

新建项目投产与下游回暖改善公司业绩

601208：东材科技
投资评级：推荐（首次）

⑤ 募投与超募产能释放和下游需求好转是业绩上升的双重动力

东材科技 2011 年上市之后，利用募投资金和超募资金建设的多个项目陆续投产，进入业绩释放期。其中：3500 吨电容器用聚丙烯薄膜、2 万吨特种聚酯薄膜、3 万吨无卤阻燃聚酯切片在 2013 年已经投产；2000 吨电容器用聚丙烯薄膜、2 万吨电工绝缘漆及树脂项目 2014 年将投产；2 万吨光学聚酯基膜将在 2015 年投产。

募投和超募项目的投产，以及下游光伏等行业的回暖，为东材科技的业绩恢复增长提供双重动力。

⑤ 光伏行业触底回暖

2013 年以来，国家多部委连续出台系列政策，规范、促进光伏行业健康发展。政策用意在于建立我国的光伏应用市场，摆脱光伏元器件行业对欧美市场的依赖。这些政策初见成效，我国成为全球光伏增长的最重要增长点。2014 年我国光伏发电建设规模拟定为 12GW，同比增长 20%，其中分布式光伏 8GW，同比增长 167%。

本土光伏应用市场的建立，适逢东材 2 万吨太阳能背板基膜的投产，2014 年，公司已签订的太阳能背板基膜订单已经超过 2 万吨。该项目今年将争取全部达产，释放业绩。

⑤ 电容器聚丙烯薄膜市场稳定，大尺寸结构件蓄势待发

国内电容器聚丙烯市场相对比较稳定，但有着高端产品供应不足，低端产品过剩的趋势。高端产品主要由包括东材科技在内的几家公司提供，东材募投 3500 吨，超募 2000 吨产能投产后，凭借公司优异的产品品质和良好的客户资源可迅速达产并贡献业绩。

大尺寸绝缘结构件主要应用于直流换流阀，用于特高压输电工程。此前仅有国外的一家公司生产，是一项弥补国内空白的产品。根据规划，“十二五”期间有两条新的特高压输电项目要开工建设，国家电网和南方电网在特高压输电方面投资高达 2357 亿元，如果 2014 年开始新建新的特高压直流输电工程，公司大尺寸绝缘结构件有望获得相当市场订单。

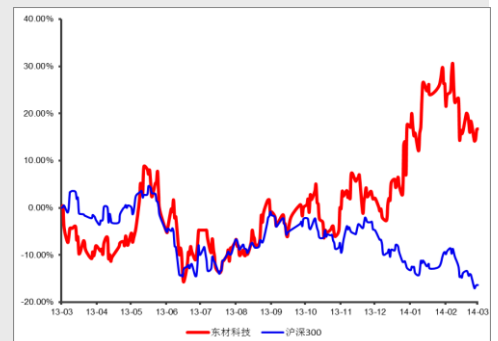
⑤ 投资建议

我们预计东材科技 2013-2015 年每股收益分别为 0.15、0.27、0.33 元，推荐投资评级。

风险提示：原材料价格波动风险、公司投产进度低于预期、下游需求改善低于预期等。

市场表现

截至 2014.03.13



分析师：王刚

执业证书号：S 1490514010001

电话：010- 58566810

邮箱：wanggang@hrsec.com.cn

目 录

一、新产能进入业绩释放期.....	4
二、需求有望好转，新增产能提供业绩增长点.....	7
1、光伏行业建设国内应用市场，重启增长.....	7
2、高端聚丙烯薄膜市场稳定.....	8
3、大尺寸绝缘结构件依托特高压直流输电.....	9
三、盈利预测与投资建议.....	10

图表目录

图表 1：东材科技各产品产能.....	4
图表 2：2012 年东材科技各产品收入占比.....	5
图表 3：东材科技历年主营收入与毛利.....	5
图表 4：东材科技聚酯薄膜和聚丙烯薄膜毛利率变化.....	6
图表 5：光伏行业政策汇总.....	7
图表 6：2013、2014 全球光伏需求主要国家分布.....	8
图表 7：中国电容器用聚丙烯薄膜需求预测，万吨.....	9

一、新产能进入业绩释放期

东材科技的主营产品主要是绝缘材料、功能高分子材料等。公司于2011年5月上市，上市后利用募投和超募资金建设的多个项目陆续开始进入释放期。

图表 1：东材科技各产品产能

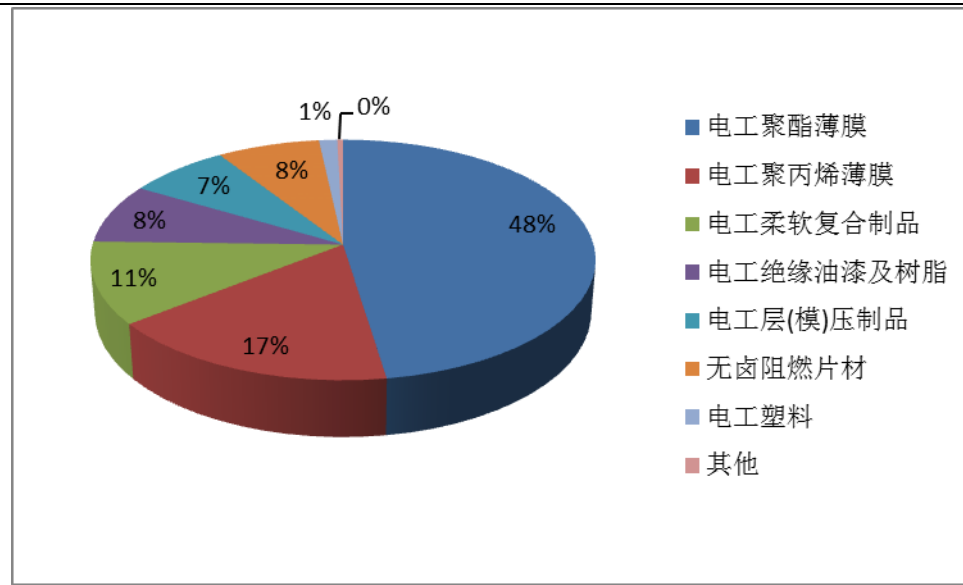
	原有产能	募投产 能	超募产 能	备注
电容器用聚丙烯薄膜	4800	3500	2000	募投产能已于2013年9月开始试车 超募产能预计2014年中期投产
特种聚酯薄膜	16000+10000	20000	20000	募投产能2013年9月开始试车 超募产能预计2015年1月建成
新型柔软复合材料	2980	3500		募投产能2012年1月试车
新型绝缘层（模）压复合材料	3000	7000		募投产能2012年1月试车
无卤阻燃绝缘片	1000	4000		募投产能2012年1月试车
无卤阻燃聚酯树脂切片			30000	超募产能2013年1月试车
大尺寸绝缘结构件			7200	
电工绝缘漆及树脂	4000-8000			公司本部原有4000-8000吨产能，搬迁后形成15000吨产能，公司在海安有20000吨在建项目预计2014年中投产

数据来源：公司公告，华融证券整理

电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜是公司最主要的两类产品，主营收入占比超过60%。

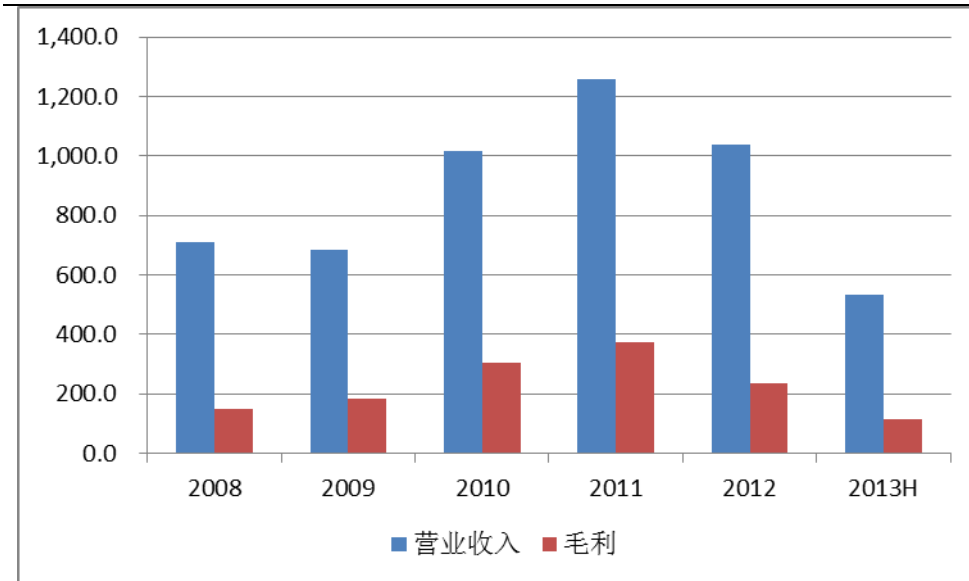
2010年和2011年，由于聚酯薄膜景气度较高，当年公司主营收入和毛利增长较快，但随着产品价格和毛利率的快速下滑，公司业绩在2012、2013年也出现了下滑。

图表 2：2012 年东材科技各产品收入占比



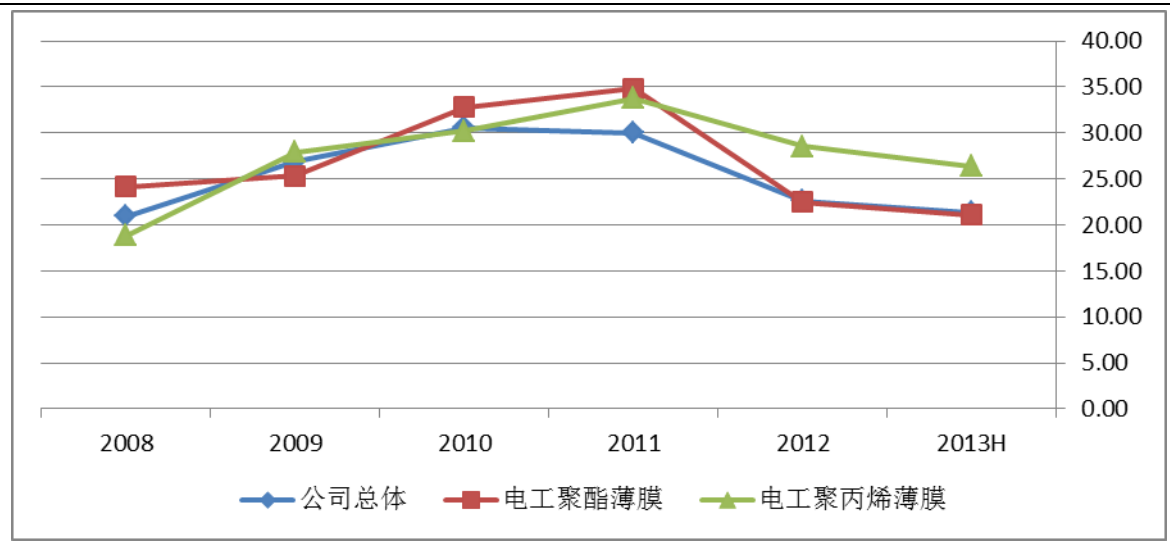
数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 3：东材科技历年主营收入与毛利，百万元



数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 4：东材科技聚酯薄膜和聚丙烯薄膜毛利率变化



数据来源：公司公告，华融证券整理

电工聚酯薄膜的毛利率从顶点下滑了近 15 个百分点，电工聚丙烯薄膜则下滑了近 10 个点。

我们预计公司 2014 年业绩将重回上升轨道，原因是：

1，公司多个项目 2014 年开始贡献业绩。

3500 吨电容器用聚丙烯薄膜、2 万吨特种聚酯薄膜、3 万吨无卤阻燃聚酯切片在 2013 年已经投产；2000 吨电容器用聚丙烯薄膜、2 万吨电工绝缘漆及树脂项目 2014 年将投产；2 万吨光学聚酯基膜将在 2015 年投产。这些项目，将为公司 2014、2015、2016 及以后年度贡献业绩。

2，下游行业景气度恢复将带动上游需求。

光伏行业历经高峰与低谷，目前已现复苏曙光，光伏行业是特种聚酯薄膜的下游，下游的复苏将带动特种聚酯薄膜的盈利好转。

二、需求有望好转，新增产能提供业绩增长点

1、光伏行业建设国内应用市场，重启增长

近年，由于无序投资，国内光伏行业产能迅速扩张。美国、欧洲先后对中国展开双反调查，征收惩罚性反补贴、反倾销关税。

彼时，我国光伏产品中有近70%出口占全球30%市场份额的欧洲，欧洲的反倾销调查对我国光伏产业造成了致命性的打击。

汲取了“双反”的教训，为扶持光伏行业健康发展，我国决定加大建设中国自己的光伏应用市场，2013年以来，多部委出台了多个政策，涵盖了光伏产业上下游、并网、金融配套等等。

政策效果显著，2012年以前，我国每年对欧美市场的光伏组件出口比例高达90%，2013年，下降到了45%左右。

图表 5：光伏行业政策汇总

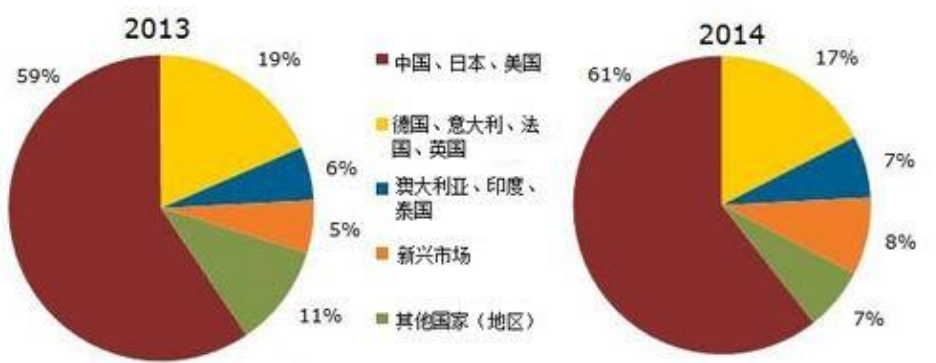
	时间	部委
国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见	2013.7	国务院
关于分布式光伏发电实行按照电量补贴政策等有关问题的通知	2013.7	财政部
关于进一步支持光伏等新能源发展的指导意见	2013.8	南方电网
关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知	2013.8	发改委
光伏发电价格补贴细则	2013.9	发改委
支持分布式光伏发电金融服务意见	2013.9	能源局、国开行
光伏电站项目管理办法	2013.9	能源局
光伏发电增值税政策的通知	2013.9	国家税务总局
光伏制造行业规范	2013.9	工信部
关于促进银行业支持光伏产业健康发展的通知	2013.10	银监会
关于分布式光伏发电项目管理办法的通知	2013.11	能源局
关于分布式光伏发电有关问题的通知	2013.11	财政部
光伏发电运营管理办法	2013.12	能源局
国家能源局关于下达2014年光伏发电年度新增建设规模的通知	2014.2	发改委

数据来源：北极星太阳能光伏网，华融证券整理

分布式光伏成为我国主要发展的领域。2013 年，根据国家能源局的数据，我国光伏发电新增装机 10GW，其中光伏电站 7GW，分布式光伏发电 3GW。2014 年，我国光伏发电建设规模拟定为 12GW，其中分布式光伏 8GW。

随着我国大力开展光伏应用建设，我国将成为世界主要太阳能市场。而全球光伏市场的增长将主要依赖于中、美、日三国的增长。中国增长约占全球 1/3 左右。

图表 6：2013、2014 全球光伏需求主要国家分布



数据来源：NPD Solarbuzz 2014 Marketbuzz，北极星太阳能光伏网

每 GW 装机容量需要 3000 吨太阳能背板 PET 基膜。全球每年 PET 基膜需求约 13 万吨。

行业回暖也切实反映在了订单上，2013 年 12 月 23 日，东材科技发布公告称，公司已与 7 家国内外知名中高端背板厂商签订 2014 年度合同累计已超过 2 万吨。

我们认为随着光伏行业逐渐回暖，太阳能背板 PET 基膜的价格和毛利都将有所好转，东材科技新投产的 2 万吨特种聚酯薄膜产能也能够比较顺利地消化。

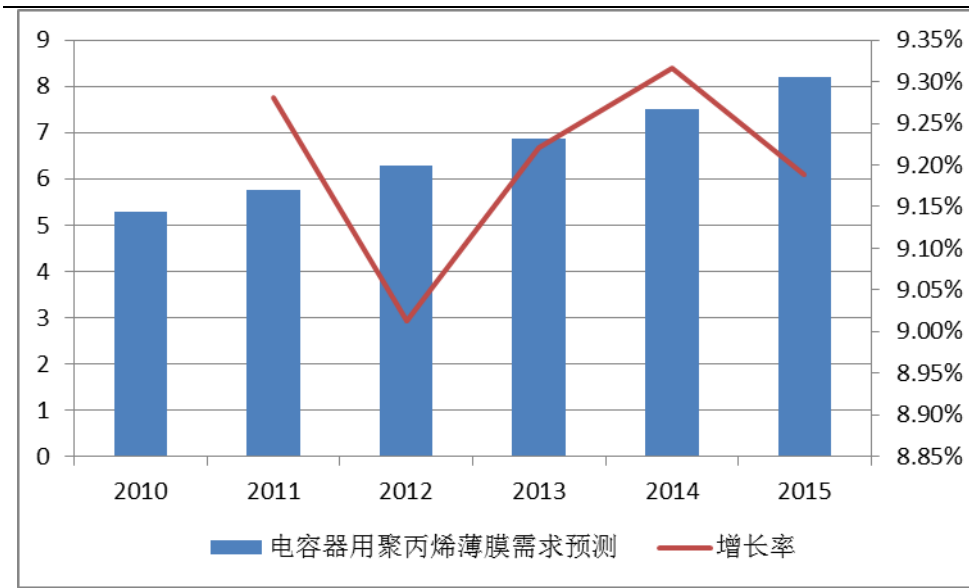
2、高端聚丙烯薄膜市场稳定

电容器聚丙烯薄膜是电力工业和电子工业重要的基础材料之一，主要分为电工业用膜和电子用膜两类，分别用于电力电容器和电子电容器。以该膜作为介质的电容器具有介质损耗小、耐电强度高、产品体积小、重量轻、单位容量大、性能好、可

靠性高、寿命长、节省能源和价格便宜等优点。

据中国电器工业协会绝缘材料分会预测，2015 年，我国的电容器聚丙烯薄膜需求量将达到 8.1 万吨。

图表 7：中国电容器用聚丙烯薄膜需求预测，万吨



数据来源：中国电器工业协会绝缘材料分会，公司公告

我国国内有十余家生产企业，但高端产品主要由东材科技、铜峰电子、南洋科技等少数企业生产。行业呈高端产品国内供应不足，低端产品过剩的趋势。

东材科技的聚丙烯薄膜产品，常年供不应求，开工率超过 100%。公司的双面粗化聚丙烯薄膜一直占有 30% 以上的市场份额，募投 3500 吨项目 2013 年投产，2000 吨超募项目 2014 年投产。公司总的产能将超过 1 万吨。公司优异的产品质量和良好的客户资源将保障新产能快速释放并贡献业绩。

3、大尺寸绝缘结构件依托特高压直流输电

特高压输电是我国电力建设的重要方向。根据国家电网发展规划，有 9 条 800kv 直流线路计划在“十二五”期间投运，2 条在“十二五”期间开工，“十二五”期间，国家电网和南方电网预计在 800kv 直流特高压输电投资达 2357 亿元。

东材科技的大尺寸绝缘结构件，正是依托于特高压直流输电工程，主要是用于

直流换流阀设备。直流换流阀国内主要有三家厂商：中国电力科学院、西安西电电力系统有限公司、许继电气集团。电科院主要是自主研发，西电电力和许继集团采用瑞士 ABB、德国西门子公司的直流换流阀设备。

绝缘组件是直流换流阀的绝缘承力结构件，把其他的换流阀设备悬挂起来，起到承重、保护作用，此前仅国外 VONROLL 公司生产。东材科技的大尺寸绝缘结构件，弥补了国内空白。

如果 2014 年特高压直流输电项目启动，大尺寸绝缘结构件将能够大规模贡献业绩。在完全达产的情况下，该项目将能贡献约 1.3 亿收入，3 千万利润。

三、盈利预测与投资建议

估值假设：募投项目 20000 吨特种聚酯薄膜 2014 年开工率达 100%，电容器用聚丙烯薄膜开工率 80%，超募项目 2 万吨特种聚酯薄膜 2015 年开工率 30%，2000 吨电容器用聚丙烯薄膜 2015 年开工率 85%。

我们预计东材科技 2013-2015 年每股收益分别为 0.15、0.27、0.33 元，给予推荐投资评级。

风险提示：原材料价格波动风险；公司投产进度低于预期；下游需求改善低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1,259.8	1,038.2	1,182.8	1,638.8	2,007.6
同比增长(+/-%)	23.7%	-17.6%	13.9%	38.5%	22.5%
营业利润（百万元）	241.4	118.7	112.0	193.5	240.4
同比增长(+/-%)	36.2%	-50.9%	-5.6%	72.8%	24.2%
净利润（百万元）	221.6	135.2	95.2	164.5	204.3
同比增长(+/-%)	20.9%	-39.0%	-29.6%	72.8%	24.2%
每股收益（元）	0.36	0.22	0.15	0.27	0.33
PE	21.74	35.65	50.64	29.30	23.60
PB	2.21	2.23	2.14	1.99	1.84

资产负债表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,853.9	1,372.6	732.3	924.9	959.7
现金	1,231.3	786.1	11.8	88.8	59.2
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据及帐款	363.0	308.5	367.4	361.0	369.1
预付款项	68.2	33.8	91.3	75.1	128.8
其他应收款	5.8	8.2	2.2	12.2	5.5
存货	181.9	217.7	241.3	369.6	379.0
其他	3.7	18.2	18.2	18.2	18.2
非流动资产	588.4	1,018.2	1,783.1	1,728.0	1,922.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	515.7	867.3	1,642.2	1,597.0	1,801.9
无形资产	72.6	73.1	63.1	53.1	43.2
其他	0.0	77.8	77.8	77.8	77.8
资产总计	2,442.3	2,390.7	2,515.3	2,652.8	2,882.5
流动负债	190.8	189.8	219.3	192.2	217.7
短期负债	98.0	54.7	70.3	0.0	0.0
应付账款	27.0	95.9	109.5	136.5	164.9
预收账款	19.3	21.3	21.5	37.7	34.8
其他	46.5	18.0	18.0	18.0	18.0
长期负债	75.9	44.4	44.4	44.4	44.4
长期借款	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	35.9	44.4	44.4	44.4	44.4
负债合计	266.7	234.2	263.6	236.6	262.0
股本	307.9	615.8	615.8	615.8	615.8
资本公积金	1,454.2	1,146.3	1,146.3	1,146.3	1,146.3
留存收益	403.8	384.0	478.5	641.8	844.5
少数股东权益	9.7	10.4	11.1	12.3	13.9
母公司所有者权益	2,165.9	2,146.1	2,240.6	2,403.9	2,606.6
负债及权益合计	2,442.3	2,390.7	2,515.3	2,652.8	2,882.5

现金流量表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	147.1	227.5	200.8	347.8	468.0
投资活动现金流	-261.7	-408.3	-1,000.0	-200.0	-500.0
筹资活动现金流	1,300.2	-283.4	24.9	-70.8	2.4

利润表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,259.8	1,038.2	1,182.8	1,638.8	2,007.6
营业成本	887.2	804.7	924.3	1,230.0	1,507.1
营业税金及附加	8.4	4.8	6.4	8.9	10.9
营业费用	45.9	44.9	51.1	70.9	86.8
管理费用	77.6	83.9	95.6	132.5	162.3
财务费用	-3.0	-20.1	-8.2	1.5	-1.4
资产减值损失	2.2	1.3	1.5	1.5	1.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	241.4	118.7	112.0	193.5	240.4
其他非经营性损益	16.9	39.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	258.3	157.9	112.0	193.5	240.4
所得税	36.7	22.7	16.8	29.0	36.1
净利润	221.6	135.2	95.2	164.5	204.3
少数股东权益	1.5	1.0	0.7	1.2	1.5
归属母公司所有者净利润	220.1	134.2	94.5	163.3	202.8
EPS (元)	0.36	0.22	0.15	0.27	0.33

主要财务比率

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
同比增长率					
营业收入	23.7%	-17.6%	13.9%	38.5%	22.5%
营业利润	36.2%	-50.9%	-5.6%	72.8%	24.2%
净利润	20.9%	-39.0%	-29.6%	72.8%	24.2%
盈利能力					
毛利率	29.6%	22.5%	21.9%	24.9%	24.9%
净利率	17.6%	13.0%	8.0%	10.0%	10.2%
ROE	10.2%	6.3%	4.2%	6.8%	7.8%
ROIC	26.5%	7.7%	6.1%	7.1%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	10.9%	9.8%	10.5%	8.9%	9.1%
流动比率	9.72	7.23	3.34	4.81	4.41
速动比率	8.75	5.99	2.16	2.79	2.58
营运能力					

资产周转率	0.52	0.43	0.47	0.62	0.70
存货周转率	4.88	3.70	3.83	3.33	3.98
应收账款周转率	3.47	3.37	3.22	4.54	5.44
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.22	0.15	0.27	0.33
每股经营现金	0.24	0.37	0.33	0.56	0.76
每股净资产	3.52	3.49	3.64	3.90	4.23
每股股利	0.15	0.25	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	21.74	35.65	50.64	29.30	23.60
PB	2.21	2.23	2.14	1.99	1.84

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

王刚，在此声明，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn