

# 绝缘材料行业的领跑者

## 东材科技深度分析

### 报告关键点:

- 绝缘材料市场需求呈现快速增长
- 技术创新能力具有显著优势
- 募投项目进展顺利

### 报告摘要:

- **电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是收入主要来源。**从公司产品结构来看, 电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是收入和毛利的主要来源, 2011年, 电工聚酯薄膜销售收入占比为50%, 毛利占比为58%; 电工聚丙烯薄膜销售收入占比为17%, 毛利占比为19%, 两项合计, 毛利占比达到77%。
- **电容器用薄膜需求稳定增长。**目前国内电容器用薄膜行业主要生产厂家都在扩充产能, 基于下游行业需求稳定增长, 我们预计, 电容器用薄膜行业整体将维持基本供需平衡, 价格与毛利率将会小幅下降, 电容器用薄膜综合毛利率在30%左右。不过6微米以下的高端电容器用薄膜仍主要依赖进口, 目前4-6微米耐高温金属化膜均价在5.5万元/吨左右, 3微米耐高温金属化膜价格达到20万元/吨, 高端电容器用薄膜产品毛利率有60-80%, 存在进口替代空间。
- **太阳能背材基膜景气犹在。**市场普遍担心太阳能背材基膜价格会因为太阳能光伏组件产能过剩被不断压价, 进而挤压太阳能背材基膜的利润空间, 我们认为, 未来两年, 太阳能背材基膜能够维持现在毛利率水平。从太阳能背材基膜下游厂商赛伍和中来了解, 2012年以来, 下游用户对于太阳能背材基膜产品性能要求不断提高, 同时他们的报价也同步上升, 高端性能的基膜产品报价高达5万元/吨。2012年2月以来, 东材科技和裕兴股份太阳能背材基膜销量开始回升, 产品毛利率比较稳定, 维持在30%左右。
- **公司募集资金项目进展顺利。**3,500吨/年柔软复合绝缘材料、4,000吨/年无卤阻燃片材、7,000吨/年绝缘层压制品等三个项目已于2012年1月投产, 预计2012年可贡献60-70%的产能; 3万吨/年阻燃聚酯我们预计2012年10月投产; 7200套/年绝缘结构件我们预计2012年2季度形成部分产能(约3,000套); 21,000吨/年聚酯薄膜、3,500吨/年聚丙烯薄膜我们预计2013年6月投产, 2,000吨/年电容器超薄型聚丙烯薄膜预计2014年投产。
- **首次给予“增持-A”评级。**预计公司2012年-2014年间的净利润复合增长率为17%, 给予公司2013年20倍的PE, 预计合理股价为9.6元, 对应2012年-2014年PE分别为 26倍、20倍、17倍, 首次给予“增持-A”评级。
- **风险提示:** 公司募集资金和超募资金项目投产进度低于预期。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,018.7	1,259.8	1,523.1	2,298.5	2,948.1
Growth(%)	49.2%	23.7%	20.9%	50.9%	28.3%
净利润	182.2	220.1	228.1	293.2	352.9
Growth(%)	109.0%	20.8%	3.6%	28.5%	20.4%
毛利率(%)	29.7%	29.6%	27.7%	25.9%	25.3%
净利润率(%)	17.9%	17.5%	15.0%	12.8%	12.0%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.37	0.48	0.57
每股净资产(元)	0.83	3.52	3.72	3.98	4.30
市盈率	27.6	22.9	22.1	17.2	14.3
市净率	9.9	2.3	2.2	2.1	1.9
净资产收益率(%)	35.6%	10.2%	10.0%	12.0%	13.4%
ROIC(%)	34.4%	29.0%	20.1%	16.0%	13.8%
EV/EBITDA	-	17.4	16.2	14.1	11.4
股息收益率	1.5%	1.8%	1.8%	2.3%	2.8%

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

9.60 元

期限: 6个月 上次预测:

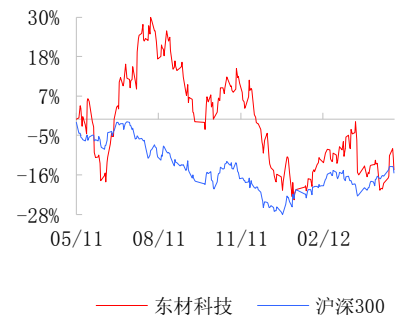
现价(2012年06月14日): 8.18元

报告日期:

2012-06-17

总市值(百万元)	5,036.92
流通市值(百万元)	2,593.66
总股本(百万股)	615.76
流通股本(百万股)	317.07
12个月最低/最高	7.80/29.69元
十大流通股东(%)	4.90%
股东户数	16,827

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.58)	(18.49)	(1.85)
绝对收益	(7.76)	(19.46)	(15.44)

潘凡  
021-68765295  
执业证书编号

行业分析师  
panfan@essence.com.cn  
S1450511020018

### 前期研究成果

东材科技: 绝缘材料行业龙头

2011-05-06

## 1. 公司简介

公司的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，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。

表 1 公司主要产品及应用领域

	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	各种发电设备的电容器制造、输变电设施、电力机车等
	电子膜	电子产品、家用电器等
	无卤阻燃片材	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

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

近三年来营业收入快速增长，毛利率小幅提升。2011 年公司实现营业收入 12.6 亿元，三年间复合增速为 21%，归属于母公司股东的净利润为 2.2 亿元，三年间复合增速为 52%。同时，公司凭借领先的行业地位，具有较强的议价能力，毛利率小幅提升，从 2009 年的 27% 上升至 2011 年的 30%。

图 1：公司 09-11 年收入 CARG 为 21%

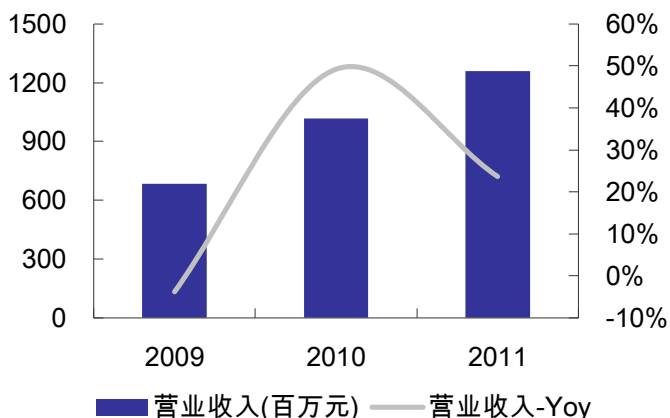
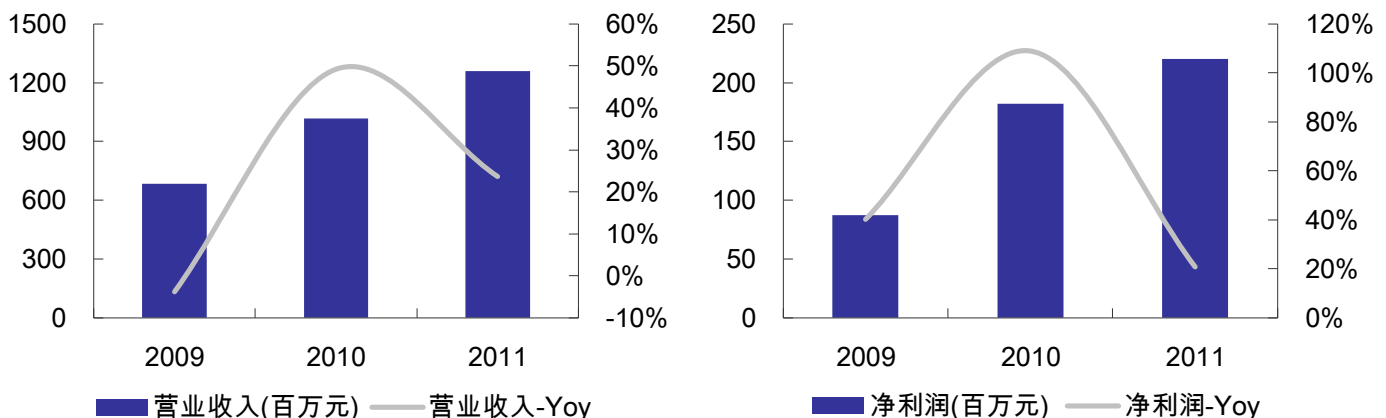


图 2：公司 09-11 年净利润 CAGR 为 52%



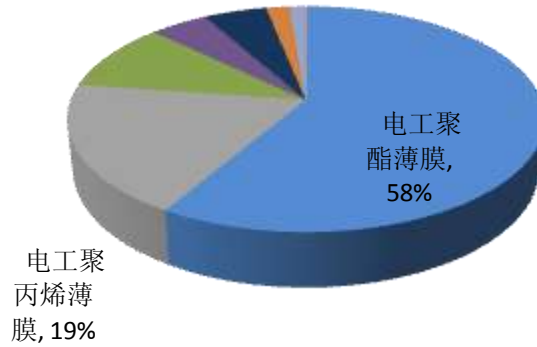
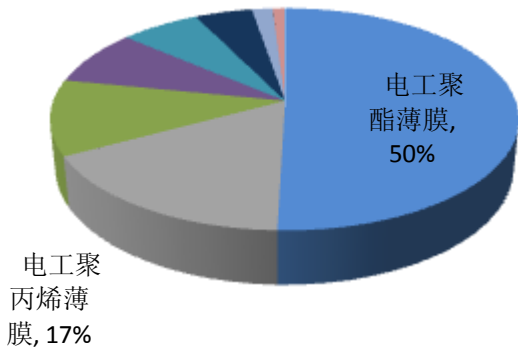
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

从公司产品结构来看，电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是收入和毛利的主要来源，2011年，电工聚酯薄膜销售收入占比为50%，毛利占比为58%；电工聚丙烯薄膜销售收入占比为17%，毛利占比为19%，两项合计，毛利占比达到77%。

图 3: 2011 年东材科技收入结构

图 4: 2011 年东材科技毛利结构

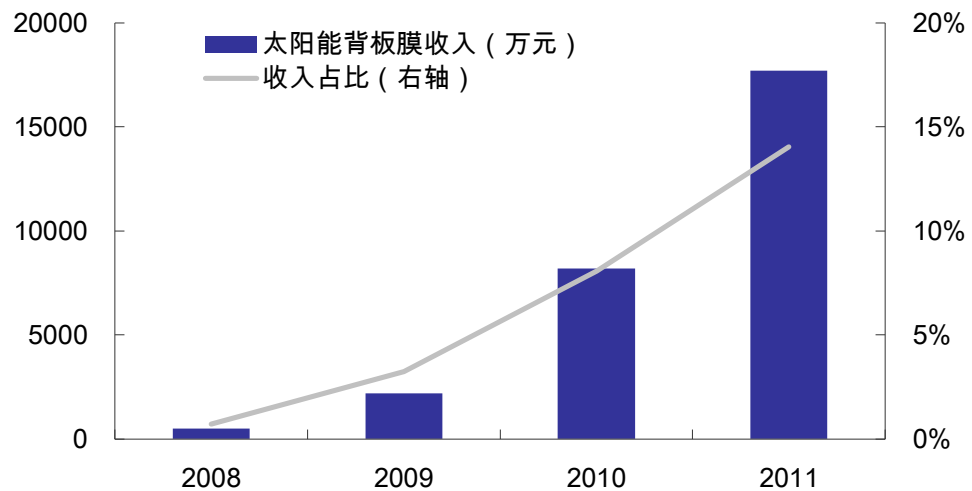


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从公司产品下游领域来看，2010年，电力设备、电子电器、电机、太阳能等领域占公司收入比例分别为32%、26%、13%、8%。可以看到，公司在太阳能背板领域收入增长迅速，2011年，太阳能背板销售收入为1.8亿元，三年间复合增速达228%，收入占比为14%。

图 5 公司在太阳能背材领域收入大幅增长



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

### 募投项目进展顺利，2012 年投产 5 个项目

公司募集资金项目进展顺利，3,500 吨/年柔软复合绝缘材料、4,000 吨/年无卤阻燃片材、7,000 吨/年绝缘层压制品等三个项目已于 2012 年 1 月投产，预计 2012 年可贡献 60-70%的产能；3 万吨/年阻燃聚酯我们预计 2012 年 10 月投产；7200 套/年绝缘结构件我们预计 2012 年 2 季度形成部分产能(约 3,000 套)；21,000 吨/年聚酯薄膜、3,500 吨/年聚丙烯薄膜我们预计 2013 年 6 月投产，2,000 吨/年电容器超薄型聚丙烯薄膜预计 2014 年投产。

截止 2012 年一季末，公司共拥有 1.6 万吨/年电工聚酯薄膜（3 条生产线）、0.48 万

吨/年电工聚丙烯薄膜产能(3条生产线),随着募投项目的投产,未来两年公司产品详细的产能状况如表2。

**表2 公司产品产能状况(单位:吨)**

产品类别	2011	2012E	2013E
聚酯薄膜	16,000	16,000	37,000
聚丙烯薄膜	4,800	4,800	8,300
电工柔软复合材料	2,980	6,480	6,480
电工层压制品	3,000	9,000	9,000
电工绝缘油漆	8,000	8,000	8,000
无卤阻燃片材	1,000	5,000	5,000
阻燃聚酯	-	30,000	30,000
绝缘结构件	-	7,200	7,200

资料来源:招股说明书,公告,安信证券研究中心

## 2. 绝缘材料市场需求呈现快速增长

目前,我国绝缘材料产品普通材料总体供大于求,但在高技术产品领域,由于在产品结构、技术水平、质量性能、技术开发、市场快速反应能力和企业设备技术改造的投入力度以及技术人才等方面与国外存在较大差距,我国高新绝缘材料产品供应不足,并缺乏国际市场竞争力,特别是超高压输变电设备用关键绝缘材料,高档电子绝缘材料和相当部份F、H级绝缘材料等尚需从发达国家进口。

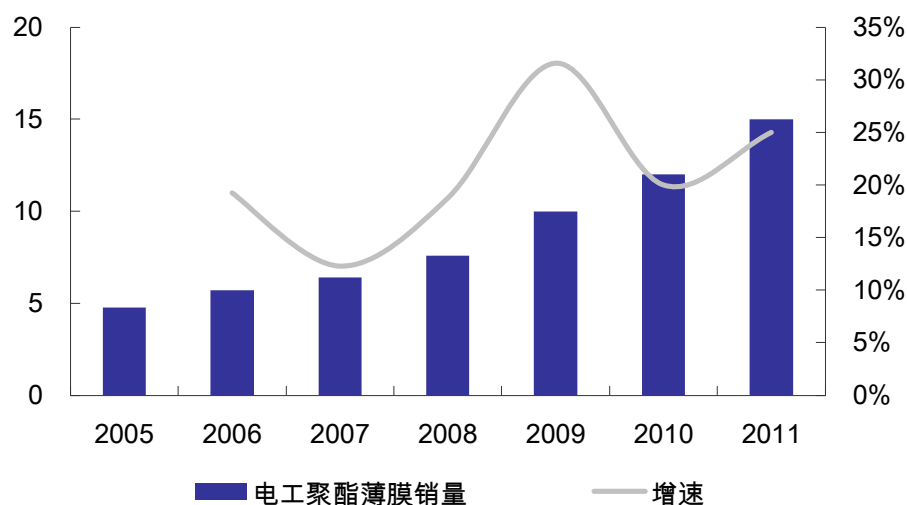
绝缘材料的市场需求与其下游应用行业的市场需求密切相关,主要应用于发电设备、输变电设备、牵引机车、电机、电器、电子、家电、通讯、新能源(风能、太阳能和核能)等多个行业,这些行业的稳定发展,推动了绝缘材料市场的增长。随着技术水平的发展,电子、家电、通讯等多个行业更新换代周期越来越短,而绝缘材料凭借其良好的性能和可靠性,成为推动上述行业更新换代不可或缺的基础材料。未来几年随着数字化、信息化、网络化建设进一步发展和国家在电网建设、电气化铁路建设、节能照明、混合动力汽车等方面的加大投入以及消费类电子产品的升级,绝缘材料的市场需求将呈现进一步快速增长的趋势。

以下是对公司主要绝缘材料市场供求情况及变动趋势进行分析:

### 2.1. 电工聚酯薄膜

聚酯薄膜(PET薄膜)学名聚对苯二甲酸乙二醇酯薄膜,是由聚对苯二甲酸乙二醇酯树脂经过拉伸、定型工艺生产的一种性能优良的薄膜。电工聚酯薄膜既可单独使用,也可与其它材料复合使用。电工聚酯薄膜作为聚酯薄膜细分市场中的高端产品,由于其优良的机械性、耐化学性和尺寸稳定性,作为一种电气绝缘材料得到了迅速发展和广泛应用。近年来,电工聚酯薄膜的用途不断扩展,已广泛应用于电气绝缘、电路印刷、太阳能光伏行业和感光材料等民用以及尖端、高新技术领域,产量逐年增长。目前全球电工聚酯薄膜的需求急剧增长,电工聚酯薄膜产业处于高速成长期,我国的电工聚酯薄膜产业也迅速扩大规模。2011年,全球电工聚酯薄膜销售量为40万吨,其中中国电工聚酯薄膜销售量达到15万吨,高居世界首位,已成为全球电工聚酯薄膜产品的消费大国。

图 6 2005-2011 年电工聚酯薄膜销量 (单位: 万吨)



数据来源: 中国电器工业协会绝缘材料分会, 安信证券研究中心

电工聚酯薄膜的技术发展是与其下游行业的发展相关联的, 从关联的下游行业来看:

一. 电子行业: 电子产品结构件向短小、轻薄的发展方向, 对聚酯薄膜都提出了更高要求。将来, 电子电气工业用电工聚酯薄膜将向着低收缩、微变形、高尺寸稳定性、高热稳定性、高阻隔和高阻燃的方向发展。

二. 特种电机行业: 我国生产的特种电机主要出口欧、美国家, 这些国家要求电机中使用的配套绝缘材料必须具备阻燃性能; 因此, 作为特种电机槽间绝缘、匝间绝缘的电工聚酯薄膜必须具备良好的阻燃性。同时欧盟 RoHS 指令中决定在 2006 年 7 月 1 日起在电机产品中全面禁止卤素阻燃剂的使用, 这就对电工聚酯薄膜提出了环保阻燃性的要求, 要求电工聚酯薄膜在具备优异阻燃性的同时, 兼具良好的环保性-无卤阻燃。

三. 中小型电机行业: 由于能源和环境保护愈来愈引起人们的重视, 量大面广的通用产品将围绕节能和环保两方面进行攻关。因此, 中小型电机用新型 B 级、F 级电工聚酯薄膜是“十一五”期间绝缘材料行业的发展重点之一。

四. 光学(电子类)行业: 高透光率、抗静电的光学聚酯薄膜乃是 LCD 及 PDP 产品必不可少的原辅材料, 该领域有望成为未来特种功能性聚酯薄膜开发生产的热点。

五. 太阳能光伏组件: 具有水气阻隔性、尺寸稳定性、易加工性及耐撕裂性、耐候性等特点的电工聚酯薄膜, 已被开发利用到太阳能电池组件上, 并将逐渐成为国内外关注、开发的热点。

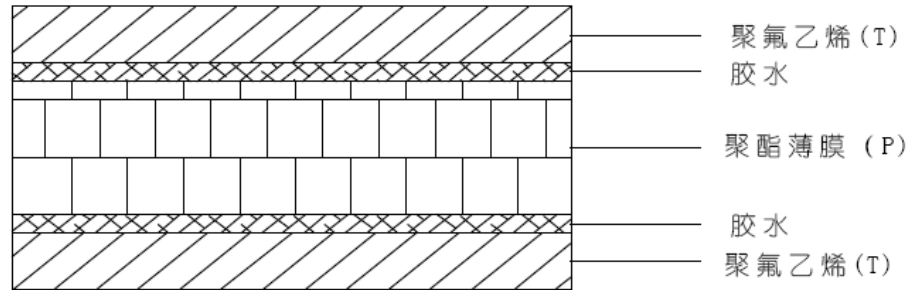
公司生产制造的电工聚酯薄膜主要应用于太阳能光伏组件, 所以接下来专门介绍太阳能背材基膜的产品特点以及分析供需状况。

### 太阳能背材基膜景气犹在

太阳能电池组件封装材料主要包括玻璃、EVA 胶膜、边框、背膜、接线盒、硅胶等, 目前除背膜以外的其他封装材料均已在中国光伏产业实现高度国产化, 大大降低了太阳能电池组件单位发电功率的制造成本。但是, 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, 时至今日其国产化程度仍极低, 造成现在国内太阳能电池组件生产商所采用的背膜大多为国外进口产品, 价格较高且供货期不能保证。

太阳能电池背膜位于太阳能电池板的背面，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。BOPET 薄膜因其良好的力学性能、电气绝缘性能，是太阳能背材不可缺少的材料。目前世界上太阳能电池背膜的主要生产企业为 ISOVOLTAIC 公司以及日本东洋铝业等，其在太阳能背材生产领域一直处于全球领先地位。

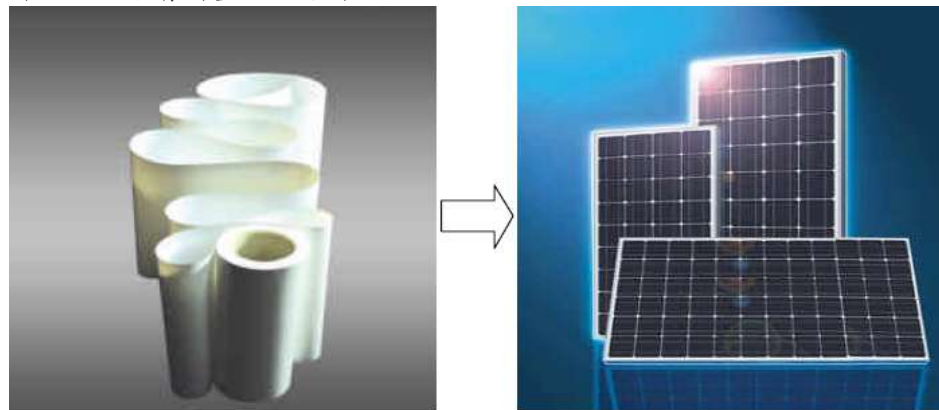
图 7 太阳能背膜示意图



资料来源：裕兴科技招股说明书，安信证券研究中心

太阳能电池背膜的生产工艺方法是被光伏组件品牌厂家广为接受的 PVF/PVDF 等含氟薄膜+BOPET 薄膜+ PVF/PVDF 等含氟薄膜的三层复合工艺，即太阳能背板由三层结构组成，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 表示聚氟乙烯 (PVF) /聚偏氟乙烯 (PVDF) 等含氟的薄膜，该层是用作太阳能电池封装材料的主要层，其作用就是耐气候、抗 UV 紫外、耐老化等；P 表示聚酯薄膜 (BOPET)，主要的作用及功能是电气绝缘性、水汽阻隔性、耐湿热老化性、尺寸稳定性、耐撕裂性及易加工性等。

图 8 太阳能背材基膜示意图



太阳能背材基膜

太阳能电池

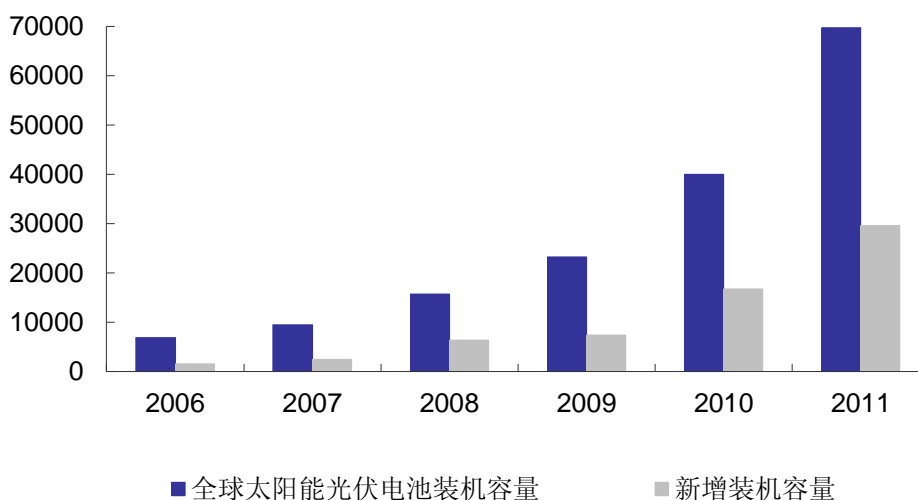
资料来源：裕兴科技招股说明书，安信证券研究中心

根据 EIPA (欧洲光伏产业协会) 统计，全球的光伏发电 2006 年的装机容量达到 6,915MW，2011 年达到 69,684MW，每年几乎以超过 50% 的速度增长。根据 EIPA (欧洲光伏产业协会) 统计，2011 年全球光伏电池新增装机量为 29.67GW，按此测算，全球太阳能电池背材基膜的需求为 21 万吨左右，预计 2015 年光伏电池新增装机量将达到 43.9GW，粗略测算约需太阳能背材基膜 32 万吨。

目前我国光伏电池的生产规模已经居世界首位，光伏电池的总产量 2007 年为 1,200MW，2011 年达到 15,000MW，产品主要出口到发达国家，预计今后五年我国光伏电池年均产量增速为 25%。太阳能背膜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，国内太阳能背膜企业占比提升将加快太阳能背材基膜进

口替代，占比提升将会带动国内 6 万吨左右的太阳能背材基膜的需求。

图 9 全球太阳能电池装机容量与新增装机容量 (单位: MW)

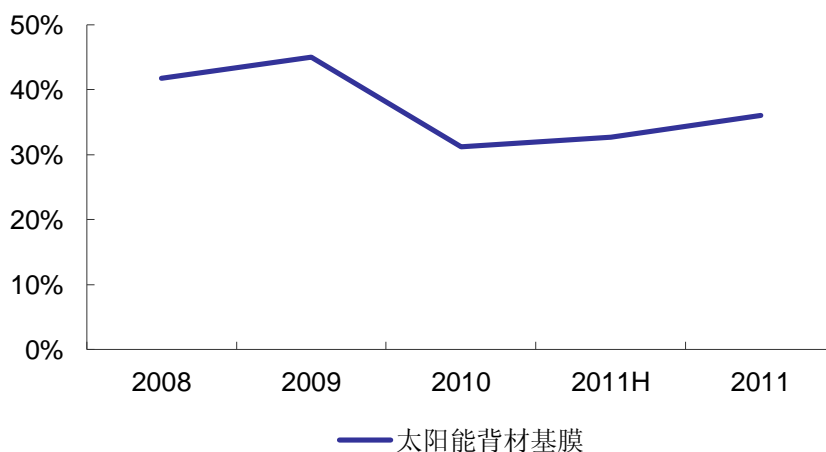


数据来源: 欧洲光电产业协会(EPIA), 安信证券研究中心

太阳能背板材料技术门槛相当高, 国内生产太阳能电池使用的原材料包括太阳能背板材料基本依赖进口, 价格较高且供货期不能保证, 背板材料的国产化是中国光伏企业的必然选择。目前, 国内正在量产生产太阳能背材膜的企业有东材科技和裕兴股份等企业, 其总计产能约 1.5 万吨左右, 目前存在较大的进口替代空间, 因此, 实施太阳能电池背材膜项目有着良好的市场机遇。

市场普遍担心太阳能背材基膜价格会因为太阳能光伏组件产能过剩被不断压价, 进而挤压太阳能背材基膜的利润空间, 对于市场这样的担心, 我们认为, 未来两年, 太阳能背材基膜能够维持现在毛利率水平。从裕兴股份太阳能背材毛利率变动来看, 2009 年, 太阳能背材基膜毛利率高达 45%, 2010 年是太阳能背材基膜的毛利低点, 比 2009 年已经下降了 14 个百分点, 可以看到, 2011 年下半年, 太阳能背材基膜毛利率开始企稳回升。从太阳能背材基膜下游用户赛伍和中来了解, 2012 年以来, 下游用户对于太阳能背材基膜产品性能要求不断提高, 同时他们的报价也同步上升, 高端性能的基膜产品报价高达 5 万元/吨。2012 年 2 月以来, 东材科技和裕兴股份太阳能背材基膜销量开始回升, 产品毛利率比较稳定, 维持在 30% 左右。

图 10 裕兴股份太阳能背材基膜毛利率走势

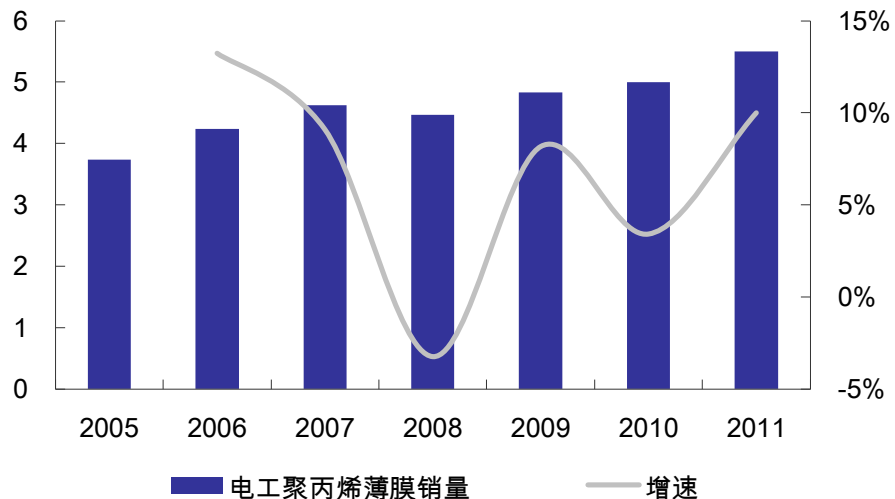


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 电工聚丙烯薄膜

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，可以用管膜法双向拉伸生产，也可以使用平膜法双向拉伸生产。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。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。

图 11 2005-2011 年电工聚丙烯膜销量（单位：万吨）



数据来源：中国电器工业协会绝缘材料分会，安信证券研究中心

通过了解，目前国内电容器用薄膜行业主要生产厂家都在扩充产能，基于下游行业需求稳定增长，我们预计，电容器用薄膜行业整体将维持基本供需平衡，价格与毛利率将会小幅下降，电容器用薄膜综合毛利率在 30% 左右。不过 6 微米以下的高端电容器用薄膜仍主要依赖进口，目前 4-6 微米耐高温金属化膜均价在 5.5 万元/吨左右，3 微米耐高温金属化膜价格达到 20 万元/吨，高端电容器用薄膜产品毛利率有 60-80%，存在进口替代空间。

从存量方面来看，2011 年以来，我国彩电、冰箱、空调、手机等产量稳定增长，有力拉动了我国家电和消费类电子产品的市场需求。而随着家电和消费类电子产品的不断普及以及更新换代需求的增长，未来几年我国家电和消费类电子市场保持稳定增长，粗略估计薄膜电容器的市场需求增速将在 10% 左右。

一般而言，一台冰箱、空调的压缩机约需要用 70 克特种电气绝缘用膜，按一台冰箱、空调各配套一个压缩机计算，2011 年家用冰箱和房间空气调节器（空调）产量共计 18,946 万台，需要特种电气绝缘用膜约 1.32 万吨。而一台洗衣机压缩机约需要 25 克特种电气绝缘用膜，按 2011 年洗衣机产量 5,556 万台计算，约需要特种电气绝缘用膜 0.14 万吨，因此，2011 年冰箱、空调及洗衣机压缩机需要用特种电气绝缘用膜合计约为 1.46 万吨。

从增量方面来看，随着数字化、信息化、网络化建设进一步发展和国家在高速铁路、节能照明、混合动力汽车、新能源等方面的加大投入，薄膜电容器的市场需求将进一步呈现快速增长的趋势。

随着我国高速铁路事业的不断发展，“十二五”时期将迎来我国铁路建设（特别是高速铁路）又一个高峰期，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划



的建议》明确提出：“推进国家运输通道建设，基本建成国家快速铁路网和高速公路网，发展高速铁路”，因此“十二五”期间我国铁路，特别是电气化铁路（包括高铁）将迎来发展的高峰期，目前高铁运营里程达到 8,358 公里，预计到 2015 年高速铁路将达 1.6 万公里以上，意味着未来五年将有 8,000 公里左右的高速铁路投入运营。电气化铁路的高速发展，将给与之配套的特种电气绝缘用膜带来良好的市场机遇。

我国是全球照明电器制造大国，全球近 75% 的节能灯产品由中国制造。2007 年全国节能灯产量约 30 亿只，2011 年我国节能灯产量已达到 46 亿只，其后将保持 20% 的年增长率，按此估算，需要增加耐高温聚丙烯薄膜约 8,000 吨。

随着我国汽车保有量的快速增长，能源消耗和环境污染问题日益突出。而混合动力汽车作为一种相对成熟的清洁节能汽车技术，可以有效的减少汽车燃油消耗和尾气排放。薄膜电容器由于其高耐压、低损耗和安全可靠性好的特点替代铝电解电容器成为混合动力汽车电容器的首选。根据估算，2011 年，全球混合动力汽车产量超过 300 万辆，我国混合动力汽车变化趋势对 3 $\mu$ m 超薄聚丙烯电子薄膜的需求已超过 4,000 吨。根据国家发改委 2007 年 8 月 31 日发布的《可再生能源发展中长期规划》和 2008 年 3 月 3 日发布的《可再生能源发展“十一五”规划》，风能和太阳能将是未来 10 年新能源发展的重点领域，累计市场容量为 3,200 亿元。超薄型薄膜电容器在风力发电和太阳能发电领域的应用将直接受益于这一系列政策规划及市场容量的增长。我们估计，2011 年，风力发电和太阳能发电新增装机容量提升超薄型电容器薄膜的国内市场需求量约 1,500 吨，主要需求增量为 3 $\mu$ m 规格。

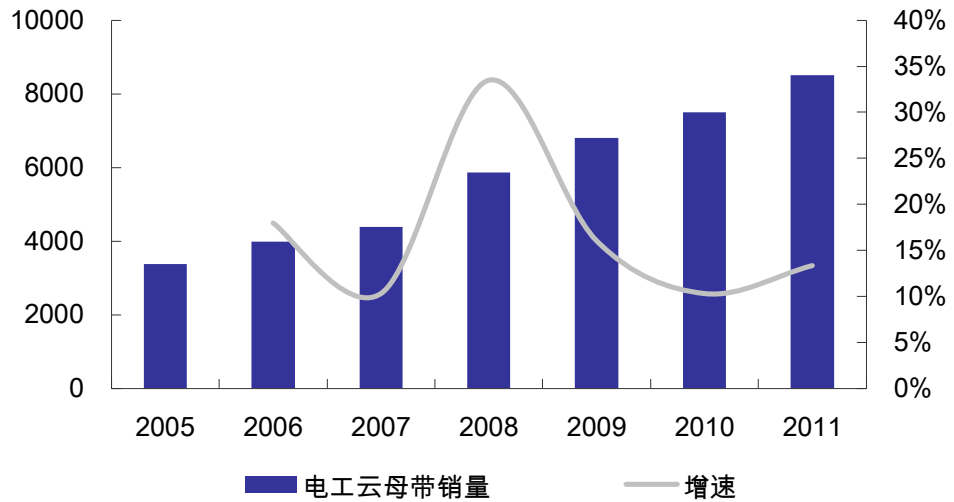
### 2.3. 电工云母带

云母柔软复合绝缘材料又称云母带，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。

自“十一五”规划以来，我国电机行业进入快速发展期。2005 年我国发电机总装机容量为 5 亿 kW，电动机年制造量为 11,000 万 kW，到 2011 年，发电机总装机容量已达 10.56 亿 kW，每年以约 8,500 万 kW 的增量发展。云母带的用量由 2005 年的 3,375 吨增加到 2011 年的 8,500 吨，以年均 17% 的幅度递增。

全球范围内的电工云母带年需求量在 10 万吨以上，近年来，由于中国制造业的高速发展及成本等方面的原因，发达国家的电机制造行业也开始关注中国的云母带产品并寻求系统采购，如美国 GE、法国 ALSTON、瑞士 ABB、日本 TOSHBA 等。而高压电机行业内的产品结构调整，大型、超大型发电机和风力发电机也逐渐成为行业重点发展产品，其市场需求的增长速度将快于行业整体的增长速度，这使云母带产品更具广阔的市场前景。另外随着国家消防规范的进一步完整，电缆行业的云母带需求开始出现大幅增长，未来城市建设的需求和增长也使电缆用云母带面临较大的发展空间。

图 12 2005-2011 年电工云母带销量 (单位: 吨)



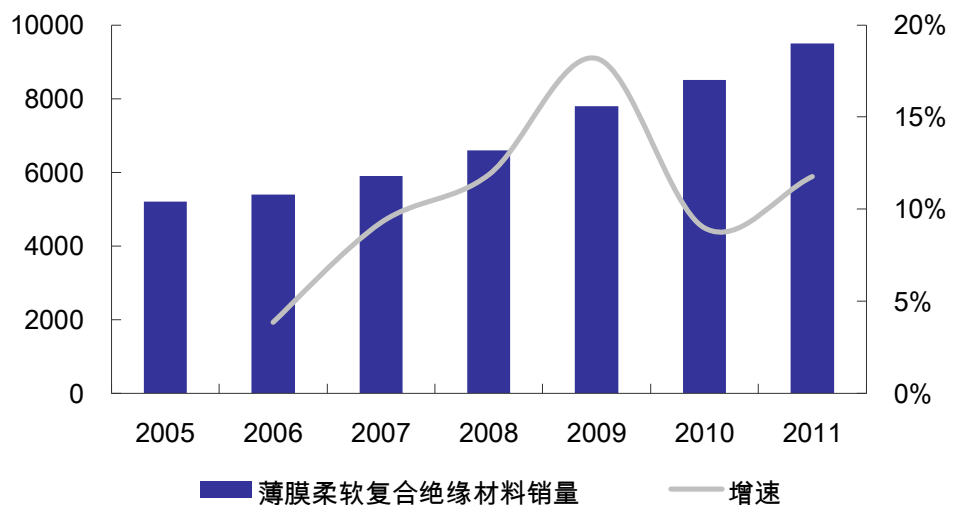
数据来源: 中国电器工业协会绝缘材料分会, 安信证券研究中心

#### 2.4. 薄膜柔软复合绝缘材料

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。它能弥补单一绝缘材料在使用性能上的不足, 满足电机、电器及变压器在介电强度、力学性能和应用工艺性等多方面的技术要求。

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的应用领域不断拓展, 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。据绝缘材料行业统计分析, 我国薄膜柔软复合绝缘材料的年需求量呈逐年上升趋势, 2005-2011 年间, 我国薄膜柔软复合绝缘材料的销量整体保持约 10% 的复合增长率。

图 13 2005-2011 年薄膜柔软复合绝缘材料销量 (单位: 吨)



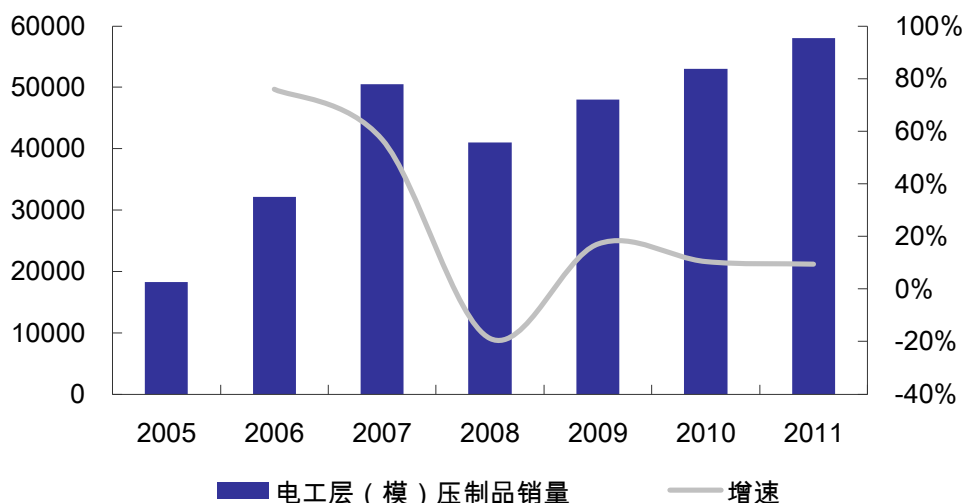
数据来源: 中国电器工业协会绝缘材料分会, 安信证券研究中心

## 2.5. 电工层（模）压制品

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。层模压制品的性能由底材和胶粘剂的性质以及成型工艺决定，根据使用要求的不同，可制成各种耐热等级、机械强度及其他性能的层模压制品。层压制品可加工成各种绝缘和结构零部件。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。

未来几年伴随下游发电输变电设备、电力（电网）等行业的快速增长，电工层（模）压制品的用量将保持较快的增长，一方面，随着国内发电设备、高压输变电设备、电动机、电器产品产量的扩大，F级、H级和C级等耐高温、耐高压（平行层向耐电压 $\geq 50kV$ ）、无卤阻燃环保型层（模）压制品的使用量将显著增长；另一方面，随着我国层压制品在品种上的完善，在质量上达到欧、美等发达国家和地区的技术水平，近年来出口量以每年15%以上的速度增长。

图 14 2005-2011 年电工层（模）压制品销量（单位：吨）



数据来源：中国电器工业协会绝缘材料分会，安信证券研究中心

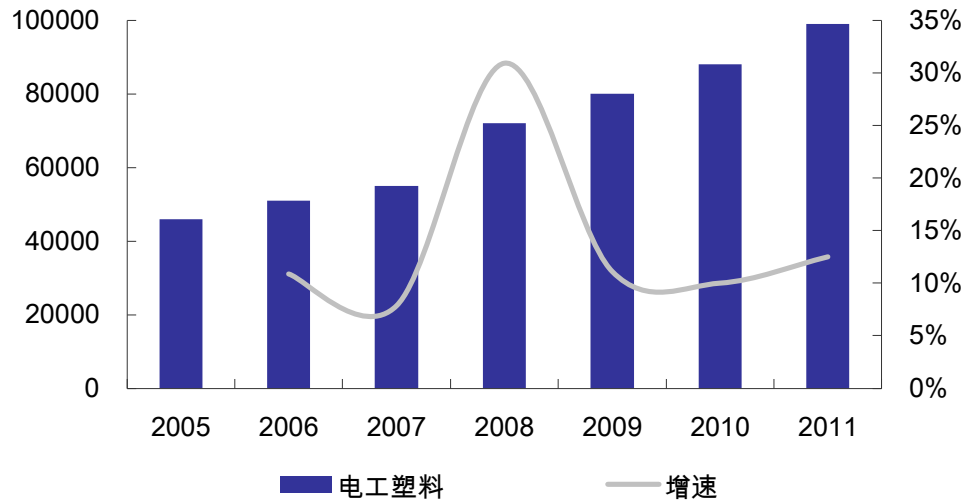
2005-2011年，我国电工层（模）压制品的销量增长趋势较为明显，从2005年的18,300吨增至2011年的58,000吨，2008年和2009年由于受到世界金融危机影响，国内需求，特别是产品出口受到较大的冲击，我国电工层（模）压制品的需求量有所下滑，但年均增长率仍达到25%。

## 2.6. 电工塑料

电工塑料是由合成树脂、增强材料、填料和其他添加剂组成的片状、团状、粉状或纤维状的成型材料。在一定的温度和压力下，可用模具加工固化成各种形状和规格的电气绝缘零部件，成为不溶不熔的热固性固化物。电工塑料的压制件应用于中低压电器、变压器、电动机、电器等行业。

随着中国等新兴市场电器行业的快速发展，2009年国际电工塑料的需求量约30万吨，其中中国市场的用量就达到8万吨以上。近几年来，随着外资企业在中国投资建厂以及国内部分制造企业引进新的SMC/BMC技术，我国电工塑料的产品质量已接近于进口的同类产品水平，提升了产品的市场竞争力，进一步扩大了电工塑料的应用领域，产量快速增长。

图 15 2005-2011 年电工塑料销量 (单位: 吨)



数据来源: 中国电器工业协会绝缘材料分会, 安信证券研究中心

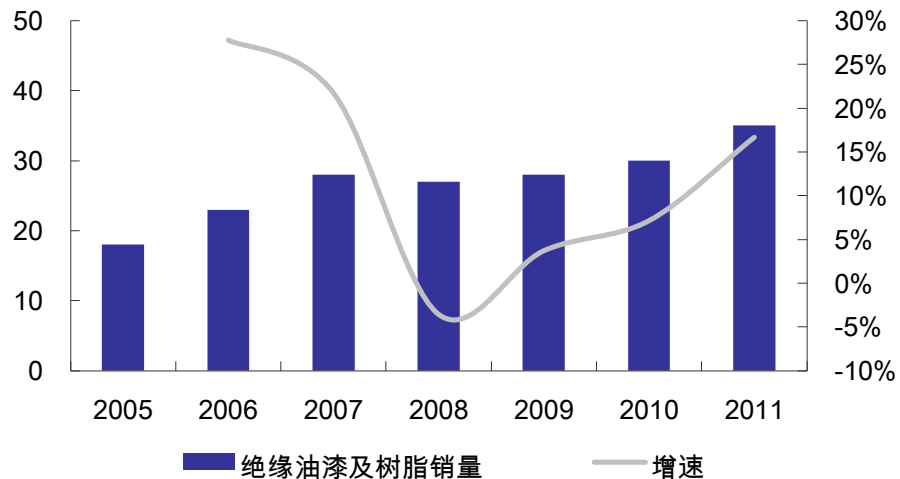
2005 年-2011 年,我国电工塑料的需求量增长趋势较为明显,从 2005 年的 46,000 吨增至 2011 年的 99,000 吨,平均年增长率达到 13.8%。未来几年伴随随着我国中低压电器的迅速发展,以及外资企业大量在中国建厂制造高中低压电器,电工塑料的使用量将以每年 11% 以上的速度增长。

## 2.7. 绝缘油漆及树脂

绝缘油漆及树脂是一种可含或不含溶剂的液体树脂体系,通过涂覆在电磁线、硅钢片、电机线圈以及电气零部件上对其提供电气、机械和环境方面的保护。主要应用于电机、电器、电磁线等。

我国电机行业在改革开放后有了长足的进步,交流电动机的产量以每年 25%-30% 的速度递增。到 2011 年,发电机总装机容量已达 10.56 亿 kW,每年以约 8,500 万 kW 的增量发展。

图 16 2005-2011 年绝缘油漆及树脂销量 (单位: 万吨)



数据来源: 中国电器工业协会绝缘材料分会, 安信证券研究中心

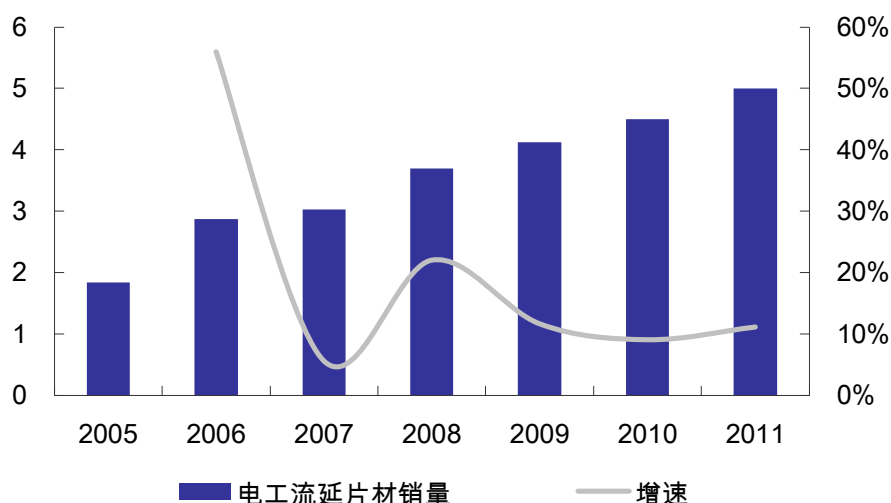
未来几年，随着国家加大对基础建设的投入以及增加内需拉动经济复苏的政策支持，各类电机电器的社会需求将逐步增长，在电磁漆包线制造、电机绝缘结构浸渍一体化处理、高低压电器（电感器、电抗器、变压器、电视机等）结构绝缘封装、表面绝缘防护等领域，蕴含着相关产业的增长带来的对绝缘油漆树脂市场的需求。

## 2.8. 电工流延片材

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。

无卤阻燃片材是电工流延片材的中高端产品，具有绿色环保的优势，在液晶电视、个人电脑、手机及开关电源的绝缘与遮蔽的应用上占据的比重很大。随着中国经济快速增长，世界主要汽车、家电、IT 等行业巨头纷纷看好中国，国外许多知名的 IT 巨头如：戴尔、微软、摩托罗拉、松下、惠普、三星、苹果等的配套厂家都已在大陆投资设厂，为电工流延片材中的无卤阻燃产品提供了很大的市场。

图 17 2005-2011 年电工流延片材销量（单位：万吨）



数据来源：中国电器工业协会绝缘材料分会，安信证券研究中心

从下游产品的发展趋势来看，应用于电子电器、汽车、电子印刷等行业的电工流延片材在未来几年内将保持高速增长。从下游产品的环保政策上看，无卤阻燃产品将逐渐替代有卤阻燃产品。

## 3. 财务分析与竞争优势

### 3.1. 财务分析

从盈利能力来看，尽管原材料有所波动，但公司采取降成本、调整产品结构、合理定价等措施，使得综合毛利率稳步提升至 30% 左右。近三年公司销售、管理和财务费用率逐年下降，2011 年期间费用率降至 10% 左右较低水平。

从偿债能力来看，2009-2010 年公司资产负债率在 50% 左右，与同行裕兴股份及康得新上市前的资产负债率相当。2009 年以来，公司流动比率超过 1，速动比率有所波动，但保持在 0.9 以上。总体而言，公司具备较强的短期和长期偿债能力。

**表 3 公司主要财务指标**

财务指标		2009	2010	2011
盈利能力	ROE	28.08%	42.96%	15.03%
	毛利率	26.79%	29.74%	29.58%
	期间费用率	14.26%	11.87%	9.57%
偿债能力	流动比率	1.3	1.72	8.61
	速动比率	0.97	1.16	7.77
	资产负债率	56.85%	46.29%	11.88%
营运能力	应收账款周转率	8.16	10.35	10.01
	存货周转率	4.52	4.69	4.79
成长能力	每股经营活动现金流	0.55	0.52	0.48
	EPS	0.14	0.30	0.36

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

从产品综合毛利率来看，公司综合毛利率高于可比上市公司大东南、康得新的毛利率，主要是由于公司高毛利产品（电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜）在收入结构中的比重高于可比公司；公司综合毛利率低于可比上市公司裕兴股份、南洋科技，主要是公司高毛利产品（光学基膜、超薄耐高温聚丙烯薄膜）推进速度不及可比公司。

在电工聚酯薄膜产品方面，2011年上半年公司销售太阳能背板薄膜4,800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。

**表 4 同行业公司主要财务指标比较**

主要财务指标	东材科技	裕兴股份	南洋科技	大东南	康得新	
毛利率 (%)	2009	26.79	24.11	35.22	15.11	24.69
	2010	29.74	32.73	36.94	16.17	26.19
	2011	29.58	36.16	40.86	10.66	19.4
净利率 (%)	2009	12.84	18.09	20.73	6.11	12.7
	2010	17.99	29	24.68	7.8	13.37
	2011	17.59	24.08	26.58	7.64	8.56
费用率 (%)	2009	14.26	11.36	10.63	9.05	10.23
	2010	11.87	10.51	9.63	7.14	11.01
	2011	9.57	8.62	8.86	7.79	8.14
三年间收入复合增长率 (%)	21.09	52.22	21.07	1.74	80.46	
三年间净利润复合增长率 (%)	52.40	69.46	50.85	18.86	65.41	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 3.2. 竞争优势：技术创新能力具有显著优势

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，新产品开发能力在国内同行业处于领先地位，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。作为绝缘材料行业的重点研发和生产型企业，公司承担了国家“863”计划、国家“十一五”科技支撑计划项目及四川省、绵阳市等多项重点研究课题。

公司及其所属子公司取得多项国家发明专利，目前仍有效的为14项，另有1项实用

新型专利申请已获授权通知及 12 项国家发明专利申请已获受理。根据中国电器工业协会绝缘材料分会的统计, 1985 年-2009 年, 公司为我国绝缘材料研究和生产企业中所获国家发明专利最多的企业。公司具备突出的创新能力, 在行业内具有显著优势。

表 5 公司获得重点研究课题一览

序号	项目名称	批准立项单位	项目类型
1	特种聚酯薄膜工程化研究	科技部	“863”计划
2	多相复合导磁特种层压板材研究	科技部	“863”计划
3	特种纳米电磁线制备技术	科技部	“十五”国家科技攻关计划
4	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
5	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
6	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

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

#### 4. 盈利分析及预测

2012 年, 预计电工聚酯薄膜销量为 2.7 万吨, 销售收入 6.2 亿元; 预计电工聚丙烯薄膜销量 5,400 吨, 销售收入 1.94 亿元; 预计电工柔软复合制品销量 4,000 吨, 销售收入 1.84 亿元; 预计电工层(模)压制品销量 5,000 吨, 销售收入 1.85 亿元; 预计 PC 膜(无卤阻燃)销量 3,000 吨, 销售收入 1.1 亿元; 预计电工塑料销量 1,500 吨, 销售收入 1,650 万元; 预计电工绝缘油漆销量 7,500 吨, 销售收入 1.05 亿元; 预计阻燃树脂销量 5,000 吨, 销售收入 8,000 万元, 分项加总, 销售总收入 15.2 亿元。

2013 年, 预计电工聚酯薄膜销量为 3 万吨, 销售收入 6.6 亿元; 预计电工聚丙烯薄膜销量 6,000 吨, 销售收入 2.1 亿元; 预计电工柔软复合制品销量 6,400 吨, 销售收入 2.88 亿元; 预计电工层(模)压制品销量 9,000 吨, 销售收入 3.24 亿元; 预计 PC 膜(无卤阻燃)销量 4,000 吨, 销售收入 1.48 亿元; 预计电工塑料销量 3,500 吨, 销售收入 3,850 万元; 预计电工绝缘油漆销量 8,000 吨, 销售收入 1.12 亿元; 预计阻燃树脂销量 24,000 吨, 销售收入 3.84 亿元; 预计大尺寸绝缘结构件销售收入 1 亿元, 分项加总, 销售总收入 23 亿元。

2014 年, 预计电工聚酯薄膜销量为 4.1 万吨, 销售收入 8.6 亿元; 预计电工聚丙烯薄膜销量 8,800 吨, 销售收入 3.08 亿元; 预计电工柔软复合制品销量 6,500 吨, 销售收入 2.93 亿元; 预计电工层(模)压制品销量 9,100 吨, 销售收入 3.27 亿元; 预计 PC 膜(无卤阻燃)销量 5,600 吨, 销售收入 2.07 亿元; 预计电工塑料销量 7,500 吨, 销售收入 8,250 万元; 预计电工绝缘油漆销量 8,500 吨, 销售收入 1.19 亿元; 预计阻燃树脂销量 36,000 吨, 销售收入 5.76 亿元; 预计大尺寸绝缘结构件销售收入 1.3 亿元, 分项加总, 销售总收入 29.5 亿元。

表 6 盈利预测表(单位: 万元)

电工聚酯薄膜	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	26,675	27,000	30,000	41,000
价格(万元/吨)	2.33	2.30	2.20	2.10
收入	62,108	62,100	66,000	86,100
毛利率	34.79%	34.00%	33.00%	32.00%
电工聚丙烯薄膜	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	5,359	5,400	6,000	8,800
价格(万元/吨)	3.82	3.60	3.50	3.50
收入	20,491	19,440	21,000	30,800

毛利率	33.80%	33.00%	32.00%	31.00%
<b>电工柔软复合制品</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	2909	4000	6400	6500
价格(万元/吨)	4.7	4.6	4.5	4.5
收入	13,591	18,400	28,800	29,250
毛利率	26.82%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>电工层(模)压制品</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	2075	5000	9000	9100
价格(万元/吨)	3.8	3.7	3.6	3.6
收入	7,923	18,500	32,400	32,760
毛利率	23.53%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>PC膜(无卤阻燃)</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	1539	3000	4000	5600
价格(万元/吨)	3.7	3.7	3.7	3.7
收入	5701	11,000	14,800	20,720
毛利率	12.04%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>电工塑料</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	1059	1,500	3,500	7,500
价格(万元/吨)	1.18	1.10	1.10	1.10
收入	1248	1650	3850	8250
毛利率	9.42%	11.00%	10.00%	10.00%
<b>电工绝缘油漆</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)	6785	7500	8000	8500
价格(万元/吨)	1.47	1.40	1.40	1.40
收入	9,999	10,500	11,200	11,900
毛利率	17.19%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>阻燃聚酯</b>	2011	2012E	2013E	2014E
销量(吨)		5000	24000	36000
价格(万元/吨)		1.60	1.60	1.60
收入		8,000	38,400	57,600
毛利率		18.75%	18.75%	18.75%
<b>大尺寸绝缘结构件</b>	2011	2012E	2013E	2014E
收入			10,000	13,000
毛利率			38.00%	36.00%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 首次给予“增持-A”评级

公司作为绝缘材料行业的龙头企业,在电容器用聚丙烯薄膜和太阳能背材基膜领域拥有大量市场份额,同时,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将构成新的增长点。

预计公司2012年-2014年间的净利润复合增长率为17%,给予公司2013年20倍的PE,预计合理股价为9.6元,对应2012年-2014年PE分别为26倍、20倍、17倍,首次给予“增持-A”评级。



## 5. 主要风险点

- (1) 原油价格上扬导致公司相关原材料价格大幅波动;
- (2) 竞争对手技术取得进步使得公司产品竞争加剧, 导致行业毛利率大幅下滑;
- (3) 公司募集资金和超募资金项目投产进度低于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

		单位					百万元	模型更新时间			2012-06-15	
		2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>												
营业收入	1,018.7	1,259.8	1,523.1	2,298.5	2,948.1	成长性						
减: 营业成本	715.7	887.2	1,100.8	1,703.5	2,202.2	营业收入增长率	49.2%	23.7%	20.9%	50.9%	28.3%	
营业税费	5.1	8.4	10.7	16.1	20.6	营业利润增长率	128.3%	36.2%	5.4%	29.6%	21.2%	
销售费用	39.2	45.9	60.9	91.9	117.9	净利润增长率	109.0%	20.8%	3.6%	28.5%	20.4%	
管理费用	61.6	77.6	106.6	160.9	206.4	EBITDA 增长率	81.4%	18.1%	2.8%	30.0%	27.2%	
财务费用	20.1	-3.0	-9.0	-3.3	1.7	EBIT 增长率	106.8%	20.8%	2.9%	33.1%	23.0%	
资产减值损失	0.9	2.2	-1.4	-	-	NOPLAT 增长率	92.9%	7.5%	1.8%	31.4%	22.1%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.3%	46.9%	65.1%	41.5%	12.3%	
投资和汇兑收益	1.2	-	-	0.4	0.5	净资产增长率	49.4%	322.4%	5.9%	7.1%	8.0%	
<b>营业利润</b>	<b>177.3</b>	<b>241.4</b>	<b>254.4</b>	<b>329.8</b>	<b>399.8</b>	利润率						
加: 营业外净收支	8.4	16.9	16.7	17.7	18.7	毛利率	29.7%	29.6%	27.7%	25.9%	25.3%	
<b>利润总额</b>	<b>185.7</b>	<b>258.3</b>	<b>271.1</b>	<b>347.5</b>	<b>418.5</b>	营业利润率	17.4%	19.2%	16.7%	14.3%	13.6%	
减: 所得税	2.4	36.7	40.8	52.1	62.7	净利润率	17.9%	17.5%	15.0%	12.8%	12.0%	
<b>净利润</b>	<b>182.2</b>	<b>220.1</b>	<b>228.1</b>	<b>293.2</b>	<b>352.9</b>	EBITDA/营业收入	22.8%	21.7%	18.5%	15.9%	15.8%	
<b>资产负债表</b>												
货币资金	95.6	1,247.9	918.1	479.2	589.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	99	77	74	73	97	
应收账款	105.5	155.6	214.9	324.3	416.0	流动营业资本周转天数	119	135	177	187	199	
应收票据	130.9	213.2	208.6	314.9	403.8	流动资产周转天数	184	350	428	273	242	
预付帐款	53.3	68.2	90.2	124.3	168.3	应收帐款周转天数	35	36	42	41	44	
存货	188.4	181.9	301.6	466.7	603.3	存货周转天数	54	53	57	60	65	
其他流动资产	1.9	6.0	11.2	26.7	39.7	总资产周转天数	311	490	607	440	386	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	237	266	346	345	335	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	35.6%	10.2%	10.0%	12.0%	13.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	9.0%	8.6%	10.0%	10.6%	
固定资产	275.7	263.8	363.8	571.8	1,022.8	ROIC	34.4%	29.0%	20.1%	16.0%	13.8%	
在建工程	32.9	252.0	478.2	568.5	57.5	费用率						
无形资产	64.6	70.4	65.8	61.5	57.5	销售费用率	3.8%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	
其他非流动资产	6.3	7.9	8.0	8.0	8.0	管理费用率	6.0%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	
<b>资产总额</b>	<b>959.0</b>	<b>2,469.0</b>	<b>2,663.5</b>	<b>2,948.9</b>	<b>3,369.6</b>	财务费用率	2.0%	-0.2%	-0.6%	-0.1%	0.1%	
短期债务	255.2	98.0	95.8	95.8	197.2	三费/营业收入	11.9%	9.6%	10.4%	10.9%	11.1%	
应付帐款	43.5	33.5	69.4	107.3	138.8	偿债能力						
应付票据	-	-	30.2	46.7	60.3	资产负债率	46.3%	11.9%	13.5%	16.4%	20.9%	
其他流动负债	36.0	45.9	73.9	121.1	181.7	负债权益比	86.2%	13.5%	15.6%	19.5%	26.5%	
长期借款	78.0	40.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	1.72	8.61	6.41	4.55	3.73	
其他非流动负债	31.2	35.9	48.2	60.7	70.7	速动比率	1.15	7.77	5.30	3.33	2.72	
<b>负债总额</b>	<b>443.9</b>	<b>293.4</b>	<b>360.3</b>	<b>482.2</b>	<b>705.8</b>	利息保障倍数	9.84	80.41	27.27	99.23	235.07	
<b>少数股东权益</b>	<b>7.0</b>	<b>9.7</b>	<b>11.9</b>	<b>14.2</b>	<b>17.1</b>	分红指标						
股本	227.9	307.9	615.8	615.8	615.8	DPS(元)	0.12	0.15	0.15	0.19	0.23	
留存收益	280.2	1,858.0	1,675.5	1,836.8	2,030.9	分红比率	41.7%	42.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
<b>股东权益</b>	<b>515.1</b>	<b>2,175.6</b>	<b>2,303.2</b>	<b>2,466.8</b>	<b>2,663.8</b>	股息收益率	1.5%	1.8%	1.8%	2.3%	2.8%	
<b>现金流量表</b>												
净利润	183.3	221.6	228.1	293.2	352.9	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
加: 折旧和摊销	34.6	35.4	36.1	39.4	64.1	EPS(元)	0.30	0.36	0.37	0.48	0.57	
资产减值准备	0.9	2.2	-1.4	-	-	BVPS(元)	0.83	3.52	3.72	3.98	4.30	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	27.6	22.9	22.1	17.2	14.3	
财务费用	17.2	14.1	-9.0	-3.3	1.7	PB(X)	9.9	2.3	2.2	2.1	1.9	
投资收益	-1.2	-	-	-0.4	-0.5	P/FCF	-1,643.0	-17.5	-9.4	-10.8	36.9	
少数股东损益	1.1	1.5	2.2	2.3	2.9	P/S	4.9	4.0	3.3	2.2	1.7	
营运资金的变动	-107.2	-126.2	-91.9	-308.4	-252.1	EV/EBITDA	-	17.4	16.2	14.1	11.4	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>117.5</b>	<b>146.2</b>	<b>164.1</b>	<b>22.8</b>	<b>168.9</b>	CAGR(%)	17.3%	17.1%	16.4%	10.8%	2.0%	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-79.8</b>	<b>-261.7</b>	<b>-357.3</b>	<b>-332.9</b>	<b>0.4</b>	PEG	1.6	1.3	1.4	1.6	7.3	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-30.5</b>	<b>1,300.2</b>	<b>-124.4</b>	<b>-114.0</b>	<b>-41.4</b>	ROIC/WACC	3.5	2.9	2.0	1.6	1.4	
						REP	-	1.5	1.2	1.2	1.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

潘凡，中小板行业分析师，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007年-2010年从事基金产品与衍生品研究。2011年开始从事行业研究。

## 分析师声明

潘凡声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034