薄膜营业收入情况



资料来源：公司公告 平安证券研究所。

图表48公司近年来电工聚酯薄膜毛利率逐步提升



资料来源：公司公告 平安证券研究所

■ **2011年上半年公司聚酯薄膜毛利率超过40%，下半年毛利率有所回落**

东材科技2011年上半年销售太阳能背板薄膜4800吨，2011年上半年光伏行业高度景气，太阳能背板薄膜销售均价高于其他产品，致公司聚酯薄膜综合毛利率超过40%。2011年下半年随时光伏行业景气大幅下滑，公司太阳能背板薄膜出货量预计出现较大幅度下降，且毛利率也出现一定幅度下滑，导致公司低毛利率的传统聚酯薄膜销售占比提升，公司2011年下半年聚酯薄膜毛利率预计下降到35%以下。

■ **公司2.1万吨聚酯募集资金项目预计于2013年中期投产**

公司2.1万吨聚酯薄膜募集资金项目拟生产的特种聚酯薄膜包括光伏产业所需用太阳能电池背板基膜；电机电器、电子通讯行业所需用的低萃取物聚酯薄膜；电脑开关、行输出变压器等IT行业用阻燃聚酯薄膜等科技含量高、附加值高的特种聚酯薄膜，可实现替代进口产品。公司聚酯薄膜募集资金项目设备主要是从国外进口，募投资金项目装置预计在2012年第4季度到位，公司2.1万吨聚酯募投项目将在2013年6月前正式达产。

■ **公司根据下游光学膜进口替代的进程择机步入光学基膜领域**

公司未来根据下游光学膜进口替代的进程也择机步入光学基膜领域。公司光学级PET薄膜品质得到下游客户一致认可，光学基膜平均售价超过4万元/吨，毛利率较光伏背板聚酯薄膜毛利率高，光学基膜市场启动后公司聚酯薄膜平均售价、吨毛利有望大幅提升。预计2013年开始光学PET基膜市场逐步启动，可消化公司2.1万吨超募资金产能。

四、公司 2013~2015 年电容器聚丙烯薄膜迎发展机遇

4.1 电容器聚丙烯薄膜迎巨大发展机遇

电容器用聚丙烯薄膜是由等规聚丙烯树脂经双轴定向拉伸而成的一种性能优良的塑料薄膜，可以用管膜法生产，也可以使用平膜法双向拉伸生产，具有电容量稳定、损耗小、耐电压特性优异、绝缘电阻高、频率特性好、性能稳定、可靠性高等优点，广泛用于电子、家电、通讯、电力等领域。电工聚丙烯薄膜主要用作电容器介质材料，分为高压用易浸型电力电容器用聚丙烯薄膜和电子电容器

用聚丙烯薄膜。

■ **特高压直流输变电工程的投运带来电力电容器聚丙烯薄膜空前机遇**

高压电力电容器是广泛应用于各种电网的就地无功补偿和集中无功补偿的电力设备，主要作用是提高电网系统的功率因数及供电质量，可有效节约能源。随着电力工业的快速发展、铁路电气化进程加快、高压直流输电技术高速发展以及无功补偿、节能降损管理的加强，特别是近年来国家电网不断加大特高压直流输变电工程的投运，使电力电容器制造企业获得了前所未有的发展机遇。作为电力电容器的主要材料，电力电容器用聚丙烯薄膜的市场需求量必然会随之增加。

■ **电子电容器聚丙烯薄膜发展前景广阔**

电容器用聚丙烯薄膜另一重要应用领域是电子电容器生产制造。作为薄膜电容器的核心介质材料，电容器用电子聚丙烯薄膜产业也将迎来巨大的发展机遇。随着电子聚丙烯薄膜材料生产技术的提高及超薄化的发展，薄膜电容器的应用领域也在不断被拓展，开始应用于混合动力汽车用电容器、节能灯电容器、风力发电电容器领域。

图表49 2010年中国电子电容器行业基本情况

品名	产量（亿只）	出口（亿只）	进口（亿只）	市场容量（亿只）
电解电容器	100	318	480	1162
薄膜电容器	460	129	55	386
陶瓷电容器	600	76	507	1031

资料来源：中电元协电容器分会 平安证券研究所

国内电容薄膜生产企业已达十多家，二十多条生产线，占主导性的生产企业有四川东材科技集团股份有限公司、安徽铜峰电子股份有限公司、浙江南洋科技股份有限公司、佛山塑料集团股份有限公司和宁波大东南万象科技有限公司等几家公司。

图表50 2010年中国电容器聚丙烯薄膜企业情况

序号	企业名称	2009 年销量	2010 年销量	同比增长	目前生产线
1	安徽铜爱电子公司	10000 吨	10000 吨	——	4 条
2	泉州嘉德利公司	2400 吨	2500 吨	4.17 %	1 条
3	江门润田公司	2400 吨	2500 吨	4.17 %	2 条
4	南通奔多新材料公司	3500 吨	4850 吨	38.57%	3 条
5	宁波大东南万象科技	7200 吨	8000 吨	11.11%	2 条
6	浙江南洋电子公司	6000 吨	6600 吨	10.0 %	2 条
7	湖北龙城公司	3000 吨	3500 吨	11.6 %	2 条
8	佛塑集团东方公司	5047 吨	5120 吨	1.5%	2 条
9	河北海伟集团公司	3700 吨	4100 吨	11.08%	1 条
10	大连三荣化学株式会社	——	4000 吨	——	1 条
11	**四川东方材料科技集团有限公司**	**4800 吨**	**4893 吨**		**3 条**
合计	11 家企业	48047 吨	56063 吨	16.68%	23 条

资料来源：中电元协电容器分会 平安证券研究所

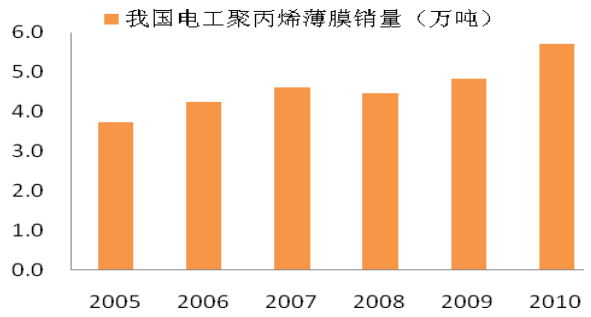
4.2 超薄、高场强、大容量为电容器聚丙烯薄膜未来发展方向

目前电容器制造都在向高场强、大容量方向发展，使电容器用薄膜向超薄方向发展，电力电容器由原来的15～18微米改变成10～11微米，电子电容方面由原来7～8微米下降到3～5微米，在这样超薄的情况下还要保证薄膜的厚度均匀性、保证薄膜的电气绝缘性能、保证一定产能满足市场需求，这对薄膜的制造提出了更高的要求，也使薄膜的制造上了一个台阶，薄膜的制造水平难度加大。国内制造高品质的薄膜设备基本上采取进口方式。

4.3 电容器聚丙烯薄膜市场供求偏紧

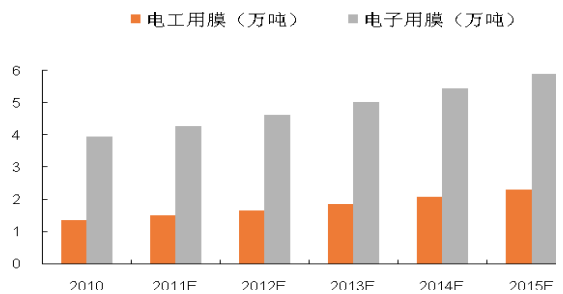
在过去的15年中，国内电子电容器用聚丙烯薄膜需求量从6,000吨/年发展到目前的3.63万吨/年，预计到2015年，国内电力电容器和电子电容器对聚丙烯薄膜的总需求将达到8.2万吨。国内中高端电容器用聚丙烯薄膜主要由铜峰电子、南洋科技、东材科技等少数企业生产供应，未来2年，国内电容器聚丙烯薄膜市场供求状态偏紧，尤其是电力电容器聚丙烯薄膜。

图表51公司电工聚丙烯薄膜营业收入较为稳定



资料来源：公司公告 平安证券研究所。

图表52电容器薄膜“十二五”期间需求预测



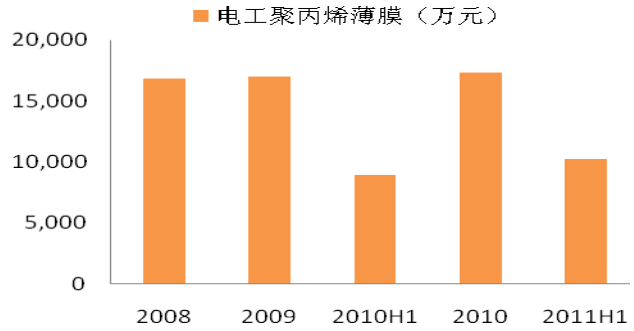
资料来源：公司公告 平安证券研究所

4.4 公司聚丙烯薄膜募集和超募资金项目 2013-2015 年步入收获期

■ **公司聚丙烯薄膜营业收入稳定，毛利率逐年提升**

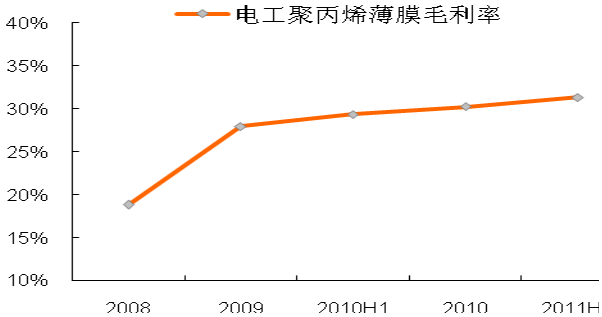
公司聚丙烯薄膜本部有2套管膜法装置，共1500万吨产能，绵阳新厂区有一套3500吨的平膜法聚丙烯膜装置，公司电容器用聚丙烯薄膜连续3年平均产销率超过100%，设备的利用已基本达到产能极限，公司PP薄膜产品每年都是严重供不应求。公司聚丙烯薄膜营业收入较为稳定，毛利率呈现不断上升趋势，2011年公司聚丙烯薄膜综合毛利率预计超过30%。

图表53公司电工聚丙烯薄膜营业收入较为稳定



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表54公司电工聚丙烯薄膜毛利率稳步提升



资料来源：公司公告 平安证券研究所

■ **公司聚丙烯薄膜募集资金和超募资金项目预计2013—2015年步入收获期**

公司募投资金项目3500吨聚PP薄膜的相关设备是2010年12月签订合同，预计2012年年底到货，2013年的年中投产。2000吨聚丙烯薄膜超募资金项目预计在2014年或2015年达产。募投和超募项目均达产后，公司聚丙烯薄膜总产能将达到1万吨左右/年，公司盈利能力将大幅增强。

■ **电力电容聚丙烯薄膜未来3年仍有望保持高毛利率，公司最为受益**

聚丙烯薄膜相比特种聚酯薄膜而言，没有原材料合成环节的核心技术，但是聚丙烯薄膜需要在非常薄的基础上控制厚度公差，控制精度要求更高。该产品越薄售价更高，例如日本企业在混合动力汽车用电容器薄膜厚度在2-3um，其单吨的售价超过20万元。

聚丙烯薄膜行业形成较为稳定的竞争格局。未来电子电容器领域聚丙烯薄膜毛利率存在下滑风险，而电力电容器领域聚丙烯薄膜由于准入门槛高（需要较长时间挂网），技术壁垒高（需要控制膜的厚度，需要将膜进行单双面粗化），行业竞争者更少，未来3年内有望保持30%以上的高毛利率。

东材科技聚丙烯薄膜下游主要应用于电力电容器，与南洋科技等电子电容器聚丙烯薄膜相比，东材科技的毛利率更为稳定，未来3年公司新增产能逐步释放，公司最为受益电力电容器薄膜行业景气。

五、公司电工柔软复合材料、层压制品、无卤阻燃片材等绝缘材料 2012 年贡献增量

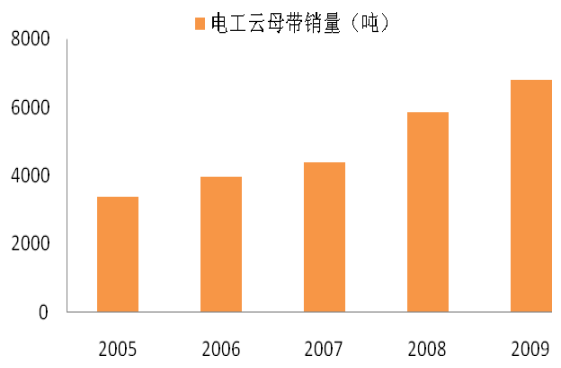
5.1 电工柔软复合材料需求稳定，公司募集资金项目 2012 年 1 月顺利投产

电工柔软复合绝缘材料主要包括以粉云母为基材的树脂粘接复合的电工云母带和以薄膜材料为基材的树脂粘接复合的薄膜柔软复合绝缘材料两大类，广泛用作各类绕组旋转电机绝缘结构的关键结构材料。

■ **电工云母带年需求增速超过15%**

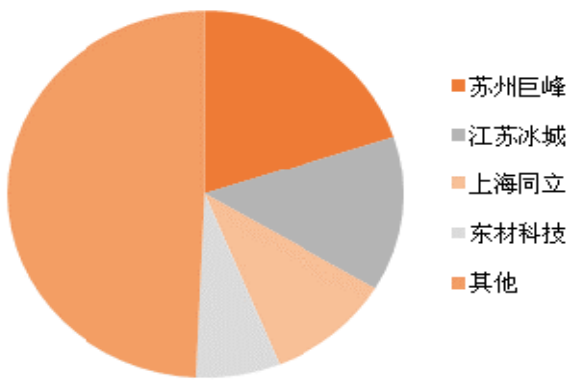
电工柔软云母制品又称云母带，是以粉云母纸为基材，以电工无碱玻璃布或电工薄膜（聚酯薄膜、聚酰亚胺薄膜等）为补强材料，采用热固性合成树脂为胶粘剂，在云母带复合机上制造而成的可包绕性带状复合绝缘材料。云母带主要包括电机用绝缘云母带和电缆用防火云母带两大类制品。2005～2009年间，我国电工云母带的产量保持良好的增长态势，复合增长率超过了19%。

图表55 中国电工云母带销量情况



资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

图表56 中国电工云母带行业竞争格局稳定

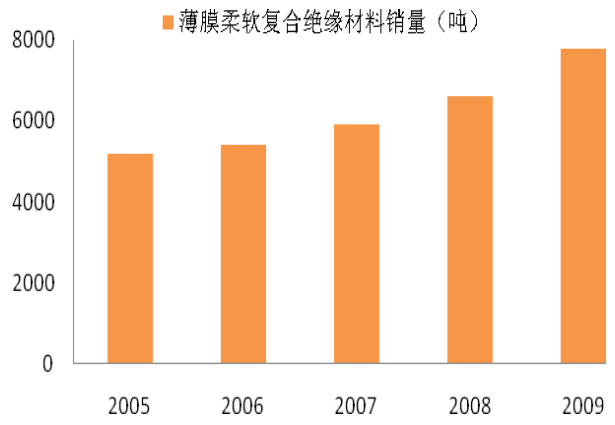


资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

■ **薄膜柔软复合绝缘材料年均需求增速超过10%，竞争格局较为稳定**

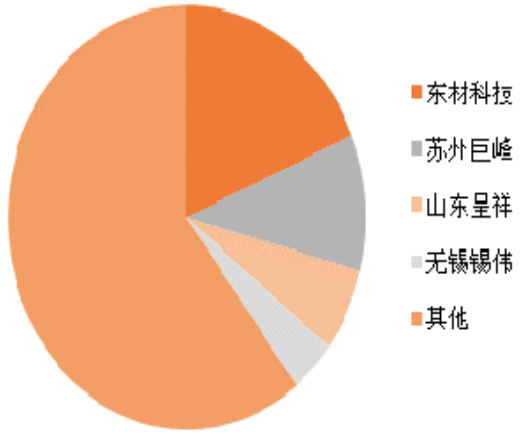
薄膜柔软复合绝缘材料是由两种或两种以上的不同绝缘材料经胶粘剂粘合而成的新型绝缘材料。薄膜柔软复合绝缘材料由于其优良的机械、电气、耐热性能和嵌线工艺适应性，作为电机、电器槽绝缘材料得到了迅速发展和广泛应用。近年来，薄膜柔软复合绝缘材料已从电机领域逐步发展到变压器、互感器等技术领域，需求量逐年增长。

图表57 中国薄膜柔软复合绝缘材料销量情况



资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

图表58 中国薄膜柔软复合绝缘材料供给分布情况

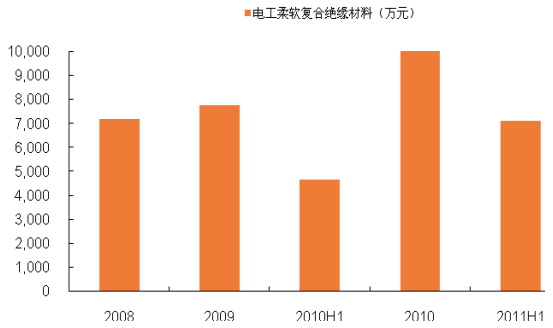


资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

■ **公司电工柔软复合材料业务稳定，募集项目2012年开始贡献增量**

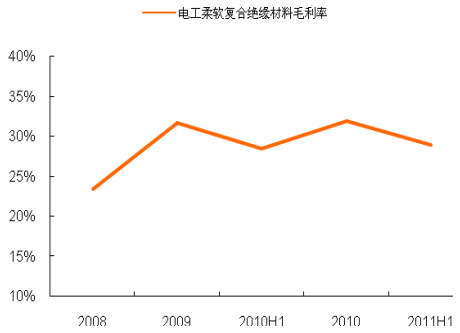
预计“十二五”期间，电工云母带和薄膜柔软复合绝缘材料年均需求增速分别为15%和10%，则电工云母带和薄膜柔软复合绝缘材料2015年需求量分别为1.94万吨和1.38万吨。公司2011年电工柔软复合材料产能为2500吨左右，公司电工柔软复合材料营业收入较为稳定，毛利率维持在25%~30%水平。公司3500万吨募集资金项目于2012年1月已经顺利投产，公司计划关停老厂区1000吨电工柔软复合材料产能，新增项目运行稳定后，公司电工柔软复合材料毛利率有望进一步提升。

图表59公司电工柔软复合绝缘材料营业收入较为稳定



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表60公司电工柔软复合绝缘材料毛利率



资料来源：公司公告 平安证券研究所

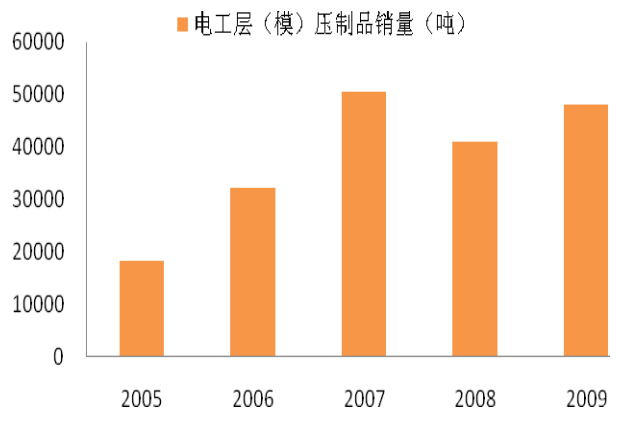
5.2 2012 年公司电工层（模）压制品募集资金项目贡献增量

■ **电工层（模）压制品销量高速增长，行业供给相对集中**

电工层模压制品是由一层或多层浸有树脂的纤维或织物经叠合、热压结合成的整体。层模压制品按形状和用途分为层压板、层压管、层压棒和模压制品。电工层模压制品广泛应用在电机、变压器、

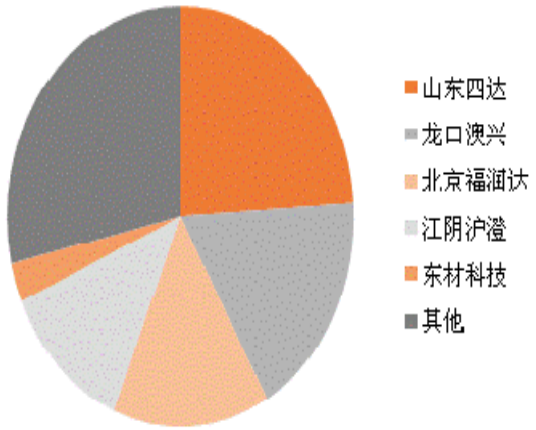
高低压电器、机车、电工仪表和电子设备中作绝缘结构零部件。2005～2009年，我国电工层（模）压制品的销量年复合增长率达到27.3%。我国电工层模压制品年产量1,000吨以上的企业有7家：北京福润达、山东四达、龙口澳兴、江阴沪澄、东材科技、衡阳恒缘和上海电机，行业供给相对集中。

图表61中国电工层压制品销量情况



资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

图表62中国电工层压制品行业竞争格局稳定

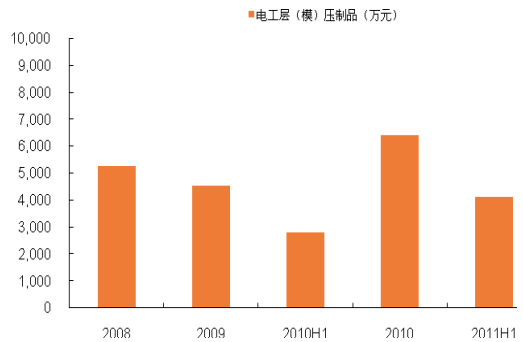


资料来源：电器工业协会绝缘材料分会　平安证券研究所

■ **公司电工层（模）压制品2012年募集资金项目贡献利润**

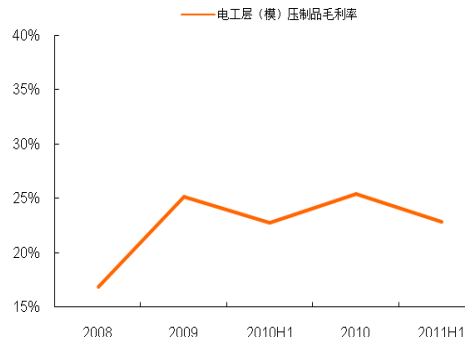
公司募集资金项目已于2012年1月顺利投产，公司新型绝缘层（模）压复合材料总产能达到7,000吨/年（包括环氧玻璃布层压板、无卤阻燃高强度玻璃布层压板、低温-196℃专用低温绝热环氧玻璃钢管材料等）。公司新建项目采用国际标准组织生产，就地采用国产原材料，并形成规模生产，可大大降低产品生产成本，实现替代进口产品，预计未来公司电工层压制品毛利率有望稳定在25%以上。

图表63公司电工层（模）压制品营业收入较为稳定



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表64公司电工层（模）压制品毛利率情况



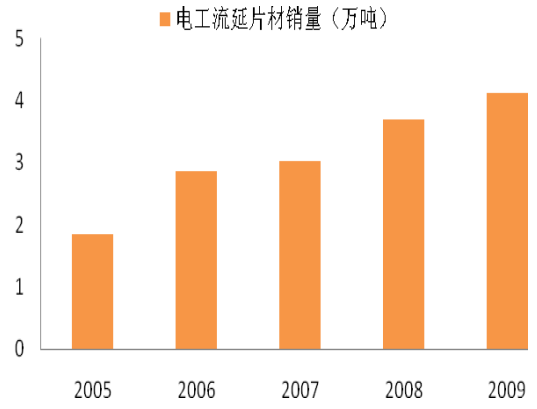
资料来源：公司公告 平安证券研究所

5.3 电工无卤阻燃流延片材（PC\PP\PET）需求稳定，公司无卤阻燃 PC 片材募投项目顺利投产

电工流延片材主要是指以聚碳酸酯（PC）、聚丙烯（PP）、聚酯（PET）或通过无卤阻燃改性的树脂为原料，经过熔体流延骤冷工艺制造的一种无拉伸、非定向的平挤片材，包括单层流延和多层共挤流延两种方式。随着电子电器、汽车、电子印刷等行业的发展，2005～2009 年电工流延片材的销

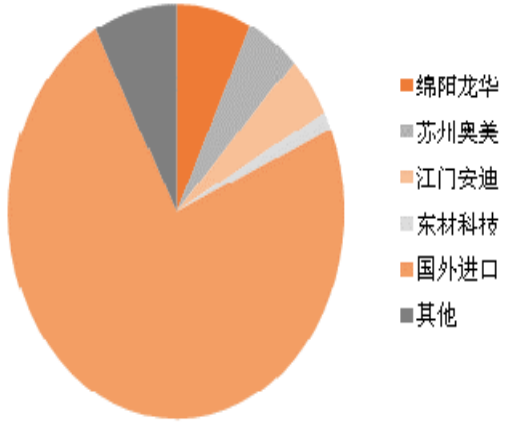
售呈现增长趋势，年复合增长率为22.38%。东材科技主要是在绿色环保无卤阻燃PC片材产品的技术与成本上具有竞争优势。

图表65中国电工流延片材销量情况



资料来源：电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

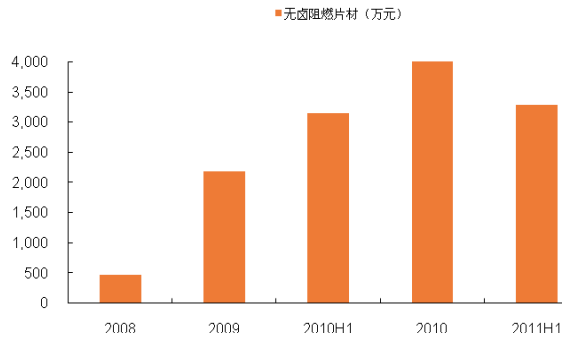
图表66国内电工流延片材供给分布情况



资料来源：电器工业协会绝缘材料分会 平安证券研究所

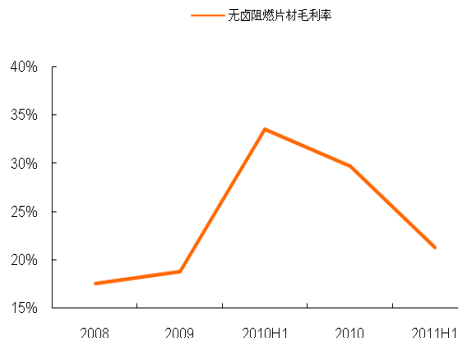
公司绵阳本部现有效产能为1000吨，绵阳新厂区募集资金项目4000吨无卤阻燃片材项目顺利投产。2011年，公司募投项目中新购置的1000吨国产无卤阻燃片材设备运行不稳定，生产损耗较高而产品档次较低，导致了该产品综合毛利率目前处于较低水平（估计15%左右），未来该设备改造以及项目其他设备投产后，效益有望显著提升。

图表67公司电工流延片材营业收入情况



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表68公司电工流延片材毛利率情况



资料来源：公司公告 平安证券研究所

5.4 公司未来柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材业务以稳定为主

总体来说，公司柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材等产品未来运行以稳定为主，每年保持15%~30%的营业收入增长，未来公司新装置投产后，有望充分发挥设备优势和装置连续化生产优势，提升公司这三块业务综合毛利率水平。

六、公司大尺寸绝缘结构件受益于特高压，迎爆发式增长

6.1 高压/特高压直流输变电换流阀前景广阔

换流阀是进行换流的关键设备，是高压直流输电系统中最为核心的一次电气设备。直流换流阀的制造技术随着大功率半导体器件的制造技术发展而发展，它经历了从汞弧换流阀到晶闸管换流阀，到门极可关断晶闸管换流阀(GTO阀)，再到绝缘栅双极晶体管换流阀(IGBT阀)的发展过程。由于晶闸管目前仍是耐压水平最高、输出容量最大的电力电子器件，在大容量、高电压应用领域，绝大多数直流输电工程均采用晶闸管直流换流阀。

高压直流输电具有线路输电能力强、损耗小、两侧交流系统不需同步运行、发生故障时对电网造成的损失小等优点，特别适合用于长距离点对点大功率输电。近十年以来直流输电工程的建设速度明显超过了交流。2000年之前我国仅开工直流输电工程3GW，“十五”期间为14GW，“十一五”已开工和计划开工的直流输电容量为27GW。

图表69换流阀供应商与项目统计

供应商	2007A	2008A
ABB	三常线 100%换流阀、三广线 100%换流阀	4 套
西安整流器厂	灵宝背靠背工程 100%换流阀、贵广Ⅰ回 50%换流阀、云广红 50%换流阀、向家坝-上海 50%换流阀、德阳-宝鸡线 100%换流阀、呼伦贝尔-辽宁线 100%换流阀、参与天广红、贵广Ⅰ回、参与葛州坝-南桥线、参与三常线、参与三广线、三峡-上海线 50%换流阀、嵊泗线 100%换流阀	12 套
西安电力电子技术研究所	灵宝背靠背工程 100%晶闸管、贵广Ⅰ回 75%晶闸管、三峡-上海线 70%晶闸管	
许继集团	贵广Ⅰ回 50%换流阀、高岭背靠背 100%换流阀、云广线 50%换流阀、黑河背靠背 33%换流阀、向家坝-上海 50%换流阀、灵宝扩建工程 50%换流阀	7 套
中国电科院	宁东-山东线 100%换流阀、葛沪直流综合改造工程 100%换流阀	4 套

资料来源：中国传动网 平安证券研究所

6.2 “十二五”期间换流阀绝缘组件需求迎爆发式增长

特高压直流输电（UHVDC）目前在我国主要是±800kV，从技术上看线路中间无需落点，可点对点、大功率、远距离直接将电力输送至负荷中心，线路走廊窄，适合大功率、远距离输电，同时还能保持电网之间的相对独立性，特高压成为未来我国电网建设的必然方向。

国家电网公司在“十二五”期间每年电网投资规模将超过3000亿元，五年的投资总规模为1.7万亿元，其中，特高压输电建设费用约为5000亿元。根据国家电网发展规划，有9条±800kV直流线路计划“十二五”期间投运，同时有2条将在“十二五”开工，“十二五”期间，国家电网和南方电网预计±800kV直流特高压输电投资达2357亿元，特高压直流全面建设启动。预计未来5年国内直流换流阀装备市场规模在400亿元以上，换流阀绝缘组件需求或将迎爆发式增长，市场空间预计超过50亿元。

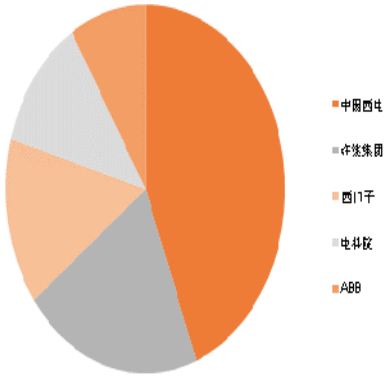
6.3 公司换流阀绝缘组件技术处于国际领先水平

直流输电换流阀技术难度大，行业门槛高，市场高度集中。目前国内由3家厂商具备换流阀供货能力，其中西安整流器厂最早参与国内直流工程换流阀设计，已具备西门子和ABB公司2种技术获得的供货合同也最多；其次是许继集团，引进西门子技术；中国电力科学院具有自主研发技术，作为后起之秀，已成为换流阀领域强有力的竞争者。

图表70特高压直流输电换流阀结构

资料来源：平安证券研究所

图表71近20年国内换流阀市场累计中标份额分布



资料来源：公司公告 平安证券研究所

在直流换流阀设备中，绝缘组件作为绝缘承力结构件，把其它的换流阀设备悬挂起来，起到承重、保护作用。目前国外仅VONROLL公司在生产此种绝缘组件，而国内暂时空白。东材科技直流输电换流阀用绝缘组件的技术水平达到国际领先水平，并拥有自主知识产权，申请并授权5项国家发明专利，并取得1项国家重点新产品、1项国家“十一五”科技支撑计划课题通过验收，获得2011年国家重大科技成果转化项目。

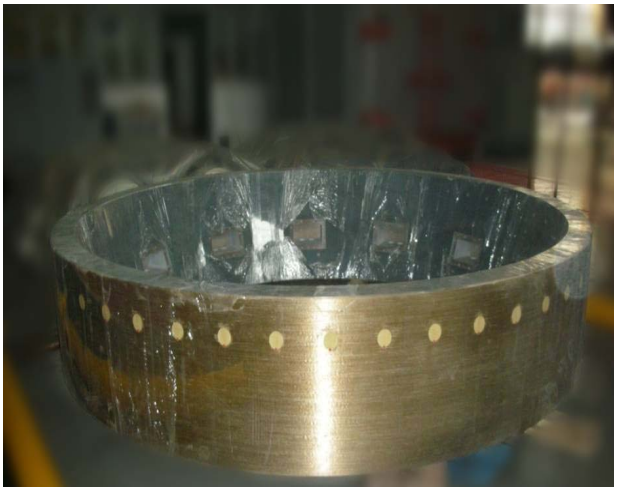
6.4 公司 7200 套大尺寸绝缘结构件超募资金项目正当时

公司投资6790万元超募资金用于生产7200套大尺寸绝缘结构件项目。其中，7000套直流输电换流阀用绝缘组件，产品包括：直流输电换流阀用绝缘槽梁、直流输电换流阀用绝缘拉带及加工件。200套玻璃钢缠绕制品，主要产品包括：玻璃钢锥环、绝缘筒、穿墙套管。全部达产时间需要1.5年，预计2012年会形成部分产能，该项目全部达产后实现年销售收入1.28亿元，平均利润2941万元，销售毛利率为30%~40%。

图表72公司绝缘槽梁产品形态

资料来源：公司网站 平安证券研究所

图表73公司玻璃钢缠绕制品产品形态



资料来源：公司网站 平安证券研究所

七、无卤阻燃聚酯为公司未来增长潜力最大产品

7.1 无卤阻燃聚酯国内市场潜力巨大

高性能无卤阻燃共聚聚酯树脂已成为我国经济社会发展当前和未来急需的的基础原材料之一，将其加工成阻燃纤维、薄膜、片材、泡沫、塑料等产品后，可广泛应用于纺织化纤、电子、电器、消防、军工等行业以及交通工具、建筑、酒店内装饰等领域。2010年我国聚酯产能约为2800万吨左右，按世界阻燃聚酯的消耗量占聚酯总耗量10%计算，每年我国阻燃聚酯潜在需求量超过200万吨。

7.2 东材科技无卤阻燃聚酯技术优势突出，打破国际垄断

东材科技通过对相关技术的研发，已具备功能性聚酯产品的生产技术，高耐热、高阻燃、高气体阻隔性、低熔点、亚光、全消光等聚酯产品均在市场应用中取得良好的评价，为打破国际垄断，推进聚酯产业发展做出了贡献。但公司目前年产10000吨的产能，完全不能满足市场的需要，因此为加速公司快速发展，迫切需要在功能性聚酯产品方面有较大的投入。

根据市场需要，东材科技开发开发的新型无卤永久性高阻燃聚酯树脂，具有极限氧指数高、阻燃性能好、无毒、低烟等特性，被广泛使用于地毯、面料、工业丝、传送带等领域，打破了国外永久高阻燃聚酯树脂的长期垄断，形成规模化生产，目前该产品技术已申报2项专利，即："一种磷系无卤阻燃共聚聚酯的制备方法" ZL200910058655.3、"一种耐融滴阻燃聚酯树脂的制备方法" 201010611605.6。

图表74 无卤阻燃聚酯切片纤维产品分布

商品名	公司	阻燃方法	阻燃剂	熔点（℃）	密度（g/cm3）	LOI(%)
EFR8402	东材科技	共聚	磷系	251	–	32
Dacron 900F	杜邦	共聚	溴系	235	1.41	27–28
Irevir a270	郝斯特	共聚	磷系	252	1.38	26
IreviraCS	郝斯特	共聚/共混	磷系	252	–	29
Heim	东洋纺	共聚	磷系	259	1.38	28
GH471	东洋纺	共聚	磷系	256	1.40	30–32
GH478	东洋纺	共聚	磷系	256	1.40	30–32
Unfla	东丽	共混	–	258	–	31–32
Exter	帝人	共混	卤素	246–252	1.37	28
Wistel FR	西尼亚	共聚	溴硫	–	–	26–27
Nines	可乐丽	共聚	–	–	–	26–29

资料来源：合成纤维工业 公司网站 平安证券研究所

7.3 公司无卤阻燃聚酯超募资金项目预计 2012 年 4 季度开始贡献利润

公司超募资金项目3万吨无卤阻燃聚酯树脂装置计划安排在经开区厂区，公司无卤阻燃聚酯树脂3万吨产能中，未来可能有1/3是自己内部消化，对外销售大概是2万吨，公司目前重点拓展V2和V1阻燃等级客户为主。该项目全部达产后，预计平均毛利率为23%左右，年销售收入为4.8亿元左右。随着国家阻燃标准的提高，下游市场大规模启动后，公司有可能进一步扩大无卤阻燃聚酯产能规模。

图表75 公司无卤阻燃聚酯超募资金项目情况介绍

产能	阻燃等级	应用领域	关键技术指标(磷含量)ppm	销售价格（不含税）
15000 吨	V2 级	建筑及交通工具内饰材料	6000～8000	1.42 万元/吨
13000 吨	V1 级	地毯、针刺滤布、篷布等产业用纺织品及阻燃泡沫材料、阻燃工程塑料	8000～14000	2.05 万元/吨
2000 吨	V0 级	V0 级阻燃聚酯薄膜、阻燃工程塑料及流延片材	15000	2.56 万元/吨

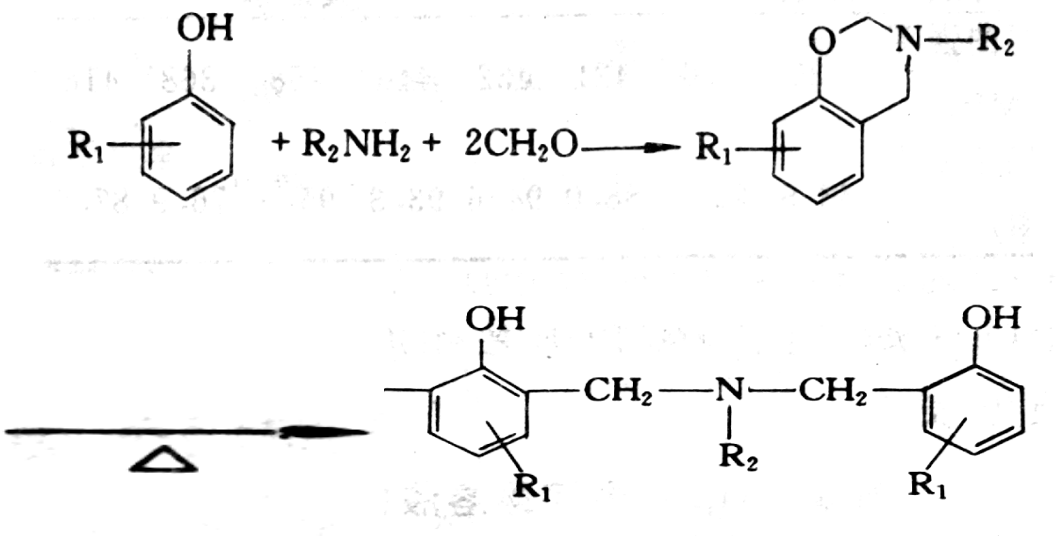
资料来源：公司公告 平安证券研究所

八、苯并噁嗪为公司未来重要储备产品

8.1 苯并噁嗪性能优越，用途广泛

苯并噁嗪是由酚、伯胺和甲醛为原料合成的一种苯并六元杂环化合物，与环氧树脂、双马来酰亚胺、酚醛树脂和氰酸酯等传统的高性能基体树脂所存在的这样或那样的不足相比较，苯并恶嗪树脂较好的将优良的成型加工性、综合性能和性价比集于一身。苯并噁嗪下游应用领域广发，主要应用于覆铜板、层压板、耐火材料、医药化工、复合材料等领域。

图表76苯并噁嗪树脂合成原理



资料来源：塑料工业 平安证券研究所

苯并噁嗪与含磷环氧树脂复合使用，能实现N-P复合阻燃，从而实现无卤阻燃，所以被广泛应用在无卤覆铜板上；由于其优良的耐热性，也被使用在高耐热覆铜板上；同时也用于F级、H级环氧层压板上，以提高层压板的耐热性和阻燃性。

8.2 苯并噁嗪为公司重要储备产品

由于欧盟的两个指令，无卤阻燃型覆铜板成为未来发展趋势。公司目前苯并噁嗪主要应用于覆铜板领域，公司目前苯并噁嗪产能仅能满足部分下游客户需求，根据生益科技等下游客户订单情况，公司未来有可能提升产能。

九、盈利预测与投资建议

公司电工柔软复合材料、层压制品、无卤阻燃PC片材三个募投资金项目2012年1月顺利投产，柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材产品未来每年保持15%~30%的营业收入增长，公司新装置投产后，有望充分发挥设备优势和装置连续化生产优势，提升这三块业务综合毛利率水平。

公司特种聚酯薄膜募集资金项目预计2013年开始顺利达产，光学PET基膜市场启动后提升公司特种聚酯薄膜综合盈利水平；电容器用聚丙烯薄膜未来行业持续景气，募集和超募资金项目于2013~2015年步入收获期，无卤阻燃树脂、直流输电换流用阀绝缘组件2个超募项目带来新的确定性增长，苯并噁嗪等储备产品市场空间巨大。

核心假设：

1：公司特种聚酯薄膜、聚丙烯薄膜募集资金项目均在2013年上半年投产；

2：公司无卤阻燃聚酯超募资金项目2012年4季度开始投产，直流输电换流用阀绝缘组件超募资金项目于2012年开始部分投产，2013年全部达产，聚丙烯薄膜超募资金项目2014年后开始投产；

3、公司主要产品2011~2013年销量、营业收入、毛利率相关假设见图表77；

4、随着公司生产规模扩大，公司销售费用和管理费用相应增加；

5、未来几年内公司所得税为15%水平。

基于上述假设，我们预测公司2011~2013年EPS分别0.72元、0.84元、1.22元，对应PE分别为26、22和15倍。未来公司现有业务稳定增长，特种聚酯薄膜、BOPP薄膜、大尺寸绝缘组件、无卤阻燃聚酯树脂带来确定性增长，公司作为化工新材料综合龙头未来发展空间广阔，维持“强烈推荐”的评级。

图表77公司主要产品未来三年盈利预测假设

产品	盈利假设	2011	2012	2013
电工聚酯薄膜	销量（万吨）	2.60	2.60	3.20
	营业收入（万元）	61100	57200	70400
	毛利率	35%	30%	30%
电工聚丙烯薄膜	销量（万吨）	0.50	0.50	0.60
	营业收入（万元）	18444	17500	21000
	毛利率	31%	31%	29%
柔软复合材料	销量（万吨）	0.3	0.44	0.58
	营业收入（万元）	13589	19800	24940
	毛利率	28%	28%	28%

产品	盈利假设	2011	2012	2013
电工层模压制品	销量（万吨）	0.2	0.4	0.68
	营业收入（万元）	7376	14160	23460
	毛利率	22%	26%	27%
无卤阻燃 PC 片材	销量（万吨）	0.3	0.4	0.5
	营业收入（万元）	10800	14102	17000
	毛利率	28%	27%	26%

资料来源：平安证券研究所

图表78公司估值水平较同行业上市公司平均估值水平低

股票代码	股票简称	2011PE	2012PE	2013PE
002389	南洋科技	34	23	16
000973	佛塑科技	21	17	13
002263	大东南	41	33	27
	平均值	32	24	18

资料来源：wind 平安证券研究所

十、风险提示

1、宏观经济不景气，导致公司下游需求增速放缓；

2、原油价格上扬导致公司相关原材料价格大幅波动；

3、国内其他竞争对手技术取得突破导致公司产品竞争加剧，导致行业毛利率大幅下滑；

4、公司募集资金和超募资金项目投产进度低于预期。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	463	575	1979	2201	2582
现金	110	96	1366	1417	1396
应收账款	95	102	127	161	243
其他应收款	4	4	5	6	9
预付账款	49	53	67	87	131
存货	117	188	249	323	490
其他流动资产	88	133	165	208	313
非流动资产	335	384	623	594	539
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	283	276	272	264	254
无形资产	43	65	323	303	263
其他非流动资产	10	43	29	27	23
资产总计	799	959	2603	2795	3121
流动负债	357	335	295	316	364
短期借款	279	255	200	200	200
应付账款	40	37	44	58	87
其他流动负债	39	43	50	58	77
非流动负债	97	109	119	119	119
长期借款	78	78	78	78	78
其他非流动负债	19	31	41	41	41
负债合计	454	444	414	435	483
少数股东权益	2	7	9	11	15
股本	169	228	308	308	308
资本公积	4	4	1444	1444	1444
留存收益	170	276	429	598	871
归属母公司股东权益	343	508	2181	2350	2623
负债和股东权益	799	959	2603	2795	3121

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	93	117	141	127	63
净利润	88	183	223	260	379
折旧摊销	0	0	36	54	75
财务费用	18	20	-8	-37	-38
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	0	0	-110	-150	-353
其他经营现金流	-13	-85	-0	0	0
投资活动现金流	-36	-80	-276	-25	-20
资本支出	41	80	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	5	0	-276	-25	-20
筹资活动现金流	-66	-30	1406	-51	-65
短期借款	17	-24	-55	0	0
长期借款	78	0	0	0	0
普通股增加	0	59	80	0	0
资本公积增加	0	0	1440	0	0
其他筹资现金流	-161	-66	-59	-51	-65

利润表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	683	1019	1275	1608	2431
营业成本	500	716	889	1154	1748
营业税金及附加	3	5	13	16	24
营业费用	31	39	50	68	96
管理费用	48	62	76	106	158
财务费用	18	20	-8	-37	-38
资产减值损失	4	1	2	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
营业利润	78	177	253	297	437
营业外收入	11	9	9	9	9
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	89	186	262	306	446
所得税	1	2	39	46	67
净利润	88	183	223	260	379
少数股东损益	0	1	2	2	4
归属母公司净利润	87	182	221	258	376
EBITDA	95	197	281	314	474
EPS（元）	0.52	0.80	0.72	0.84	1.22

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-3.8%	49.2%	25.1%	26.1%	51.2%
营业利润	27.3%	128.3%	42.6%	17.4%	47.3%
归属于母公司净利润	40.2%	109.0%	21.3%	16.5%	45.9%
获利能力					
毛利率(%)	26.8%	29.7%	30.2%	28.3%	28.1%
净利率(%)		12.8%	17.9%	17.3%	16.0%
ROE(%)	25.4%	35.9%	10.1%	11.0%	14.3%
ROIC(%)	15.6%	25.0%	18.5%	17.7%	22.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	56.8%	46.3%	15.9%	15.5%	15.5%
净负债比率(%)	78.59%	75.05%	67.23%	63.98%	57.50%
流动比率	1.30	1.72	6.72	6.98	7.08
速动比率	0.97	1.16	5.87	5.95	5.74
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.16	0.72	0.60	0.82
应收账款周转率	8	10	11	11	12
应付账款周转率	18.48	18.74	21.91	22.59	24.10
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.59	0.72	0.84	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.38	0.46	0.41	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.11	1.65	7.08	7.63	8.52
估值比率					
P/E	65.47	31.33	25.82	22.16	15.18
P/B	16.65	11.23	2.62	2.43	2.18

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257