

下游缓慢复苏，等待明年业绩回升

东材科技
(601208.SH)

投资要点：

- **事件：**近日，我们对公司进行了实地调研。
- **股权激励方案的实施有利于公司明年的业务开拓。**由于今年上半年下游景气度降低，特别是受到欧美“双反”的光伏行业面临着巨大的经营压力，同时业内产能扩张也较为迅速，加之聚酯切片等原料价格处于下降通道，公司要实现去年董事会报告中的经营计划难度很大，目前来看今年业绩要达到股权激励行权条件基本不可能。不过，我们注意到股权激励方案中今年可行权的数量较低，只占获授期权总量的一成，但是明年的第二个行权期可行权数量占总量的三成，我们认为这样的方案设计将会对公司2014年的管理层形成较强的正向激励，有利于公司明年业务的开拓。
- **公司新产能逐步投产，产能不是影响公司业绩的主要矛盾。**公司2万吨特种聚酯薄膜技改项目、3500吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目试车进展顺利，预计年末将能够正式投产。2000吨超薄聚丙烯薄膜技改项目的设备预计在年底陆续到厂，经安装调试后预计在明年6月左右投产。海安基地的2万吨绝缘油漆项目正在建设，预计2014年能投产。2万吨光学基膜项目2014年开始建设，预计2015年投产。公司的产能瓶颈已经完全打开，相比过去，产能因素已经不是公司业绩的决定性因素。
- **下游需求缓慢复苏，谨慎乐观。**我们认为公司业绩最重要的决定因子是下游需求，目前来看，主要下游的需求正在缓慢复苏。随着光伏行业的回暖，公司主要产品太阳能背板基膜的产销量均表现出良好的态势。根据我们新能源行业研究员的预测，今年四季度光伏的新装机量将会有较大增长（抢装潮），明年国内电站特别是分布式电站将会迎来大发展，预计明年国内装机量将会同比增长50%。因此，我们对下游的复苏谨慎乐观。
- **原料价格已处于底部，未来反转概率仍然存在。**从上游原材料价格来看，聚酯切片、PTA等已经达到历史底部，断言产能出清为时尚早，但是我们认为明年原材料市场景气反转的概率仍然存在。
- **产能扩张，设备更新，竞争优势更加突出。**膜材行业的技术壁垒是材料和工艺。在材料上，公司的聚酯切片合成技术有较长的历史积累，在业内具有较为明显的优势。在工艺上，公司拥有较强的技术改造及工艺改进的能力，公司的制造技术水平在行业内一直保持领先地位。随着2万吨特种聚酯薄膜技改项目的投建完成，公司的设备水平将大幅提升，竞争优势将更加突出。
- **给予“增持”的投资评级。**预计公司2013-2015年EPS为0.15元、0.32元、0.39元，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**下游需求下滑的风险，行业竞争加剧的风险。

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

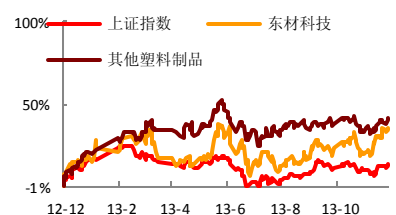
投资评级

调研日期：2013年11月19日
 本次评级：增持
 跟踪评级：首次
 目标价格：7.5

市场数据

市价(元) 7.13
 上市的流通A股(亿股) 3.17
 总股本(亿股) 6.16
 52周股价最高最低(元) 7.44-5.4
 上证指数/深证成指 2220.5/
 8542.61
 2012年股息率 3.98%

52周相对市场改变



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1038.24	1130.64	1733.50	2055.24

增长率(%)	-17.59	8.90	53.32	18.56
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	134.19	90.64	198.79	240.92
增长率(%)	-39.03	-32.45	119.31	21.19
毛利率%	22.50	20.41	25.00	25.80
净资产收益率(%)	6.27	4.06	8.37	9.28
EPS(元)	0.22	0.15	0.32	0.39
P/E(倍)	32.30	47.82	27.83	20.97
P/B(倍)	2.02	2.66	2.51	2.34

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1371.13	1789.86	1802.10	2017.87	营业收入	1038.24	1130.64	1733.50	2055.24
现金	782.29	1264.68	1056.65	1134.05	营业成本	804.68	899.90	1300.13	1524.95
应收账款	308.53	201.35	308.71	366.00	营业税金及附加	4.83	4.52	6.93	8.22
其他应收款	33.75	46.65	67.53	79.20	销售费用	44.89	45.23	69.34	82.21
预付账款	10.63	9.29	14.25	16.89	管理费用	83.94	101.76	138.68	164.42
存货	217.74	256.58	337.63	396.01	财务费用	-20.08	0.00	8.67	20.55
其他	18.19	11.31	17.34	25.70	资产减值损失	1.34	5.65	8.67	10.28
非流动资产	1027.28	1066.67	1502.93	1764.69	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	933.13	970.57	1355.58	1590.00	营业利润	118.65	73.58	201.09	244.61
其他	94.15	96.10	147.35	174.70	利润总额	157.89	107.50	235.76	285.72
资产总计	2398.41	2856.53	3305.03	3782.56	所得税	22.68	16.13	35.36	42.86
流动负债	197.37	557.62	832.67	1073.93	净利润	135.21	91.38	200.39	242.86
短期借款	54.67	400.00	600.00	800.00	少数股东损益	1.02	0.73	1.60	1.94
应付账款	117.20	129.75	189.93	223.25	归属母公司净利润	134.19	90.64	198.79	240.92
其他	25.49	27.88	42.74	50.68	EBITDA	141.51	122.11	277.53	344.66
非流动负债	44.39	50.88	78.01	92.49	EPS (元)	0.218	0.147	0.323	0.391
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	44.39	50.88	78.01	92.49	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	241.76	608.50	910.68	1166.42	成长能力				
少数股东权益	10.36	11.09	12.69	14.64	营业收入	-17.59%	8.90%	53.32%	18.56%
归属母公司股东权益	2146.29	2236.94	2435.73	2676.64	营业利润	-50.86%	-37.99%	173.29%	21.64%
负债和股东权益	2398.41	2856.53	3359.10	3857.70	归属母公司净利润	-39.03%	-32.45%	119.31%	21.19%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	22.50%	20.41%	25.00%	25.80%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	13.02%	8.08%	11.56%	11.82%
经营活动现金流	256.26	221.96	128.61	244.19	ROE	6.27%	4.06%	8.18%	9.02%
净利润	135.21	91.38	200.39	242.86	ROIC	5.65%	4.28%	8.68%	9.31%
资产减值损失	1.34	5.65	8.67	10.28	偿债能力				
折旧摊销	42.93	48.53	67.78	79.50	资产负债率	10.08%	21.30%	27.11%	30.24%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-31.68%	-36.20%	-15.46%	-8.98%
财务费用	-20.08	0.00	8.67	20.55	流动比率	694.71%	320.98%	216.42%	187.90%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.84	2.75	1.76	1.51
营运资本变化	98.09	72.94	-153.89	-107.39	营运能力				
递延税款变化	-1.23	3.46	-3.01	-1.61	总资产周转率	0.43	0.40	0.52	0.53
投资活动现金流	-472.74	-91.39	-501.02	-339.65	应收帐款周转率	3.37	5.62	5.62	5.62
资本支出	-472.74	-91.39	-501.02	-339.65	应付帐款周转率	7.94	8.11	8.11	8.11
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-249.10	351.82	164.39	172.86	每股收益	0.218	0.147	0.323	0.391
短期借款	-114.88	351.82	227.13	214.48	每股经营现金	0.37	0.36	0.21	0.40
新发股份	-0.00	123.15	45.32	99.40	每股净资产	3.49	3.63	3.96	4.35
分红	-153.94	-123.15	-99.40	-120.46	估值比率				
少数股东融资	-0.36	0.00	0.00	0.00	P/E	32.72	48.44	22.09	18.22
财务费用	20.08	0.00	-8.67	-20.55	P/B	2.05	1.96	1.80	1.64
现金净增加额	-465.58	482.39	-208.03	77.40	EV/EBITDA	27.04	33.19	16.85	14.54
经营活动现金流	256.26	221.96	128.61	244.19					
净利润	135.21	91.38	200.39	242.86					
折旧摊销	42.93	48.53	67.78	79.50					
财务费用	-20.08	0.00	8.67	20.55					
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00					
营运资金变动	98.09	72.94	-153.89	-107.39					
其他	0.11	9.12	5.65	8.67					
投资活动现金流	-472.74	-91.39	-501.02	-339.65					
资本支出	-472.74	-91.39	-501.02	-339.65					
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
筹资活动现金流	-249.10	351.82	164.39	172.86					
短期借款	-114.88	351.82	227.13	214.48					
新发股份	0.00	123.15	45.32	99.40					
其他	-134.22	-123.15	-108.06	-141.01					
现金净增加额	-465.58	482.39	-208.03	77.40					

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)