

东材科技 (601208)

新项目投产助业绩重回增长通道

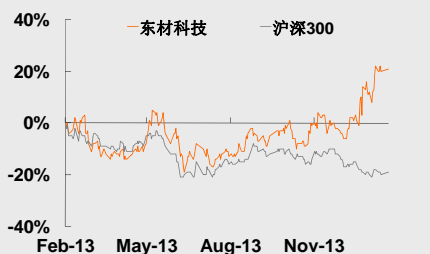
推荐 (维持)

现价: 8.70 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	广州高金技术产业集团有限公司/37.75%
实际控制人/持股	冼燃/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)	53.59
流通 A 股市值(亿元)	27.58
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	20.4

行情走势图



证券分析师

<p>鄢祝兵 投资咨询资格编号S1060511110001 0755-22621410 yanzhubing290@pingan.com.cn</p>
<p>陈建文 投资咨询资格编号S1060210020001 0755-22625476 chenjianwen002@pingan.com.cn</p>

研究助理

<p>郭敏 一般从业资格编号S1060112070096 021-38639286 guomin465@pingan.com.cn</p>
--

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

■ 技术领先的绝缘材料领军企业业绩有望重新恢复增长

东材科技主要业务为绝缘材料、功能高分子材料和相关精细化工产品的研发、制造和销售,技术创新优势奠定公司行业领军地位。2012年和2013年中期,聚酯薄膜毛利率较2011年高点出现大幅度下滑,电工聚丙烯薄膜毛利率也略有下滑,公司综合毛利率水平下降导致净利润下降。聚酯薄膜、聚丙烯薄膜、大尺寸绝缘结构件等新项目陆续投产,公司2014~2016年业绩有望重新恢复增长。

■ 光伏回暖助聚酯薄膜盈利提升,光学基膜 15 年步入收获期

2013年光伏行业大周期反转趋势确立,2014年将继续向好,光伏行业持续回暖助推公司PET薄膜走出低谷。公司与下游7家国内外知名中高端背板厂商签订2014年年度合同累计已超过2万吨,预计2014年公司聚酯薄膜盈利水平将显著提升。公司南通基地2万吨/年光学聚酯2015年正式步入收获期。

■ 公司聚丙烯薄膜 2014~2016 年增长最为确定

未来3年,国内高端电容器聚丙烯薄膜市场供求状态依旧偏紧。近年来,公司聚丙烯薄膜营业收入和毛利率较为稳定。2013年4季度和2014年7~8月公司分别有3500吨和2000吨聚丙烯薄膜项目投产,公司新增产能将尽快得到释放,2014~2016年聚丙烯薄膜将步入收获期。

■ 公司大尺寸结构件项目受益于特高压投资加速

2013年公司大尺寸结构件项目已部分投产,2013年受特高压直流输电项目并未有新线路获批开工影响,该业务仅实现2000~3000万元收入,预计2014年随着特高压直流输电项目启动,有望实现较大幅度增长。

■ 无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键

2013年主要生产普通聚酯切片为主,预计2013年全年销售量为4000~5000吨,毛利率水平也较低。2014年无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键,公司产品在下游军用领域试样效果不错,有望率先在军用领域取得突破。待下游市场大规模启动后,公司有可能进一步扩大无卤阻燃聚酯生产规模。

■ 看好公司业绩反转,维持“推荐”投资评级

我们预测公司2013~2015年摊薄后EPS分别为0.16元、0.33元、0.42元,2月19日收盘价对应动态PE分别为53.6、26.0和20.8倍左右。未来公司特种聚酯薄膜、聚丙烯薄膜募集和超募资金项目带来业绩确定性增长,大尺寸绝缘组件、无卤阻燃聚酯树脂2014年有望恢复快速增长,苯并噁嗪、PVB树脂等储备产品拥有较大想象空间,我们维持公司“推荐”投资评级。

■ 风险提示: 1、宏观经济增速下滑风险; 2、公司新项目进展低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,260	1,038	1,100	1,954	2,460
YoY(%)	23.7	-17.6	6.0	77.6	25.9
净利润(百万元)	220	134	100	206	258
YoY(%)	20.8	-39.0	-25.5	105.9	25.2
毛利率(%)	29.6	22.5	20.7	24.0	24.2
净利率(%)	17.5	12.9	9.1	10.5	10.5
ROE(%)	10.2	6.3	4.7	9.0	10.5
EPS(摊薄/元)	0.36	0.22	0.16	0.33	0.42
P/E(倍)	24.3	39.9	53.6	26.0	20.8
P/B(倍)	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2

正文目录

一、	技术领先、配套齐全的绝缘材料领军企业业绩有望重新恢复增长	5
1.1	“技术领先+专业化营销”构成公司最核心竞争力	5
1.2	公司财务分析：综合毛利率下滑导致 2012 年和 2013 年净利润下降	7
1.3	新项目陆续投产，公司 2014~2016 年业绩有望重新恢复增长	9
二、	光伏回暖助推聚酯薄膜盈利提升，光学基膜 2015 年步入收获期	9
2.1	新产能集中投放+下游需求低迷导致公司聚酯薄膜毛利率从 2011 年中期开始下滑	9
2.2	光伏回暖助推公司聚酯薄膜盈利回升	10
2.3	2015~2016 年公司光学 PET 基膜步入收获期	14
三、	公司聚丙烯薄膜 2014~2016 年增长最为确定	17
3.1	电容器聚丙烯薄膜迎巨大发展机遇	17
3.2	超薄、高场强、大容量为电容器聚丙烯薄膜未来发展方向	19
3.3	2014~2016 年高端电力电容器用聚丙烯薄膜供求偏紧	19
3.4	公司聚丙烯薄膜募集和超募资金项目 2014-2016 年步入收获期	20
四、	公司大尺寸结构件项目受益于特高压投资加速	21
4.1	2014 年特高压直流输电投资加速利好绝缘换流阀组件	21
4.2	公司换流阀绝缘组件技术处于国际领先水平	22
4.3	公司换流阀绝缘组件 2014 年收入有望上一个台阶	22
五、	无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键	23
5.1	无卤阻燃聚酯国内潜在市场巨大	23
5.2	东材科技无卤阻燃聚酯技术优势突出，打破国际垄断	23
5.3	2014 年无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键	24
六、	PVB 树脂为公司重点储备品种	25
6.1	PVB 薄膜为生产各类安全玻璃必备材料	25
6.2	中国 PVB 树脂需求呈爆发式增长，进口依赖度高	26
6.3	PVB 胶片价格维持较高水平	27
6.4	2014 年公司 PVB 薄膜中试有望获得成功	27
七、	盈利预测与投资评级	27
八、	风险提示	28

图表目录

图表 1	东材科技承担的主要重点研究课题.....	5
图表 2	东材科技及其子公司取得的专利技术.....	5
图表 3	公司产品全国实现布局.....	7
图表 4	公司产品全球布局图.....	7
图表 5	公司历年来海外收入占比情况.....	7
图表 6	公司近年来营业收入构成.....	8
图表 7	公司近年来营业利润构成.....	8
图表 8	公司近年来营业收入和增速情况（亿元）.....	8
图表 9	公司近年来净利润及增速情况（亿元）.....	8
图表 10	公司近年来主要产品毛利率情况.....	9
图表 11	公司近年来综合毛利率与净利率情况.....	9
图表 12	2012 年中期开始公司聚酯薄膜收入出现下滑.....	10
图表 13	公司聚酯薄膜毛利率从 2011 年中期开始下滑.....	10
图表 14	太阳能电池组件结构图.....	11
图表 15	太阳能背板（TPT）构成图.....	11
图表 16	2013 年前三季度两市光伏上市公司营业利润逐渐好转.....	11
图表 17	全球新增光伏容量预测（GW）.....	12
图表 18	2013 年下半年国内光伏政策密集发布.....	12
图表 19	近几年中国光伏新增装机高速增长.....	13
图表 20	全球新增装机容量对应 PET 基膜需求量.....	13
图表 21	公司光伏用聚酯薄膜销量预测.....	14
图表 22	13 年 4 季度和 15 年 4 季度全球八代玻璃基板产能投入（千片玻璃基板/月）.....	15
图表 23	八代 TFT LCD 液晶玻璃投入基板市场占有率（13 年 4 季度和 15 年 4 季度）.....	15
图表 24	背光膜组为 42"TV 面板主要成本.....	16
图表 25	背光膜组成本构成.....	16
图表 26	光学基膜产业链.....	16
图表 27	全球 PET 光学基膜竞争格局.....	17
图表 28	全球光学基膜需求量预测.....	17
图表 29	我国及外资企业在中国光学基膜投产计划.....	17
图表 30	电力电容器聚丙烯薄膜需求量及增速.....	18
图表 31	电子电容器聚丙烯薄膜需求量及增速.....	19
图表 32	中国电容器聚丙烯薄膜供应情况.....	19
图表 33	公司聚丙烯薄膜营业收入情况.....	21

图表 34	公司电工聚丙烯薄膜毛利率较为稳定	21
图表 35	公司聚丙烯薄膜产能及销量情况	21
图表 36	特高压直流输电换流阀结构.....	22
图表 37	近 20 年国内换流阀市场累计中标份额分布.....	22
图表 38	公司绝缘槽梁产品形态	23
图表 39	公司玻璃钢缠绕制品产品形态	23
图表 40	无卤阻燃聚酯切片纤维产品分布	24
图表 41	公司无卤阻燃聚酯超募资金项目情况介绍	24
图表 42	PVB 膜生产工艺	25
图表 43	PVB 应用领域分布	25
图表 44	美国和西欧的 PVB 的年产量情况.....	25
图表 45	国内 PVB 产品市场份额	26
图表 46	PVB 膜生产企业和厂家产能	26
图表 47	国际 PVB 厂商介绍	26
图表 48	国内 PVB 薄膜价格	27
图表 49	公司主要产品未来三年盈利预测假设	28

一、技术领先、配套齐全的绝缘材料领军企业业绩有望重新恢复增长

1.1 “技术领先+专业化营销”构成公司最核心竞争力

东材科技主要业务为绝缘材料、功能高分子材料和相关精细化工产品的研发、制造和销售。公司产品涵盖了JB/T2197—1996《电气绝缘材料产品分类、命名及型号编制方法》八大类产品中的七大类产品，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，公司绝缘材料产品国内市场占有率高居前列。

✓ 技术创新优势奠定公司行业地位

公司与中国科学院化学研究所、四川大学、东华大学、西南科技大学等国内十几所知名高校和科研院所开展了产、学、研联合研发合作，形成了强有力的技术创新平台和持续创新的发展能力，在绝缘材料行业具有极强的竞争优势。

图表1 东材科技承担的主要重点研究课题

项目级别	项目名称	批准立项单位	项目类型
国家级项目	特种聚酯薄膜工程化研究	科技部	“863”计划
	多相复合导磁特种层压板材研究	科技部	“863”计划
	特种纳米电磁线制备技术	科技部	“十五”国家科技攻关计划
	新型苯并恶嗪无卤阻燃树脂及其复合材料研发	国家发改委	技术中心创新能力建设
	含有毒有害元素材料的替代技术	科技部	国家科技支撑计划
	新型 N-P 协同无卤阻燃苯并恶嗪/环氧树脂合成技术研究及应用	科技部	“十一五”科技支撑计划
	双环戊二烯不饱和聚酯树脂的合成及 SMC/DMC 的制备	省科技厅	省科技攻关
	显示面板薄膜材料涂布关键技术	省经委	省技术创新重点项目
	高性能低成本苯并恶嗪树脂及其复合材料开发	省科技厅	省科技攻关
	省级项目	单面补强多胶主绝缘材料开发	省科技厅
新型高效环保芳氧基取代磷腈阻燃剂的制备与应用技术研究		青年科技基金 (科技厅)	省青年科技基金
纤维用无卤阻燃共聚酯树脂		省科技厅	省科技支撑计划项目
V0 级无卤阻燃聚酯树脂关键技术及产业化研究		省科技厅	省科技支撑计划项目
	特种聚酯薄膜成果产业化	省经委	重大创新成果产业化项目

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 东材科技及其子公司取得的专利技术

序号	发明专利名称	专利号	专利授权公告日
1	高云母含量多胶桐马环氧玻璃粉云母带	ZL00112731.4	2004.08.25
2	一种纳米改性耐电晕漆包线漆的制备方法	ZL200310111189.3	2006.2.8
3	一种轮胎橡胶脱模用聚酯薄膜的制造方法	ZL200310104140.5	2005.12.28

序号	发明专利名称	专利号	专利授权公告日
4	一种含 Ti-O-Ti 结构的钛酸酯复合物的制备方法	ZL200410040039.2	2006.06.28
5	多溴苯氧基取代的均三嗪阻燃性化合物的制备方法	CN200710049272.0	2007.11.14
6	可增稠双环戊二烯型不饱和聚酯树脂的制备方法	CN200710051048.5	2008.7.30
7	一种透明亚光聚酯薄膜的制造方法	CN200810044519.4	2008.8.20
8	一种聚苯胺抗静电油墨的原位制备方法	CN200810046210.9	2009.3.4
9	一种氨基化聚苯醚的制备方法	CN201110444346.7	2009.6.27
10	一种磷系无卤阻燃共聚聚酯的制备方法	CN200910058655.3	2009.8.19
11	六氯环三磷腈的催化合成方法	CN200910059840.4	2009.12.16
12	乳液法催化制备二氧化双环戊二烯的方法	CN200910216171.7	2010.5.12
13	一种耐融滴阻燃聚酯树脂的制备方法	CN201010611605.6	2011.6.22
14	一种反应型无卤阻燃不饱和聚酯树脂的合成方法	CN201110088083.0	2011.9.14
15	流涎法片材用阻燃聚丙烯组合物及其制造方法	CN201110447307.2	2012.7.4
16	一种阻燃线型共聚酯树脂的制备方法	CN201210098083.3	2012.9.12
17	一种无卤环保阻燃丙烯酸酯压敏胶的制备方法	CN201210176149.6	2012.10.10
18	一种耐熔滴无卤阻燃 PTT 聚酯树脂的制备方法	CN201210523799.3	2013.4.10
19	带环氧基苯并恶嗪玻璃纤维布层压板的制备方法	CN201310111116.8	2013.7.31
20	一种聚乙烯醇缩醛树脂的制备方法	CN201310259387.8	2013.9.25
21	一种不饱和聚酯玻璃纤维布层压板及其制备方法	CN201310452950.3	2014.1.8
22	一种预固化玻璃纤维布浸渍料及其制备方法	CN201310451504.0	2014.1.8

资料来源：公司公告、中国知识产权网、平安证券研究所

✓ **标准领先：公司参与绝缘材料行业标准制定**

公司多年来一直承担和参与国家标准、行业标准的起草和制订工作，致力于通过标准的提高来提升我国绝缘材料行业的技术水平，使之逐步向IEC标准及国外先进标准靠近。公司先后承担和参加制订、修订国家标准和行业标准的任务49项，建立了以采用国际标准为核心的技术标准体系。

✓ **配套综合优势：提供专业化服务和解决方案**

公司是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商；从品种结构上看，具有研发和生产E、B、F、H、C级各耐热等级绝缘材料的能力；从服务上看，公司拥有一支由博士、硕士领衔的高素质技术服务队伍，能够为客户在产品选择、个性化制造到产品应用方面提供专业化服务和解决方案。

✓ **完善的营销网络：国内实现全方位布局**

公司经过多年的营销网络建设，在全国多个城市建立了销售服务网点，就地就近为用户服务，做到让用户“方便、满意、放心”。完善的营销网络成为公司产品销售和新产品推广的重要渠道。

图表3 公司产品全国实现布局



资料来源：公司公告、平安证券研究所

✓ 公司全球化布局战略：产品品质受全球认可，海外出口保持在10%以上比例

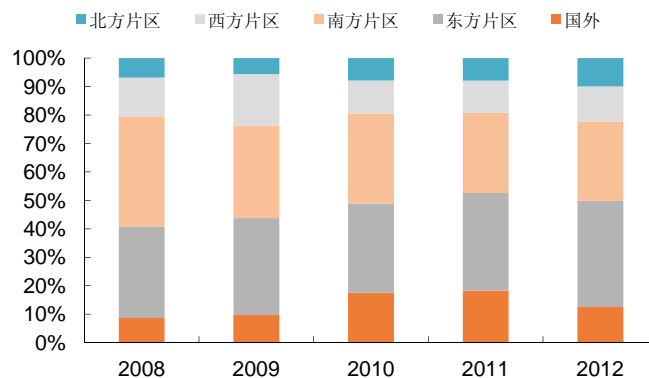
与此同时，公司与国际上20多个国家和地区建立了贸易关系，产品远销欧美和亚太主要国家和地区，市场声誉良好。2012年公司海外收入占比为12.55%，保持在10%以上的出口比例。

图表4 公司产品全球布局图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司历年来海外收入占比情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

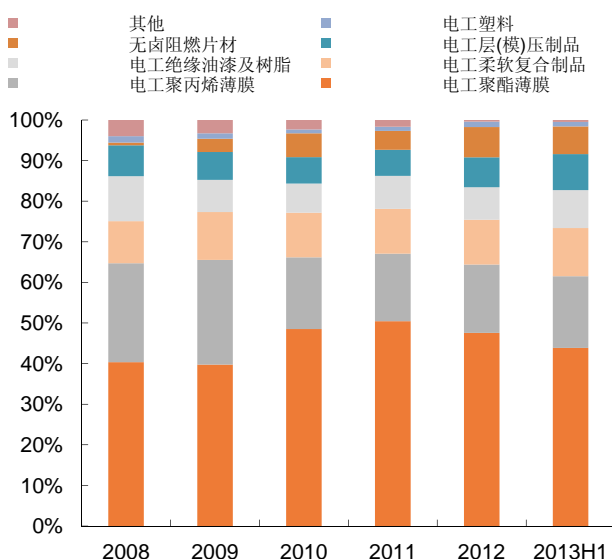
1.2 公司财务分析：综合毛利率下滑导致2012年和2013年净利润下降

公司营业收入和营业利润构成主要为聚酯薄膜和聚丙烯薄膜，聚酯薄膜和聚丙烯薄膜合计占公司收入和利润比重超过60%，公司2010年和2011年营业收入和净利润实现较快增长，主要原因是聚酯薄膜行业景气，且2009年有8000吨/年特种聚酯薄膜投产，此外，聚丙烯薄膜毛利率也处于较高水平。

2012年和2013年中期，聚酯薄膜毛利率较2011年高点出现大幅度下滑，电工聚丙烯薄膜毛利率也略有下滑，此外，电工层(模)压制品、无卤阻燃片材、电工绝缘油漆及树脂由于宏观经济不景气，募集资金项目由于设备调试的原因导致产量低于预期，也导致绝缘材料毛利率水平也出现一定幅度下滑。2012年全年和2013年前3季度公司综合毛利率水平分别仅为22.50%和20.79%，均位于近年来较低

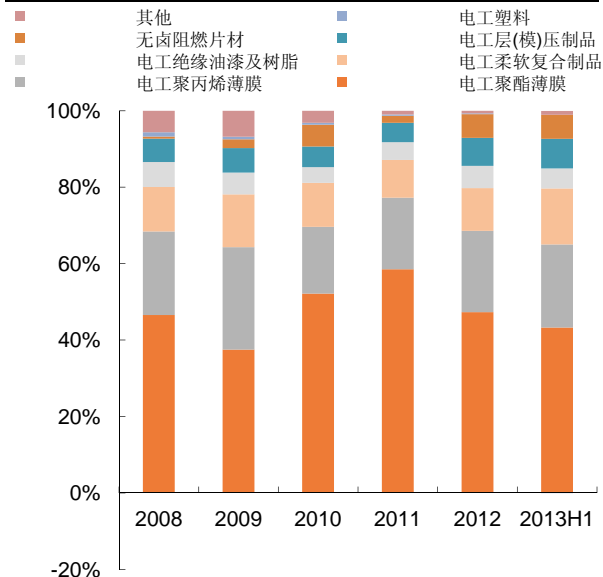
水平，公司综合毛利率水平下降导致净利润下降。

图表6 公司近年来营业收入构成



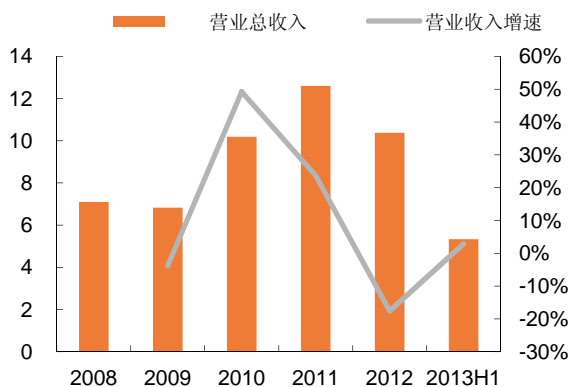
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 公司近年来营业利润构成



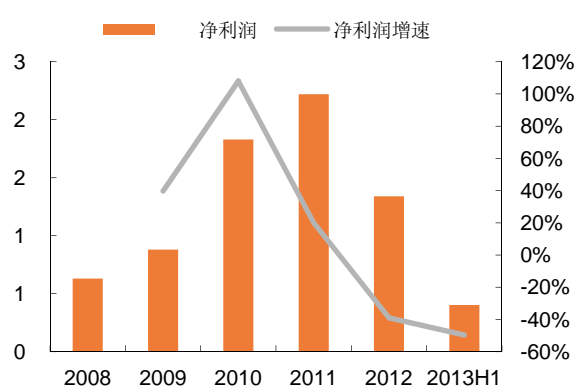
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 公司近年来营业收入和增速情况 (亿元)



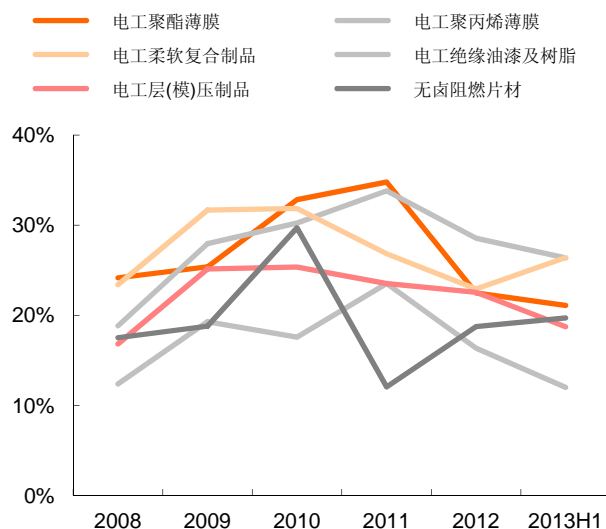
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 公司近年来净利润及增速情况 (亿元)



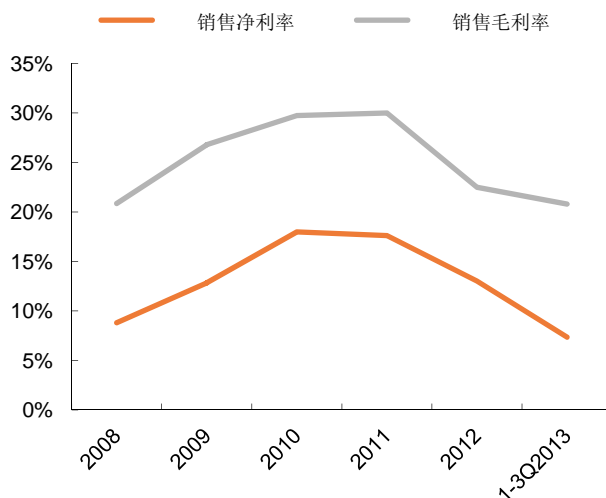
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 公司近年来主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 公司近年来综合毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告、安证券研究所

1.3 新项目陆续投产，公司 2014~2016 年业绩有望重新恢复增长

2013~2016年公司募集资金和超募资金项目陆续投产，项目稳定运行后，业绩有望恢复高增长。(一) 绝缘材料项目：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年下半年开始稳定运行，2013~2016年提供增量；(二) 聚酯薄膜项目：2万吨聚酯薄膜募投项目2013年9月试生产，2013年4季度运行稳定，2014~2016年贡献增量，2万吨聚酯薄膜超募项目2015年年1季度试生产，2015~2016年贡献增量；(三) 聚丙烯薄膜项目：3500吨2013年4季度投产，2014~2016年贡献增量，2000吨超募项目2014年中期投产，2015~2016年贡献增量；(四) 大尺寸绝缘结构件：2013年开始贡献产量；(五) 无卤阻燃聚酯切片：2013年1月3万吨/年无卤阻燃切片顺利试车，聚酯切片项目推广顺利后，2014~2016年贡献增量；(六) 南通基地正在建设3万吨绝缘树脂项目，预计2014年6月试车，2015~2016年贡献增量。

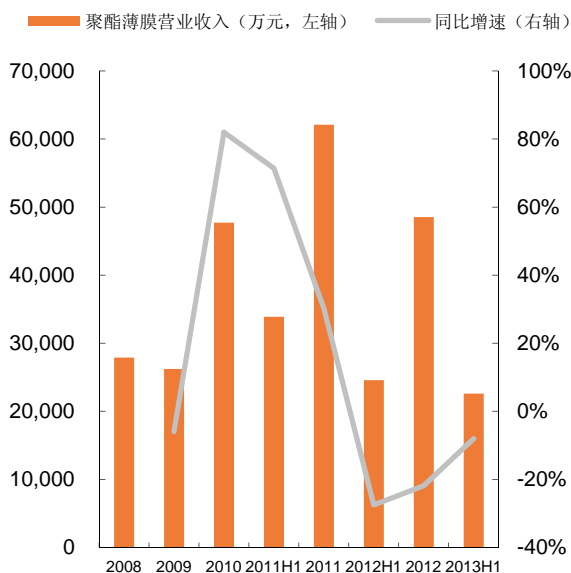
二、 光伏回暖助推聚酯薄膜盈利提升，光学基膜 2015 年步入收获期

2.1 新产能集中投放+下游需求低迷导致公司聚酯薄膜毛利率从 2011 年中期开始下滑

截止2010年，国内BOPET薄膜行业存在普通类聚酯薄膜的产能过剩而差异化、功能化的高端电工聚酯薄膜产品却依赖进口的现象。2010年和2011年特种聚酯薄膜较高毛利率水平吸引很多传统薄膜企业纷纷投入到特种聚酯薄膜领域，国内2012年新增聚酯薄膜生产线21条，新增产能52.6万吨（其中厚膜生产线7条，产能15.6万吨），2013年新增聚酯薄膜生产线25条，新增产能35万吨（其中厚膜生产线5条，产能14万吨）。

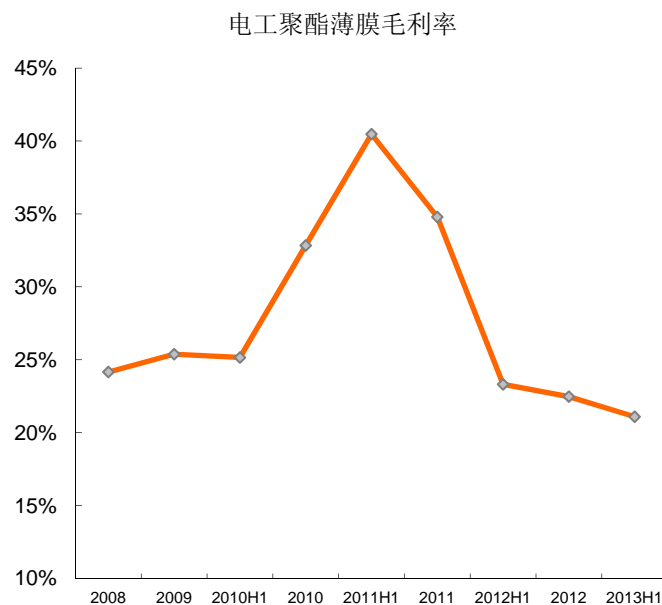
除国内新产能集中投放外，2011年下半年开始光伏、家电等下游需求低迷综合导致公司聚酯薄膜价格和毛利率开始出现下滑，2012年上半年公司本部一条500吨/年聚酯薄膜生产线运行一直不稳定增加运营成本，2012年公司聚酯薄膜毛利率下滑到23.31%水平，2013年中期为21.09%的较低水平。

图表12 2012年中期开始公司聚酯薄膜收入出现下滑



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表13 公司聚酯薄膜毛利率从2011年中期开始下滑



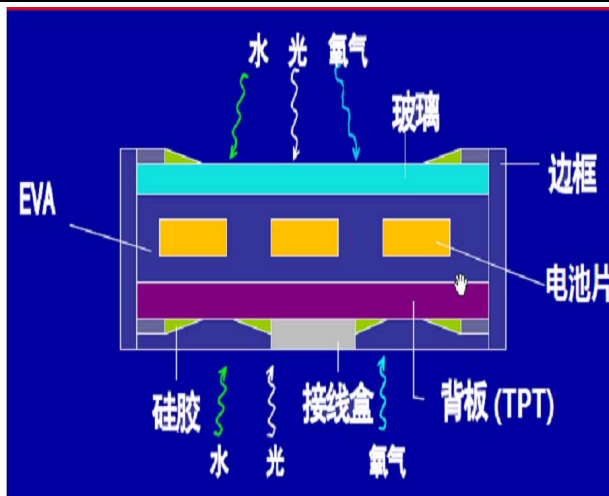
资料来源：公司公告、安证券研究所

2.2 光伏回暖助推公司聚酯薄膜盈利回升

✓ 公司聚酯薄膜景气度与光伏密切相关

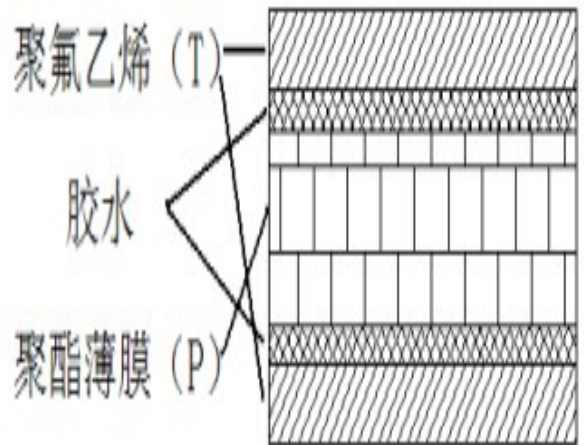
太阳能背板 (TPT) 主要为太阳能电池提供支持、固定作用，具有优异的耐气候性能、电气绝缘性能以及耐水气等性能，其主要由聚酯薄膜、氟膜、胶水构成。太阳能背板PET膜具有三大壁垒：生产线技术壁垒、原料聚酯切片的配套开发壁垒和市场准入门槛高。公司聚酯薄膜下游主要应用于光伏背板、电子电器、空调、合成纸等领域，公司聚酯薄膜景气度与光伏密切相关。

图表14太阳能电池组件结构图



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表15太阳能背板 (TPT) 构成图



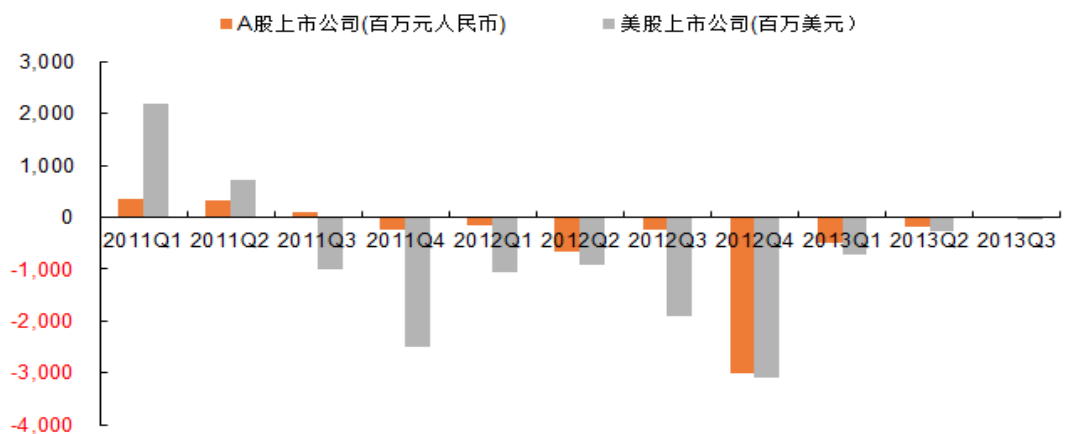
资料来源：公司网站、平安证券研究所

✓ 2013年光伏行业大周期反转趋势确立，2014年将继续向好

2013年光伏行业经历了凤凰涅槃，我们认为行业大周期的反转趋势已然得到确认，光伏上市公司在前三季度盈利状况逐渐好转，Q2、Q3已有较多企业陆续实现了营业利润的转正。我们认为行业回暖的实质源于整体供需关系的改善，一方面经历了近两年的行业整合之后，国内组件产能由最高时约50~60 GW缩至目前约26 GW左右的有效产能，另一方面得益于中国、日本、美国市场的强劲需求，保障了全球2013年可能36.5 GW新增装机量和约17%的增长速度。

展望2014年，我们认为行业转好的趋势仍将继续，基本面应属整体温和回暖而非突飞猛进型转好。2014年全球新增装机可能增长21%的需求，一线大厂将保持满产开工率，同时部分有实力小厂可能重新复产代工，在整体供需平衡的背景下，各环节产品价格可能保持平稳略降，主要企业的盈利状况将进一步好转。

图表16 2013年前三季度两市光伏上市公司营业利润逐渐好转

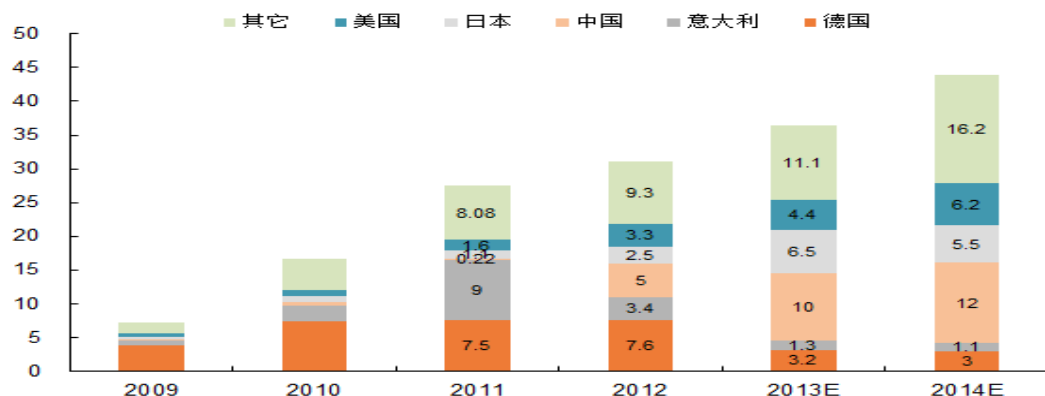


资料来源：Wind、平安证券研究所

根据2013年全球新增装机容量的跟踪分析，我们维持此前36.5 GW的预测值，并预计2014年新增装机规模可达44GW左右，同比增长21%。2013年是光伏需求格局驶向新世界的分水岭，以德国为代表欧洲地区由于政策变化导致装机量大幅下滑，而以中、美、日为代表的新兴地区装机需求迅猛增

长。对于2014年，我们认为这种占比格局仍将继续，欧洲需求有可能回升，中国、美国继续保持增长，日本可能小幅下滑，其它新兴地区如印度等将实现较快增长。

图表17全球新增光伏容量预测 (GW)



资料来源: Wind、平安证券研究所

2013年中国政府密集出台支持光伏产业发展的政策，尤其是在受到美国和欧盟的双反挤压之际，相应的扩大了国内的装机市场，保护国内产业的可持续发展。

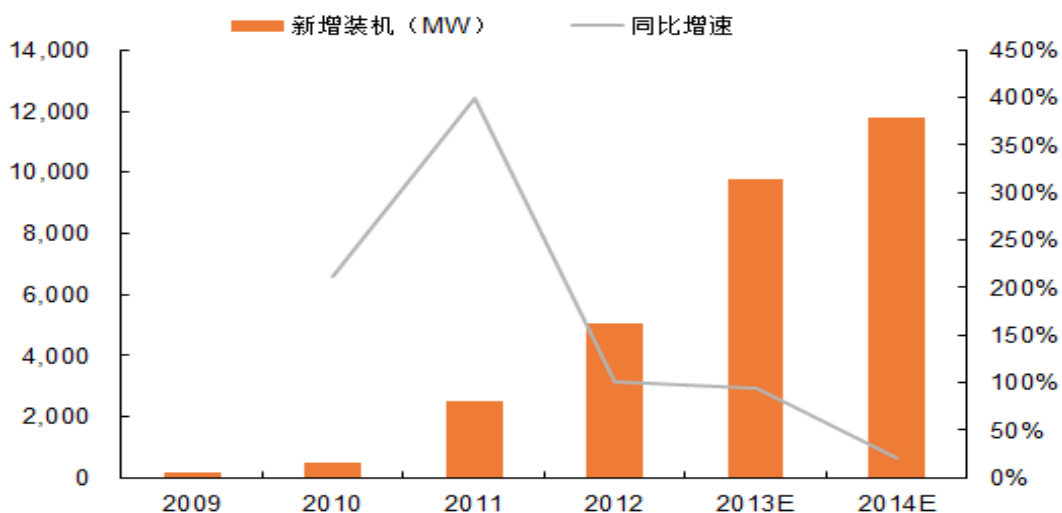
图表18 2013年下半年国内光伏政策密集发布



资料来源: 政府网站、平安证券研究所

根据国家能源局的预计，2013年我国新增光伏装机约10 GW，其中光伏电站新增7GW，分布式光伏项止新增约3 GW。预计2014年我国光伏新增装机容量约为12GW，同比增长20%。

图表19 近几年中国光伏新增装机高速增长

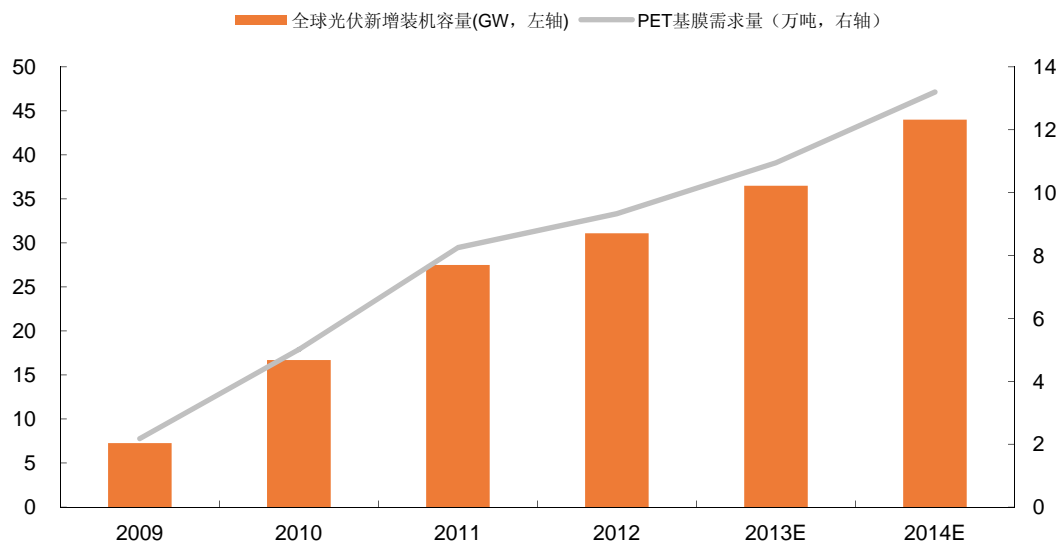


资料来源：发改委、平安证券研究所

✓ 光伏背板PET基膜需求迎快速增长

按照每光伏GW装机容量需要3000吨太阳能背板PET基膜计算，预计2014年全球新增装机容量将带来13.2万吨的PET基膜需求量，按照太阳能背板国内企业产能占全球比为50%计算，将相应带动国内约6.6万吨左右的太阳能PET基膜需求。

图表20 全球新增装机容量对应PET基膜需求量



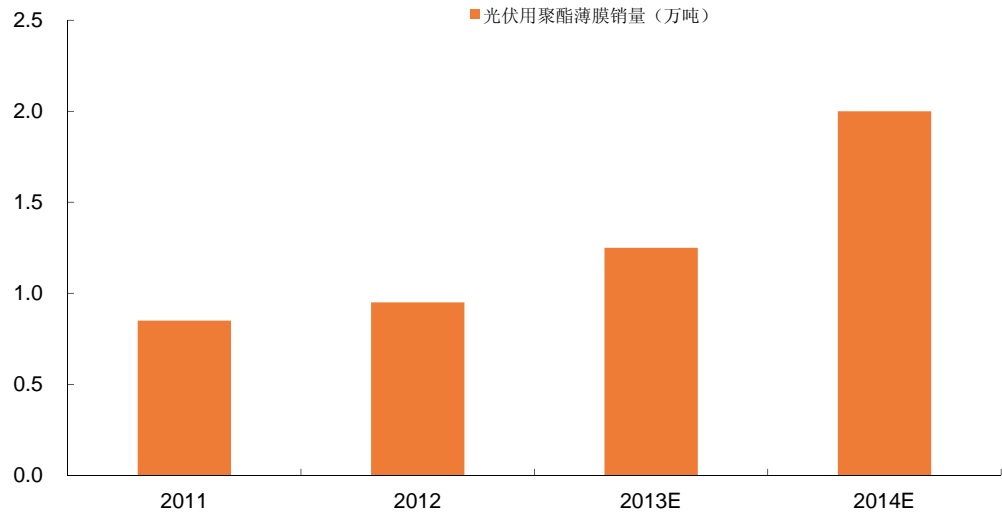
资料来源：Displaysearch、平安证券研究所

✓ 受益光伏回暖，公司聚酯薄膜订单饱满，2014年价格有望稳中有升

随着2013年4季度2万吨/年聚酯薄膜募集资金项目顺利投产，公司目前聚酯薄膜总产能为4.6万吨/年，光伏行业持续回暖助推公司PET薄膜走出低谷，公司与下游7家国内外知名中高端背板厂商签订2014年年度合同累计已超过2万吨，与其他背板厂商的合同正在陆续签订之中，预计2014年太阳能背板

膜订单总量有望超过3万吨，远超此前市场预期，公司用于光伏背膜产能最多为3万吨（本部老生产线1万吨，新生产线2万吨），公司PET基膜届时或将面临供不应求局面，预计2014年光伏用PET薄膜有望稳中有升，光伏用PET基膜价格每上扬1000元/吨（含税），增厚公司EPS为0.035元。

图表21 公司光伏用聚酯薄膜销量预测



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 2015~2016 年公司光学 PET 基膜步入收获期

✓ 受益LCD产业转移，国内光学膜迎发展良机

面板生产商对其价格敏感性较高，随着我国逐渐成为平板显示器最大消费市场，面板厂商为竞取我国市场份额并进一步降低成本，于是全球LCD面板产能逐渐向我国转移。在政府和银行雄厚资金的支持下，中国LCD厂商积极建造八代线液晶面板厂，从而使得中国正向全球的LCD产能大国迈进。根据NPD DisplaySearch 研究显示，到2015年第四季中国大陆将会有北京京东方B4厂、合肥京东方B5厂、重庆京东方B8厂、南京中电熊猫八代厂、深圳华星光电Fab #1、深圳华星光电Fab #2、LG Display广州厂、三星Display苏州厂等共计八座TFT LCD及AMOLED八代线面板厂建成并迈入运作。

中国八代液晶玻璃市场占有率从2013年四季度的19%增长到2015年四季度的39%，韩国从60%下降到46%。韩国和中国的八代产能一共将占到全球的85%。然而台湾的产能从2013年四季度的12%下降到2015年四季度的8%。

图表22 13年4季度和15年4季度全球八代玻璃基板产能投入（千片玻璃基板/月）

Country	Manufacturer	Factory	MG Size	Tech.	Application	Q4'13	Q4'15
China	BOE	BOE Beijing B4	2200 × 2500	a-Si	LCD	125	135
		BOE Chongqing B8	2200 × 2500	a-Si/Oxide	LCD		40
		BOE Hefei B5	2200 × 2500	a-Si/Oxide	LCD+AMOLED		60
	CEC Panda	PND Nanjing G8	2200 × 2500	a-Si/Oxide	LCD		45
	China Star	CSOT Shenzhen 1	2200 × 2500	a-Si	LCD	120	150
		CSOT Shenzhen 2	2200 × 2500	a-Si	LCD		50
	LG Display	LGD Guangzhou 1	2200 × 2500	a-Si	LCD		102
Samsung Display	SD Suzhou	2200 × 2500	a-Si	LCD	10	85	
China Subtotal						255	667
Japan	Panasonic LCD	IPSA Himeji 1	2200 × 2500	a-Si	LCD	46	43
		SHP Kameyama 2	2160 × 2460	a-Si	LCD	43	10
	Sharp	SHP Kameyama 2 Oxide	2160 × 2460	a-Si/Oxide	LCD	35	60
Japan Subtotal						124	113
Korea	LG Display	LGD Paju P8	2200 × 2500	a-Si	LCD	200	165
		LGD Paju P9	2200 × 2500	a-Si/Oxide	LCD+AMOLED	9	36
		LGD Paju P8 - 2a and 2b	2200 × 2500	a-Si	LCD	145	135
		LGD Paju P9 G8	2200 × 2500	a-Si	LCD	60	
		LGD Paju P9 G9	2200 × 2500	Oxide	LCD+AMOLED		60
	Samsung	SD V1	2200 × 2500	LTPS	AMOLED		8
	Display	SEC Tangjong L8-1	2200 × 2500	a-Si	LCD	195	195
	SEC Tangjong L8-2	2200 × 2500	a-Si	LCD	180	180	
	SMD V1 Pilot	2200 × 2500	LTPS	AMOLED	8	10	
Korea Subtotal						797	789
Taiwan	AUO	AUO Taichung L8A	2200 × 2500	a-Si	LCD	45	45
		AUO Taichung L8B	2200 × 2500	a-Si	LCD	40	40
		AUO Taichung L8B	2200 × 2500	a-Si/Oxide	LCD		10
	Innolux Corp.	CMO Kaohsiung Fab8	2200 × 2500	a-Si	LCD	5	5
		CMO Kaohsiung Fab9	2200 × 2500	a-Si	LCD	27	27
	CMO Kaohsiung Fab10	2200 × 2500	a-Si	LCD	30	30	
Taiwan Subtotal						147	157

资料来源：Displaysearch、平安证券研究所

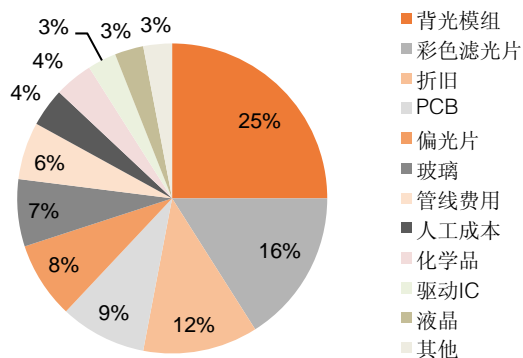
图表23 八代TFT LCD液晶玻璃投入基板市场占有率（13年4季度和15年4季度）

国家	Q4' 13玻璃基板投入（千片/月）	Q4' 15玻璃基板投入（千片/月）	Q4' 13玻璃基板投入市场份额	Q4' 15玻璃基板投入市场份额
中国	255	667	19%	39%
日本	124	113	9%	7%
韩国	797	789	60%	46%
台湾	147	157	12%	8%
全球	1,323	1,726	100%	100%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

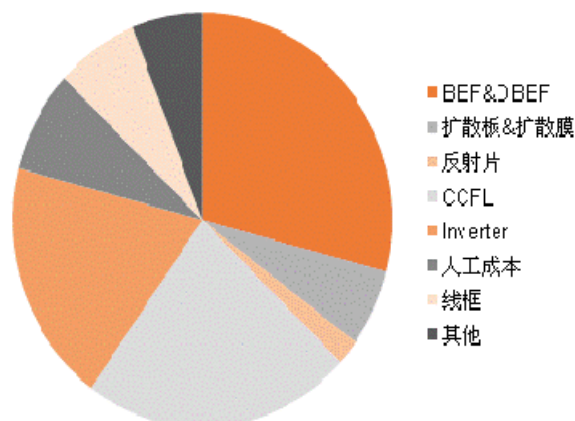
背光模组为LCD面板中成本占比最大的零部件，而增亮膜（也称为棱镜片）、扩散膜和反射片等与光学薄膜相关的零部件在背光模组成本中占比近40%，处于举足轻重的地位。受益液晶面板产业国内转移，出于贴近市场和降低成本的考虑，下游面板企业倾向于从国内采购光学膜，国内光学膜迎发展良机。

图表24背光模组为42"TV面板主要成本



资料来源：光学膜产业、平安证券研究所

图表25背光膜组成本构成



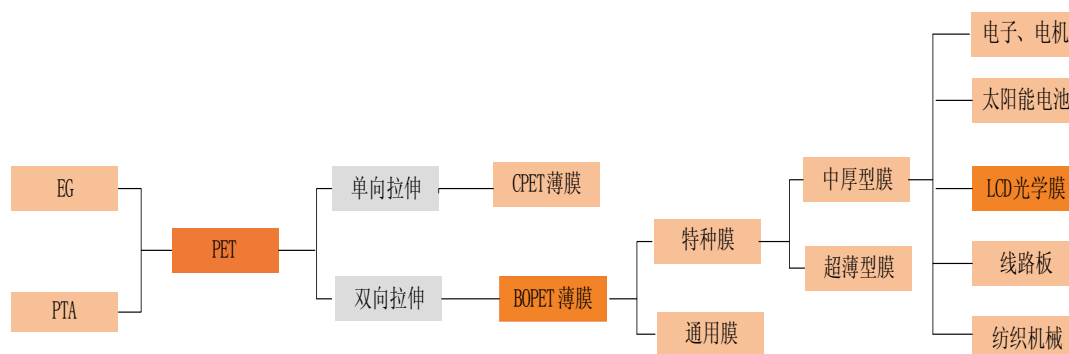
资料来源：光学膜产业、平安证券研究所

✓ PET光学基膜技术壁垒高，国内进口替代空间大

光学级PET基膜为光学薄膜的主要原材料，扩散膜、增亮膜等都是PET切片的基础上加工而成的。国内企业进入光学膜领域，光学膜国产化进程必将拉动国内光学PET基膜的需求，对于国内的聚酯薄膜厂商将是一次难得的机遇。光学用PET膜与普通PET膜相比，需具备表面无缺陷，更低的雾度、更高的透光率的特点，对技术要求较高，产能主要集中在日韩企业。

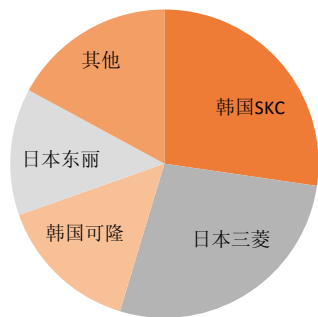
全球2006~2011年LCD光学薄膜复合增速达19%，保持快速增长。2011年全球LCD背光模组用光学薄膜出货量预计超过4.8亿平米，折光学基膜约12万吨，据有关业内专家预测，至2016年全球平板显示器行业对光学级聚酯基膜的年需求量将达到30万吨以上。而因光学基膜的技术壁垒高，长期以来只有国外少数企业具备生产能力，日本东丽、三菱和韩国SKC等七大巨头占据了80%以上的市场。2011年我国光学基膜的进口依赖度超过90%，行业进口替代空间巨大。

图表26光学基膜产业链



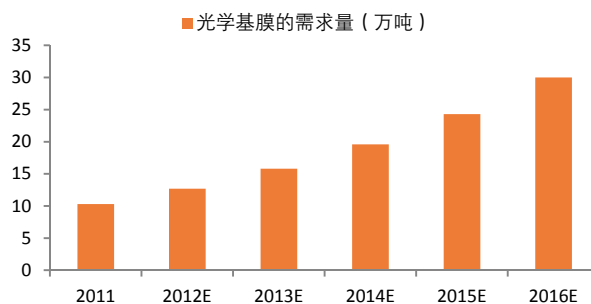
资料来源：光学膜产业、平安证券研究所

图表27全球PET光学基膜竞争格局



资料来源：光学膜产业、平安证券研究所

图表28全球光学基膜需求量预测



资料来源：光学膜产业、平安证券研究所

在光学基膜进口替代的诱人前景下，国内外聚酯薄膜企业纷纷进入该领域，包括国际巨头SKC、日本三菱、日本东丽以及国内的乐凯集团、裕兴股份、东材科技等企业。根据目前公布的扩产计划，届时我国光学基膜产能有望出现大幅增长，但是因为一般从开始准备到正式生产周期需要2年，所以短期内已经投产的企业将明显受益于进口替代而快速发展。

图表29 我国及外资企业在中国光学基膜投产计划

公司名称	投资额度	投资地点	生产线数量	产能 (万吨)	预计投产时间
三菱树脂	2.9亿美元	苏州	2 (基膜)	5	2013
SKC	3.0 亿美元	南通		5	2013
仪化东丽	旧线改造	仪征	1 (基膜)	0.66	2011
	55 亿日元		1 (基膜)	1.5	2012
康得新	2 亿 M ² 配套业务	北京	1 (基膜)	5	2013
裕兴股份		江苏	2 (现有和募投)	2.5	2012
东材科技	4.2 亿	江苏	1	2	2015
南洋科技	0.17 亿欧元	浙江	1	2	2014

资料来源：各公司公告、平安证券研究所

✓ 公司光学PET基膜2015~2016年开始贡献收益

公司凭借在聚酯薄膜领域领先的技术优势，光学级PET聚酯薄膜小试产品得到下游客户广泛认可。PET光学基膜售价高于光伏及其他特种聚酯薄膜，毛利率也相对更高。公司南通基地2万吨/年光学聚酯薄膜超募项目预计2015年上半年投产，光学PET基膜毛利率水平也相对更高，2015~2016年光学基膜正式步入收获期。

三、 公司聚丙烯薄膜 2014~2016 年增长最为确定

3.1 电容器聚丙烯薄膜迎巨大发展机遇

电容器用聚丙烯薄膜是由等规聚丙烯树脂经双轴定向拉伸而成的一种性能优良的塑料薄膜，可以用

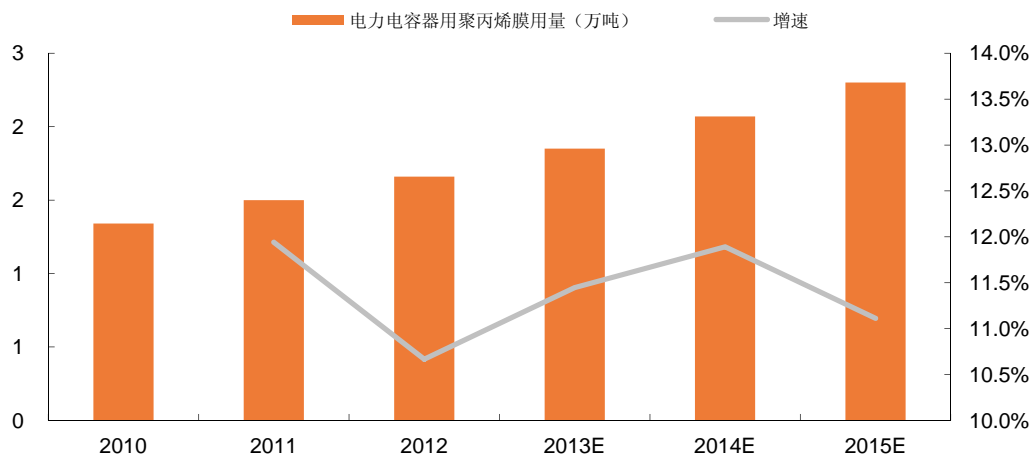
管膜法生产，也可以使用平膜法双向拉伸生产，具有电容量稳定、损耗小、耐电压特性优异、绝缘电阻高、频率特性好、性能稳定、可靠性高等优点，广泛用于电子、家电、通讯、电力等领域。电工聚丙烯薄膜主要用作电容器介质材料，分为高压用易浸型电力电容器用聚丙烯薄膜和电子电容器用聚丙烯薄膜。

✓ **电力电容器薄膜竞争格局比较稳定，电力电容器聚丙烯薄膜空前机遇**

高压电力电容器是广泛应用于各种电网的就地无功补偿和集中无功补偿的电力设备，主要作用是提高电网系统的功率因数及供电质量，可有效节约能源。作为电力电容器主要材料聚丙烯薄膜主要涉及到电力安全问题，产品需挂网试验2年或以上时间，行业市场进入壁垒较高，短期难有进入者，行业竞争格局比较稳定。

随着电力工业的快速发展、铁路电气化进程加快、高压直流输电技术高速发展以及无功补偿、节能降损管理的加强，特别是近年来国家电网不断加大特高压直流输变电工程的投运，使电力电容器制造企业获得了前所未有的发展机遇，作为电力电容器的主要材料，电力电容器用聚丙烯薄膜的市场需求量必然会随之增加。

图表30 电力电容器聚丙烯薄膜需求量及增速

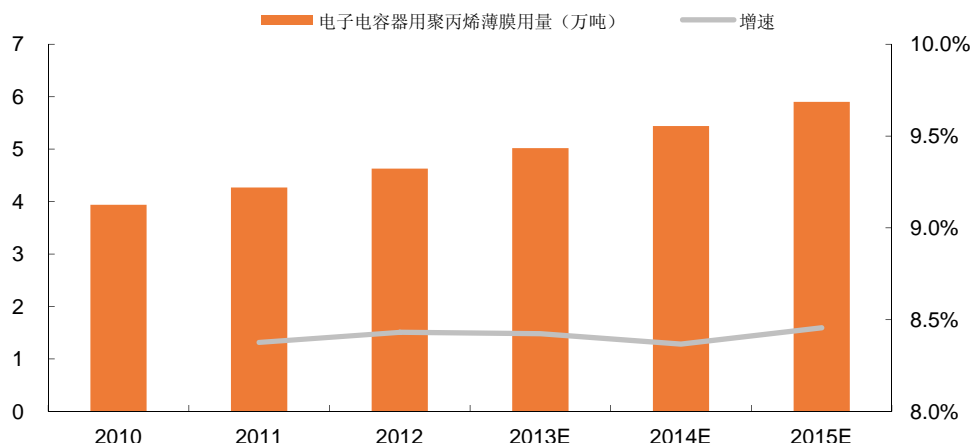


资料来源：中电元协电容器分会、平安证券研究所

✓ **电子电容器聚丙烯薄膜发展前景广阔**

电容器用聚丙烯薄膜另一重要应用领域是电子电容器生产制造。作为薄膜电容器的核心介质材料，电容器用电子聚丙烯薄膜产业也将迎来巨大的发展机遇。随着电子聚丙烯薄膜材料生产技术的提高及超薄化的发展，薄膜电容器的应用领域也在不断被拓展，开始应用于混合动力汽车用电容器、节能灯电容器、风力发电电容器领域。

图表31 电子电容器聚丙烯薄膜需求量及增速



资料来源：中电元协电容器分会、平安证券研究所

3.2 超薄、高场强、大容量为电容器聚丙烯薄膜未来发展方向

目前电容器制造都在向高场强、大容量方向发展，使电容器用薄膜向超薄方向发展，电力电容器由原来的15~18微米改变成10~11微米，电子电容方面由原来7~8微米下降到3~5微米，在这样超薄的情况下还要保证薄膜的厚度均匀性、保证薄膜的电气绝缘性能、保证一定产能满足市场需求，这对薄膜的制造提出了更高的要求，也使薄膜的制造上了一个台阶，薄膜的制造水平难度加大。国内制造高品质的薄膜设备基本上采取进口方式。

聚丙烯薄膜相比特种聚酯薄膜而言，没有原材料合成环节的核心技术，但是聚丙烯薄膜需要在非常薄的基础上控制厚度公差，控制精度要求更高。该产品越薄售价更高，例如日本企业在混合动力汽车用电容器薄膜厚度在2-3um，其单吨的售价超过20万元。

3.3 2014~2016 年高端电力电容器用聚丙烯薄膜供求偏紧

在过去的15年中，国内电子电容器用聚丙烯薄膜需求量从6,000吨/年发展到目前的5.05万吨/年，预计到2015年，国内电力电容器和电子电容器对聚丙烯薄膜的总需求将超过8.5万吨。国内电容器薄膜生产企业达到10多家，三十条左右生产线，其中，国内中高端电容器用聚丙烯薄膜主要由东材科技、铜峰电子、南洋科技等少数企业生产供应，未来3年，国内高端电容器聚丙烯薄膜市场供求状态依旧偏紧，尤其是电力电容器聚丙烯薄膜，低端电子聚丙烯薄膜存在产能过剩的可能。

图表32 中国电容器聚丙烯薄膜供应情况

企业名称	现有生产线	现有产能 (吨)	预计新线投入	新增产能 (吨)	产能合计 (吨)	备注
河北海伟集团	4	14000	3	12000	26000	
浙江南洋电子	4	14000	1	6000	20000	

企业名称	现有生产线	现有产能 (吨)	预计新线投入	新增产能 (吨)	产能合计 (吨)	备注
铜峰电子	4	10000	2	7000	17000	
大东南	4	14000			14000	
东材科技	3	5000	2	5500	10500	
南通奔多新材料	4	10000			10000	
佛塑集团东方公司	2	5500	2	4000	9500	
泉州嘉德利公司	2	6400	1	3500	6400	
大连三荣化学株式会社	1	3600			3600	
新会	2	2500			2500	
双星新材			1	3500	3500	正在调试
浙江某企业			1	3300	3300	正在调试
温岭水泵			1	3700	3700	已经出膜
顺德德冠			1	3500	3500	包装膜企业
进口		4500			4500	特维高、东丽、创世普、信越、王子等
改装膜		14500			9500	含龙辰、中山、顺德等
合计	30	104000	15	52000	147500	

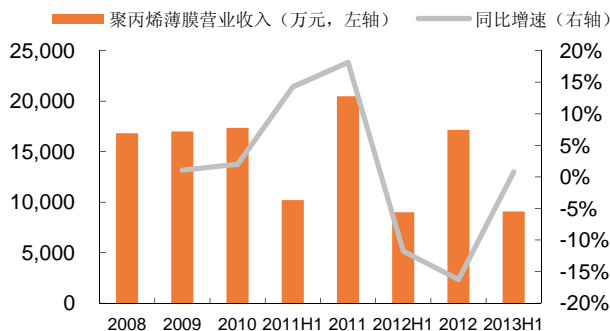
资料来源：中电元协电容器分会、平安证券研究所

3.4 公司聚丙烯薄膜募集中和超募资金项目 2014-2016 年步入收获期

➤ 公司聚丙烯薄膜营业收入和毛利率较为稳定

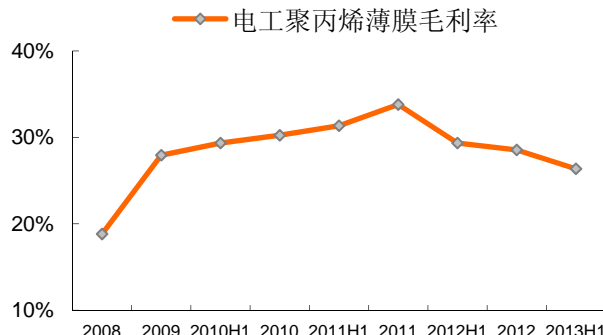
随着2013年4季度3500吨/年的聚丙烯薄膜生产线投产，公司目前共有8500吨/年聚丙烯薄膜，本部有2套管膜法装置，共计1500吨/年产能，绵阳新厂区共有二套3500吨/年的平膜法聚丙烯膜装置，公司聚丙烯薄膜产品近3年平均产销率超过100%，设备的利用已基本达到产能极限，公司聚丙烯薄膜产品每年都是严重供不应求，营业收入和毛利率较为稳定。

图表33公司聚丙烯薄膜营业收入情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34公司电工聚丙烯薄膜毛利率较为稳定

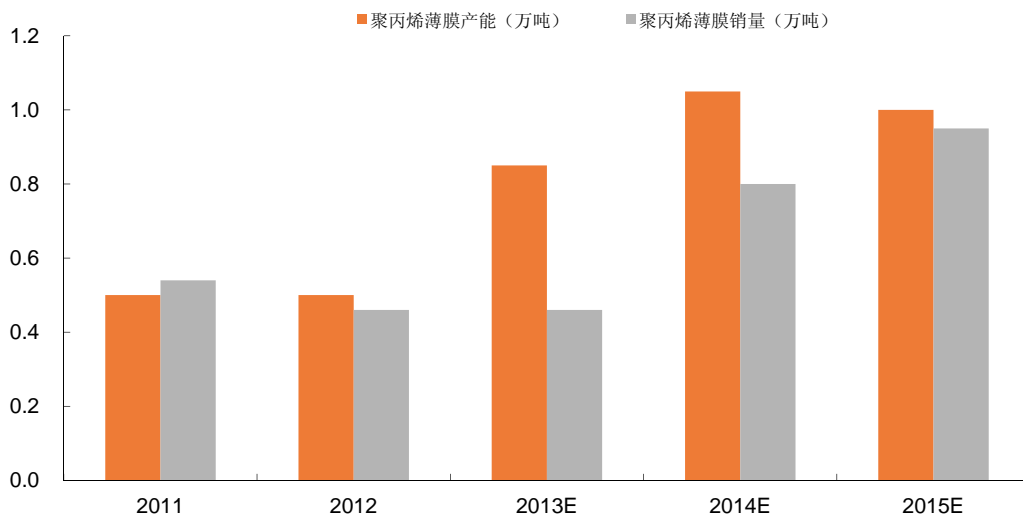


资料来源：公司公告、平安证券研究所

➤ 公司聚丙烯薄膜募集资金和超募资金项目预计2014~2016年步入收获期

公司另外一条2000吨/年聚丙烯薄膜超募资金项目预计在2014年7-8月投产，届时公司聚丙烯薄膜总产能将达到1万吨左右/年。公司聚丙烯薄膜下游主要应用于电力电容器，与南洋科技等电子电容器聚丙烯薄膜相比，公司毛利率更为稳定，最为受益电力电容器薄膜行业景气。随着2014年特高压项目逐步开工，市场对电力电容器用聚丙烯薄膜的需求也将提速，公司新增产能将尽快得到释放，2014~2016年聚丙烯薄膜将步入收获期。

图表35公司聚丙烯薄膜产能及销量情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 公司大尺寸结构件项目受益于特高压投资加速

4.1 2014 年特高压直流输电投资加速利好绝缘换流阀组件

特高压直流输电 (UHVDC) 目前在我国主要是 ± 800kV，从技术上看线路中间无需落点，可点对点、

大功率、远距离直接将电力输送至负荷中心，线路走廊窄，适合大功率、远距离输电，同时还能保持电网之间的相对独立性，特高压成为未来我国电网建设的必然方向。

根据国家电网披露，2014年计划完成固定资产投资4035亿元，其中电网投资为3815亿元。2013年国家电网规划电网投资3128亿元，实际完成3379亿元。由此看来，2014年国家电网计划投资规模比2013年大幅增长了近20%，比实际完成量增长了13%左右。国家电网将“加快特高压和重点工程建设”列入了2014年重点工作，国家电网称，要“推动改建电网项目评估机制，全力突破特高压发展瓶颈”，“西纵和中纵工程要加快前期工作。力争特高压六交四直项目年内核准并开工”，并力争溪洛渡-浙西直流工程上半年投运，浙北-福州交流工程年底投运。

2014年假设批准的特高压直流输电工程为2条，按照每条特高压直流输电工程投资额为200亿元计算，则对应投资额为400亿元，按照直流换流阀装备市场规模占总投资额12%比例计算，对应直流换流阀市场规模为50亿元左右，换流阀绝缘组件市场空间预计超过5亿元。

4.2 公司换流阀绝缘组件技术处于国际领先水平

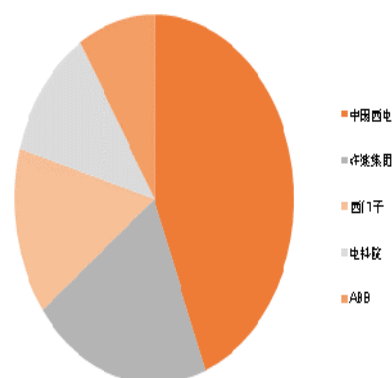
直流输电换流阀技术难度大，行业门槛高，市场高度集中。目前国内由3家厂商具备换流阀供货能力，其中西安整流器厂最早参与国内直流工程换流阀设计，已具备西门子和ABB公司2种技术获得的供货合同也最多；其次是许继集团，引进西门子技术；中国电力科学院具有自主研发技术，作为后起之秀，已成为换流阀领域强有力的竞争者。

图表36 特高压直流输电换流阀结构



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表37 近20年国内换流阀市场累计中标份额分布



资料来源：公司公告、平安证券研究所

在直流换流阀设备中，绝缘组件作为绝缘承力结构件，把其它的换流阀设备悬挂起来，起到承重、保护作用。目前国外仅VONROLL公司在生产此种绝缘组件，而国内暂时空白。东材科技直流输电换流阀用绝缘组件的技术水平达到国际领先水平，并拥有自主知识产权，申请并授权5项国家发明专利，并取得1项国家重点新产品、1项国家“十一五”科技支撑计划课题通过验收，获得2011年国家重大科技成果转化项目。

4.3 公司换流阀绝缘组件 2014 年收入有望上一个台阶

公司投资6790万元超募资金用于生产7200套大尺寸绝缘结构件项目。其中，7000套直流输电换流阀

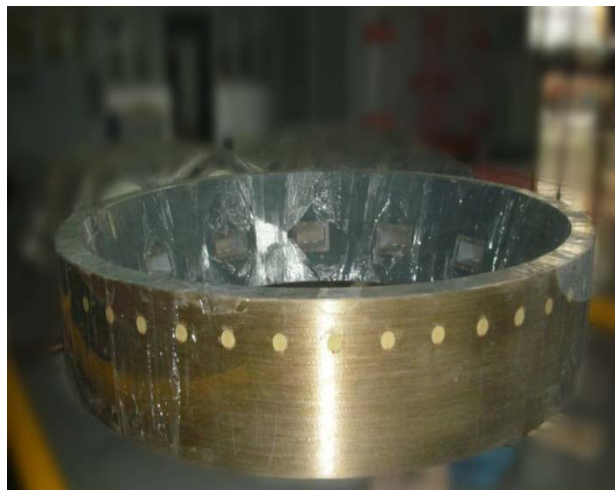
用绝缘组件，产品包括：直流输电换流阀用绝缘槽梁、直流输电换流阀用绝缘拉带及加工件。200套玻璃钢缠绕制品，主要产品包括：玻璃钢锥环、绝缘筒、穿墙套管。2013年公司该项目已经完全达产，2013年受特高压直流输电项目并未有新线路获批开工影响，该业务仅实现2000~3000万元收入，预计2014年随着特高压直流输电项目启动，有望实现6000万元以上收入，营业利润超过1500万元。

图表38公司绝缘槽梁产品形态



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表39公司玻璃钢缠绕制品产品形态



资料来源：公司网站、平安证券研究所

五、 无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键

5.1 无卤阻燃聚酯国内潜在市场巨大

高性能无卤阻燃共聚酯树脂已成为我国经济社会发展当前和未来急需的基础原材料之一，将其加工成阻燃纤维、薄膜、片材、泡沫、塑料等产品后，可广泛应用于纺织化纤、电子、电器、消防、军工等行业以及交通工具、建筑、酒店内装饰等领域。2010年我国聚酯产能约为2800万吨左右，按世界阻燃聚酯的消耗量占聚酯总耗量10%计算，每年我国阻燃聚酯潜在需求量超过200万吨。

5.2 东材科技无卤阻燃聚酯技术优势突出，打破国际垄断

东材科技通过对相关技术的研发，已具备功能性聚酯产品的生产技术，高耐热、高阻燃、高气体阻隔性、低熔点、亚光、全消光等聚酯产品均在市场应用中取得良好的评价，为打破国际垄断，推进聚酯产业发展做出了贡献。根据市场需要，东材科技开发的新型无卤永久性高阻燃聚酯树脂，具有极限氧指数高、阻燃性能好、无毒、低烟等特性，被广泛使用于地毯、面料、工业丝、传送带等领域，打破了国外永久高阻燃聚酯树脂的长期垄断，形成规模化生产，目前该产品技术已申报6项专利，即：“一种磷系无卤阻燃共聚酯的制备方法” 200910058655.3、“一种耐融滴阻燃聚酯树脂的制备方法” 201010611605.6、“一种反应型无卤阻燃不饱和聚酯树脂的合成方法” 201110088083.0、“一种反应型抗聚酯融滴阻燃物的制备方法” 201110288126、“一种阻燃线型共聚酯树脂的制备方法” 201210098083.3、“一种耐熔滴无卤阻燃PTT聚酯树脂的制备方法” 201210523799.3。

图表40 无卤阻燃聚酯切片纤维产品分布

商品名	公司	阻燃方法	阻燃剂	熔点(°C)	密度(g/cm ³)	LOI(%)
EFR8402	东材科技	共聚	磷系	251	-	32
Dacron 900F	杜邦	共聚	溴系	235	1.41	27-28
Irevir a270	赫斯特	共聚	磷系	252	1.38	26
IreviraCS	赫斯特	共聚/共混	磷系	252	-	29
Heim	东洋纺	共聚	磷系	259	1.38	28
GH471	东洋纺	共聚	磷系	256	1.40	30-32
GH478	东洋纺	共聚	磷系	256	1.40	30-32
Unfla	东丽	共混	-	258	-	31-32
Exter	帝人	共混	卤素	246-252	1.37	28
Wistel FR	西尼亚	共聚	溴硫	-	-	26-27
Nines	可乐丽	共聚	-	-	-	26-29

资料来源：合成纤维工业、公司网站、平安证券研究所

5.3 2014 年无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键

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年主要生产普通聚酯切片为主，预计2013年全年销售量为4000~5000吨，毛利率水平也较低，该产品市场培育还需要较长时间。2014年无卤阻燃聚酯切片市场拓展尤为关键，公司产品在下游军用领域试样效果不错，有望率先在军用领域取得突破。待下游市场大规模启动后，公司有可能进一步扩大无卤阻燃聚酯生产规模。

图表41 公司无卤阻燃聚酯超募资金项目情况介绍

产能	阻燃等级	应用领域	关键技术指标(磷含量)ppm	销售价格(不含税)
15000吨	V2级	建筑及交通 工具内饰材料	6000~8000	1.42万元/吨
13000吨	V1级	地毯、针刺 滤布、篷布 等产业用纺织 品及阻燃 泡沫材料、 阻燃工程塑料	8000~14000	2.05万元/吨
2000吨	V0级	V0级阻燃 聚酯薄膜、 阻燃工程塑料及流延片材	15000	2.56万元/吨

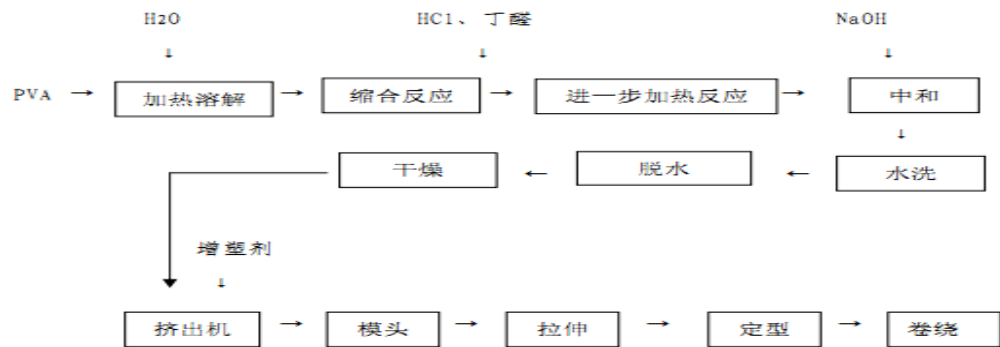
资料来源：公司公告、平安证券研究所

六、PVB树脂为公司重点储备品种

6.1 PVB薄膜为生产各类安全玻璃必备材料

PVB膜又叫PVB胶片，PVB薄膜，PVB中间膜等，化学名是：聚醇缩丁醛薄膜。PVB中间膜主要用PVB树脂制成。PVB树脂是由聚乙烯醇和丁醛在强酸催化作用下反应得到的高分子化合物。PVB树脂，本身含有很多的羟基，可以与一些热固型树脂产生架桥反应以提升耐化学药品性及涂膜硬度等性能。并具有优异涂膜高透明性、弹性、韧性、耐强碱、耐油性及可挠性，与低温耐冲击性。由于其有特殊之化学结构，所以对玻璃、金属、陶瓷、塑料、皮革及木材等皆有很强之结合性。

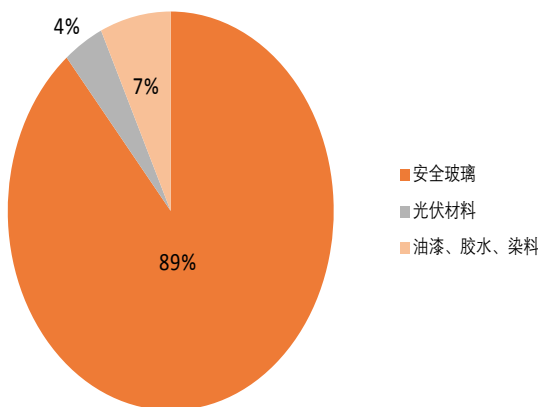
图表42PVB膜生产工艺



资料来源：Shanghai Dragon Corporation、平安证券研究所

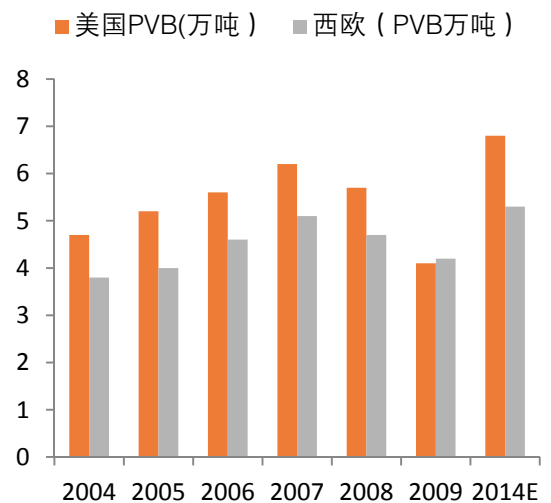
PVB中间膜以其优良的光学性能、耐高温、低温、机械性能和对无机玻璃良好的粘结性能成为生产各类安全玻璃的必须原材料。这种安全玻璃广泛用于汽车、高层建筑、航空、航海等领域。在具有安全特性的同时，还有优异的隔音、光控、保温、隔热、防雾等性能，是最为理想的安全玻璃加工材料。随着人们对节能环保要求的提高，太阳能光伏市场日新月异，对光伏级PVB膜的需求也越来越明显。此外，其余的应用于油漆、胶水、染料等材料中。

图表43PVB应用领域分布



资料来源：Shanghai Dragon Corporation、平安证券研究所

图表44美国和西欧的PVB的年产量情况



资料来源：上海龙大企业、平安证券研究所

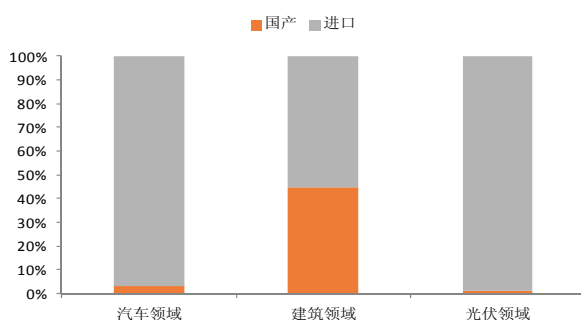
6.2 中国 PVB 树脂需求呈爆发式增长，进口依赖度高

目前中国已经是PVB中间膜消费大国，消费量占世界消费总量的30%左右，主要的应用于夹层安全玻璃，特别是汽车夹层安全玻璃，但在建筑安全夹层玻璃方面的潜力很大。光伏领域的PVB胶片的应用前景也值得关注，我国是太阳能电池组建制造大国，占世界生产总量的四成以上，PVB胶片在太阳能电池领域的应用将具有巨大的潜在规模。PVB中间膜在复合了其它功能后，其应用领域还将被拓宽。国内PVB树脂总产能约2.5万吨/年，年产量约1.5万吨。未来几年，随着光伏电池以及汽车和房地产行业的高速发展，国内市场对PVB树脂需求将呈现爆发式增长。

国内PVB胶片绝大部分依赖进口，汽车领域国产产品占3.4%，光伏领域国产产品占1.2%，较低端的建筑领域国产产品也仅占到45%。目前PVB高端市场长期来为国外大厂把持，如汽车挡风玻璃领域和高档建筑夹胶玻璃领域采用的基本都是进口的产品。国内企业多数采用回收料生产PVB，品质较低，只能用于中低端市场，直接采用树脂生产的企业很少，而且由于PVB生产用的树脂质量要求高，目前能够大规模生产可用作中间膜的高粘度树脂的供应量很少，这是限制国内 PVB产量的非常重要的因素。

作为其中的子领域，太阳能用PVB行业参与者更少，目前主要是Dupont和Kuraray公司的产品；Dupont公司的PV521X系列产品有多个细分种类，是杜邦公司为占领PVB 市场而做的布局；Kuraray公司的 Trosifol Soalr 2G/R40是目前行业评价不错的产品，也是欧瑞康公司的认证原材料供应商。

图表45 国内PVB产品市场份额



资料来源：wind、平安证券研究所

图表46 PVB膜生产企业和厂家产能

投资类别	企业数量(个)	产能(吨/年)
内资	0~40	86000
外资	2	17000
合计		103000

资料来源：智研咨询、平安证券研究所

图表47 国际PVB厂商介绍

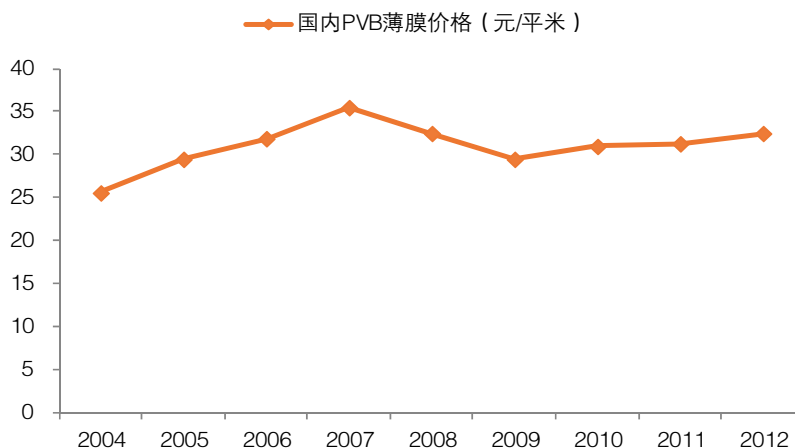
公司	简介
美国首诺科特玻璃功能膜公司	世界最大的玻璃贴膜制造商，公认的全球玻璃功能膜行业领导者。其产品主要应用于汽车以及建筑业
积水化学工业株式会社	PVB 产品主要用于汽车行业
杜邦	美国大型化学公司，PVB 膜在光伏材料正逐步追赶 Kuraray，但汽车和建筑业面临着市场份额的丢失。
Kuraray	日本企业。在新兴的光伏材料应用中占据重要位置

资料来源：各公司网站、平安证券研究所

6.3 PVB 胶片价格维持较高水平

PVB胶片价格，以汽车安全玻璃用厚度0.76mm规格的含税价格为例，进口产品46~51元/平方米，国产产品以PVB胶片边角料添加的比例不同，价格从25~38元/平方米不等，近10年来，PVB胶片价格维持较高水平。

图表48国内PVB薄膜价格



资料来源：智研咨询、平安证券研究所

6.4 2014 年公司 PVB 薄膜中试有望获得成功

公司与清华大学签署了技术开发合同，委托清华大学开展满足高端聚乙烯醇缩丁醛（PVB）胶片用PVB树脂合成新工艺的研究，优化PVB树脂合成新工艺的工艺流程、反应条件和设备型式，开展基础规律研究（小试）、中试试验和工业试验研究。PVB树脂产品符合国家新材料、新能源、节能环保低碳的产业政策，科技含量高，国内高端市场空白，市场空间广阔，盈利空间良好。该合同的履行将为公司开拓PVB市场奠定良好基础。2014年若PVB树脂中试成功后将成为公司又一重磅品种。

七、 盈利预测与投资评级

公司电工柔软复合材料、层压制品、无卤阻燃PC片材三个募投资金项目2012年1月顺利投产，柔软复合绝缘材料、电工层压制品、无卤阻燃片材产品未来每年保持20%~30%的营业收入增长，公司新装置投产后，有望充分发挥设备优势和装置连续化生产优势，提升这三块业务综合毛利率水平。

随着2013年4季度2万吨/年聚酯薄膜募投资金项目顺利投产，公司目前聚酯薄膜总产能为4.6万吨/年，光伏行业持续回暖助推公司PET薄膜走出低谷，公司与下游7家国内外知名中高端背板厂商签订2014年年度合同累计已超过2万吨，公司PET基膜届时或将面临供不应求局面。公司南通基地2万吨/年光学聚酯薄膜超募项目预计2015年上半年投产，光学PET基膜毛利率水平也相对更高，2015~2016年光学基膜正式步入收获期。

随着2013年4季度3500吨/年的聚丙烯薄膜生产线投产、公司另外一条2000吨/年聚丙烯薄膜超募资金项目预计在2014年7-8月投产，届时公司聚丙烯薄膜总产能将达到1万吨左右/年。公司聚丙烯薄膜下游主要应用于电力电容器，与南洋科技等电子电容器聚丙烯薄膜相比，公司毛利率更为稳定，最

为受益电力电容器薄膜行业景气。随着2014年特高压项目逐步开工，市场对电力电容器用聚丙烯薄膜的需求也将提速，公司新增产能将尽快得到释放，2014~2016年聚丙烯薄膜将步入收获期。

无卤阻燃树脂、直流输电换流用阀绝缘组件2个超募项目2014年有望迎来较快增长，苯并噁嗪、PVB树脂等储备产品市场空间巨大。

核心假设：

- 1、公司特种聚酯薄膜、聚丙烯薄膜募集资金项目2014年~2016年稳定运行，销量逐年提升；
- 2、公司聚丙烯薄膜超募项目2014年中期顺利投产，特种聚酯薄膜超募项目2015年上半年顺利投产；
- 3、公司无卤阻燃聚酯切片和直流输电换流用阀绝缘组件超募资金项目2014~2016年销量稳步增长；
- 4、公司主要产品2013~2015年销量、营业收入、毛利率相关假设见图表49；
- 5、考虑到股权激励影响，公司2014~2015年公司管理费用率有所上升；
- 6、2013~2015年公司所得税为15%水平。

基于上述假设，我们预测公司2013~2015年摊薄后EPS分别0.16元、0.33元、0.42元，2月19日收盘价对应动态PE分别为53.6、26.0和20.8倍左右。未来公司特种聚酯薄膜、聚丙烯薄膜募集和超募资金项目带来业绩确定性增长，大尺寸绝缘组件、无卤阻燃聚酯树脂2014年有望恢复快速增长，苯并噁嗪、PVB树脂等储备产品拥有较大想象空间，公司作为化工新材料综合龙头未来发展空间广阔，我们维持公司“推荐”投资评级。

图表49公司主要产品未来三年盈利预测假设

产品	盈利假设	2013	2014	2015
电工聚酯薄膜	销量(万吨)	2.80	4.10	4.60
	营业收入(万元)	44,800.00	71,750.00	82,800.00
	毛利率	21.00%	26.00%	27.00%
电工聚丙烯薄膜	销量(万吨)	0.46	0.80	0.90
	营业收入(万元)	15,870.00	28,400.00	31,950.00
	毛利率	25.00%	27.00%	27.00%
柔软复合材料	销量(万吨)	0.28	0.48	0.53
	营业收入(万元)	11,200.00	19,200.00	21,200.00
	毛利率	25%	25%	25%
电工层模压制品	销量(万吨)	0.20	0.35	0.40
	营业收入(万元)	7,600.00	13,300.00	15,200.00
	毛利率	24%	24%	24%
无卤阻燃 PC 片材	销量(万吨)	0.23	0.35	0.42
	营业收入(万元)	7,590.00	11,900.00	14,280.00
	毛利率	19%	20%	20%

资料来源：平安证券研究所

八、风险提示

- 1、宏观经济不景气，导致公司下游需求增速放缓；

- 2、原油价格上涨导致公司相关原材料价格大幅波动；
- 3、公司募集资金和超募资金项目投产进度低于预期；
- 4、国内其他竞争对手技术取得突破导致公司产品竞争加剧，导致行业毛利率大幅下滑。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1371	1321	1666	1934
现金	782	818	790	833
应收账款	170	132	235	295
其他应收款	8	6	12	15
预付账款	34	37	62	78
存货	218	183	312	392
其他流动资产	159	145	256	322
非流动资产	1027	1154	1069	957
长期投资	0	0	0	0
固定资产	446	519	544	533
无形资产	66	324	304	264
其他非流动资产	516	310	222	160
资产总计	2398	2475	2736	2891
流动负债	198	290	393	371
短期借款	55	200	253	200
应付账款	96	44	74	93
其他流动负债	47	46	66	78
非流动负债	44	51	41	41
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	44	51	41	41
负债合计	242	341	434	412
少数股东权益	10	11	13	15
股本	616	616	616	616
资本公积	1146	1146	1146	1146
留存收益	384	361	527	702
归属母公司股东权益	2146	2123	2289	2464
负债和股东权益	2398	2475	2736	2891

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	226	265	-38	180
净利润	135	101	208	260
折旧摊销	43	75	104	132
财务费用	-20	-24	-17	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	42	60	-333	-194
其他经营现金流	26	53	0	0
投资活动现金流	-408	-278	-20	-20
资本支出	409	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-278	-20	-20
筹资活动现金流	-283	48	30	-118
短期借款	-43	145	53	-53
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	308	0	0	0
资本公积增加	-308	0	0	0
其他筹资现金流	-200	-97	-23	-65
现金净增加额	-466	36	-28	43

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1038	1100	1954	2460
营业成本	805	872	1486	1864
营业税金及附加	5	5	13	16
营业费用	45	48	84	106
管理费用	84	89	158	199
财务费用	-20	-24	-17	-17
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	119	110	229	291
营业外收入	41	10	15	15
营业外支出	2	1	0	0
利润总额	158	119	244	306
所得税	23	18	37	46
净利润	135	101	208	260
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	134	100	206	258
EBITDA	142	160	316	405
EPS (元)	0.22	0.16	0.33	0.42

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	-17.6	6.0	77.6	25.9
营业利润(%)	-50.9	-7.6	109.2	26.8
归属于母公司净利润(%)	-39.0	-25.5	105.9	25.2
获利能力				
毛利率(%)	22.50	20.72	23.98	24.22
净利率(%)	12.92	9.09	10.54	10.47
ROE(%)	6.25	4.71	8.99	10.46
ROIC(%)	6.10	4.70	10.07	12.41
偿债能力				
资产负债率(%)	10.09	13.76	15.86	14.25
净负债比率(%)	22.60	58.72	58.24	48.56
流动比率	6.94	4.56	4.24	5.21
速动比率	5.84	3.93	3.45	4.16
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.75	0.87
应收账款周转率	6	7	11	9
应付账款周转率	13.09	12.50	25.20	22.26
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.16	0.33	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.43	-0.06	0.29
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.45	3.72	4.00
估值比率				
P/E	39.92	53.59	26.02	20.79
P/B	2.50	2.52	2.34	2.17
EV/EBITDA	32	28	14	11

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

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