

投资评级：推荐（维持）
分析师

陈宏亮 021-61680676

Email:chhl@cgws.com

执业证书编号:S1070515080001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

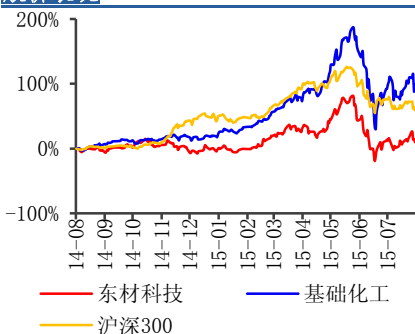
执业证书编号:S1070512120001

市场数据

目前股价	9.75
总市值(亿元)	60.04
流通市值(亿元)	60.04
总股本(万股)	61.576
流通股本(万股)	61.576
12个月最高/最低	16.60/7.05

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	1949	2489	3249
(+/-%)	35.6%	27.7%	30.6%
净利润	208	266	365
(+/-%)	25.4%	28.1%	37.2%
摊薄 EPS	0.34	0.43	0.59
PE	28.9	22.6	16.5

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩增长强劲，新项目值得期待>>

2015-04-27

业绩短期承压，光学基膜值得期待

——东材科技（601208）公司动态点评

投资建议

公司中报业绩低于预期，短期业绩承压，但随着特高压建设提速，聚丙烯薄膜和大尺寸绝缘结构件将持续受益；此外公司光学基膜已投料试车，而 PVB 树脂项目也进展顺利，两个新项目前景值得期待，看好公司长期发展潜力。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34/0.43/0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 28.9/22.6/16.5 倍，维持公司“推荐”评级。

投资要点

- 事件：**公司发布半年度报告，2015 年上半年实现营收 6.63 亿元，同比减少 4.63%；归属于上市公司股东的净利润 0.46 亿元，同比下降 34.01%；实现每股收益 0.07 元。公司在营收小幅下降的情况下净利润下降较多，业绩低于市场预期。
- 业绩短期承压：**公司产品下游除光伏行业高景气外，其他行业需求略低迷，加上新增产能释放导致行业竞争加剧，产品价格下滑，在销量略微增长的情况下营收仍小幅下滑。其中复合材料及制品营收同比下滑 7.94%，树脂类材料营收同比下滑 63.17%。公司综合毛利率略有上升，净利润率下滑约 3 个百分点，使得在营收小幅下降的情况下净利润下降较多，主要是公司费用大幅增长。三项费用各有所增长，其中由于募投资金减少以及贷款增加使得财务费用增加较多，三项费用率增长了 3.69 个百分点至 17.52%。分季度来看，二季度营收同比减少 4.47%，环比增长 29.87%；二季度净利润同比减少 39.35%，环比减少 7.38%。
- 特高压建设全面提速，聚丙烯薄膜等电工绝缘材料销量有望提升：**2014 年特高压建设低于预期，核准开工的仅 2 条交流和 1 条直流；而 2015 年上半年已核准开工 2 条交流和 2 条直流，下半年还有 3 条直流有望核准开工。特高压直流工程对公司聚丙烯薄膜、大尺寸结构件需求提振显著，随着多条交流及直流工程的开工，公司 3500 吨和 2000 吨聚丙烯薄膜新线产能有望充分释放，业绩有望重回高增长。
- 光学基膜项目投料试车，进口替代空间大：**公司 2 万吨光学基膜项目已于 7 月底投料试车，预计 4 季度进入正式生产阶段。凭借在切片合成、设备调教改造能力及技术研发方面的优势，公司在光学基膜方面有望后来居上。此外，公司成功收购金张科技，该公司在光学膜领域具有深厚的技术基础和完善的渠道，与公司 2 万吨光学基膜项目是上下游的关系。东材科技将建立起从光学级聚酯切片、光学级聚酯基膜到光学膜的完整产业链，光学基膜和光学膜进口替代空间大，看好其未来盈利能力。

<<控股金张科技，完善光学膜产业链布局>>

2015-01-27

<<业绩增长强劲，未来持续成长可期>>

2015-01-06

- **PVB 项目投料试车在即，产品有望实现突破：**据测算，PVB 胶片全球市场超过 300 亿，国内市场约 70 亿。美国首诺、美国杜邦、日本积水和日本可乐丽几乎垄断了 PVB 胶片全球 90% 以上的市场份额，这些公司都是自产 PVB 树脂后生产 PVB 胶片，并对其他企业进行严格的技术封锁。公司 2 万吨 PVB 树脂项目建设进度超预期，投料试车在即，如若产品质量能够达到或者接近国外高端产品，国外垄断格局有望被打破。除 PVB 树脂合成外，公司还有意涉足 PVB 树脂的下游 PVB 胶片的生 产，打通全产业链，建立 PVB 胶片竞争优势，进口替代可期。
- **风险提示：**光伏行业景气下滑风险；特高压建设进度低于预期风险；阻燃聚酯开拓不达预期风险；光学基膜建设进度低于预期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,091.22	1,437.01	1,948.71	2,488.75	3,249.39	成长性					
营业成本	868.95	1,068.05	1,445.77	1,830.85	2,362.94	营业收入增长	5.1%	31.7%	35.6%	27.7%	30.6%
销售费用	46.98	50.34	77.95	99.55	129.98	营业成本增长	8.0%	22.9%	35.4%	26.6%	29.1%
管理费用	107.58	122.94	161.35	204.55	265.41	营业利润增长	-43.9%	172.3%	26.0%	29.9%	39.1%
财务费用	0.90	6.67	29.49	49.73	68.65	利润总额增长	-49.4%	142.5%	25.7%	28.1%	37.2%
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-49.7%	144.9%	25.4%	28.1%	37.2%
营业利润	66.53	181.17	228.30	296.60	412.67	盈利能力					
营业外收支	13.30	12.45	15.00	15.00	15.00	毛利率	20.4%	25.7%	25.8%	26.4%	27.3%
利润总额	79.83	193.62	243.30	311.60	427.67	销售净利率	6.2%	11.5%	10.6%	10.7%	11.2%
所得税	11.82	26.80	34.06	43.62	59.87	ROE	3.2%	7.4%	8.7%	10.3%	12.9%
少数股东损益	0.45	1.36	1.71	2.19	3.00	ROIC	2.8%	6.9%	7.6%	8.4%	10.0%
净利润	67.56	165.45	207.53	265.79	364.80	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.3%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	9.9%	8.6%	8.3%	8.2%	8.2%
流动资产	1,070.17	1,108.51	1,435.87	1,830.59	2,384.43	财务费用/营业收入	0.1%	0.5%	1.5%	2.0%	2.1%
货币资金	323.50	292.61	389.74	497.75	649.88	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	193.83	290.65	339.82	434.00	566.64	所得税/利润总额	14.8%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
应收票据	180.12	231.75	292.31	373.31	487.41	应收账款周转率	6.0	5.9	6.2	6.4	6.5
存货	295.48	203.54	297.08	376.20	485.54	存货周转率	3.4	4.3	5.8	5.4	5.5
非流动资产	1,368.89	1,863.27	2,230.94	2,531.97	2,670.49	流动资产周转率	0.9	1.3	1.5	1.5	1.5
固定资产	1,136.64	1,454.79	1,827.90	2,134.39	2,278.37	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
资产总计	2,439.06	2,971.78	3,666.80	4,362.56	5,054.92	偿债能力					
流动负债	285.41	577.18	1,044.49	1,552.65	1,987.55	资产负债率	13.8%	24.8%	35.1%	41.1%	44.1%
短期借款	122.17	375.96	400.00	400.00	400.00	流动比率	375.0%	192.1%	137.5%	117.9%	120.0%
应付款项	124.11	132.19	198.05	250.80	323.69	速动比率	271.4%	156.8%	109.0%	93.7%	95.5%
非流动负债	50.26	159.91	241.16	241.16	241.16	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	65.25	146.50	146.50	146.50	EPS	0.11	0.27	0.34	0.43	0.59
负债合计	335.67	737.09	1,285.65	1,793.81	2,228.71	每股净资产	3.42	3.63	3.87	4.17	4.59
股东权益	2,103.39	2,234.69	2,381.16	2,568.74	2,826.20	每股经营现金流	-0.09	0.15	0.84	1.00	0.90
股本	615.76	615.76	615.76	615.76	615.76	每股经营现金/EPS	-0.79	0.54	2.49	2.31	1.51
留存收益	1,467.78	1,575.36	1,719.44	1,903.96	2,157.22	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2016E
少数股东权益	9.93	21.78	22.98	24.51	26.61	PE	88.86	36.29	28.93	22.59	16.46
负债和权益总计	2,439.06	2,971.78	3,666.80	4,362.56	5,054.92	PEG	1.18	1.36	1.03	0.61	-
现金流量表					(百万)	PB	2.85	2.69	2.52	2.34	2.12
经营活动现金流	-53.61	90.09	517.36	613.62	552.07	EV/EBITDA	63.00	24.59	20.56	16.50	12.96
其中营运资本减少	-131.58	13.15	213.04	221.46	33.19	EV/SALES	6.96	28.31	31.84	25.05	18.78
投资活动现金流	-339.73	-355.96	-430.00	-380.00	-230.00	EV/IC	3.41	2.96	2.55	2.26	2.03
其中资本支出	-342.98	-337.46	-430.00	-380.00	-230.00	ROIC/WACC	0.22	0.55	0.60	0.66	0.78
融资活动现金流	-94.82	261.47	43.04	-79.74	-109.44	REP	15.60	5.43	4.27	3.41	2.60
净现金总变化	-488.15	-4.41	130.39	153.88	212.63						

研究员介绍及承诺

陈宏亮: 2008 年至 2013 年就读于上海交通大学, 获理学博士学位。2013 年加入长城证券, 现任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>