

东材科技 (601208)

产业布局进入收获期，业绩拐点显现

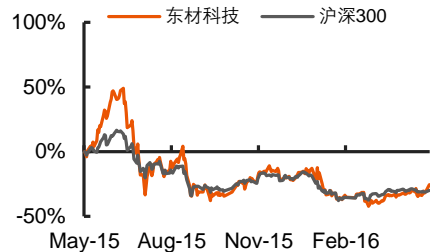
推荐 (首次)

现价: 8.02 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.emtco.cn
大股东/持股	广州高技术产业集团有限公司/23.35%
实际控制人/持股	洗燃/36.99%
总股本(百万股)	616
流通 A 股(百万股)	616
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	49.38
流通 A 股市值(亿元)	49.38
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	28.30

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

蒲强 投资咨询资格编号
S1060514120001
021-20662845
PUQIANG587@PINGAN.COM.CN

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

- **特高压建设加速，公司高压绝缘产品盈利能力有望回升：**2016 年国家电网有规划“五交八直”共 13 条特高压线路，加上存量工程后 2016 年在建特高压项目至少为 2015 年两倍，特高压相关产业将直接受益国家投资。公司是国内高压电容绝缘材料龙头，可用于高压电容设备的聚丙烯薄膜产品产能约 7200 吨/年，大尺寸绝缘结构件产能 7200 套/年，将直接受益于特高压线路投资增加。
- **AB 胶产品盈利能力凸显，金张科技利润贡献有望超业绩承诺：**子公司金张科技 AB 胶产品 2016 年一季度实现净利润 1198.99 万元，盈利能力大幅改善。我们预计金张科技 2016 年净利润将有望超过 4000 万元，大幅超越之前业绩承诺。公司将金张科技公司累计应实现净利润上调至 10300 万元，显示出公司对金张科技盈利改善的信心。
- **OLED 产业化进程加速，带动上游 ITO 基膜和有机柔软衬板材料需求放量：**2016 年一季度 AMOLED 屏幕单块成本为 14.30 美元，已经低于同等尺寸的 LCD 屏幕；2K 高清 OLED 屏幕良品率上升到 90%，OLED 替代 LCD 屏幕进程正在加速。我们认为公司同时具备光学级聚酯薄膜生产技术、蒸镀技术和 PI 复合材料生产工艺，随着 OLED 对 LCD 产品的替代，公司有望率先分享 OLED 衬底材料市场的成长。
- **实际控制人变更，有望打造新材料平台型公司：**从公司发展历程看，公司致力于通过产业链相关并购完善产业链布局，并通过提升研发能力进行差异化竞争。2016 年 2 月上市公司完成实际控制人变更后，有望打开公司新一轮资本运作的空间，公司或将打造成以薄膜材料、阻燃材料为龙头的新材料平台型公司。
- **投资建议：**受益金张科技业绩显著改善，江苏东材扭亏等利好，公司 2016 年将迎来业绩拐点。OLED 成本已经低于 LCD 产品，预计 OLED 替代 LCD

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1437	1407	1756	2133	2505
YoY(%)	31.7	-2.1	24.9	21.4	17.5
净利润(百万元)	165.5	61	125	159	190
YoY(%)	144.9	-63.1	104.4	27.7	19.0
毛利率(%)	25.7	22.6	23.6	24.0	24.0
净利率(%)	11.5	4.3	7.1	7.5	7.6
ROE(%)	7.5	2.9	5.8	7.0	7.9
EPS(摊薄/元)	0.27	0.10	0.20	0.26	0.31
P/E(倍)	29.85	80.8	39.5	31.0	26.0
P/B(倍)	2.23	2.2	2.1	2.1	2.0

产品进程加快, 利好上游 ITO 基膜和有机柔性衬板材料 (PI 膜等), 长期来看, 公司实际控制人发生变化, 有望打开公司新一轮资本运作的空间, 我们预测 2016~2018 年公司 EPS 分别为 0.20、0.26、0.31 元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

- **风险提示:** 特高压电网建设低于预期, 公司 OLED 产业化布局低于预期。

正文目录

一、 投资要点	5
1.1 公司是国内绝缘材料产业领先者，业绩承压下滑	5
1.2 特高压建设加速，公司高压绝缘产品盈利能力有望回升	5
1.3 AB 胶产品盈利能力凸显，金张科技利润贡献有望超预期	5
1.4 OLED 产业化进程加速，带动上游 ITO 基膜和有机柔软衬板材料需求放量	5
1.5 实际控制人变更，有望建立新材料平台型公司	5
二、 公司是国内绝缘材料领先者	6
2.1 公司是国内绝缘材料产业领先者，传统薄膜产品承压业绩下滑	6
2.2 实际控制人变更，或将打开公司未来资本运作空间	8
三、 特高压投资高峰临近，AB 胶产品放量，公司迎来业绩拐点	9
3.1 国家特高压建设高峰来临，公司高压绝缘产品迎来新契机	9
3.2 AB 胶产品盈利能力凸显，金张科技盈利现拐点	10
3.3 光学级聚酯基膜即将放量，江苏东材有望扭亏	11
四、 把握 OLED 产业化机会，光学薄膜产品有望放量	12
4.1 OLED 是替代 LCD 的新一代显示技术	12
4.2 实现柔性 OLED 显示的衬底材料首选 PET 和 PI 薄膜材料	13
4.3 公司投资金属化薄膜生产企业，PI 和 PET 产品有望借助 OLED 放量	15
五、 专注研发，搭建新材料平台型企业	15
六、 投资建议	16

图表目录

图表 1	公司主要产品及产能（公司自有产能）	6
图表 2	公司主要收入来自功能膜材料产品	7
图表 3	公司主要利润来自功能膜材料产品	7
图表 4	受传统产品竞争激烈影响，公司净利润水平有所下滑	7
图表 5	公司毛利水平稳定在 25%左右水平	8
图表 6	公司三项费用率有所增加	8
图表 7	公司历史股东结构	8
图表 8	公司最新股东结构	8
图表 9	国内新能源发电弃光弃风现象严重	9
图表 10	国内建成及在建的特高压输电项目	9
图表 11	公司拟修改金张科技业绩补偿条款	11
图表 12	液晶显示屏结构示意图	11
图表 13	液晶面板成本构成	12
图表 14	背光模组成本构成	12
图表 15	多层结构 OLED 结构示意图	12
图表 16	OLED 结构对应材料	13
图表 17	OLED 面板成本已经低于同尺寸 LCD 面板	13
图表 18	OLED 面板出货量同比增长 19%，环比增长 35%	13
图表 19	OLED 发光原理示意图	14
图表 20	OLED 封装结构示意图	14
图表 21	柔性 OLED 可选衬板及盖板材料	14
图表 22	有机聚合物塑料衬底材料的优缺点对比	14
图表 23	PET 衬底柔性 ITO 导电薄膜制备流程示意图	15
图表 24	公司研发产品及并购路线图	16

一、投资要点

1.1 公司是国内绝缘材料产业领先者，业绩承压下滑

东材科技是我国高性能绝缘材料的行业领先者，传统优势产品电工聚酯薄膜如太阳能背板膜、电工聚丙烯薄膜如粗化膜等市场份额居国内同行前列。近年来受薄膜产品产能过剩，中低端产品价格竞争影响，公司营业收入有所下滑。另外子公司金张科技、天津中纺商誉减值计提 1500 万，拖累公司业绩。

1.2 特高压建设加速，公司高压绝缘产品盈利能力有望回升

800 千伏直流特高压建设项目周期约为 20-24 个月，据此估算 2015 年我国实际在建 / 招标 / 核准特高压项目为 9 个；截止 2016 年一季度，可以确定 2016 年我国实际在建 / 招标 / 核准特高压项目至少可以达到 16 条。2015 年国内共核准“四直两交”六条特高压线路，2016 年国家电网有规划“五交八直”共 13 条特高压线路，计入存量工程后 2016 年在建特高压项目至少为 2015 年两倍，特高压相关产业将直接受益国家投资。公司可用于高压电容设备的聚丙烯薄膜产品产能约 7200 吨 / 年，是国内高压电容薄膜行业龙头；公司另有大尺寸绝缘结构件产能 7200 套 / 年，将直接受益于特高压线路投资增加。

1.3 AB 胶产品盈利能力凸显，金张科技利润贡献有望超预期

子公司金张科技 AB 胶产品在 2015 年上半年由于产品质量问题拖累公司业绩；去年四季度产品品质稳定并表现出良好的盈利能力，2015 年四季度公司实现净利润 1218.71 万元，2016 年一季度实现净利润 1198.99 万元，盈利能力大幅改善。我们预计金张科技 2016 年将实现净利润 4000-5000 万元。2016 年 4 月 26 日发布公告，修改金张科技业绩承诺补偿协议，将金张科技公司累计应实现净利润上调至 10300 万元，即 2016/2017 年两年应实现净利润 9000 万元，显示出公司对金张科技盈利改善的信心。

1.4 OLED 产业化进程加速，带动上游 ITO 基膜和有机柔软衬板材料需求放量

2016 年一季度 5.0 英寸 1080P 的 AMOLED 屏幕单块成本为 14.30 美元，已经低于同等尺寸的 LCD 屏幕成本 14.60 美元；2K 高清 OLED 屏幕良品率上升到 90%，OLED 替代 LCD 屏幕进程正在加速。公司有机聚合物薄膜和柔软材料制备工艺较为成熟，公司全资子公司江苏东材新材料于 2012 年投资建设年产 2 万吨光学级聚酯基膜项目，可应用于 ITO 导电膜以及 OLED 产品等制造，产品附加值较高。我们认为公司同时具备光学级聚酯薄膜生产技术、蒸镀技术和 PI 复合材料生产工艺，随着 OLED 对 LCD 产品的替代，公司有望率先分享 OLED 衬底材料市场的成长。

1.5 实际控制人变更，有望建立新材料平台型公司

东材科技子公司金张科技 AB 胶产品盈利能力凸显，2016 年一季度实现净利约 1200 万元，全年有望大幅超过承诺业绩；国家特高压项目推进加速，2016 年在建 / 核准项目将超过 2015 年一倍，利好公司传统优势产品高压电容绝缘材料和大尺寸绝缘结构件；公司 2 万吨光学级聚酯基膜有望带来江苏东材的扭亏；2016 年将迎来业绩拐点。OLED 成本已经低于 LCD 产品，预计 OLED 替代 LCD 产品进程加快，利好上游 ITO 基膜和有机柔性衬板材料（PI 膜等），长期来看，公司实际控制人发生变化，有望打开公司新一轮资本运作的空间，我们预测 2016~2018 年公司 EPS 分别为 0.20、0.26、0.31 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

二、 公司是国内绝缘材料领先者

2.1 公司是国内绝缘材料产业领先者，传统薄膜产品承压业绩下滑

东材科技是我国高性能绝缘材料的行业领先者，主要产品包括绝缘材料、光学膜材料、环保阻燃材料三大种类，其中绝缘材料产品覆盖电工薄膜材料、电工柔软复合绝缘材料、电工层模压制品、电工塑料、绝缘油漆树脂等多个领域，传统优势产品电工聚酯薄膜如太阳能背板膜、电工聚丙烯薄膜如粗化膜等市场份额居国内同行前列。

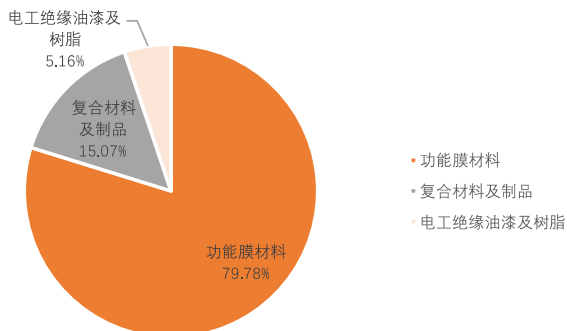
图表1 公司主要产品及产能（公司自有产能）

产品大类	产品细分	产能（吨/年）	备注
电工聚酯薄膜	太阳能电池背板基膜	19000	
	低萃取物聚酯薄膜	3000	
	阻燃聚酯薄膜	2000	
	光学级聚酯薄膜	20000	2015 年小批量投产
	其他	12000	
电工聚丙烯薄膜	电子膜	1200	
	粗化膜	3600	
	电容器电晕处理光膜	700	
	电容器粗化膜	2800	
	电容器超薄电晕处理光膜	1200	2015 年投产
	电容器超薄粗化膜	800	2015 年投产
电工柔软复合材料	薄膜柔软材料	5050	
	云母柔软材料	1430	
电工层模压制品		7000	
电工塑料	不饱和聚酯塑料	3000	
电工绝缘油漆及树脂		45000	
无卤阻燃片材	聚碳酸酯	2000	
	聚对苯二甲酸乙二醇酯	2000	
无卤阻燃聚酯树脂	V2 级无卤阻燃聚酯树脂	15000	
	V1 级无卤阻燃聚酯树脂	13000	
	V0 级无卤阻燃聚酯树脂	2000	
大尺寸绝缘结构件	直流输电换流阀用绝缘组件	7000	
	玻璃钢超缠绕制品	200	
特种树脂	PVB 树脂	20000	清华大学合作产业化项目

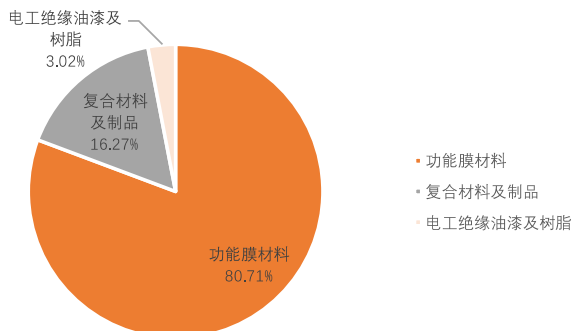
资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司主要收入和利润来源为公司的功能膜材料产品，2015 年公司功能膜材料产品收入和毛利贡献占比约 80%。

图表2 公司主要收入来自功能膜材料产品



图表3 公司主要利润来自功能膜材料产品

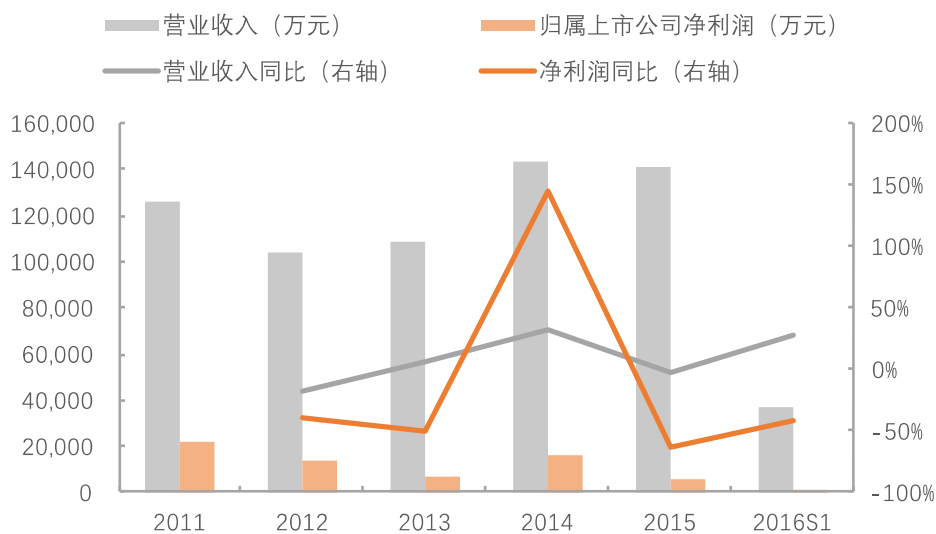


资料来源：公司公告、平安证券研究所

资料来源：公司公告、平安证券研究所

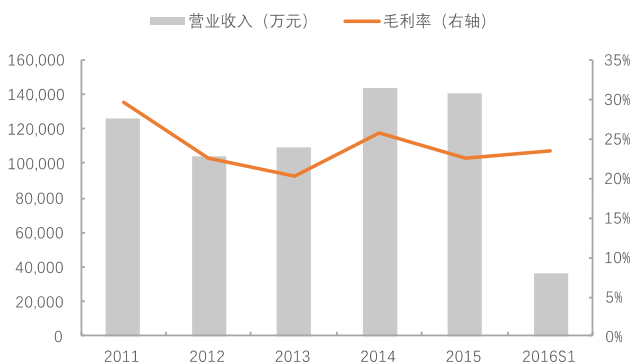
随着国内多个聚酯薄膜、聚丙烯薄膜项目投产，传统绝缘材料产能过剩，国内聚酯薄膜产能利用率约 65.57%，聚丙烯薄膜产能利用率约 56.67%。同质化中低端产品价格竞争激烈，外加传统电力设备等下游需求增长放缓，公司收入小幅下滑 - 2.11%；毛利率水平保持在 25%左右，较为稳定。

图表4 受传统产品竞争激烈影响，公司净利润水平有所下滑



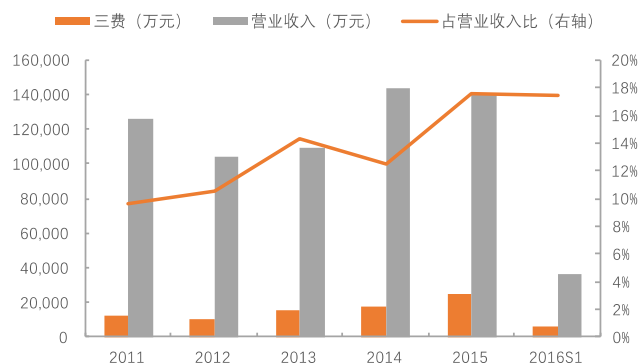
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司毛利水平稳定在 25%左右水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 公司三项费用率有所增加



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司上市以来先后收购了天津中纺凯泰、郑州华佳新能源、太湖金张科技等公司，不断利用公司产品优势向下游延伸产业链，布局军用阻燃纺织材料、蒸镀金属化薄膜、光学膜等领域。

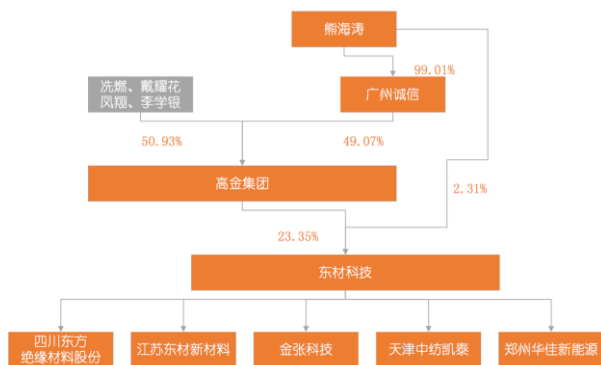
收购子公司并表带来的管理费用增加，和随着募投项目进行带来的财务费用，使得公司三项费用占营业收入比例上升到 17%。

另外 2015 年度天津中纺、金张科技两家子公司商誉减值计提 1565 万，拖累了公司业绩。

2.2 实际控制人变更，或将打开公司未来资本运作空间

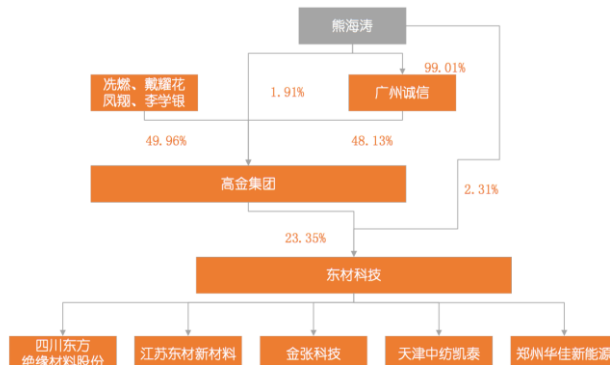
2016 年 2 月，熊海涛女士女士向公司控股股东高金集团现金增资 6000 万元，完成增资后通过广州诚信投资管理持有高金集团 48.13%股权，直接持有 1.91%股权，合计持有 50.05%股权成为高金集团实际控制人；并合计持有上市公司 25.66%股权，成为上市公司实际控制人。

图表7 公司历史股东结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 公司最新股东结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

除东材科技外，熊海涛女士同时通过高金集团持股为毅昌股份、高盟新材实际控制人。我们判断此次股权变更有望打开公司新一轮资本运作的空间，公司有望继续进行产业链整合，打造以薄膜材料、阻燃材料为龙头的新材料平台型公司。

三、特高压投资高峰临近，AB 胶产品放量，公司迎来业绩拐点

3.1 国家特高压建设高峰来临，公司高压绝缘产品迎来新契机

随着我国新能源建设的持续推进，国内能源生产区域与消耗区域的分布隔离问题日益严峻。我国风力发电、光伏发电主要分布在西部地区，而用电大省则分布在东部地区，电网输送能力不足直接导致西北地区弃风弃光现象严重。

根据国家电网统计数据显示，我国 2015 年全国弃光电量 40 亿千瓦时，弃光率达 10%，其中甘肃弃光率达 31%，新疆自治区弃光率约 22%。2014 年中到 2015 年年中数据显示，甘肃省弃光率高达 40.2%

图表9 国内新能源发电弃光弃风现象严重

统计区间	重点地区	弃光率
2014 年 7 月—2015 年 5 月	甘肃	40.20%
	新疆	7.80%
	全国	14.00%
2015 年上半年	甘肃	28.00%
	新疆	19.00%
2015 年前三季度	甘肃	28.00%
	新疆	20.00%
2015 年全年	甘肃	30.70%
	新疆	22.00%
	青海	3.14%
	宁夏	5.05%
	全国	10.00%

资料来源：国家能源局、国家电网、平安证券研究所

为解决国内能源分布地域不均、西部地区弃风弃光能源浪费等问题，投资建设输送效率高、单位投资省的特高压电网成为国家重要举措。

特高压电网是指交流 1000 千伏、直流正负 800 千伏及以上电压等级的输电网络，可以长距离、大容量、低损耗输送电力。特高压电网单位输送容量投资约为 500 千伏直流输电方案的 72%，且同等效率下占用土地资源面积仅为 500 千伏高压线路的 40%左右。

图表10 国内建成及在建的特高压输电项目

工程状态	工程名称
2010 年 07 月 08 日正式运营	向家坝—上海±800 千伏特高压直流输电示范工程
2011 年 12 月 16 日正式运营	晋东南—南阳—荆门 1000 千伏特高压交流试验示范工程
2012 年 12 月 13 日正式运营	锦屏—苏南±800 千伏特高压直流输电工程
2013 年 09 月 03 日正式运营	云南普洱—广东江门±800 千伏直流输电工程（糯扎渡直流工程）

2014年01月27日正式运营	哈密南—郑州±800千伏特高压直流输电工程
2014年07月03日正式运营	溪洛渡左岸—浙江金华±800千伏特高压直流输电工程
2014年08月05日核准	宁东—绍兴800千伏直流特高压工程
2014年11月04日开工建设	淮南—上海1000千伏特高压交流输电示范工程
2014年11月04日开工建设	锡盟—山东1000千伏特高压交流输电工程
2014年11月04日开工建设	灵州—绍兴±800千伏直流特高压输电工程
2014年12月26日正式运营	浙北—福州1000千伏特高压交流输电工程
2015年03月27日开工建设	蒙西—天津南1000千伏特高压交流输电工程
2015年05月12日开工建设	榆横—潍坊1000千伏特高压交流输电工程
2015年06月03日开工建设	酒泉—湖南800千伏直流特高压
2015年06月29日开工建设	山西晋北—江苏南京±800千伏特高压直流输电工程
2015年12月16日开工建设	锡盟—泰州±800千伏直流特高压工程
2015年12月15日开工建设	上海庙—临沂±800千伏直流特高压工程
2016年01月11日开工建设	准东—华东±1100千伏特高压直流输电工程
2016年02月03日开工建设	云南大理—广东深圳±800千伏直流输电示范工程
设计阶段	扎鲁特—青州±800千伏特高压直流工程
设备招标	昌吉—古泉±1100千伏特高压直流工程
	丽江—深圳800千伏特高压直流工程

资料来源：国家电网、国家能源局、南方电网、平安证券研究所

800千伏直流特高压建设项目周期约为20-24个月，据此估算2015年我国实际在建/招标/核准特高压项目为9个；截止2016年一季度，可以确定2016年我国实际在建/招标/核准特高压项目至少可以达到16条。

2015年国内共核准“四直两交”六条特高压线路，2016年国家电网有规划“五交八直”共13条特高压线路，计入存量工程后2016年在建特高压项目至少为2015年两倍，特高压相关产业将直接受益国家投资。

公司可用于高压电容设备的聚丙烯薄膜产品产能约7200吨/年，是国内高压电容薄膜行业龙头；公司另有大尺寸绝缘结构件产能7200套/年，将直接受益于特高压线路投资增加。

3.2 AB胶产品盈利能力凸显，金张科技盈利现拐点

公司2015年收购太湖金张科技股份有限公司51%股权，直接切入下游产品光学膜，整合了光学级聚酯切片、光学级聚酯基膜、光学膜的完整产业链。

金张科技2015年开发新产品AB胶，即AB层耐紫外耐水解双功能聚酯薄膜，进入钢化玻璃保护膜行业。但是前三季度由于产品质量不稳定，出现部分产品的报废和质量赔偿，合计损失约1100万元，导致公司前三季度累计实现利润仅180.90万元。

经改进公司AB胶产品已经品质稳定并表现出良好的盈利能力，2015年四季度公司实现净利润1218.71万元，2016年一季度实现净利润1198.99万元，盈利能力大幅改善。我们预计金张科技2016年将有望实现净利润4000~5000万元。

图表11 公司拟修改金张科技业绩补偿条款

	补偿条款（修订前）	补偿条款（修订后）
净利润条款		
2015年	2800万元	2800万元
2016年	3300万元	3300万元
2017年	4000万元	4200万元
计算方式		
		可累积计算业绩承诺，业绩承诺期内累计实现净利润不低于10300万元
	业绩承诺期内每个年度单独测算和补偿	业绩承诺期内每个年度单独测算三个年度届满时一次性补偿
	如果金张科技实际完成净利润高于预期净利润，超出部分的20%—30%以现金方式奖励给公司管理层，该支出计入下一会计年度的管理费用	如果金张科技实际完成净利润高于预期净利润，超出部分的20%—30%以现金方式奖励给公司管理层之核心人员施克炜、孙健、陈晓东，上述累计业绩承诺净利润为未扣除该支出前的净利润

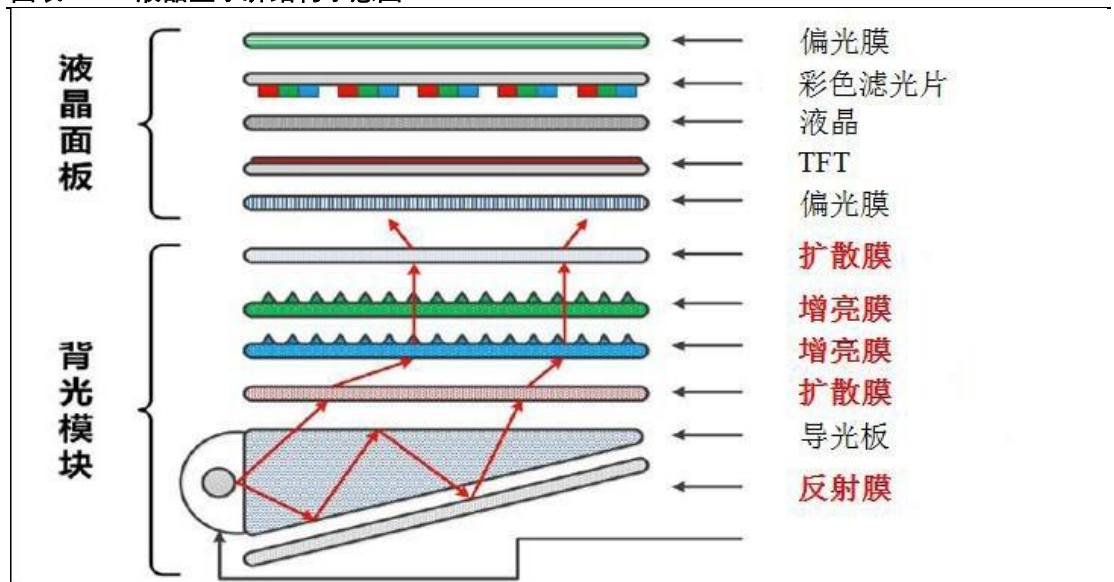
资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司在2016年4月26日发布公告，修改金张科技业绩承诺补偿协议，将金张科技公司累计应实现净利润上调至10300万元，即2016/2017年两年应实现净利润9000万元，显示出公司对金张科技盈利改善的信心。

3.3 光学级聚酯基膜即将放量，江苏东材有望扭亏

光学级聚酯薄膜具有低雾度、高透光率、表面光洁度高、厚度公差小等出色的光学性能，主要应用于高端液晶显示器背光模组、抗静电保护膜、触摸屏保护膜、汽车玻璃隔热贴膜等领域。

图表12 液晶显示屏结构示意图

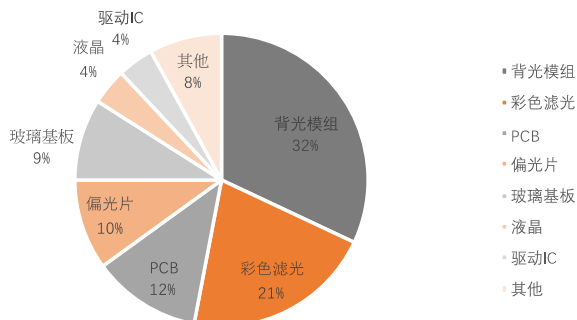


资料来源：中国产业信息、平安证券研究所

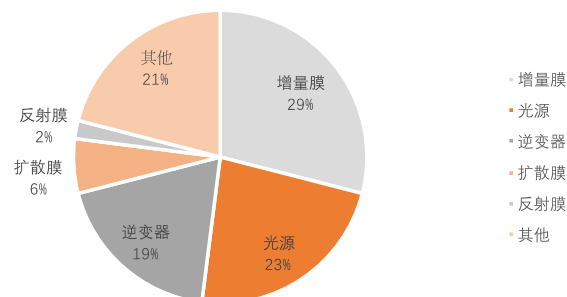
以液晶显示屏为例，核心组件背光模组由增亮膜、扩散膜、导光板、反射膜等多种光学薄膜构成，光学膜成本占整个背光模组成本的35%左右。而高端光学基膜基本被日本东丽、三菱、美国3M、

韩国 SKC 等少数几家企业所垄断。据预测，全球平板显示产业对光学级聚酯基膜的年需求量将达到 30 万吨以上。

图表13 液晶面板成本构成



图表14 背光模组成本构成



资料来源：中国产业信息、平安证券研究所

资料来源：中国产业信息、平安证券研究所

2015 年 7 月子公司江苏东材 2 万吨光学级聚酯基膜项目投料试车，按计划全部试制 25 微米 - 250 微米不同规格厚度产品。四季度公司光学级聚酯基膜产品已经通过部分客户认证，进入小批量供货阶段；其他客户也在后续产品反馈跟进过程中。

我们预计随着公司产品通过其他客户认证，2 万吨光学级聚酯薄膜生产线开工率将不断提高，盈利能力将出现明显改善，子公司江苏东材扭亏为盈是大概率事件。

四、把握 OLED 产业化机会，光学薄膜产品有望放量

4.1 OLED 是替代 LCD 的新一代显示技术

OLED (Organic Light - Emitting Diode) 即有机发光二极管是一种可以替代 LCD 的显示技术，具有发光亮度高、发光视角宽、响应速度快、超薄、质量轻、全固态主动发光、可制作在柔性衬底上、成型加工简便等优点。

图表15 多层结构 OLED 结构示意图



资料来源：CNKI、平安证券研究所

图表16 OLED 结构对应材料

分层	缩写	常用材料
阳极		功函数高的材料，如 ITO、Au、Cu、ITO/PEDOT、ITO/PANI 等
空穴注入层	HIL	CuPC 等
空穴传输层	HTL	芳香胺、吡啶啉、咔唑、TAPC、NPB 等
发光层	EML	
空穴阻挡层	HBL	BCP、TPBI 等
电子传输层	ETL	香豆素衍生物、共轭芳香化合物、金属螯合物等
电子注入层	EIL	
阴极		功函数低的材料，如 Ca、Mg、Al、In、Ag 等

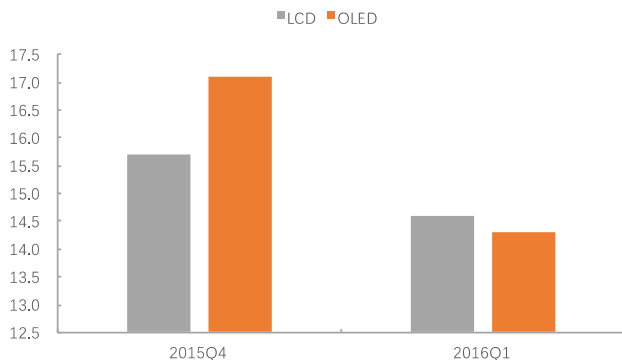
资料来源：CNKI、平安证券研究所

制约 OLED 普及的主要因素是技术不成熟导致的良品率较低和成本高；近年来随着生产技术的发展，这两个问题均基本得到解决。IHS 数据显示，2016 年一季度 5.0 英寸 1080P 的 AMOLED 屏幕单块成本为 14.30 美元，同等尺寸的 LCD 屏幕成本为 14.60 美元；而 2015 年的四季度同样尺寸的 AMOLED 屏幕成本为 17.10 美元。OLED 自发光的特点使得其不需要额外的背光模组，在达到更轻薄的同时也降低了成本。

OLED 电视面板供应商 LG 表示，其 2K 高清 OLED 电视面板良品率已经达到 9 成，预计 4K 超清 OLED 面板的良品率也将在明年达到 85%。

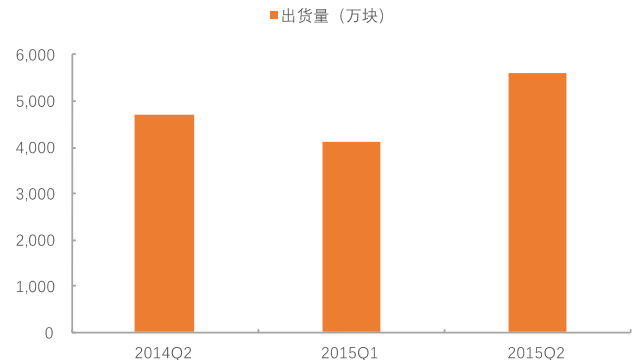
UBI 数据显示，2015 年中小尺寸 AMOLED 面板出货量达 2.3 亿片，市场规模超 100 亿美元；2015 年 AMOLED 整体市场相比 2014 年成长超 25%。UBI 预计 2016 年 AMOLED 面板出货量将增加 16%，营收将达到 150 亿美元。

图表17 OLED 面板成本已经低于同尺寸 LCD 面板



资料来源：UBI、平安证券研究所

图表18 OLED 面板出货量同比增长 19%，环比增长 35%

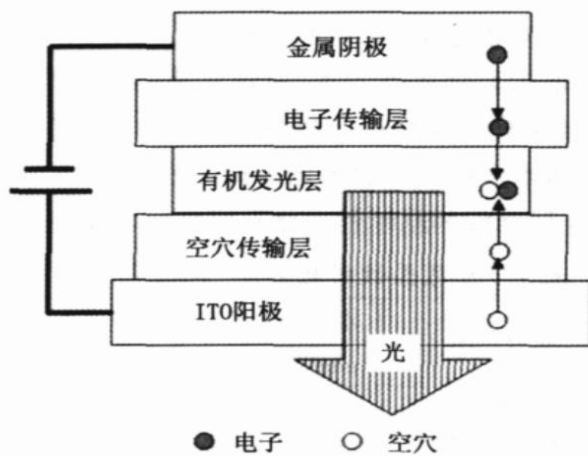


资料来源：UBI、平安证券研究所

4.2 实现柔性 OLED 显示的衬底材料首选 PET 和 PI 薄膜材料

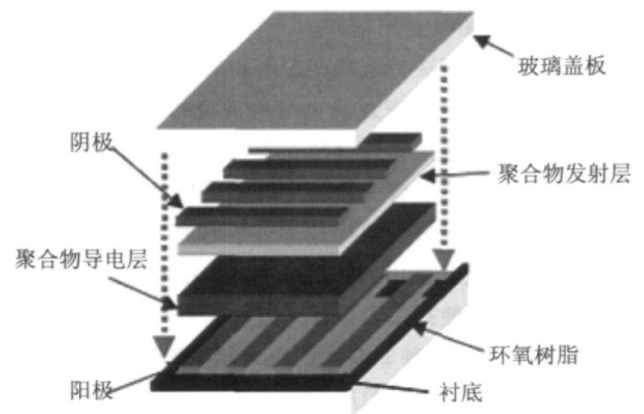
OLED 可实现柔性显示，实现这一应用需要使用柔性衬底层和封装层。虽然可以使用超薄玻璃和箔片式金属材料作为衬底层，但是盖板封装、环氧树脂固化等因素将导致成品失去柔性特性。

图表19 OLED 发光原理示意图



资料来源: CNKI、平安证券研究所

图表20 OLED 封装结构示意图



资料来源: CNKI、平安证券研究所

相比使用玻璃和薄片金属作为衬底层,使用有机聚合物塑料具有成本低、柔韧性好、重量轻等优势。

图表21 柔性 OLED 可选衬板及盖板材料

材料类型	可选种类	简称	缺点
聚合物塑料	聚萘二甲酸乙二醇酯	PEN	
	聚对苯二甲酸乙二醇酯	PET	玻璃化温度过低, 热膨胀系数偏大
	聚酰亚胺	PI	颜色泛黄, 具有强双折射性, 干扰显示器件
	聚砜醚	PES	
	聚碳酸酯	PC	
	聚醚酰亚胺	PEI	
柔性玻璃	厚度 50μm 的超薄透明玻璃		易碎, 弯曲型受限
金属薄片	厚度 0.1mm 的箔片式金属		限定定发光技术, 整体出光率低; 易翘曲变形, 产生微裂纹扩展

资料来源: CNKI、平安证券研究所

由于 ITO 薄膜制备使用蒸镀技术, 因此衬底温度较高, 有机柔性衬底普遍存在玻璃化温度低且热膨胀系数大导致热变形、水氧阻挡能力差的问题。PI (聚酰亚胺) 热分解温度为 500 摄氏度, 是目前发现的有机聚合物中热稳定性最好的材料之一, 且机械性能优秀, 抗张强度高; 因此业界认为除目前广泛使用的 PET 薄膜外, PI 薄膜是最适宜作为柔性 OLED 衬底的材料之一。

图表22 有机聚合物塑料衬底材料的优缺点对比

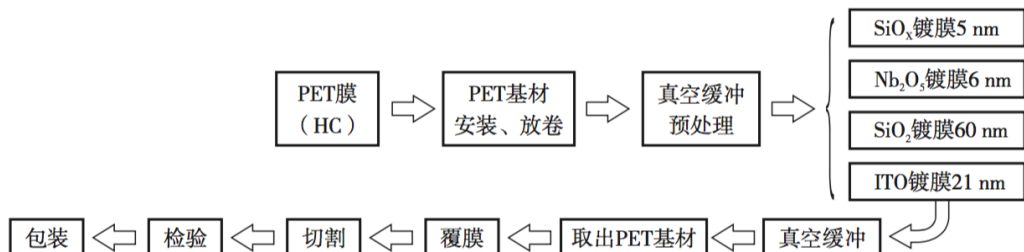
优点	缺点
重量轻: PET 衬底 FOLED 重量可达同面积玻璃衬底 OLED 的三分之一	平整性差: 平整性不如比例衬底, 可能造成器件短路
柔韧性: 抗冲击强, 不易破损, 耐用性好	熔点低: 基板工艺温度高情况下, 可能导致柔性衬底变形熔化, 尺寸不稳定
低成本: 使用连续气相沉积工艺设备连续卷筒式流水线生产, 降低成本	寿命短: 水氧透过率高, 影响粘附性和器件寿命
性能卓越: 同等工艺制备条件下, 光电性能与玻璃基底刚醒 OLED 相当	ITO 薄膜易脱落: 低温淀积 ITO 薄膜电阻率高、透明度差, 粘附性不好; PET 与 ITO 热膨胀系数相异, 器件发热时可能脱落

资料来源: CNKI、平安证券研究所

4.3 公司投资金属化薄膜生产企业，PI 和 PET 产品有望借助 OLED 放量

公司有机聚合物薄膜和柔软材料制备工艺较为成熟，公司全资子公司江苏东材新材料于 2012 年投资建设年产 2 万吨光学级聚酯基膜项目，主要应用于包括反射膜、增透膜、ITO 导电膜以及 OLED 产品等制造。光学级聚酯基膜具有低雾度、高透光率、表面光洁度高、厚度公差小等出色光学性能，技术难度高，产品附加值较高。

图表23 PET 衬底柔性 ITO 导电薄膜制备流程示意图



资料来源：CNKI、平安证券研究所

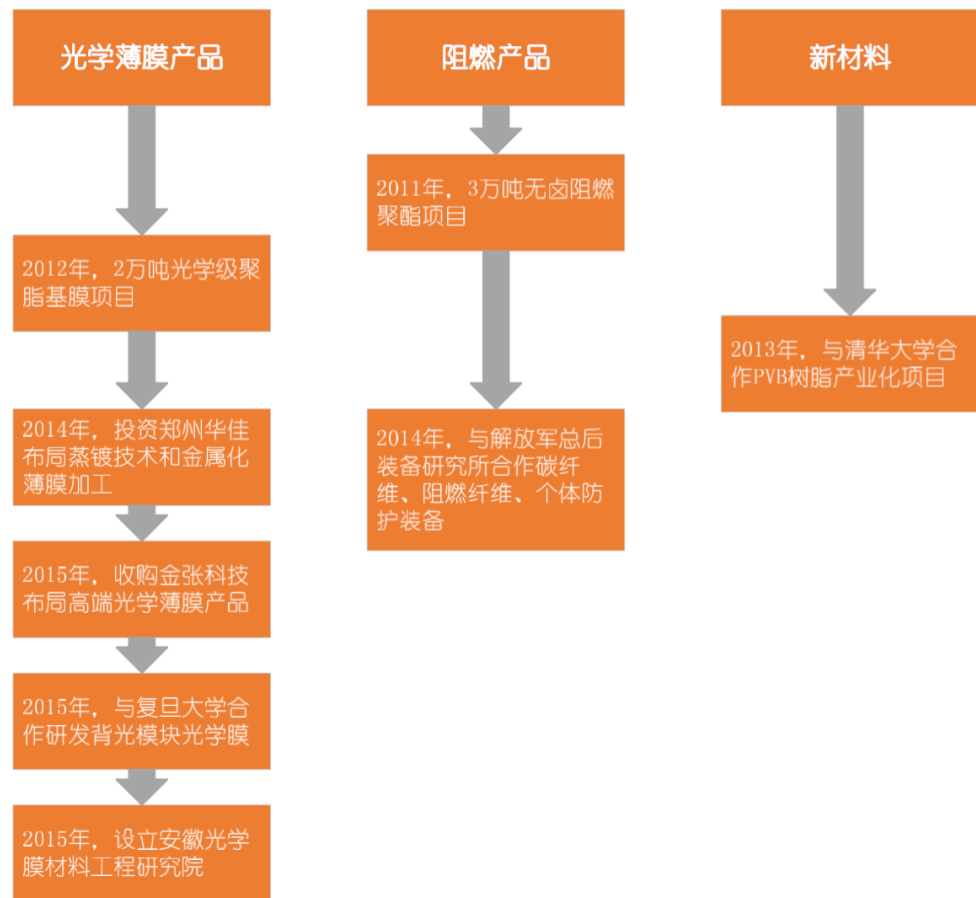
公司 2012 年已经可以生产 PI 柔软薄膜复合材料，目前该类型应用于电机设备和电容器领域。另外，公司 2014 年投资郑州华佳新能源技术公司，该公司从事金属化薄膜加工制造，具有蒸镀技术应用经验。同时东材科技与复旦大学协作设立安徽光学膜材料工程研究院，继续深入新型显示光学膜材料的布局。

因此，我们认为公司同时具备光学级聚酯薄膜生产技术、蒸镀技术和 PI 复合材料生产工艺，随着 OLED 对 LCD 产品的替代，公司有望分享 OLED 衬底材料市场的成长。

五、 专注研发，搭建新材料平台型企业

公司在保持传统绝缘材料产品竞争力的同时，依托公司优势产品向上下游延伸产业链，通过同军方科研机构和高校科研院所合作，建立产品技术壁垒。

图表24 公司研发产品及并购路线图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2013年，公司与清华大学合作2万吨PVB树脂产业化项目，有望涉足防弹玻璃、夹层玻璃用PVB薄膜产品体系；2014年公司解放军总后装备研究所合作研发阻燃纤维在个人防护设备上应用，切入军用产品市场；2015年公司收购金张科技，直接布局下游高端光学薄膜市场。

从公司发展历程看，公司致力于通过产业链相关并购完善产业链布局，并通过提升研发能力进行差异化竞争。2016年2月上市公司完成实际控制人变更后，有望打开公司新一轮资本运作的空间，公司有望继续进行产业链整合，打造以薄膜材料、阻燃材料为龙头的新材料平台型公司。

六、 投资建议

东材科技子公司金张科技AB胶产品盈利能力凸显，2016年一季度实现净利约1200万元，全年有望大幅超过承诺业绩；国家特高压项目推进加速，2016年在建/核准项目将超过2015年一倍，利好公司传统优势产品高压电容绝缘材料和大尺寸绝缘结构件；公司2万吨光学级聚酯基膜有望带来江苏东材的扭亏；2016年将迎来业绩拐点。OLED成本已经低于LCD产品，预计OLED替代LCD产品进程加快，利好上游ITO基膜和有机柔性衬板材料（PI膜等），长期来看，公司实际控制人发生变化，有望打开公司新一轮资本运作的空间，我们预测2016~2018年公司EPS分别为0.20、0.26、0.31元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1245	1747	2021	2408
现金	282	500	607	713
应收账款	283	433	436	585
其他应收款	36	32	50	46
预付账款	36	60	57	81
存货	269	313	390	435
其他流动资产	340	409	480	548
非流动资产	2077	2234	2431	2635
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1711	1851	2029	2211
无形资产	193	208	224	245
其他非流动资产	172	175	178	179
资产总计	3322	3981	4452	5044
流动负债	716	1292	1676	2135
短期借款	470	993	1329	1738
应付账款	151	192	223	264
其他流动负债	95	107	125	134
非流动负债	292	273	253	232
长期借款	117	97	77	57
其他非流动负债	176	176	176	176
负债合计	1008	1565	1929	2367
少数股东权益	96	110	129	150
股本	616	616	616	616
资本公积	1170	1170	1170	1170
留存收益	432	473	536	624
归属母公司股东权益	2218	2306	2394	2526
负债和股东权益	3322	3981	4452	5044

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	75	69	257	219
净利润	68	139	178	211
折旧摊销	111	125	143	165
财务费用	30	42	57	75
投资损失	0	-1	-1	-0
营运资金变动	-144	-235	-119	-232
其他经营现金流	11	0	0	0
投资活动现金流	-134	-280	-340	-369
资本支出	101	157	197	205
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-32	-124	-142	-165
筹资活动现金流	31	-94	-147	-152
短期借款	94	0	0	0
长期借款	52	-19	-20	(20)
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-120	-75	-126	-132
现金净增加额	-28	-305	-229	-303

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1407	1756	2133	2505
营业成本	1089	1341	1622	1904
营业税金及附加	7	6	6	9
营业费用	63	70	79	85
管理费用	154	158	181	205
财务费用	30	42	57	75
资产减值损失	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0
营业利润	46	140	189	227
营业外收入	31	25	21	22
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	75	164	209	249
所得税	7	25	31	37
净利润	68	139	178	211
少数股东损益	7	14	18	22
归属母公司净利润	61	125	159	190
EBITDA	213	324	409	489
EPS (元)	0.10	0.20	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	-2.1	24.9	21.4	17.5
营业利润(%)	-74.8	207.1	35.2	20.1
归属于母公司净利润(%)	-63.1	104.4	27.7	19.0
获利能力				
毛利率(%)	22.6	23.6	24.0	24.0
净利率(%)	4.3	7.1	7.5	7.6
ROE(%)	2.9	5.8	7.0	7.9
ROIC(%)	3.1	4.7	5.6	6.1
偿债能力				
资产负债率(%)	30.3	39.3	43.3	46.9
净负债比率(%)	14.0	25.4	32.7	41.4
流动比率	1.7	1.4	1.2	1.1
速动比率	1.4	1.1	1.0	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.11	0.42	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.60	3.74	3.89	4.10
估值比率				
P/E	80.82	39.55	30.97	26.03
P/B	2.23	2.14	2.06	1.95
EV/EBITDA	25.9	18.0	14.8	13.0

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±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±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替行使独立判断。

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 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033