

东材科技 (601208)

毛利率下滑影响利润，未来增长来自新项目投产

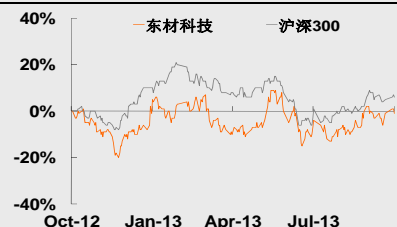
推荐 (维持)

现价: 6.51 元

主要数据

| | |
|---------------|--------------------|
| 行业 | 平安基础化工 |
| 公司网址 | www.emtco.cn |
| 大股东/持股 | 广州诚信创业投资有限公司/6.56% |
| 实际控制人/持股 | 洗燃/9.38% |
| 总股本(百万股) | 616 |
| 流通 A 股(百万股) | 317 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 40.10 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 20.64 |
| 每股净资产(元) | 3.38 |
| 资产负债率(%) | 20.39 |

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

陈建文 投资咨询资格编号S1060210020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

研究助理

郭敏 一般从业资格编号S1060112070096
0755-22626270
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。

投资要点

事项: 东材科技公布 2013 年 3 季报, 2013 年 1~9 月, 公司实现营业收入 8.30 亿元, 同比增长 7.60%; 归属上市公司股东净利润 0.61 亿元, 同比下滑 41.90%; 实现 EPS 为 0.10 元。

平安观点:

■ 主要产品毛利率下滑导致净利润下滑

公司 2013 年前三季度综合毛利率水平为 20.79%, 低于 2012 年前三季度 23.32% 毛利率水平, 公司毛利率下滑主要原因是下游需求低迷导致聚酯薄膜毛利率下滑, 聚丙烯薄膜管膜法生产工艺不稳定导致毛利率下滑, 除毛利率下滑外, 营业外收入大幅下滑、利息收入大幅下滑导致公司前三季度净利润同比大幅下滑。

■ 光伏回暖助推 PET 薄膜走出低谷, 4 万吨新产能定位高端

绵阳本部 2 万吨/年聚酯薄膜募项目于 2013 年 3 季度投料试车, 预计 2014 年至少 80% 以上开工率, 主要销售到光伏和光学等领域。南通基地 2 万吨/年聚酯薄膜超募项目预计 2015 年 1 季度投料试车。光伏回暖将助推 PET 聚酯薄膜走出低谷, 公司 2013~2015 年新增 4 万吨/年装置定位高端, 待装置运行稳定后, 将提升聚酯薄膜综合毛利率水平。

■ 2013~2015 年公司聚丙烯薄膜业务增长最为确定

2013 年前三季度, 聚丙烯薄膜订单饱满, 产能偏紧, 毛利率高于 25%。2013 年 10 月投料试车 3500 吨/年新产能、公司计划 2014 年 7~8 月再投料试车 2000 吨/年新产能。公司未来将加大聚丙烯薄膜在电子电容器领域应用以消化新增产能, 聚丙烯薄膜募项目和超募项目合计 5500 吨/年产能释放后将带来公司营业收入和利润确定性增长。

■ 本部其他业务稳定增长, 南通基地将成为新的增长来源

绵阳本部绝缘材料募项目、大尺寸结构件超募项目、无卤阻燃聚酯切片超募项目陆续投产后, 这几项业务销量稳步增长, 毛利率变化不大。南通基地建设 2 万吨/年聚酯薄膜和 2 万吨/年绝缘油漆项目, 将作为公司下一个重要战略基地。

■ 盈利预测与投资建议

公司未来增长与新项目投产进度和行业景气程度密切相关, 考虑到聚酯薄膜行业复苏仍需时日, 我们将公司 2013~2015 年 EPS 预测由此前的 0.20 元、0.30 元、0.39 元下调到 0.16 元、0.28 元、0.36 元, 目前股价对应于 2013~2015 年动态 PE 分别为 40.1、22.9、17.8 倍左右, 维持公司“推荐”投资评级。

■ 风险提示: 新建项目进度低于预期; 行业竞争加剧致产品毛利率下滑。

| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,260 | 1,038 | 1,100 | 1,872 | 2,371 |
| YoY(%) | 23.7 | -17.6 | 6.0 | 70.2 | 26.7 |
| 净利润(百万元) | 220 | 134 | 100 | 175 | 225 |
| YoY(%) | 20.8 | -39.0 | -25.5 | 75.1 | 28.3 |
| 毛利率(%) | 29.6 | 22.5 | 20.7 | 22.5 | 23.0 |
| 净利率(%) | 17.5 | 12.9 | 9.1 | 9.3 | 9.5 |
| ROE(%) | 10.2 | 6.3 | 4.7 | 7.8 | 9.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.36 | 0.22 | 0.16 | 0.28 | 0.36 |
| P/E(倍) | 18.2 | 29.9 | 40.1 | 22.9 | 17.8 |
| P/B(倍) | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1873 | 1371 | 1321 | 1637 | 1878 |
| 现金 | 1248 | 782 | 818 | 790 | 809 |
| 应收账款 | 150 | 170 | 132 | 225 | 285 |
| 其他应收款 | 6 | 8 | 6 | 11 | 14 |
| 预付账款 | 68 | 34 | 37 | 61 | 77 |
| 存货 | 182 | 218 | 183 | 305 | 383 |
| 其他流动资产 | 219 | 159 | 145 | 245 | 310 |
| 非流动资产 | 596 | 1027 | 1154 | 1069 | 957 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 264 | 446 | 519 | 544 | 533 |
| 无形资产 | 70 | 66 | 324 | 304 | 264 |
| 其他非流动资产 | 262 | 516 | 310 | 222 | 160 |
| 资产总计 | 2469 | 2398 | 2475 | 2706 | 2835 |
| 流动负债 | 217 | 198 | 290 | 394 | 367 |
| 短期借款 | 98 | 55 | 200 | 258 | 200 |
| 应付账款 | 27 | 96 | 44 | 73 | 91 |
| 其他流动负债 | 93 | 47 | 46 | 64 | 76 |
| 非流动负债 | 76 | 44 | 51 | 41 | 41 |
| 长期借款 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 36 | 44 | 51 | 41 | 41 |
| 负债合计 | 293 | 242 | 341 | 435 | 408 |
| 少数股东权益 | 10 | 10 | 11 | 13 | 15 |
| 股本 | 308 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 资本公积 | 1454 | 1146 | 1146 | 1146 | 1146 |
| 留存收益 | 404 | 384 | 361 | 496 | 650 |
| 归属母公司股东 | 2166 | 2146 | 2123 | 2258 | 2413 |
| 负债和股东权益 | 2469 | 2398 | 2475 | 2706 | 2835 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 146 | 226 | 265 | -43 | 150 |
| 净利润 | 222 | 135 | 101 | 176 | 226 |
| 折旧摊销 | 35 | 43 | 75 | 104 | 132 |
| 财务费用 | -3 | -20 | -24 | -17 | -17 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -125 | 42 | 60 | -306 | -192 |
| 其他经营现金流 | 18 | 26 | 53 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -262 | -408 | -278 | -20 | -20 |
| 资本支出 | 262 | 409 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 1 | -278 | -20 | -20 |
| 筹资活动现金流 | 1300 | -283 | 48 | 35 | -111 |
| 短期借款 | -157 | -43 | 145 | 58 | -58 |
| 长期借款 | -38 | -40 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 80 | 308 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1450 | -308 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -35 | -200 | -97 | -23 | -53 |
| 现金净增加额 | 1184 | -466 | 36 | -28 | 19 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1260 | 1038 | 1100 | 1872 | 2371 |
| 营业成本 | 887 | 805 | 872 | 1451 | 1826 |
| 营业税金及附加 | 8 | 5 | 5 | 12 | 16 |
| 营业费用 | 46 | 45 | 48 | 81 | 102 |
| 管理费用 | 78 | 84 | 89 | 151 | 192 |
| 财务费用 | -3 | -20 | -24 | -17 | -17 |
| 资产减值损失 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 241 | 119 | 110 | 193 | 251 |
| 营业外收入 | 17 | 41 | 10 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 0 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 258 | 158 | 119 | 208 | 266 |
| 所得税 | 37 | 23 | 18 | 31 | 40 |
| 净利润 | 222 | 135 | 101 | 176 | 226 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 归属母公司净利润 | 220 | 134 | 100 | 175 | 225 |
| EBITDA | 274 | 142 | 160 | 280 | 367 |
| EPS (元) | 0.71 | 0.22 | 0.16 | 0.28 | 0.36 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 23.7% | -17.6% | 6.0% | 70.2% | 26.7% |
| 营业利润 | 36.2% | -50.9% | -7.6% | 75.8% | 30.5% |
| 归属于母公司净利润 | 20.8% | -39.0% | -25.5% | 75.1% | 28.3% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.6% | 22.5% | 20.7% | 22.5% | 23.0% |
| 净利率 | | | 17.5% | 12.9% | 9.1% |
| ROE | 10.2% | 6.3% | 4.7% | 7.8% | 9.3% |
| ROIC | 18.1% | 6.1% | 4.7% | 8.5% | 10.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 11.9% | 10.1% | 13.8% | 16.1% | 14.4% |
| 净负债比率 | 60.66% | 22.60% | 58.72% | 59.21% | 49.03% |
| 流动比率 | 8.61 | 6.94 | 4.56 | 4.15 | 5.12 |
| 速动比率 | 7.77 | 5.84 | 3.93 | 3.38 | 4.07 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.43 | 0.45 | 0.72 | 0.86 |
| 应收账款周转率 | 10 | 6 | 7 | 10 | 9 |
| 应付账款周转率 | 27.86 | 13.09 | 12.50 | 24.98 | 22.29 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.36 | 0.22 | 0.16 | 0.28 | 0.36 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.24 | 0.37 | 0.43 | -0.07 | 0.24 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.52 | 3.49 | 3.45 | 3.67 | 3.92 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.21 | 29.87 | 40.10 | 22.91 | 17.85 |
| P/B | 1.85 | 1.87 | 1.89 | 1.78 | 1.66 |
| EV/EBITDA | 12 | 23 | 20 | 11 | 9 |

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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