

## 化学制品

**东材科技 (601208.SH) / 6.67 元****新增产能渐次投产，股权激励彰显信心**

## 事项

近日我们调研了东材科技，与公司管理层就募投项目进展、公司经营现状及行业发展状况进行了交流。

## 主要观点

**1. 2013-2015 年，新产能渐次投产。**

公司募投的2万吨聚酯薄膜和聚丙烯薄膜已于8月底和9月中旬投产，预计四季度即将给公司贡献利润。目前在建的项目包括江苏海安的2万吨光学级聚酯薄膜、2000吨的超薄聚丙烯薄膜以及2万吨电工绝缘油漆。2013-2015年，每年都有新项目投产放量，推动公司业绩稳步增长。

**2. 募投项目进展顺利，聚酯薄膜和聚丙烯薄膜放量。**

公司原有聚酯薄膜 2.4 万吨，募投项目的 2 万吨聚酯项目主要是光伏膜、阻燃膜、合成纸等特种聚酯薄膜，8 月底开始投产，目前试车情况顺利。近两个月以来，聚酯薄膜下游最大消费领域光伏膜（公司聚酯薄膜产品中占比 30%+）需求明显好转，尽管价格没有大的提升，但量上面增长十分明显，目前加上新生产线的订单，一个月有 2000 多吨的订单。下游光伏行业回暖明显，预计公司新增产能可顺利消化。另外，公司还在江苏海安设立控股子公司投资建设年产 2 万吨光学级聚酯基膜项目，预计 2015 年上半年投产。如果顺利投产，将成为公司未来重要的盈利增长点。

公司原有聚丙烯薄膜产能 4800 吨，募投的 3500 吨产能今年 9 月中旬左右已经投产。明年年中还有 2000 吨超薄聚丙烯投产。预计今年产量能做到 5400 吨左右，目前价格 4 万多，毛利率维持在 28% 左右。

**3. 股权激励彰显信心。**

按照公司股权激励的行权条件，公司 2012-2016 年扣非后净利润增速分别为：20%、25%、27%、32%；ROE 不低于 5.5%、6.8%、8.4%、10.6%。今年由于募投项目延后了 2 个多月试生产，预计 2013 年激励目标很难实现，但随着 2 万吨聚酯薄膜和 2000 吨聚丙烯薄膜投产，同时下游光伏行业明显回暖，而 2014、2015 年仍不断有新产能投放，未来三年业绩增速有保障。

**4. 盈利预测。**

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为：0.19、0.34、0.47 元，对应的 PE 分别为：34X、20X、14X。首次覆盖，给予推荐的投资评级。

**风险提示：**新建产能进展不达预期；下游需求持续低迷；行业竞争加剧的风险。

证券分析师：曹令  
执业编号：S0360513040001  
Tel：010-66500885  
Email：caoling@hczq.com  
证券分析师：程磊、周铮  
执业编号：S0360513060003  
Tel：021-38791277  
Email：chenglei@hczq.com

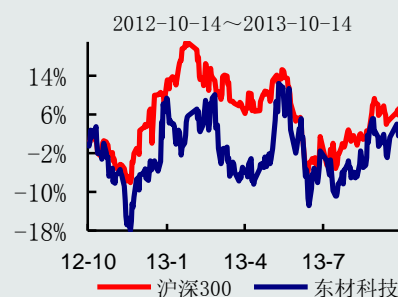
## 投资评级

投资评级：推荐  
评级变动：首次评级

## 公司基本数据

总股本(万股)	61576
流通 A 股/B 股(万股)	31707/0
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	7.44/5.4

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

## 相关研究报告

## 一、2013-2015 年，新增产能渐次投产

东材科技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。

募投的2万吨聚酯薄膜和聚丙烯薄膜已于8月底和9月中旬投产，试车状况良好。预计四季度即将给公司贡献利润。目前在建的项目包括江苏海安的2万吨光学级聚酯薄膜（预计2015年上半年投产）、2000吨的超薄聚丙烯薄膜以及2万吨电工绝缘油漆（2014年年中投产）。

2013-2015年，每年都有新项目投产放量，推动公司业绩稳步增长。

图表 1 公司已有产能和在建产能分布（万吨）

产品	已有产能	在建产能	备注
聚酯薄膜	44000	20000	超募项目建设 2 万吨光学级聚酯基膜
聚丙烯薄膜	8300	2000	超募 2000 吨超薄聚丙烯薄膜, 预计 2014 年 7 月份左右投产
电工柔软复合材料	4500		
电工层（模）压制品	7000		
电工塑料	3000		
电工绝缘油漆及树脂	8000	20000	预计 2014 年年中投产
无卤阻燃片材	5000		
无卤永久性高阻燃聚酯	30000		
大尺寸绝缘结构件	7000		

资料来源：华创证券

## 二、募投项目进展顺利，聚酯薄膜和聚丙烯薄膜放量

### （一）聚酯薄膜

公司原有聚酯薄膜 2.4 万吨（委托江苏雷华加工 8000 吨），募投项目的 2 万吨聚酯项目主要是光伏膜、阻燃膜、合成纸等特种聚酯薄膜，8 月底开始投产，试车情况顺利。目前聚酯薄膜业务，尤其是传统聚酯薄膜行业已经低迷了较长时间，部分同行已经亏损近一年。而且聚酯薄膜行业新上产能一般需要 2 年多的时间，未来几年的新增产能较少，预计行业再度下行的概率较小。近两个月以来，聚酯薄膜下游最大消费领域光伏膜（公司聚酯薄膜产品中占比 30%+）需求明显好转，尽管价格没有大的提升，但量上面增长十分明显，目前加上新生产线的订单，一个月有 2000 多吨的销售订单。

相比于同行，公司除了规模、管理和制膜技术优势之外，其主要竞争力在于掌握高端聚酯合成技术，因而产品品质较好，售价高于同行。同时想要向高端聚酯膜产业如光学级基膜等发展，聚酯合成技术是核心壁垒，“一步领先，步步领先”，相比同行，公司在聚酯合成技术领域将持续保持领先优势。

公司在江苏海安设立控股子公司投资建设年产 2 万吨光学级聚酯基膜项目，预计 2015 年上半年投产。该项目的产品全部为各种特殊用途的光学级聚酯基膜，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。国内尚没有企业能生产，进口替代空间广阔，且盈利水平要远高于普通聚酯薄膜，如果顺利投产，将成为公司重要的盈利增长点。

## （二）聚丙烯薄膜

电工聚丙烯薄膜主要用作电容器介质材料，终端应用于电网特高压直流输变电工程，竞争对手主要包括铜峰电子、南洋科技、佛塑科技等企业。

公司原有聚丙烯薄膜产能 4800 吨（含两条合计 1500 吨的管膜法生产线），募投的 3500 吨产能今年 9 月中旬已经投产，目前已经生产出合格品出。明年年中还有 2000 吨超薄聚丙烯投产。预计今年产量能做到 5400 吨左右，目前价格 4 万多，毛利率维持在 28% 左右。

## 三、其他产品

**阻燃聚酯切片：**目前公司阻燃聚酯切片总产能 3.7 万吨。募投的 3 万吨还没有连续生产。预计今年外销 4000-5000 吨。目前价格 1.5-1.6 万元/吨，募投项目固定摊销比较大，毛利率仅 10% 左右，完全达产后毛利率将有所提升。公司与总后军需装备研究所合作，总后每年用于阻燃军服和阻燃军用帐篷的聚酯需求量 2-3 万吨，进展顺利的话，明年阻燃聚酯切片销量有望超过 1.5 万吨。

**电工绝缘油漆及树脂：**目前总产能 8000 吨，江苏海安新建 2 万吨产能预计明年年中投产。预计今年产量 6000 吨左右，目前价格 1.5 万元左右，毛利率 10% 以上。海安靠近原料生产基地和终端消费市场，成本和费用都将有所降低，新增 2 万吨产能投产后毛利率将有所提升。

**柔软复合材料：**柔软复合材料目前 4500 吨产能，今年全年预计销量 3200-3300（去年 2400 多吨），这块有增量，毛利率也有提高。去年募投项目投产，装置处于磨合期，报废比较多，退货也比较多，导致毛利率较低。柔软复合材料市场规模不大，设备成本很低，竞争比较激烈，公司在这一领域预计不会再新扩产能了。

**无卤阻燃片材：**无卤阻燃片材目前产能 5000 吨，主要分为两种产品，一种是 PC 片材，市场需求量 4-5 万吨左右，预计今年产量 2200 吨左右；另一种是涂布产品，市场空间较大，而且毛利率要高于 PC 片材，但目前公司在这一领域进展尚未突破，未来不排除考虑通过横向整合切入这一领域。

**绝缘结构件：**绝缘结构件主要包括绝缘槽梁和绝缘拉带，完全达产后每年可贡献收入 8000 万左右，毛利率 40% 左右，今年预计营收 4000 多万。

## 四、股权激励彰显信心

今年 7 月，公司发布股权激励草案，拟向 121 名激励对象授予 4000 万份股票期权，行权价格为 6.42 元。按照股权激励的行权条件，公司 2012-2016 年扣非后净利润增速分别为：20%、25%、27%、32%；ROE 不低于 5.5%、6.8%、8.4%、10.6%。今年由于募投项目延后了 2 个多月试生产，预计 2013 年激励目标很难实现，但随着 2 万吨聚酯薄膜和 2000 吨聚丙烯薄膜投产，同时下游光伏行业明显回暖，而 2014、2015 年仍不断有新产能投放，未来三年业绩增速有保障。

图表 2 公司股权激励方案

行权期	行权条件	行权期限	可行权数量
第一个 行权期	2013 年度净利润相比 2012 年度增长不低于 20%；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 5.50%。	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	获授期权总量的 10%
第二个 行权期	2014 年度净利润相比 2012 年度增长不低于 50%；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6.80%。	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	获授期权总量的 30%
第三个 行权期	2015 年度净利润相比 2012 年度增长不低于 90%；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 8.40%。	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	获授期权总量的 30%
第四个 行权期	2016 年度净利润相比 2012 年度增长不低于 150%；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.60%。	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	获授期权总量的 30%

资料来源：华创证券

图表 3 股权激励财务指标

财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
扣除非经常性损益后的净利润	12,214	15,268	19,340	25,447
加权平均净资产收益率（扣非后）	5.50%	6.80%	8.40%	10.60%
同比增速	20%	25%	27%	32%

资料来源：华创证券

## 五、盈利预测

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为：0.19、0.34、0.47 元，对应的 PE 分别为：34X、20X、14X。首次覆盖，给予推荐的投资评级。

## 附录：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1371	1282	1830	2021
现金	782	717	1237	1439
应收账款	170	140	153	154
其它应收款	8	6	7	7
预付账款	34	52	51	46
存货	218	196	199	204
其他	159	170	183	171
<b>非流动资产</b>	1027	1214	1427	1615
长期投资	0	0	0	0
固定资产	446	810	1063	1245
无形资产	66	70	69	66
其他	516	334	295	304
资产总计	2398	2496	3257	3636
<b>流动负债</b>	198	330	995	1271
短期借款	55	213	864	1135
应付账款	96	53	59	69
其他	47	64	72	67
<b>非流动负债</b>	44	11	-22	-54
长期借款	0	-26	-61	-94
其他	44	37	39	40
<b>负债合计</b>	242	342	973	1217
少数股东权益	10	11	12	14
股本	616	616	616	616
资本公积金	1146	1146	1146	1146
留存收益	384	381	509	643
归属母公司股东权益	2146	2143	2271	2405
<b>负债和股东权益</b>	2398	2496	3257	3636

## 现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	226	202	283	450
净利润	135	121	209	294
折旧摊销	43	75	119	156
财务费用	-20	-14	2	17
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	42	-15	-19	23
其它	26	36	-27	-41
<b>投资活动现金流</b>	-408	-304	-304	-303
资本支出	409	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他	1	-4	-4	-3
<b>筹资活动现金流</b>	-283	37	540	54
短期借款	-43	158	652	270
长期借款	-40	-26	-35	-34
普通股增加	308	0	0	0
资本公积增加	-308	0	0	0
其他	-200	-96	-77	-182
<b>现金净增加额</b>	-466	-65	520	202

资料来源：公司报表、华创证券

## 利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1038	1171	1575	2006
营业成本	805	912	1179	1459
营业税金及附加	5	6	9	10
营业费用	45	49	63	84
管理费用	84	108	123	151
财务费用	-20	-14	2	17
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	119	119	217	314
营业外收入	41	22	27	30
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	158	140	243	342
所得税	23	20	34	48
<b>净利润</b>	135	121	209	294
少数股东损益	1	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	134	120	208	292
EBITDA	142	180	338	487
EPS (元)	0.22	0.19	0.34	0.47

## 主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-17.6%	12.8%	34.5%	27.4%
营业利润	-50.9%	0.1%	82.9%	44.3%
归属母公司净利润	-39.0%	-10.6%	73.3%	40.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.5%	22.1%	25.1%	27.3%
净利率	12.9%	10.2%	13.2%	14.6%
ROE	6.3%	5.6%	9.2%	12.1%
ROIC	6.1%	5.5%	10.3%	14.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.1%	13.7%	29.9%	33.5%
净负债比率	22.60%	58.62%	84.39%	86.38%
流动比率	6.94	3.88	1.84	1.59
速动比率	5.84	3.29	1.64	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.48	0.55	0.58
应收帐款周转率	7	8	11	13
应付帐款周转率	13.09	12.23	21.07	22.79
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.22	0.19	0.34	0.47
每股经营现金	0.37	0.33	0.46	0.73
每股净资产	3.49	3.48	3.69	3.91
<b>估值比率</b>				
P/E	30.61	34.24	19.75	14.06
P/B	1.91	1.92	1.81	1.71
EV/EBITDA	23	18	10	7

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	<a href="mailto:yangxiaohao@hczq.com">yangxiaohao@hczq.com</a>
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	<a href="mailto:shizhaofei@hczq.com">shizhaofei@hczq.com</a>
	翁波	机构销售经理	010-66500810	<a href="mailto:wengbo@hczq.com">wengbo@hczq.com</a>
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	<a href="mailto:zhaoyifan@hczq.com">zhaoyifan@hczq.com</a>
	张春会	机构销售经理	010-66500838	<a href="mailto:Zhangchunhui@hczq.com">Zhangchunhui@hczq.com</a>
	欧子辰	机构销售经理	010-66500807	<a href="mailto:ouzichen@hczq.com">ouzichen@hczq.com</a>
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	<a href="mailto:litao@hczq.com">litao@hczq.com</a>
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	<a href="mailto:zhangjuan@hczq.com">zhangjuan@hczq.com</a>
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	<a href="mailto:konglingyao@hczq.com">konglingyao@hczq.com</a>
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	<a href="mailto:songweiyi@hczq.com">songweiyi@hczq.com</a>
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	<a href="mailto:diaojiannan@hczq.com">diaojiannan@hczq.com</a>
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	<a href="mailto:guojia@hczq.com">guojia@hczq.com</a>
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	<a href="mailto:yuyang1@hczq.com">yuyang1@hczq.com</a>
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	<a href="mailto:weiyuanhong@hczq.com">weiyuanhong@hczq.com</a>
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	<a href="mailto:wangweichang@hczq.com">wangweichang@hczq.com</a>
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	<a href="mailto:liyinyin@hczq.com">liyinyin@hczq.com</a>
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	<a href="mailto:wuliping@hczq.com">wuliping@hczq.com</a>
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	<a href="mailto:yanzongfei@hczq.com">yanzongfei@hczq.com</a>
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	<a href="mailto:xiongjun@hczq.com">xiongjun@hczq.com</a>

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558