

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

多个项目陆续投产保障未来业绩

——东材科技（601208）中报点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年8月13日

报告关键要素：

电力投资放缓和光伏行业景气下滑对公司产品售价和盈利能力造成冲击，导致上半年业绩下滑。今后几年公司有多个项目陆续投产，是未来业绩增长的主要动力。2万吨光学基膜项目对未来业绩有较大影响。预计公司2012、2013年的EPS分别为0.28元和0.33元，以8月9日收盘价6.55元计算，对应市盈率为23倍和20倍，给予“增持”的投资评级。

事件：

- 东材科技发布2012年中报。2012年上半年公司实现营业收入5.18亿元，同比下降22.59%，实现营业利润0.68亿元，同比下降54.13%，净利润0.80亿元，同比下降39.73%，基本每股收益0.13元。

点评：

- 下游需求低迷导致业绩下滑。公司主营电工绝缘材料，产品包括电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、电工柔软复合制品、无卤阻燃片材等，主要应用于电力、电子电器以及光伏领域。上半年受宏观景气不景气的影响，电力投资增速明显放缓，光伏行业则受欧美需求下降的影响，景气降至冰点。受此影响，公司产品的销售和盈利能力均受到了冲击。

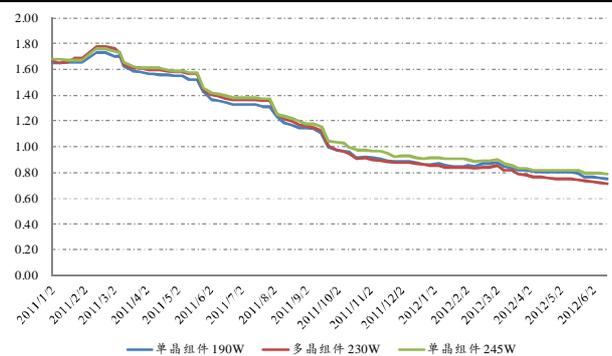
电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是公司最主要的业务，上半年均出现下滑。电工聚酯薄膜贡献收入2.46亿元、毛利5727万元，同比下降27.50%与58.23%。电工聚丙烯薄膜贡献收入9003万元、毛利2642万元，同比下降11.78%与12.42%。两项业务的疲软是上半年业绩下滑的主要因素。

图1：电力投资增速放缓



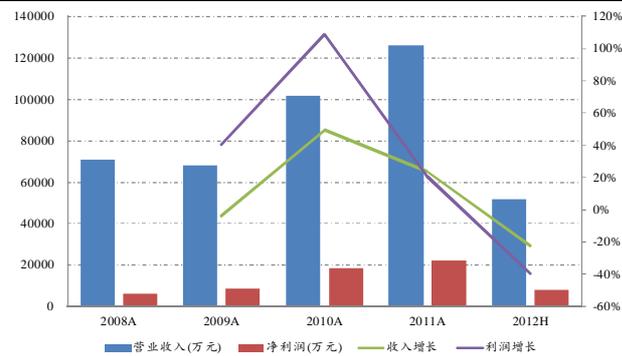
资料来源：中原证券、wind

图2：光伏组件价格一路下滑



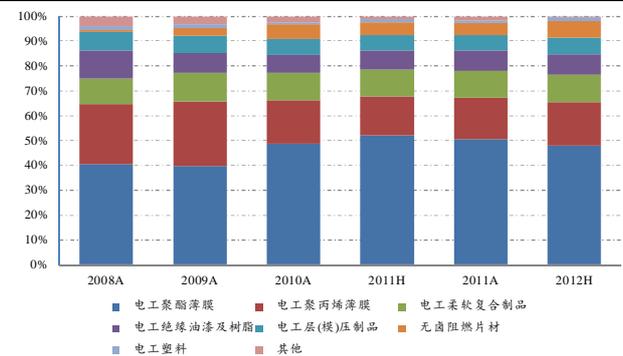
资料来源：中原证券、solarzoom

图3: 公司历年业绩



资料来源: 中原证券、wind

图4: 公司主营业务构成



资料来源: 中原证券、wind

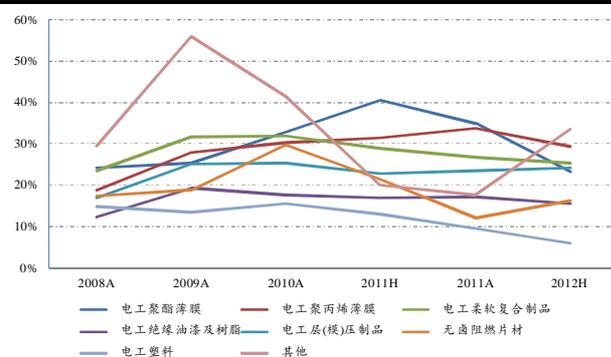
表1: 公司主要产品及应用领域

主要产品	应用领域
电工聚酯薄膜	制冷压缩机、薄膜开关、太阳能电池背板、电机、家用电器
电工聚丙烯薄膜	发电设备、输变电设备、电力机车、电子产品
无卤阻燃片材	电子、电工、汽车等
柔软复合绝缘材料	发电设备、大中小电机、微型电机、变压器、电缆
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

资料来源: 中原证券、公司公告

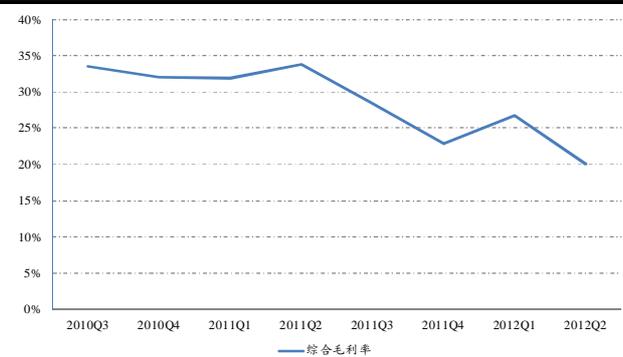
- **盈利能力大幅下滑。**公司上半年综合毛利率为23.39%，大幅下降9.46个百分点。其中四季度毛利率为20.03%，环比下降了6.73个百分点。分产品看，电工聚酯薄膜的毛利率大幅下降17.16个百分点至23.31%，是公司盈利能力下滑的主要原因。去年上半年聚酯薄膜业务处于景气高点，其中光伏背板基膜的盈利能力和销售均处于高位。之后光伏行业景气不断下滑，背板基膜售价与盈利能力也大幅下降，导致聚酯薄膜业务毛利率的下滑。聚丙烯薄膜毛利率小幅下降2个百分点至29.35%，则相对平稳。聚丙烯薄膜竞争格局较好，未来盈利能力有望保持稳定。

图5: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、公司公告

图6: 公司各季度综合毛利率

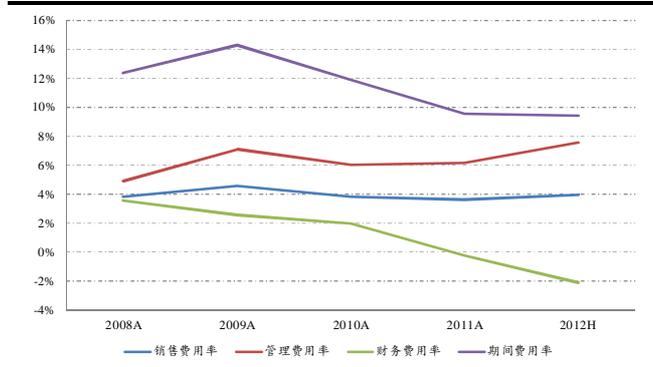


资料来源: 中原证券、公司公告

- **期间费用率上升。**上半年公司期间费用率9.43%，较去年同期小幅提升0.12个百分点。其中销售费用率为3.98%，同比小幅上升0.88个百分点。管理费用率为7.54%，同比提高了2.22个百分点。公司销售费用与管理费用基本保持稳定，其中研发支出增加较多，导致管理费用略有上升。销售收入的

下滑导致了费用率的上升。财务费用率则大幅下滑，主要是募集资金带来利息收入所致。

图7：公司期间费用率



资料来源：中原证券、wind

- 募投项目陆续投产贡献未来业绩。**公司将有多个项目陆续释放，是未来业绩增长的主要动力。其中今年1月已有柔软复合绝缘材料、绝缘层压制品和无卤阻燃片材3个项目投产并贡献收益，7200套绝缘大尺寸结构件预计将于下半年投产。使用超募资金建设的3万吨无卤阻燃聚酯预计于明年投产。无卤阻燃聚酯主要用于建筑和交通工具内的装饰材料，防护服、阻燃发泡材料等领域。该产品国内潜在需求在100万吨以上，而目前仅有6万吨左右的产能，公司产品有望顺利销售。新产品的陆续投放将成为公司未来业绩增长的主要动力。

表2：公司未来项目情况

项目名称	涉及产能	投产时间
3500吨/年柔软复合绝缘材料	3500吨	2012.1
7000吨/年绝缘层压制品	7000吨	2012.1
4000吨/年无卤阻燃片材	4000吨	2012.1
7200套/绝缘大尺寸结构件	7200套	2012
3万吨无卤阻燃聚酯	3万吨	2013
2.1万吨聚酯薄膜项目	2.1万吨	2014
聚丙烯薄膜扩产项目	0.35万吨+0.2万吨	2013.6/2014

资料来源：中原证券、公司公告

- 关注光学基膜项目进展。**公司近期公告，将投资进行2万吨光学基膜的建设，产品可用于液晶模组用膜、汽车贴膜、玻璃贴膜等多个领域。我国液晶面板产业的快速扩张为光学膜及光学基膜带来巨大的成长空间。预计十二五期间我国各类光学膜的总需求将达20亿平方米，对应光学膜的需求超过50万吨。目前光学基膜的国产化率很低，国内仅有裕兴股份等少数公司有生产能力。公司在特种薄膜领域具有丰富的经验和先进的技术，突破技术壁垒的希望较大。公司也已开始前期的市场开拓，未来光学基膜若能顺利销售，将大幅推动公司业绩的增长。
- 盈利预测和投资建议：**预计公司2012、2013年EPS分别为0.28元和0.33元，以8月9日收盘价6.55元计算，对应PE分别为23.39倍和19.58倍，给予“增持”的投资评级。
- 风险提示：募投项目进展不达预期。**

## 盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1018.69	1259.83	1150	1510
增长比率 (%)	49.22%	23.67%	-8.72%	31.30%
净利润 (百万元)	182.19	220.10	170	205
增长比率 (%)	108.96%	20.81%	-22.76%	20.59%
每股收益 (元)	0.30	0.36	0.28	0.33
市盈率 (倍)	21.83	18.19	23.39	19.85

资料来源：中原证券

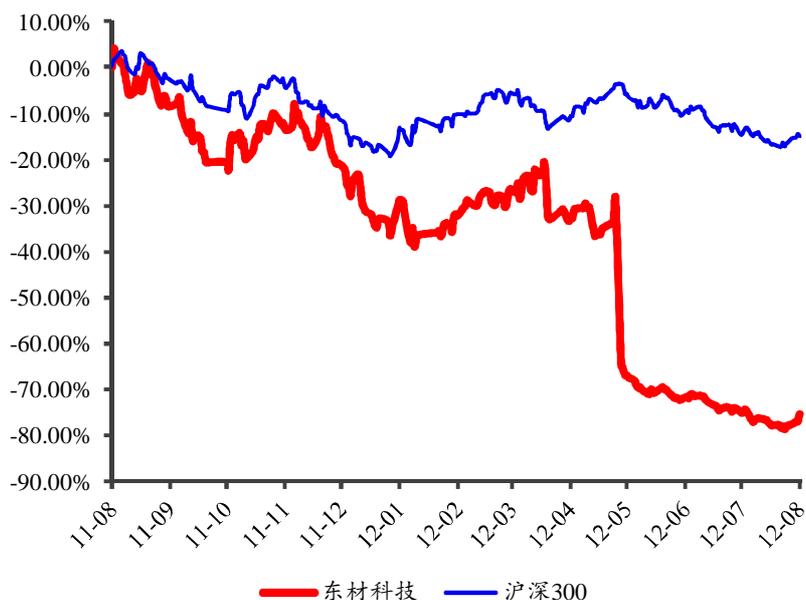
## 市场数据 (2012年8月9日)

收盘价 (元)	6.55 元
一年内最高最低 (元)	29.69/6.01
沪深300指数	2411.70
市净率 (倍)	1.93
流通市值 (亿元)	67.50

## 基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产 (元)	3.40
每股经营现金流 (元)	0.27
毛利率 (%)	23.39%
净资产收益率 (%)	3.67%
资产负债率 (%)	7.47%
总股本/流通股 (万股)	61576/31707
B股/H股 (万股)	/

## 个股相对沪深300走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。