

# 东材科技 (601208)

推荐

行业：其他塑料制品

## 光伏回暖+特高压项目带动业绩恢复高增长

公司短期看光伏回暖+特高压项目获批使聚酯薄膜、聚丙烯薄膜和大尺寸结构件业务放量带动业绩恢复高增长；长期看光学膜 PET 基膜、PVB 树脂材料、无卤阻燃聚酯切片试车进展，若进展顺利则公司 15-16 年有望持续高增长。

### 投资要点：

✧ **14 年太阳能背板膜销量有望翻番，毛利率有望提升 2%-3%**。产能 4.6 万吨，收入占比约 43%，其中太阳能背板膜销量占 40%-50%，太阳能背板膜受益光伏景气回升销量有望翻番，今年销量有望实现 2.4 万吨，同比去年增长约 118%；受上游原材料跌价以及新生产线成本逐渐下降的影响，预计全年毛利率可提升 2%-3%。

✧ **14-15 年聚丙烯薄膜受益特高压建设销量维持高增速，毛利率稳定**。聚丙烯薄膜目前有效产能约 7800 吨，收入占比约 16%，其中壁垒较高的电力电容器下游占比超过 80%；14 年是特高压全面审批和建设元年，电网投资规模同比增长 20%（过去每年仅 1%-4%），带来聚丙烯薄膜新增需求约 1 万吨，预计公司 14 年聚丙烯薄膜销量为 7000-7500 吨，同比去年增速为 31%-40%，毛利率保持稳定；另外，公司 2000 吨新增产能预计 8 月份试车年底正式投产，15 年产能增速约 26%，有效缓解产能瓶颈。

✧ **大尺寸结构件受益特高压建设订单有望超预期**。公司大尺寸结构件产品国内认可度第一，目前受益于特高压“两条交流两条直流”获批开工，公司从大客户电科院已获 3000-4000 万元订单，预计今年随着特高压项目继续获批，大尺寸结构件订单量不低于 4000-5000 万元，且大概率会超预期，按照毛利 40%-50% 计算，预计该业务 14 年可增厚净利润约 1683 万元。

✧ **无卤阻燃聚酯切片、PVB 树脂材料、光学膜基膜已经陆续进入中试和试车阶段，若进展顺利则公司 15-16 年有望持续高增长**。与军队合作的无卤阻燃聚酯预计 3 季度进入中试阶段，军用产品的毛利率超过 30%，预计达产后该产品可增厚净利润约 9647 万元；公司和清华的合作的 PVB 树脂材料项目进入中试阶段，如果进展顺利则有望成为下一个爆发性品种；高毛利率的光学膜基膜预计 4 季度开始试车，15 年步入收获期。

✧ 公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.31、0.38、0.46 元，对应 PE 分别为 21.86、17.88、14.78，未来 6-12 个月的目标价为 8.5 元，给予“推荐”评级。

✧ **风险提示**：光伏和特高压投资低于预期，新项目投产进度低于预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1091	1813	2355	2613
收入同比(%)	5%	66%	30%	11%
归属母公司净利润	68	192	235	284
净利润同比(%)	-50%	185%	22%	21%
毛利率(%)	20.4%	24.3%	26.4%	27.2%
ROE(%)	3.2%	8.4%	9.3%	10.1%
每股收益(元)	0.11	0.31	0.38	0.46
P/E	62.25	21.86	17.88	14.78
P/B	2.01	1.84	1.67	1.50
EV/EBITDA	33	13	10	8

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：周惠敏

S0960513080001

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 8.5

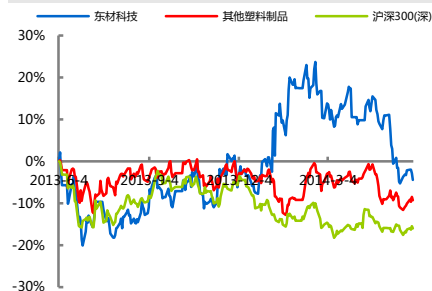
当前股价： 6.77

评级调整： 首次

### 基本资料

总股本(百万股)	616
流通股本(百万股)	616
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	42
成交量(百万股)	1.76
成交额(百万元)	11.93

### 股价表现



## 目 录

一、 14 年太阳能背板膜销量有望翻番，毛利率有望提升 2%-3%.....	3
二、 14-15 年聚丙烯薄膜受益特高压建设，销量维持高增速，毛利率稳定.....	3
三、 大尺寸结构件受益特高压建设订单有望超预期.....	4
四、 无卤阻燃聚酯切片、PVB 树脂材料、光学膜基膜已经陆续进入中试和试车阶段，若进展顺利则公司 15-16 年有望持续高增长.....	4
1、无卤阻燃聚酯切片有望在军工领域放量，带动毛利率和销量快速提升.....	5
2、PVB 树脂材料有望成为下一个爆发性品种，为 15-16 年业绩贡献增长点.....	5
3、光学膜基膜预计 4 季度开始试车，15 年投产，能否做出高端产品是关键.....	5
五、 投资评级：推荐.....	5

## 图目录

图 1：聚丙烯薄膜收入及占比.....	3
图 2：聚丙烯薄膜毛利率回升.....	3
图 3：聚丙烯薄膜收入及占比.....	4

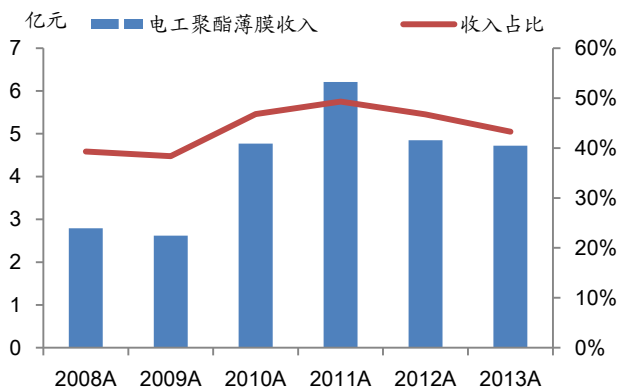
## 表目录

表 1：特高压项目进程表.....	4
-------------------	---

## 一、14 年太阳能背板膜销量有望翻番，毛利率有望提升 2%-3%

公司聚酯薄膜产能 4.6 万吨，2013 年收入占比约 43%，其中太阳能背板膜销量占聚酯薄膜总销量的 40%左右(其中太阳能背板膜销量约 1.1 万吨,总销量 2.6-2.7 万吨)，14 年该比例可提升至 50%。

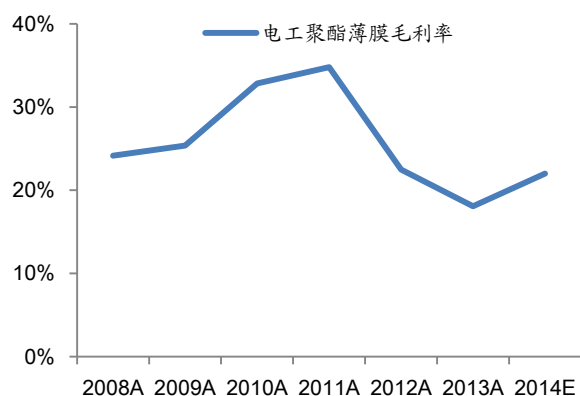
图 1：聚丙烯薄膜收入及占比



资料来源：Wind，中投证券研究所

14 年光伏新增装机量增速高达 20%，太阳能背板膜受益光伏景气回升销量有望翻番。目前公司太阳能背板产能约 3 万吨，目前和前 7 家大客户已经签订了意向订单超过 2 万吨，预计全年销量有望实现 2.4 万吨，同比增长约 118%。目前行业新增产能较少，产品价格稳定，受上游原材料跌价以及新生产线成本逐渐下降的影响，预计 2 季度毛利率环比 1 季度提升约 1%-2%，预计全年平均可提升 2%-3%。

图 2：聚丙烯薄膜毛利率回升

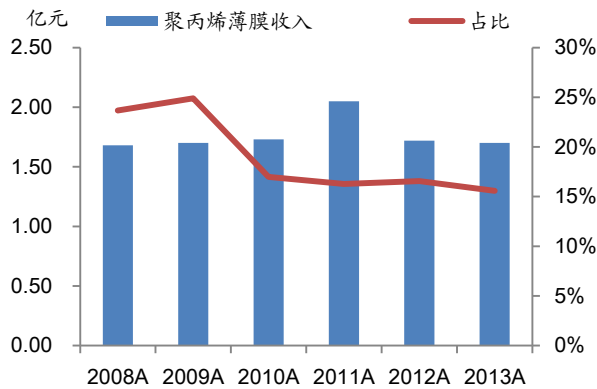


资料来源：Wind，中投证券研究所

## 二、14-15 年聚丙烯薄膜受益特高压建设，销量维持高增速，毛利率稳定

丙烯薄膜目前有效产能约 7800 吨，2013 年收入占比约 16%，其中壁垒较高的电力电容器用聚丙烯薄膜的销量占比约 80%（2013 年销量 4800 吨，电力电容器下游约 4000 吨）。

图 3：聚丙烯薄膜收入及占比



资料来源：Wind，中投证券研究所

14 年是特高压直流和网内交流全面审批和建设元年，电网投资开始加速，投资规模同比去年增长 20%（过去每年仅 1%-4%），带来聚丙烯薄膜新增需求约 1 万吨。公司收益于特高压项目的开启，目前订单明显增多，新生产线每月出货 170-180 吨，随着开车情况的改进出货量逐季度上升，老生产线每月出货 400 吨，预计公司 14 年聚丙烯薄膜销量为 7000-7500 吨，同比去年增速为 31%-40%。同时，由于用于电力电容的聚丙烯薄膜技术壁垒比较高，新进入者较少，因此产品价格稳定，毛利率长期保持 26%-27%。另外，公司 2000 吨新增产能预计 8 月份试车年底正式投产，15 年产能增速约 26%，保证公司聚丙烯薄膜销量的持续高增长。

### 三、大尺寸结构件受益特高压建设订单有望超预期

公司大尺寸结构件产品在国内竞争力较强，目前受益于特高压项目获批开工，公司从大客户电科院已获得订单 3000-4000 万元，预计 3 季度全部完成。全年随着特高压项目继续获批，预计大尺寸结构件订单量不低于 4000-5000 万元，且大概率会超预期。按照毛利 40%-50% 计算，预计该业务 14 年可增厚净利润约 1683 万元。

表 1：特高压项目进程表

<b>已开工项目</b>	华东环网北半环（淮南-南京-上海）特高压交流工程 4 月份已经核准并开工。
<b>前期准备就绪项目</b>	酒泉-湖南特高压直流、雅安-武汉特高压交流、准东至华东±1100KV 特高压直流工程，这三条线路前期工作基本就绪，年内开工可能性较大。
<b>已获得前期工作路条，核准申请工作正在开展的项目</b>	宁东-浙江特高压直流工程、锡盟-山东特高压交流工程、锡盟至江苏特高压直流工程，三条线路已经拿到了开展前期工作的路条，相关工作正在展开，也是近期可能获得突破的项目。
<b>正在申请路条的项目</b>	蒙西-长沙特高压交流项目，张北至赣州特高压交流项目国家电网公司正在申请前期工作路条的过程中。

资料来源：财经网，中投证券研究所

### 四、无卤阻燃聚酯切片、PVB 树脂材料、光学膜基膜已经陆续进入中试和试车阶段，若进展顺利则公司 15-16 年有望持续高增长

## 1、无卤阻燃聚酯切片有望在军工领域放量，带动毛利率和销量快速

### 提升

无卤阻燃聚酯切片 3 万吨产能 13 年 1 季度投产，生产线开工以来主要生产低阻燃级别的民用产品，毛利率仅 10%+，同时由于下游民用领域拓展较慢导致产能开工不足，13 年仅实现销量 7000-8000 吨，单价在 1.5-1.6 万元/吨，对利润贡献有限。

14 年公司开始大力拓展军工市场，无卤阻燃聚酯切片可以用于军队作训服等领域，针对军工的产品毛利率超过 30%，单价在 2 万元/吨。公司通过收购中纺凯泰以及与总后军需所合作来加速军工市场的开拓，与军队合作的生产线预计 3 季度进入中试阶段，中试产能 1 万吨，若中试顺利则产能可迅速达产。按照军用产品的毛利率超过 30%、单价 2 万元/吨计算，预计达产后该产品可增厚净利润约 9647 万元。

## 2、PVB 树脂材料有望成为下一个爆发性品种，为 15-16 年业绩贡

### 献增长点

PVB 树脂材料下游主要为汽车玻璃和建筑玻璃，国内市场空间为 70-80 亿，全球约为 400 亿，高端产品技术壁垒较高，目前国内多数企业只能生产技术含量较低的建筑玻璃用 PVB 树脂，国内可以给汽车玻璃大批量供货的企业机会没有，主要依靠进口。

目前该项目小试已经完成了，产品的关键指标比较理想，公司和清华的合作进入中试阶段，中试产能 2000 吨，今年主要看中试产品是否稳定，如果进展顺利则可通过购买国产设备迅速上产能，预计将为 15-16 年带来业绩贡献。

## 3、光学膜基膜预计 4 季度开始试车，15 年投产，能否做出高端产品

### 是关键

光学基膜属于聚酯薄膜的一种，技术壁垒较高，单价高达 3 万元/吨，毛利率在 30% 以上，目前只有东丽、SKC、三菱等国外企业可生产，进口依赖度约 90%，进口替代空间巨大。目前国内多家企业纷纷投建产能但是能做出高端产品的难度较大。

公司凭借在聚酯薄膜领域的技术优势，其光学膜小试产品得到下游客户的认可。南通基地 2 万吨光学聚酯薄膜预计 14 年 4 季度开始试车，15 年投产，如果进展顺利可为 15-16 年贡献业绩。

## 五、投资评级：推荐

公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.31、0.38、0.46 元，对应 PE 分别为 21.86、17.88、14.78，未来 6-12 个月的目标价为 8.5 元，给予“推荐”评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1070	1721	2204	2434
现金	324	537	698	775
应收账款	194	322	418	464
其它应收款	8	14	18	20
预付账款	22	35	45	49
存货	295	467	589	647
其他	227	346	436	480
<b>非流动资产</b>	1369	1332	1261	1156
长期投资	0	0	0	0
固定资产	922	1315	1673	1997
无形资产	66	61	56	51
其他	381	-44	-468	-892
<b>资产总计</b>	2439	3053	3466	3590
<b>流动负债</b>	285	697	874	713
短期借款	122	458	577	390
应付账款	91	144	182	200
其他	72	94	114	124
<b>非流动负债</b>	50	60	60	60
长期借款	0	0	0	0
其他	50	60	60	60
<b>负债合计</b>	336	757	934	773
少数股东权益	10	10	11	11
股本	616	616	616	616
资本公积	1149	1149	1149	1149
留存收益	328	521	756	1041
归属母公司股东权益	2093	2286	2521	2806
<b>负债和股东权益</b>	2439	3053	3466	3590

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-54	-67	107	322
净利润	68	193	236	285
折旧摊销	48	89	124	158
财务费用	1	4	13	6
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-181	-371	-271	-130
其它	13	18	6	3
<b>投资活动现金流</b>	-340	-51	-52	-52
资本支出	343	51	51	51
长期投资	0	0	0	0
其他	3	-0	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-95	332	106	-193
短期借款	67	336	119	-188
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他	-165	-4	-13	-6
<b>现金净增加额</b>	-488	214	161	77

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1091	1813	2355	2613
营业成本	869	1372	1732	1901
营业税金及附加	0	5	6	7
营业费用	47	48	130	144
管理费用	108	168	218	242
财务费用	1	4	13	6
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	67	213	253	311
营业外收入	14	14	25	25
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	80	226	277	334
所得税	12	34	41	50
<b>净利润</b>	68	193	236	285
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	68	192	235	284
EBITDA	116	306	390	474
EPS (元)	0.11	0.31	0.38	0.46

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.1%	66.1%	29.9%	11.0%
营业利润	-43.9%	220.3	18.7%	22.9%
归属于母公司净利润	-49.7%	184.8	22.3%	20.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.4%	24.3%	26.4%	27.2%
净利率	6.2%	10.6%	10.0%	10.9%
ROE	3.2%	8.4%	9.3%	10.1%
ROIC	3.2%	8.7%	9.8%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.8%	24.8%	26.9%	21.5%
净负债比率	36.39	60.55	61.83	50.40
流动比率	3.75	2.47	2.52	3.41
速动比率	2.71	1.80	1.85	2.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.66	0.72	0.74
应收账款周转率	6	7	6	6
应付账款周转率	9.28	11.66	10.63	9.97
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.31	0.38	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.11	0.17	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.71	4.09	4.56
<b>估值比率</b>				
P/E	62.25	21.86	17.88	14.78
P/B	2.01	1.84	1.67	1.50
EV/EBITDA	33	13	10	8

**投资评级定义****公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

**行业评级**

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

**研究团队简介**

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。

周惠敏,中投证券研究所基础化工行业分析师,中国人民大学经济学硕士,北京航空航天大学工学学士,2011 年加入中投证券。

**免责条款**

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434