

公司调研简报

2013年6月6日

证券研究报告

平安基础化工

推荐 (维持)

证券分析师

郝祝兵

投资咨询资格编号 S1060511110001
电话: 0755-22621410
邮箱: yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文

投资咨询资格编号 S1060511020001
电话: 0755-22625476
邮箱: chenjianwen002@pingan.com.cn

研究助理

郭敏

一般从业资格编号 S1060112070096
电话: 0755-22626270
邮箱: guomin465@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的声明内容。

东材科技(601208)

2013~2015 年业绩增长来自新项目投产

事项: 近期我们调研了东材科技，了解公司生产经营情况和未来发展规划。

投资要点:

■ 2013~2015 年募集和超募资金项目步入收获期

2013~2015 年公司募集资金和超募资金项目陆续投产，业绩恢复稳定增长：(一) 绝缘材料募投项目：2012 年 1 季度投产的电工层压制品、柔软复合材料、PC 片材项目，2012 年新项目经过磨合后运行稳定、老项目搬迁顺利完成后，2013~2015 年提供增量；(二) 聚酯薄膜募投和超募项目：2 万吨/年聚酯薄膜募投项目预计 2013 年 7 月试生产，2 万吨/年聚酯薄膜超募项目 2014 年年底投产；(三) 聚丙烯薄膜募投和超募项目：3500 吨/年和 2000 吨/年聚丙烯薄膜募投和超募项目分别于 2013 年 9 月和 2014 年 1 季度投产；(四) 大尺寸桥梁结构件超募项目：2012 年下半年开始，特高压直流输电项目陆续启动，该业务 2013~2015 年迎快速增长；(五) 无卤阻燃聚酯切片超募项目：2013 年 1 月，3 万吨/年无卤阻燃切片顺利试车；(六) 南通基地 2 万吨/年绝缘油漆项目：预计 2014 年上半年投产。

■ 聚酯薄膜行业底部探明，公司 2013 年和 2014 年共投产 4 万吨产能

聚酯薄膜行业从 2011 年 3 季度开始从景气高点回落，经过持续 7 个季度调整后，行业底部基本探明(判断行业底部指标主要是裕兴股份、双星新材、大东南等上市公司 2013 年 1 季度聚酯薄膜毛利率水平大幅下滑，业内其他部分龙头企业都出现连续几个季度亏损，未来行业规划新增产能很少，供给将得到有效控制)，未来行业回暖主要依赖光伏、空调、电容器等行业复苏情况。

2012 年，公司聚酯薄膜销量达到 2.7 万吨，下游主要包括光伏(销量 9000~10000 吨)，空调低萃取压缩机(销量 2000 吨)，电脑等 IT 设备(销量 8000~9000 吨)。公司 2013 年 1 季度聚酯薄膜订单饱满，毛利率保持在 22%~24% 左右水平。绵阳 2 万吨/年聚酯薄膜募投项目预计 2013 年 7 月投产，此新增产能主要应用于光伏、反射膜、合成纸等领域。南通基地 2 万吨/年聚酯薄膜超募项目 2013 年上半年开始订购设备，预计 2014 年年底投产，下游主要应用于包括反射膜、增透膜/减反射膜、滤光片、扩散膜/片、增亮膜/棱镜片/聚光片、遮光膜/黑白胶、IMD/IML 膜结构、ITO 导电膜、汽车隔热贴膜、建筑玻璃贴膜以及 OLED 产品等的制造。

公司 2013~2015 年依靠新增 4 万吨/年产能带来聚酯薄膜业务快速增长，新产能主要定位于高端领域，新装置运行稳定后，提升聚酯薄膜综合毛利率水平。

■ 公司聚丙烯薄膜 2013~2015 年增长最为确定

公司聚丙烯薄膜定位于电力电容器，相比较电子电容器用聚丙烯薄膜，电力电容器用聚丙烯薄膜行业供给集中度更高，毛利率波动范围小。2013 年 1 季度公司聚丙烯薄膜毛利率保持在 30% 左右水平，2013 年上半年，聚丙烯薄膜订单饱满，产能偏紧，预计毛利率仍将维持高位。2013、2014 年聚丙烯薄膜募投和超募项目合计 5500 吨/年产能释放后将带来公司营业收入和利润稳定增长。相比其他业务，公司聚丙烯薄膜 2013~2015 年增长最为确定。

■ 大尺寸绝缘结构件 2013 年开始步入收获期

2012 年，“哈密—河南”、“溪洛渡—浙江”两条特高压柔性直流输电示范工程完成招标，2013 年，公司大尺寸绝缘结构件项目顺利投产后，可陆续供货。预计 2013 年大尺寸绝缘结构件有望实现几千万元收入，毛利率预计在 40%以上水平。

■ 3 万吨/年无卤阻燃聚酯切片推广情况低于预期

公司超募资金项目 3 万吨/年无卤阻燃聚酯树脂切片 2013 年 1 月成功试车，2013 年 4 月生产稳定，由于下游地毯、窗帘等行业较为低迷，该产品推广进度低于预期，2013 年全年预计销售量为 4000~5000 吨左右，毛利率水平也较低，该产品市场培育还需要较长时间。

■ 南通基地绝缘油漆项目 2014 年贡献利润

国内绝缘油漆市场需求超过 20 万吨/年，目前，公司绵阳本部绝缘油漆及树脂产能为 6000 吨/年，由于地处绵阳，原材料采购和产成品销售运费较高，该产品毛利率水平较低。公司计划南通基地投产 2 万吨/年绝缘油漆项目，该项目投产后，毛利率水平有望达到 17~18%左右，预计 2014 年开始贡献利润。

■ 南通基地将作为公司下一个重要战略基地

2 万吨/年绝缘油漆和 2 万吨/年聚酯薄膜分别于 2014 年和 2015 年投产后，南通基地更贴近原材料和下游客户，将作为公司下一个重要战略基地。

■ 盈利预测与投资建议：

2012 年产品售价和毛利率出现下滑，募集资金项目设备需磨合，原有老装置拆迁等诸多不利因素导致公司 2012 年净利润同比大幅下滑，2013 年随着四大新建项目投产，产品定位更高端，业绩有望迎新一轮增长，我们维持此前盈利预测，预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.27 元、0.35 元、0.44 元，维持公司“推荐”投资评级。

■ 风险提示：

宏观经济持续低迷致公司产品毛利率下滑、新建项目进度低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1371	1488	1671	1994	营业收入	1038	1390	1969	2487
现金	782	790	790	884	营业成本	805	1059	1487	1872
应收账款	170	167	236	298	营业税金及附加	5	9	13	16
其他应收款	8	8	12	15	营业费用	45	60	85	107
预付账款	34	44	62	79	管理费用	84	112	159	201
存货	218	296	312	393	财务费用	-20	-21	-15	-20
其它流动资产	159	183	258	325	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1027	1154	1069	957	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	446	519	544	533	营业利润	119	169	238	309
无形资产	66	324	304	264	营业外收入	41	25	15	15
其它非流动资产	516	310	222	160	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2398	2642	2740	2951	利润总额	158	194	253	324
流动负债	198	393	351	372	所得税	23	29	38	49
短期借款	55	287	210	200	净利润	135	165	215	275
应付账款	96	53	74	94	少数股东损益	1	1	2	2
其它流动负债	47	53	66	78	归属母公司净利润	134	163	214	273
非流动负债	44	51	41	41	EBITDA	142	223	328	421
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.27	0.35	0.44
其它非流动负债	44	51	41	41					
负债合计	242	444	392	413	主要财务比率				
少数股东权益	10	12	13	16	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	616	616	616	616	成长能力				
资本公积	1146	1146	1146	1146	营业收入	-17.6%	33.8%	41.7%	26.3%
留存收益	384	424	573	760	营业利润	-50.9%	42.2%	41.3%	29.5%
归属母公司股东权益	2146	2186	2335	2522	归属母公司股东净利润	-39.0%	21.7%	30.8%	27.7%
负债和股东权益	2398	2642	2740	2951	获利能力				
					毛利率(%)	22.5%	23.8%	24.5%	24.7%
现金流量表					净利率(%)	8.7%	13.5%	14.8%	12.9%
					ROE(%)	6.3%	7.5%	9.2%	10.8%
					ROIC(%)	6.1%	7.3%	10.6%	13.1%
经营活动现金流	226	153	148	189	偿债能力				
净利润	135	165	215	275	资产负债率(%)	10.1%	16.8%	14.3%	14.0%
折旧摊销	43	75	104	132	净负债比率(%)	22.60%	64.71%	53.64%	48.44%
财务费用	-20	-21	-15	-20	流动比率	6.94	3.79	4.76	5.36
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.84	3.03	3.87	4.30
营运资金变动	42	-119	-157	-198	营运能力				
其它经营现金流	26	53	0	0	总资产周转率	0.43	0.55	0.73	0.87
投资活动现金流	-408	-278	-20	-20	应收账款周转率	6	8	10	9
资本支出	409	0	0	0	应付账款周转率	13.09	14.22	23.37	22.29
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其它投资现金流	1	-278	-20	-20	每股收益(摊薄)	0.22	0.27	0.35	0.44
筹资活动现金流	-283	132	-128	-75	每股经营现金流	0.37	0.25	0.24	0.31
短期借款	-43	233	-77	-10	每股净资产	3.49	3.55	3.79	4.10
长期借款	-40	0	0	0	估值比率				
通用股增加	308	0	0	0	P/E	32.95	27.07	20.69	16.20
资本公积增加	-308	0	0	0	P/B	2.06	2.02	1.89	1.75
其它筹资现金流	-200	-101	-50	-65	EV/EBITDA	26	16	11	9
现金净增加额	-466	8	0	94					

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：

此报告旨在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。客户并不能仅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 2013 版权所有。保留一切权利。



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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257