

原材料 - 化工

## 项目陆续投产，业绩复苏

—东材科技（601208）深度研究报告

2014 年 2 月 20 日

评级：**增持(首次)**

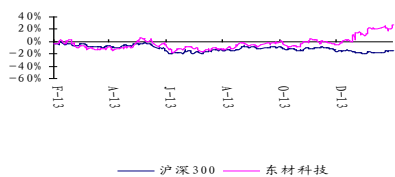
市场数据	2014 年 2 月 20 日
当前价格(元)	8.34
52 周价格区间(元)	5.62-8.65
总市值(百万)	5283.22
流通市值(百万)	2720.49
总股本(百万股)	615.76
流通股(百万股)	317.07
日均成交额(百万)	40.13
近一月换手(%)	75.31%
第一大股东	广州高金技术产业集团有限公司
公司网址	http://www.emtco.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1038	1104	1764	2226
净利润(百万元)	134	87	185	231
每股收益(元)	0.22	0.14	0.30	0.37
净利润增长率%	-39.0%	-35.0%	111.6%	25.0%
市盈率	38.27	58.90	27.83	22.26
市净率	2.46	2.50	2.30	2.09
EV/EBITDA	32	28	14	12

资料来源：世纪证券研究所

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	22.50%	3.04%
净利率	12.92%	2.97%
净资产收益率	6.25%	6.29%
总资产收益率	5.59%	2.18%
资产负债率	10.09%	61.10%

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
东材科技	3.88%	16.22%	20.32%
沪深 300	4.46%	-3.60%	-15.56%

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司简介：国内绝缘材料龙头，配套齐全。**公司的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，是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商，多个产品市场占有率居前列。
- 公司所处行业分析：**1) 电工聚酯薄膜：增长将受益于下游光伏产业复苏。随着光伏装机容量的增长，预计 2014 年全球新增需求为 14.7 万吨，市场空间较大；2) 电工聚丙烯薄膜：国网加快特高压项目建设，电力电容器用聚丙烯薄膜的市场需求可期。
- 公司竞争力。**1) 技术创新平台/能力优势；2) 标准领先优势；3) 制造技术优势；4) 综合配套优势。
- 业绩增长点：**1) 2 万吨/年聚酯薄膜项目投产，将受益光伏产业复苏；预计 2014 年公司聚酯薄膜销量增幅为 50% 以上，毛利率将回升至 28% 左右；2) 聚丙烯薄膜募集和超募项目合计 5500 吨/年产能将于 2014 年逐步释放。将受益国内特高压项目推进；3) 公司年产 3 万吨无卤阻燃片材项目已于 2013 年 4 月份投产，随着市场领域拓展，销量将出现较大增幅，4) 光学基膜项目：2015 年有望投产，市场前景较好，预计可实现年平均销售收入约 5.4 亿元，实现年平均利润约为 1.1 亿元。
- 盈利预测及投资评级。**根据我们的盈利预测，2014 年公司业绩将出现大幅增长，2013-2015 年净利润增速分别为 -35.0%/111.6%/25.0%，每股收益分别为 0.14/0.30/0.37 元，对应 2014 年 20 日收盘价市盈率分别为 58.90/ 27.83/22.26 倍，考虑公司订单情况明显受益光伏行业景气度回升，募投项目产能将陆续释放，未来业绩增长较为确定，首次给予“增持”评级。
- 风险提示。**下游光伏、特高压复苏情况低于预期；新建项目投产进度、市场推广低于预期。

## 目录

一、公司概况 .....	2
1.1 公司简介 .....	2
1.2 股权结构 .....	3
二、公司所处行业分析 .....	3
2.1 绝缘材料概述 .....	3
2.2 电工聚酯薄膜：增长将受益于光伏产业复苏 .....	4
2.3 电工聚丙烯薄膜：需求前景向好，竞争格局稳定 .....	5
三、公司竞争力分析 .....	5
3.1 技术创新平台/能力优势 .....	5
3.2 标准领先优势 .....	6
3.3 制造技术优势 .....	6
3.4 综合配套优势 .....	6
四、公司主营业务分析 .....	7
五、公司财务分析 .....	7
六、未来业绩增长点 .....	8
6.1 2万吨/年聚酯薄膜项目投产，将受益光伏产业复苏 .....	8
6.2 丙烯薄膜募集项目陆续投产，将受益国内特高压项目推进 .....	9
6.3 无卤阻燃片材项目投产，将受益于市场领域拓展 .....	9
6.4 光学基膜项目：2015年有望投产，市场前景较好 .....	9
七、盈利预测及投资评级 .....	10
八、风险因素分析 .....	11
九、附件：三大报表 .....	11

## 一、公司概况

### 1.1 公司简介

国内绝缘材料龙头，配套齐全。公司的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，产品下游广泛应用于发变电设备、电机、电子电器、通讯、新能源等多个行业。公司产品涵盖了《电气绝缘材料产品分类、命名及型号编制方法》八大类中的七大类产品，是国内绝缘材料品种配套最为齐全的制造商，多个产品市场占有率局前列。

Figure 1 公司主要产品及应用领域

产品名称		应用领域
电工聚酯薄膜	低萃取型薄膜	制冷压缩机
	薄膜开关用聚酯薄膜	薄膜开关
	太阳能电池背板基膜	太阳能电池
	白板膜	印刷、广告、磁卡、标签
	黑色聚酯薄膜	电声器材、胶带、电子
	其他	电机、家用电器等
电工聚丙烯薄膜	粗化膜	各种发电设备的电容器制造、输变电设施、电力机车等
	电子膜	电子产品、家用电器等
无卤阻燃片材		电子、电工、汽车等
柔软复合绝缘材料	云母柔软复合绝缘材料	发电设备、高压电动机、电缆料
	薄膜柔软复合绝缘材料	大中小电机、微型电机、变压器
电工层（模）压制品		发电设备、高压输变电设备、变压器
电工塑料		高低压电器
绝缘油漆及树脂	漆包线漆	漆包线
	玻璃丝包线漆	玻璃丝包线
	浸渍漆	大电机、防爆电机、牵引电机、变压器等
	无卤阻燃树脂	无卤阻燃片材制造等
电工非织布	普通型	绝缘材料、过滤材料、胶带
	易浸型	变压器

资料来源：公司招股说明书

Figure 2 公司主要产品概览



资料来源：公司网站

## 1.2 股权结构

公司控股股东为广州高金技术产业集团有限公司，持股比例为 37.75%。洗燃、凤翔、戴耀花、李学银持有广州高金 100% 的股权并且是一致行动人，是东材科技的实际控制人。

Figure 3 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	持股比例(%)
广州高金技术产业集团有限公司	232,437,600	0	37.75
于少波	31,903,200	0	5.18
广州诚信创业投资有限公司	30,777,504	--	5.00
唐安斌	22,866,600	--	3.71
熊海涛	21,876,480	--	3.55

资料来源：公司公告

## 二、公司所处行业分析

### 2.1 绝缘材料概述

**绝缘材料**是电工产品中必不可少的材料，作为基础材料，应用范围极广，绝缘材料上游产业主要为石油化工行业，制造绝缘材料的主要原材料有：苯酚、甲醛、苯乙烯等有机化合物，环氧树脂、聚丙烯、聚酯等高分子聚合物，云母、石棉、碳酸钙、滑石粉、氢氧化铝等无机物。绝缘材料主要应用于发电设备、输变电设备、牵引机车、电机、电器、电子、家电、通讯、新能源（风能、太阳能和核能）等多个行业。

**绝缘材料类别：**通常分为电工薄膜材料、电工柔软复合绝缘材料、电工层模压制品、电工塑料、绝缘油漆及树脂材料和其他绝缘材料。公司主要绝缘材料市场情况分析如下：

## 2.2 电工聚酯薄膜：增长将受益于光伏产业复苏

**电工聚酯薄膜属于特种膜，应用广泛。**电工聚酯薄膜作为聚酯薄膜细分市场中的高端产品，由于其优良的机械性、耐化学性和尺寸稳定性，作为一种电气绝缘材料得到了迅速发展和广泛应用。近年来，电工聚酯薄膜的用途不断扩展，已广泛应用于电气绝缘、电路印刷、太阳能光伏行业和感光材料等民用以及尖端、高新技术领域，产量逐年增长。2005—2009年间，我国电工聚酯薄膜的销售量一直呈现上升趋势，整体保持约20%的复合增长率。

**近年来，电工聚酯薄膜供给较快。**电工聚酯薄膜主要是中厚型膜，根据中国 BOPET 行业协会的统计，中厚膜（50 微米以上）产能大幅增长，2011/2012/2013 年厚膜产能将分别增加 9.1/15.6/14.0 万吨，增长率分别为 58.3%、63.2%和 34.7%。

**光伏产业复苏，太阳能背板膜需求值得期待。**从电工聚酯薄膜国内下游需求来看，传统领域，如电气绝缘、电子电器行业需求与经济波动的相关性较大，增长较为稳定；光伏产业复苏，太阳能背板膜需求值得期待。光伏行业在 2013 年四季度开始回暖，随着欧盟“双反”初步和解，国家促进光伏产业发展的一系列政策出台，国内外新增装机容量未来将保持较快增速，继续复苏的可能性较大，上游原材料也将受益。

国家已经从对光伏行业贷款、融资及补贴出台一系列政策，**未来光伏行业仍然乐观看好。**根据国家规划，2013 年至 2015 年，计划年均新增光伏发电装机容量 10GW 左右，到 2015 年太阳能总装机容量将达到 35GW 瓦以上。2014 年中国光伏市场将大规模扩容，能源局预计 2014 年全国光伏装机规模目标为 14GW，这将比 2013 年 9.5GW 实际装机规模增长近五成，按每 GW 需要 3000 吨太阳能背板 PET 膜，**预计 2014 年国内新增太阳能装机容量将带来 5.2 万吨左右的太阳能背板 PET 膜需求；**全球光伏市场供需格局逐渐改善，2014 年全球太阳能光伏需求将呈较快增长，预计将从 2013 年 36GW 需求上升至 2014 年 49GW，对太阳能背板 PET 膜需求为 **14.7 万吨**，市场空间较大。

**太阳能背板 PET 膜由于壁垒较高，进口替代是趋势。**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。由于壁垒较高，太阳能背板 PET 膜主要由日本东丽、杜邦帝人和韩国 SKC 等公司提供，国内企业中东材科技、常州裕兴和佛山杜邦鸿基已经掌握了其核心技术，产品已经通过下游国外大客户认证，进口替代的趋势日益明显，国内大东南、双星新材、南洋科技也积极步入该领域。

### 2.3 电工聚丙烯薄膜：需求前景向好，竞争格局稳定

**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，可以用管膜法双向拉伸生产，也可以使用平膜法双向拉伸生产。**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。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。

**国网加快特高压项目建设，电力电容器用聚丙烯薄膜的市场需求可期。**国家电网不断加大特高压直流输变电工程的投运，将促进电力电容器需求，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。从2013年情况来看，国内特高压进展缓慢，2014年，国网着重加快特高压和重点工程建设。推动改进电网项目评估机制，全力突破特高压发展瓶颈，力争特高压“六交四直”项目年内核准并开工。

**电子电容器聚丙烯薄膜发展前景广阔。**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。目前薄膜电容器在整个电容器产业中的比重约为7—8%，随着应用范围的持续拓宽，市场增长空间十分广阔。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较大的发展机遇。

**电工聚丙烯薄膜竞争格局相对稳定。**国内电容薄膜生产企业已达十多家，二十多条生产线，占主导性的生产企业有铜峰电子、南洋科技、东材科技、佛塑科技、大东南等5家公司市场占有率稳居行业前五，合计占比在六成以上。除行业集中度较高外，电工聚丙烯薄膜尤其超薄型电子光膜、单双面粗化膜等具有较高的技术壁垒，对新进入者有一定的门槛。

## 三、公司竞争力分析

### 3.1 技术创新平台/能力优势

公司拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站，并获国家科技部批准组建国内唯一的国家绝缘材料工程技术研究中心，在创新平台建设方面行业内首屈一指，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，新产品开发能力在国内同行业处于领先地位，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。

公司及其所属子公司取得多项国家发明专利，根据中国电器工业协会绝缘材料分会的统计，1985年—2009年，公司为我国绝缘材料研究和生产企业中所获国家发明专利最多的企业。公司具备突出的创新能力，在行业内具有显著优势；作为绝缘材料行业的重点研发和生产企业，公司承担了国家“863”计划、国家“十一五”科技支撑计划项目及四川省、绵阳市等多项重点研究课题；另外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。

### 3.2 标准领先优势

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。公司先后主持或参与制定了60多项国家标准和行业标准。公司积极推进国际标准与国外先进标准的采用，建立了以采用国际标准为核心的技术标准体系。

### 3.3 制造技术优势

公司拥有从日本、德国、美国等发达国家引进的生产线设备和技术，并结合公司多年积累的生产技术和经验对进口生产线进行消化、吸收和再创新，对引进的生产设备、生产技术大胆进行技术改造和工艺改进，使其具备了生产特种绝缘材料产品的工艺特点，生产的许多产品填补了国内空白。由于公司注重技术改造和技术进步，并不断积累经验，使引进设备一直保持良好性能，同时还拓展了设备的应用能力，极大地提高了生产效率，使公司的制造技术水平在行业中一直保持领先。

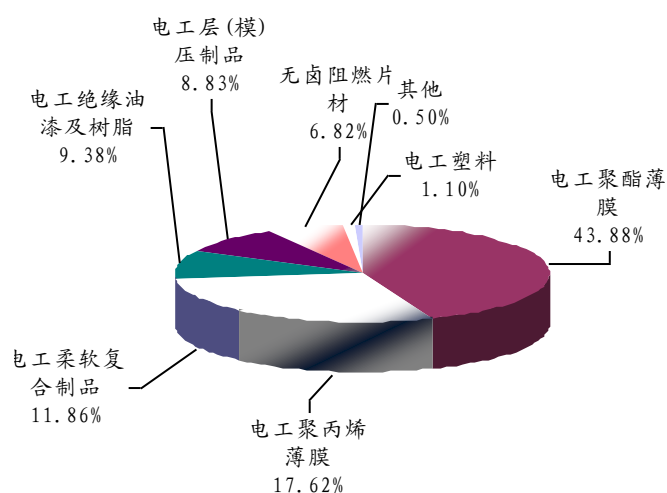
### 3.4 综合配套优势

公司作为绝缘材料的综合性研发和生产企业，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》中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；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，在行业内有明显的综合配套优势。

#### 四、公司主营业务分析

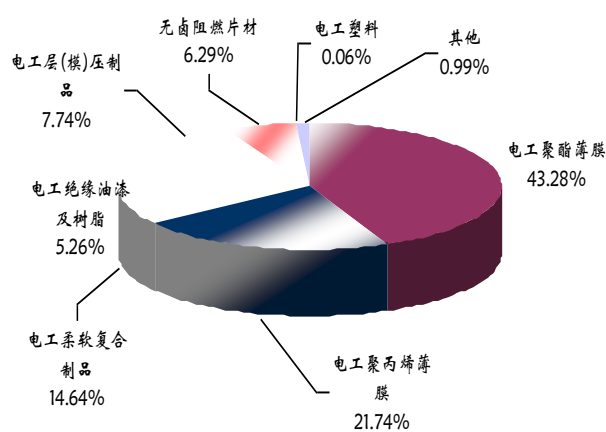
电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是公司收入和毛利的主要来源。公司主要产品包括电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、电工云母带、电工柔软复合绝缘材料、电工层（模）压制品、绝缘油漆及树脂、无卤阻燃片材、电工非织布和电工塑料等，其中电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是公司收入和毛利的主要来源，2013年上半年，电工聚酯薄膜销售收入占比为43.88%，毛利占比为43.28%；电工聚丙烯薄膜销售收入占比为17.62%，毛利占比为21.74%，两者合计贡献了公司65%的毛利。

Figure 4 公司主营业务收入构成



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司主营业务利润构成



资料来源：wind、世纪证券研究所

#### 五、公司财务分析

业绩随下游需求波动，业绩有望重回升势。2009年10月公司聚酯薄膜投产，2010年公司通过调整产品结构，增加了高端产品如太阳能背板基膜的比例，带动了2010年公司业绩的大幅增长；

2011年下半年以来，公司业绩出现下滑，2012年，收入同比下降17.59%，毛利率同比下降约7个百分点，营业利润同比下降50.86%。主要原因受欧债危机等因素影响，光伏行业对公司太阳能背板基膜需求减少，进而带动公司聚酯薄膜量价齐跌，聚酯薄膜业务毛利率下滑，同时公司近年无新项目投产；

2013年3季度，公司业绩降幅收窄，收入同比增加7.60%，毛利率为20.79%，同比下降2.45个百分点，营业利润同比下降33.64%，业绩降幅收窄。2014年，随着下游需求好转，公司项目集中投产，业绩有望出现较大幅度增长。



Figure 6 公司财务指标一览

财务指标		2009	2010	2011	2012	2013.3Q
盈利能力	毛利率%	26.79	29.74	29.58	22.50	20.79
	净利率%	12.84	17.99	17.59	13.02	7.35
	ROE	28.34	42.82	16.46	6.22	2.86
	期间费用率	14.26	11.87	9.57	10.47	12.97
营运能力	存货周转率(次)	4.52	4.69	4.79	4.03	2.67
	应收账款周转率(次)	8.16	10.35	10.01	6.50	4.23
	总资产周转率(次)	0.91	1.16	0.74	0.43	0.33
偿债能力	流动比例	1.30	1.72	8.61	6.94	2.07
	速动比例	0.97	1.16	7.77	5.84	1.52
	资产负债率%	56.85	46.29	11.88	10.09	20.39
成长能力	营业收入增长率	-3.79%	49.22%	23.67%	-17.59%	7.60%
	营业利润增长率	27.31%	128.26%	36.19%	-50.86%	-33.64%
	净利润增长率	40.21%	108.96%	20.81%	-39.03%	-41.90%

资料来源: wind、世纪证券研究所

## 六、未来业绩增长点

### 6.1 2万吨/年聚酯薄膜项目投产，将受益光伏产业复苏

**项目投产，产能大幅增长。**公司控股子公司四川东方绝缘材料股份有限公司以募集资金投资建设的“年产2万吨特种聚酯薄膜技改项目”已于2013年9月02日进行投料试车。截至目前，该项目试车进展顺利，生产装置运行稳定，各项工艺参数满足设计要求，产能已达到设计指标，公司聚酯薄膜总产能为4.6万吨/年。

**受益光伏产业复苏，太阳能背膜订单超预期。**受益于光伏行业的回暖，公司太阳能电池背板膜产品自2013年10月份以来产销两旺，截至2013年12月下旬，公司与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，预期新增加的2万吨产能将全部用于生产太阳能电池背板膜，加上原有约1万吨生产线，预计公司2014年太阳能背板膜订单总量有望达3万吨。

**量价有望齐升。**结合公司目前订单情况，我们预计新生产线目前可以开满，实际可达1.8万吨/年，公司聚酯薄膜销量增幅为50%以上，同时随着下游供需的改善，预计公司产品价格也将结束近两年的下滑态势，重

现升势，根据公司敏感性分析，假设其它因素不变情况下，公司毛利对产品售价最敏感，公司电工聚酯薄膜产品价格每变动1%，公司毛利变动约3%；同时考虑新生产线产后综合成本较低，品相较高，预计新线达产后毛利率能提升约4个点，因此我们预计该业务毛利率2014年将回升至28%左右。

#### 6.2 丙烯薄膜募项目陆续投产，将受益国内特高压项目推进

**聚丙烯薄膜募项目陆续投产。**公司3500吨/年聚丙烯薄膜募项目2013年10月投料试车，预计2014年1季度实现批量供货，公司计划2014年下半年再投料试车2000吨/年新产能。聚丙烯薄膜募和超募项目合计5500吨/年产能将于2014年逐步释放。

**产品技术门槛较高，将受益国内特高压项目推进。**公司在聚丙烯领域，定位做世界一流的企业，原有聚丙烯薄膜产能4800吨，其中管膜法1500吨（两条线）、平膜法3300吨（一条线），目前下游越来越多的企业接受平膜法产品，因此公司2013年将淘汰一条管膜法生产线。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，由于高压电力电容门槛相对较高，公司将受益于2014年国内特高压项目的加快推进。

#### 6.3 无卤阻燃片材项目投产，将受益于市场领域拓展

**项目已经投产，毛利率水平改善。**公司年产3万吨无卤永久性高阻燃聚酯生产线于2013年1月6日开始试车，4月份投产。2013年中报显示由于随着项目投产，生产过程控制及品质较去年同期有较大提高，毛利率同比上升约3个百分点至19.68%。

**突破民用领域，预期销量将大幅增长。**公司无卤阻燃片材产品目前主要应用民用领域，主要包括窗帘、地毯、汽车内饰等，未来有望拓展进入军用领域，比如军用衣物用无卤阻燃聚酯需求就有3万吨。公司原有产能为5000吨，考虑市场推广的深入，预计2014年销量为1万吨，2015年为2万吨。

#### 6.4 光学基膜项目：2015年有望投产，市场前景较好

**光学基膜市场前景较好。**随着全球LCD产业的迅猛发展，中国大陆已逐渐成为液晶面板的生产集中地，目前国内光学基膜主要还是靠进口，尤其是高档光学级聚酯基膜产品的国际、国内市场，几乎都被日本的东丽、三菱和韩国的SKC等公司的产品所垄断，国内企业所占的市场份额不到

2%，据有关业内专家预测，世界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。

**公司2万吨光学基膜值得期待。**光学级聚酯基膜是高投入高产出的行业，生产具有一定的技术壁垒，公司自主研发出具有完全自主知识产权的光学级聚酯基膜生产关键工艺技术和用于电子、通讯领域和其他特殊领域的光学级聚酯切片，各项性能指标达到国外同类产品同期先进水平，2012年公司超募项目2万吨光学级聚酯基膜，拟定建设期为2年，预计完全达产后，可实现年平均销售收入约5.4亿元，实现年平均利润约为1.1亿元，考虑项目进度，预期将于2015年投产。

## 七、盈利预测及投资评级

### 7.1 关键假设条件

- 1) 2013年业务毛利率主要参考中期水平，后期主要根据价格及成本要素进行调整；
- 2) 销量数据考虑新增产能及订单情况；
- 3) 由于投产时间不确定，未预测2万吨光学基膜项目数据。

Figure 7 主营业务数据预测

产品	业务指标	2012	2013E	2014E	2015E
电工聚酯薄膜	销量(吨)	27132	29031	44000	45000
	平均销售价格(万元/吨)	1.79	1.75	1.77	1.79
	销售收入(百万元)	508.90	779.01	804.68	245.66
	毛利率	22.47%	21.00%	28.00%	28.50%
电工聚丙烯薄膜	销量(吨)	4581.54	4810.62	6494.33	8442.63
	平均销售价格(万元/吨)	3.74	3.67	3.70	3.70
	销售收入(百万元)	171.56	176.42	240.55	312.72
	毛利率	28.55%	26.00%	29.00%	29.00%
电工柔软复合绝缘材料	销量(吨)	2668.90	2935.79	3522.95	4227.54
	平均销售价格(万元/吨)	4.22	4.18	4.22	4.22
	销售收入(百万元)	112.67	122.70	148.71	178.45
	毛利率	22.92%	26.00%	26.00%	26.00%
电工绝缘油漆及树脂	销量(吨)	5427.95	6242.14	7178.46	8255.23
	平均销售价格(万元/吨)	1.51	1.49	1.51	1.52
	销售收入(百万元)	81.85	93.19	108.24	125.72
	毛利率	16.33%	12.00%	13.00%	13.00%
电工层(模)压制品	销量(吨)	1828.57	2651.43	3446.85	4480.91
	平均销售价格(万元/吨)	4.12	4.07	4.03	3.99
	销售收入(百万元)	75.25	108.02	139.02	178.92
	毛利率	22.54%	19.00%	20.00%	21.00%

无卤阻 燃片材	销量(吨)	2200.13	2530.15	10000.00	18000.00
	平均销售价格(万元/吨)	3.45	3.41	3.38	3.41
	销售收入(百万元)	75.86	86.37	337.94	614.37
	毛利率	18.76%	20.00%	20.00%	20.00%
电工塑料	销售收入(百万元)	13.49	8.77	10.52	11.57
	毛利率	3.71%	-1.00%	2.00%	3.00%

资料来源：公司公告、wind、世纪证券研究所

根据我们的盈利预测，2014年公司业绩将出现大幅增长，2013-2015年净利润增速分别为-35.0%/111.6%/25.0%，每股收益分别为0.14/0.30/0.37元，对应2014年20日收盘价市盈率分别为58.90/27.83/22.26倍，考虑公司订单情况明显受益光伏行业景气度回升，募投项目产能将陆续释放，未来业绩增长较为确定，首次给予“增持”评级。

## 八、风险因素分析

- 1) 下游光伏、特高压复苏情况低于预期；
- 2) 新建项目投产进度、市场推广低于预期。

## 九、附件：三大报表

Figure 8 三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1371	1765	1982	2211	<b>营业收入</b>	1038	1104	1764	2226
现金	782	937	886	903	营业成本	805	871	1328	1683
应收账款	170	219	333	399	营业税金及附加	5	6	9	12
其他应收款	8	7	13	16	营业费用	45	44	72	91
预付账款	34	51	75	92	管理费用	84	94	138	171
存货	218	348	398	471	财务费用	-20	-4	9	7
其他流动资产	159	201	277	329	资产减值损失	1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	1027	1359	1230	1213	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	2	1	1
固定资产	446	741	827	904	<b>营业利润</b>	119	93	208	262
无形资产	66	60	54	48	营业外收入	41	10	10	10
其他非流动资产	516	558	349	261	营业外支出	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	2398	3124	3212	3423	<b>利润总额</b>	158	102	217	271
<b>流动负债</b>	198	962	862	842	所得税	23	15	31	39
短期借款	55	770	629	552	<b>净利润</b>	135	88	186	232
应付账款	96	104	158	201	少数股东损益	1	1	1	2
其他流动负债	47	88	75	89	<b>归属母公司净利润</b>	134	87	185	231
<b>非流动负债</b>	44	42	43	42	EBITDA	142	159	315	386
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.14	0.30	0.37
其他非流动负债	44	42	43	42					
<b>负债合计</b>	242	1003	905	884	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	10	11	12	14	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	616	616	616	616	<b>成长能力</b>				
资本公积	1146	1146	1146	1146	营业收入	-17.6%	6.4%	59.7%	26.2%
留存收益	384	348	533	763	营业利润	-50.9%	-21.3%	122.7%	26.1%
归属母公司股东权益	2146	2110	2295	2525	归属于母公司净利润	-39.0%	-35.0%	111.6%	25.0%
<b>负债和股东权益</b>	2398	3124	3212	3423	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	22.5%	21.1%	24.7%	24.4%
					净利率(%)	12.9%	7.9%	10.5%	10.4%
					ROE(%)	6.3%	4.1%	8.0%	9.1%
					ROIC(%)	6.1%	4.5%	9.9%	11.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	10.1%	32.1%	28.2%	25.8%
					净负债比率(%)	22.60%	76.74%	69.49%	62.44%
					流动比率	6.94	1.84	2.30	2.63
					速动比率	5.84	1.47	1.84	2.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.43	0.40	0.56	0.67
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	13.09	8.72	10.13	9.38
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.22	0.14	0.30	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	-0.08	0.15	0.32
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.43	3.73	4.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.27	58.90	27.83	22.26
					P/B	2.39	2.43	2.24	2.03
					EV/EBITDA	31	27	14	11

资料来源:天软、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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。我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。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.