

经营拐点已至，新材料布局将迎收获期  
买入（首次）

2020年11月16日

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

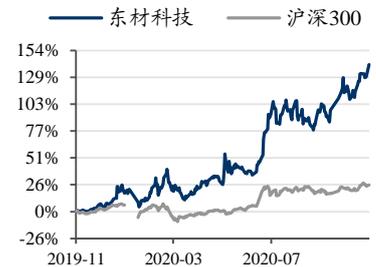
chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,735	2,198	3,263	4,998
同比（%）	5.5%	26.7%	48.5%	53.2%
归母净利润（百万元）	73	202	304	509
同比（%）	126.6%	177.0%	50.8%	67.2%
每股收益（元/股）	0.12	0.32	0.49	0.81
P/E（倍）	93.90	33.90	22.48	13.44

投资要点

- **国内绝缘材料领军企业，多元化布局新材料：**公司历史悠久，在绝缘材料领域深耕半个多世纪，自2011年上市以来，逐步在新材料领域多元化布局，目前光学膜材料已经进入业绩兑现期，电子树脂业务也正在放量，新材料业务的开拓不仅有效对冲了绝缘材料业务单一造成业绩大幅波动的风险，更在进口替代的机遇中显著提升公司的业绩中枢。
- **高端光学基膜应用广泛，国产替代空间大：**高端光学基膜的需求端主要液晶显示面板、触控板、柔性面板、各类电子器件等，根据我们测算，当前面板对光学基膜的需求合计超过20亿m<sup>2</sup>，触控板领域需求约1.7亿m<sup>2</sup>，仅LCD和触控板两个领域合计市场规模就达到120亿元。当前高端光学基膜市场份额主要由日、韩厂商瓜分，目前公司光学膜产品在中高端离型膜和保护膜领域取得良好口碑，公司通过外延内生扩充光学膜产能，有望充分抓住上游材料国产化的机遇。
- **高端电子树脂受益于5G、芯片产业，国产化进行中：**5G快速发展、芯片自主崛起，催生高频高速覆铜板的需求大幅提升，高频高速覆铜板的换代带动高端电子树脂的需求提升，我们预计高端电子树脂市场规模在百亿级。当前高频高速覆铜板用高端电子树脂仍以进口为主，公司开发出的碳氢树脂、马来酰亚胺树脂等有望抢抓进口替代机遇。
- **绝缘材料业务稳健发展：**公司在绝缘材料领域的积累颇深，目前已经是国内绝缘材料龙头企业。绝缘材料下游主要应用于光伏和特高压行业，中长期看两个下游行业需求都有稳健的增长，公司行业地位稳固，业务不需额外的资本性投入，业务板块稳健运行。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司在2020~2022年实现归母净利润分别为2.02亿元、3.04亿元和5.09亿元，EPS分别为0.32元、0.49元和0.81元，当前股价对应PE分别为34X、22X和13X。考虑到公司的光学膜和电子树脂材料进入放量期，未来业绩确定性成长空间高，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**在建产能投产进度不及预期的风险；下游客户认证不够顺利的风险；绝缘材料需求和价格大幅波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.92
一年最低/最高价	4.42/10.96
市净率(倍)	2.78
流通A股市值(百万元)	6698.67

基础数据

每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	40.07
总股本(百万股)	626.60
流通A股(百万股)	613.43

相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司简介</b> .....	<b>4</b>
1.1. 大力布局光学膜和电子树脂 .....	4
1.2. 受传统主业单一的影响，业绩波动幅度大 .....	5
<b>2. 高端光学基膜亟需国产替代</b> .....	<b>7</b>
2.1. 光学基膜应用广泛 .....	7
2.1.1. 面板显示端需求：背光模组、偏光片等 .....	8
2.1.2. 智能手机端需求：触控屏OCA胶、ITO膜 .....	10
2.2. 光学基膜需求持续增加 .....	11
2.2.1. “尺寸迭代”效应带动大尺寸面板面积稳步增长 .....	11
2.2.1. 产线东移，内需推动光学膜国产化 .....	12
2.3. 高端光学基膜迎国产替代机遇 .....	13
2.3.1. 光学膜进口依赖严重 .....	13
2.3.2. 公司光学膜业务快速发展 .....	14
<b>3. 5G 高频高速覆铜板带动特种电子树脂需求显著提升</b> .....	<b>15</b>
3.1. 5G 时代催生高频高速覆铜板需求 .....	15
3.1.1. 高频高速覆铜板要求新型特种树脂 .....	15
3.1.2. 电子树脂将迎来百亿级别的市场空间 .....	17
3.2. 国产厂商迎来国产替代机遇 .....	18
3.2.1. 高端电子树脂仍以日本厂商为主 .....	18
3.2.2. 公司布局的电子树脂业务开始进入放量期 .....	19
<b>4. 绝缘材料和环保阻燃材料稳健运行</b> .....	<b>20</b>
4.1. 绝缘材料地位稳固 .....	20
4.2. 阻燃材料稳健发展 .....	21
<b>5. 产能投放节奏加快，中期业绩高增长</b> .....	<b>21</b>
5.1. 公司产能投放节奏加快 .....	21
5.2. 盈利预测与估值 .....	22
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2020 年三季报)	4
图 2: 东材科技发展历程	5
图 3: 公司营收及增速 (万元)	6
图 4: 公司归母净利润及增速 (万元)	6
图 5: 主要产品毛利率	6
图 6: 毛利结构	6
图 7: 综合毛利率和净利率	7
图 8: ROE 和 ROA	7
图 9: 研发费用率不断升高	7
图 10: 人均创收中枢逐渐提高	7
图 11: 光学膜产业链	8
图 12: 液晶模组结构示意图	9
图 13: 偏光片结构示意图	9
图 14: 中国大陆 TFT-LCD 面板出货面积 (百万平方米)	9
图 15: 光学聚酯基膜价格 (元/吨)	9
图 16: 触控屏下 OCA 光学胶和 ITO 膜示意图	10
图 17: OCA 光学胶模组示意图	10
图 18: ITO PET 薄膜结构示意图	10
图 19: 全球触控模组出货面积下游市场份额 (%)	10
图 20: 2015~2019 全球显示面板尺寸占有率 (%)	12
图 21: 2013~2020 年不同类型面板需求面积增长预测 (单位: 百万 m <sup>2</sup> )	12
图 22: 中国电视出货量及预测 (亿台)	12
图 23: 中国显示器出货量及预测 (亿台)	12
图 24: 中国电脑出货量及预测 (亿台)	13
图 25: 中国光学膜市场需求及预测 (亿元)	13
图 26: 电子树脂在 5G 基站中的应用解析示意图	16
图 27: 不同传输损耗等级高频高速覆铜板采用的树脂种类例	16
图 28: 5G 基建建设期年新增宏基站数量预测 (万个)	17
图 29: 高频高速覆铜板完全成本构成 (14~17 年均值)	17
图 30: 2020 年国网公司特高压和电网投资规划 (亿元)	20
图 31: 中国特高压线路建设开工数量及十四五规划	20
图 32: 光伏装机量及预测值(GW)	21
图 33: 光伏系统成本逐年下降 (元/W)	21
表 1: 光学膜国内外主要厂家	13
表 2: 公司光学膜产能汇总	15
表 3: 高频高速覆铜板所需的关键树脂材料及其国内外主要供应厂商	18
表 4: 公司在建电子树脂项目汇总	19
表 5: 公司产能一览 (含拟在建)	22
表 6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	22
表 7: 可比公司估值表 (参考 2020 年 11 月 16 日收盘价)	23

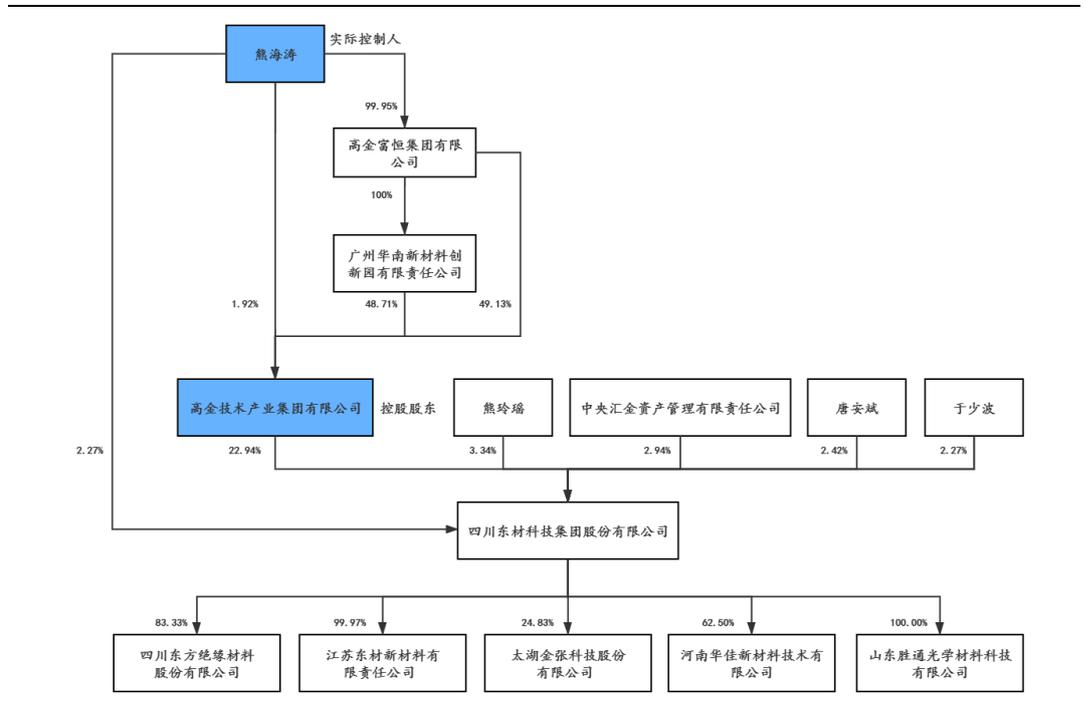
## 1. 公司简介

公司成立于 1994 年，总部位于四川绵阳，2011 年 5 月在上海主板上市。

公司历史悠久，其前身是原机械工业部直属大型骨干企业——国营东方绝缘材料厂，于 1966 年国家建设大三线时期从哈尔滨内迁至四川。历经半个多世纪的发展，公司坐稳国内绝缘材料龙头地位的同时，拓展了光学膜、电子树脂和环保阻燃材料系列产品，下游服务于新能源、智能电网、消费电子、平板显示、电工电器、军工等领域。

公司副董事长熊海涛女士直接持股比例 2.27%，通过其控制的高金技术产业集团间接持股 22.94%，合计持有公司 25.21% 的股份，为公司实际控制人。

图 1: 公司股权结构及主要子公司（截至 2020 年三季度）



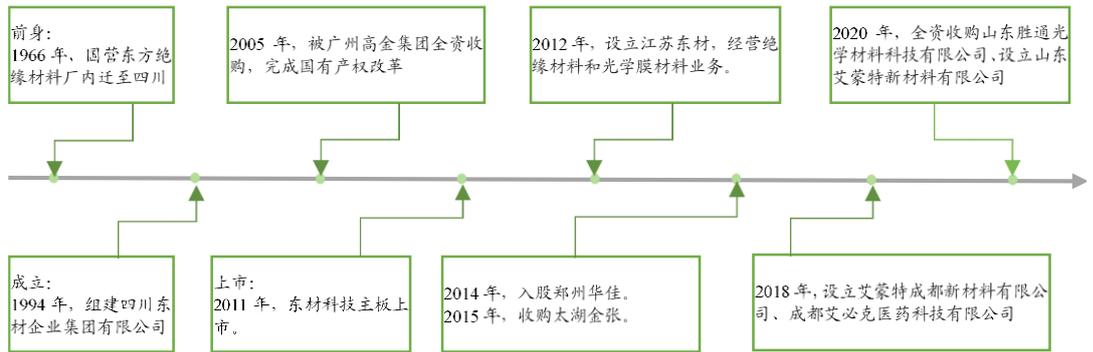
数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.1. 大力布局光学膜和电子树脂

绝缘材料是公司的传统主业，业绩占比高，尤其是 2015 年及以前绝缘材料的毛利占比接近 100%。绝缘材料下游主要应用领域是光伏和特高压行业，由于公司主业较为单一，受特高压电网建设进度和光伏景气度的影响，业绩出现大幅波动。

上市以后，公司在巩固绝缘材料龙头地位的同时，积极拓展光学膜、环保阻燃材料和电子材料等业务，其中光学膜领域的布局最早、最完善。

图 2: 东材科技发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

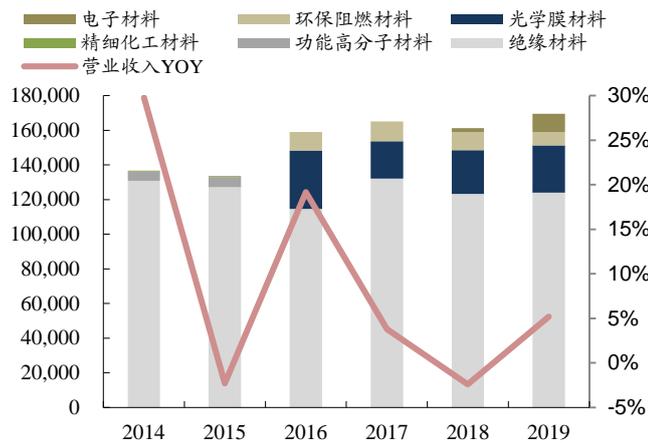
光学膜业务板块的早期发展以内生为主: 2012年7月, 公司在江苏海安经济开发区内新设立控股子公司江苏东材新材料有限责任公司, 投资建设年产2万吨光学级聚酯基膜项目, 该项目的产品全部为各种特殊用途的光学级聚酯基膜, 主要应用于包括反射膜、增透膜/减反射膜、滤光片、扩散膜、增亮膜等的制造, 项目于2015年投料试车; 2018年1月公司在江苏海安基地再次投资建设年产15000吨特种聚酯薄膜项目, 项目于2019年建成投产。

内生发展之外, 公司于2015年1月收购金张科技51%的股权, 并于2015年12月设立金张科技的全资子公司安徽省光学膜材料工程研究院, 专门从事研发、生产平板显示和智能终端显示产业所需的光学膜材料, 进一步实现光学膜材料的国产化。2020年6月30日完成收购胜通光科100%股权, 并办理完股权变更登记, 通过投资胜通光科, 公司进一步缩短在光学基膜领域的扩能周期。

## 1.2. 受传统主业单一的影响, 业绩波动幅度大

回顾公司业绩, 2015年特高压电网建设滞后, 大幅拖累公司业绩; 2016年光学基膜产线处于调试、磨合期, 运营不及预期导致光学膜业务亏损拖累业绩; 2017年特高压需求好转, 光学膜放量, 业绩大幅增长; 2018年公司再次受特高压电网投资减速、新开工项目减少影响, 业绩显著下滑; 2019年, 公司在中高端市场的光学膜产品占比增加, 特高压电网新建项目陆续开工, 布局用于覆铜板的电子材料也开始兑现业绩, 公司经营迎来拐点。未来, 随着光学膜和电子材料产能加速释放, 业绩占比不断增加, 公司业绩进入加速释放期。

图 3: 公司营收及增速 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

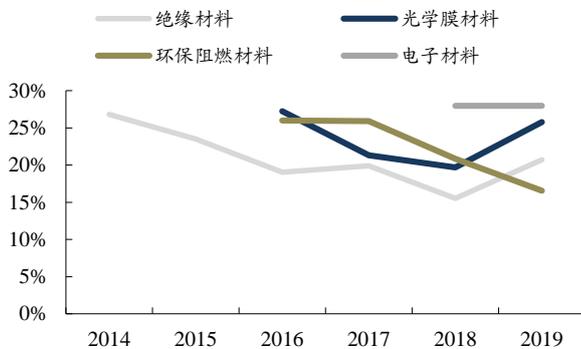
图 4: 公司归母净利润及增速 (万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司自转型以来, 在传统主业绝缘材料的基础上, 光学膜和电子材料开始释放业绩, 一方面对冲掉绝缘材料主业单一受市场波动的风险, 另一方面光学膜和绝缘材料较高的市场进入门槛和毛利率为公司夯实了公司的盈利能力, 经过前期的铺垫, 光学膜和电子材料产能在 2020 年开始大幅放量, 业绩占比将持续增加, 公司的盈利能力和盈利质量将得到显著改善。

图 5: 主要产品毛利率



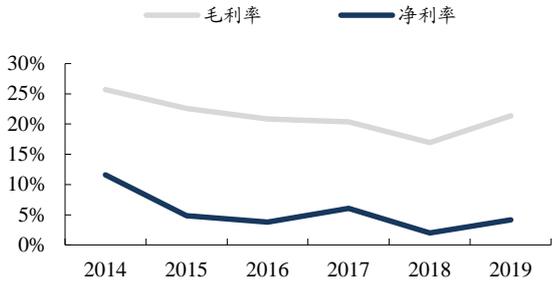
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 毛利结构



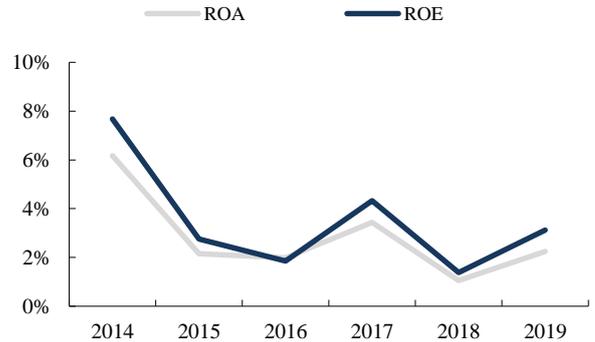
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 7: 综合毛利率和净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

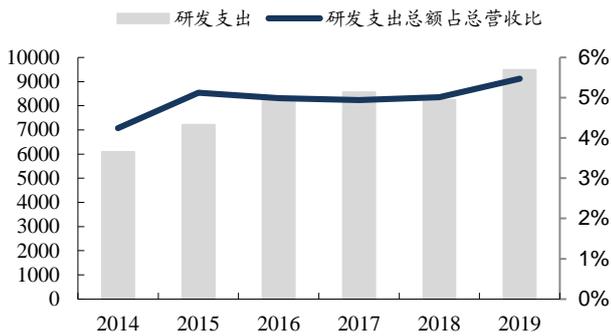
图 8: ROE 和 ROA



数据来源: wind, 东吴证券研究所

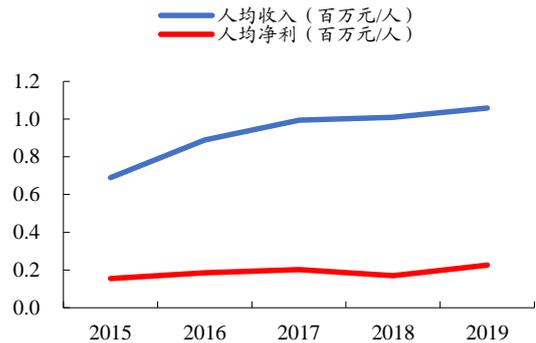
公司近年来不断提高研发费用率, 通过持续研发, 一方面开拓光学膜和电子材料等业务, 另一方面提高了人均创收, 显著改善公司经营质量。

图 9: 研发费用率不断升高



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 10: 人均创收中枢逐渐提高



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2. 高端光学基膜亟需国产替代

光学膜广泛应用于液晶显示面板、OLED、触控模组以及各类电子器件中, 根据我们的测算, 仅液晶显示面板和触控模组对光学膜的需求已经达到 **120 亿元** 市场规模, 当前国内高端光学膜市场主要被日韩厂商手中, 进口替代空间大。

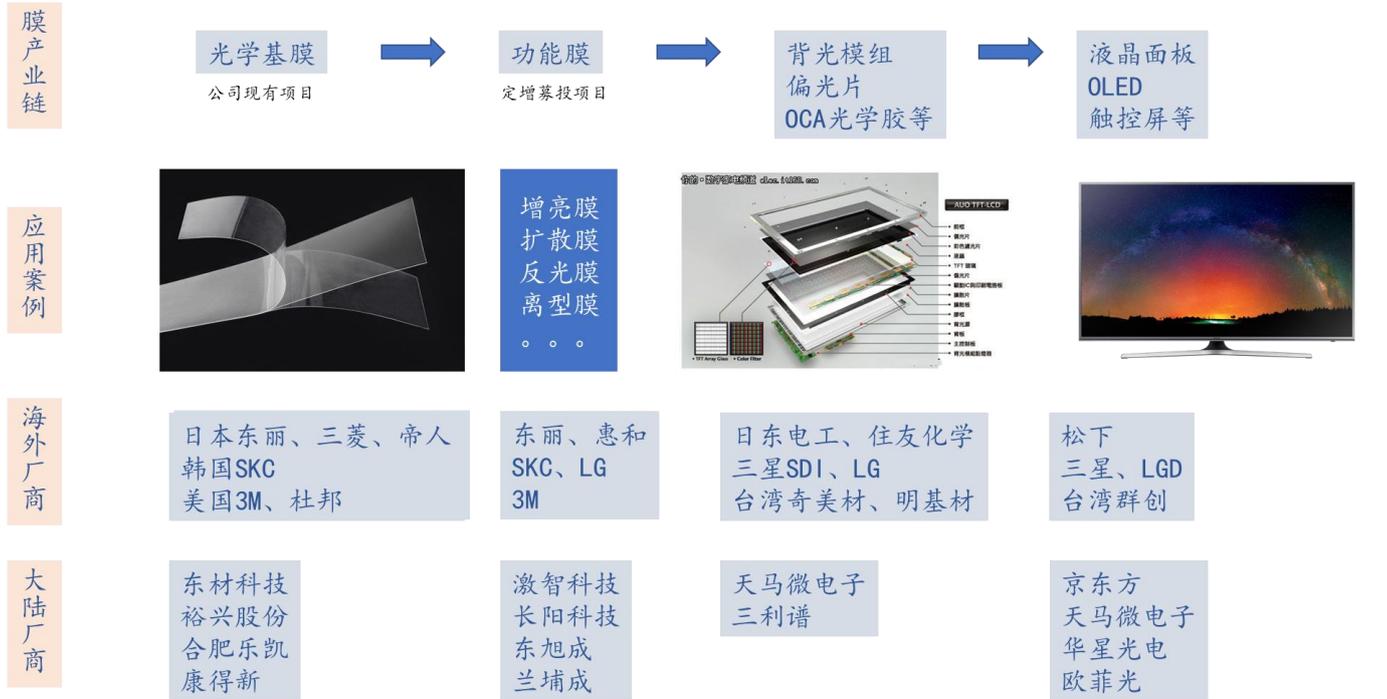
### 2.1. 光学基膜应用广泛

光学级聚酯基膜, 是光电产业链前端最为重要的战略性材料之一, 应用于 TFT-LCD 平板显示器背光源的扩散膜、增亮膜、反射膜以及 TFT-LCD 生产过程中需要的各种保护膜、离型膜、光学胶带, 此外还包括触摸屏领域的 ITO 薄膜、保护膜, 柔性显示器用

膜等领域。

光学基膜经过涂布等工艺，制作成各类功能膜，经过组装成为背光模组、偏光片、OCA 光学胶等组件，终端市场为智能手机、平板电脑等各类消费电子产品。

图 11: 光学膜产业链



数据来源: Bing, 东吴证券研究所整理

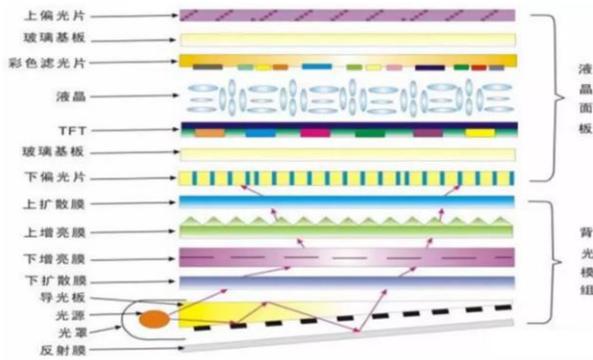
### 2.1.1. 面板显示端需求: 背光模组、偏光片等

液晶面板上游原材料中，玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶材料、驱动 IC 和背光模组是 6 大主要原材料，液晶模组一般由液晶面板和背光模组构成，由于液晶面板中的液晶本身不自发光，背光模组为液晶面板图像显示的提供光源。

光学膜在液晶面板组件中主要用于背光模组、偏光片两部分。

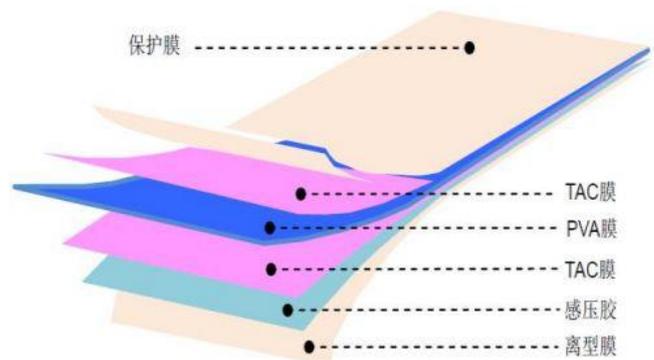
**背光模组所需光学聚酯基膜单耗 5 片:** 作为液晶面板的光源，背光模组一般由上扩散膜+上增亮膜+下增亮膜+下扩散膜+反射膜以及导光板和光罩组成，上述功能膜均采用 BOPET 光学聚酯基膜，因此每个背光模组需要 5 片光学聚酯基膜。

图 12: 液晶模组结构示意图



数据来源: Bing, 东吴证券研究所

图 13: 偏光片结构示意图

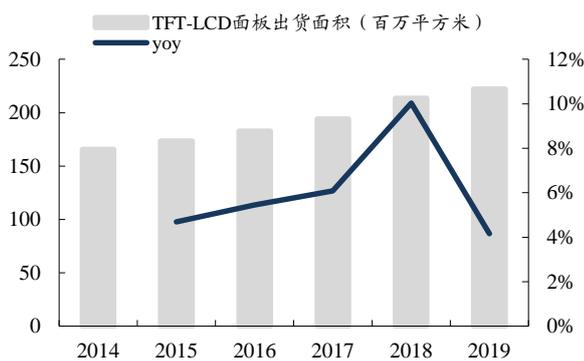


数据来源: Bing, 东吴证券研究所

**偏光片所需光学聚酯基膜单耗 4 片:** 液晶显示器成像必须依靠偏振光, LCD 液晶模组必须包含两张偏光片。偏光片的基本结构包括: 最中间的 PVA 膜 (聚乙烯醇), 两层 TAC 膜 (三醋酸纤维素), 压敏胶, 离型膜和保护膜, 其中离型膜和保护膜采用的是 BOPET 光学聚酯基膜。根据一个液晶模组需要配 2 张偏光片, 一张偏光片需要 2 层光学聚酯基膜, 则每个液晶模组偏光片模块需要 4 片光学聚酯基膜。

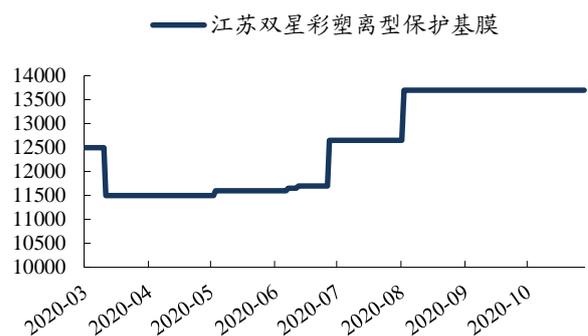
**TFT-LCD 端光学聚酯基膜面积需求保守估计 20 亿 m<sup>2</sup>:** 据 IHS 的统计数据, 2014 年中国大陆 TFT-LCD 显示面板的出货面积为 1.66 亿平方米, 2019 年增至 2.23 亿平方米, 年均复合增长率约 6.07%。根据前述分析, 按照每片面板需要至少 9 片光学聚酯基膜, 2019 年中国大陆液晶显示面板对光学聚酯基膜的需求量保守达到 20 亿平方米。

图 14: 中国大陆 TFT-LCD 面板出货面积 (百万平方米)



数据来源: IHS, 东吴证券研究所

图 15: 光学聚酯基膜价格 (元/吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

根据观研天下提供的数据, 2019 年全球液晶显示领域背光模组用光学膜市场规模约 135 亿元, 其中, 中国市场规模达 81.4 亿元, 占全球比重达 60% 以上。

根据 OFweek 产业研究院《全球偏光片市场研究及趋势预测报告》, 基于未来 AMOLED 对偏光片平均采用量的减少, 以及大尺寸 LCD 对偏光片采用面积的增加, 预

计 2020 年国内偏光片市场规模可达 53.2 亿美元，占全球市场份额提高至 40.2%。Displaybank 的数据显示，偏光片原材料成本占比约 80%，其中离型膜和保护膜约占原材料成本的 15%，参考全球偏光片龙头日东电工 30%左右的毛利率，以此测算偏光片领域用光学膜市场规模约 30 亿元。

综上，国内背光模组和偏光片领域所需光学膜市场需求合计约为 110 亿元。

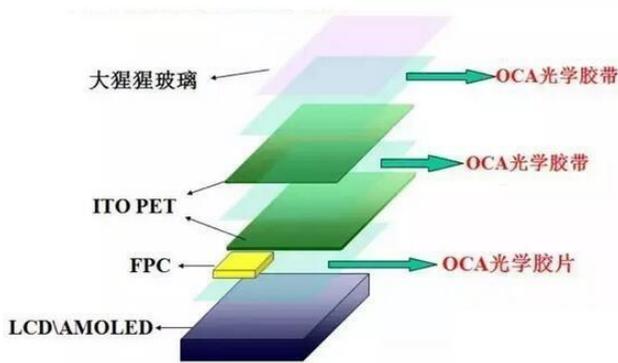
### 2.1.2. 智能手机端需求：触控屏 OCA 胶、ITO 膜

触控屏作为智能设备的输入组件，主要由保护玻璃、ITO PET 薄膜、触控芯片、光学胶等部件组成，从成本结构来看，根据观研天下的数据，ITO PET 薄膜和光学透明胶成本占比分别为 24%和 6%。

OCA 是一种用于胶结透明光学元件的特种粘胶剂，作为触摸屏的重要原材料之一，OCA 光学胶主要用于触摸屏上的材料粘合，起到电容触碰感应的效果。

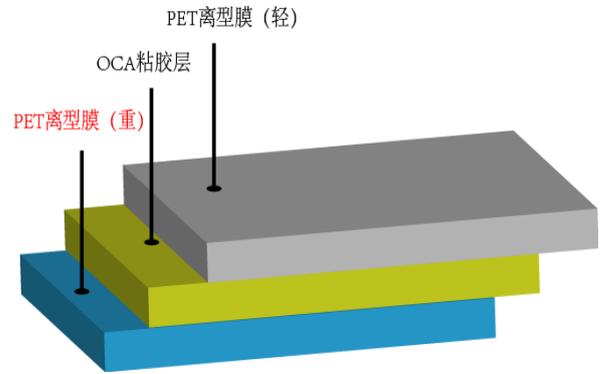
OCA 光学胶模组是三明治结构，由上下两片离型膜和中间的 OCA 粘胶层组成。在上下两层光学级离型膜的厚度方面，上离型膜（轻离型膜）一般的厚度为 50um、75um，下离型膜（重离型膜）则有 75um、100um 等几种不同厚度。针对光学胶的用途，上下两片离型膜均采用的是光学级聚酯基膜，单个触控屏下需要 3 片 OCA 光学胶，因此每个触控屏需要 OCA 用光学聚酯基膜 6 片。

图 16: 触控屏下 OCA 光学胶和 ITO 膜示意图



数据来源：Bing，东吴证券研究所

图 17: OCA 光学胶模组示意图



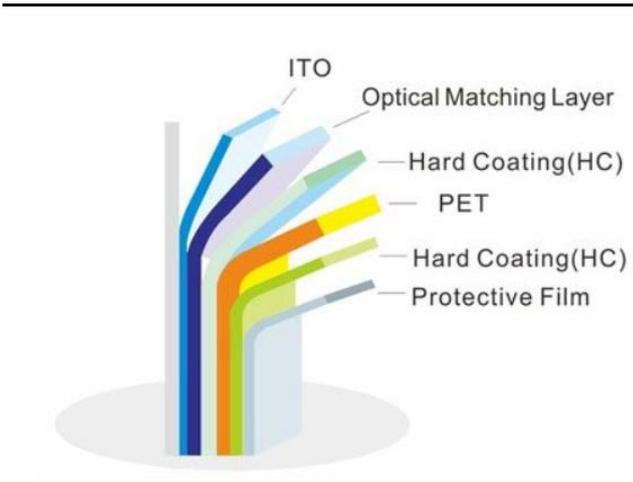
数据来源：Bing，东吴证券研究所

ITO 导电膜一种具有导电功能的氧化铟锡薄膜，基材通常为 PET 材质，是在 PET 薄膜上形成以稀有金属 In（铟）为主要原料的 ITO（Indium Tin Oxide）靶材而制成的，是目前制备触摸屏等器件常应用的高透光学导电膜材料，其上游主要原材料为光学级 PET 基膜、ITO 靶材、保护膜等原材料，下游为触控模组领域。

根据 ITO PET 薄膜的结构示意图可以看出，单个 ITO 导电膜需要一层光学聚酯基膜，每个触控模组需要两片 ITO 导电膜，因此每个触控屏需要 ITO 用光学聚酯基膜 2 片。

图 18: ITO PET 薄膜结构示意图

图 19: 全球触控模组出货面积下游市场份额 (%)



数据来源：Bing，东吴证券研究所



数据来源：HIS，东吴证券研究所

**触控屏端光学聚酯基膜面积需求保守估计 1.7 亿 m<sup>2</sup>：**触控屏最大的消费端是智能手机，此外平板电脑、车用屏幕、笔记本电脑也具有一定的市场规模，从全球触控模组出货面积占比来看，根据 IHS 数据，手机约占 80% 的市场份额。根据国家统计局的统计数据，2019 年中国手机产量达到 17.01 亿台，如果按照单台 6 寸手机 0.01m<sup>2</sup> 的触控屏面积来算，2019 年中国触控屏对光学聚酯薄膜的需求达到 1.7 亿 m<sup>2</sup>。

如果按照面板用光学基膜的单价测算，国内触控板用光学聚酯基膜市场规模接近 10 亿元。

随 5G 时代、物联网等新一代技术的演进，电子信息产业将迎来新一轮变革，除了 LCD 以及 OLED 柔性面板、触摸屏以外，光学膜还广泛应用于 AB 胶、MLCC 多层结构、电子器件中的各种保护膜和胶带，消费类电子产品外壳、家电控制面板用单面硬化膜、雾面膜，液晶电视用 AG 防眩光膜、防窥膜，保护贴等多种应用场景，并且应用领域还将进一步扩大。

## 2.2. 光学基膜需求持续增加

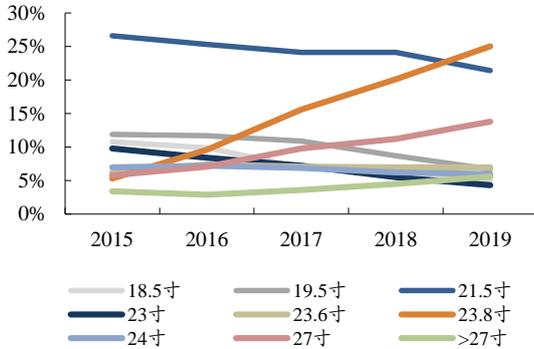
### 2.2.1. “尺寸迭代”效应带动大尺寸面板面积稳步增长

全球大尺寸面板主要包括平板电脑、笔记本电脑、显示器和电视，其中电视机消耗了绝大部分的面板面积，约占全球显示面板出货面积的 78%，剩余笔记本电脑、显示器和平板电脑合计占比 22%。HIS Markit Technology 预计，2020 年 OLED 显示面板的面积需求将增长 50.5%；相比之下，TFT-LCD 的需求将增长 7.5%。

全球液晶电视面板需求量接近饱和，但平均尺寸逐渐增加，面板面积稳定增长。未来几年全球电视需求数量将维持在 2.5 亿台上下的数量范围内，受更新需求的拉动，电视的大尺寸化趋势仍将继续。根据群智咨询的预测数据，显示器平均尺寸从 2011 年的 20.3 英寸提高到 2019 年的 23.8 英寸，到 2022 年将超过 30 英寸。受此影响，全球大尺寸面板需求面积将稳步增长，DisplaySearch 预计 2017~2020 年，液晶面板出货面积的增

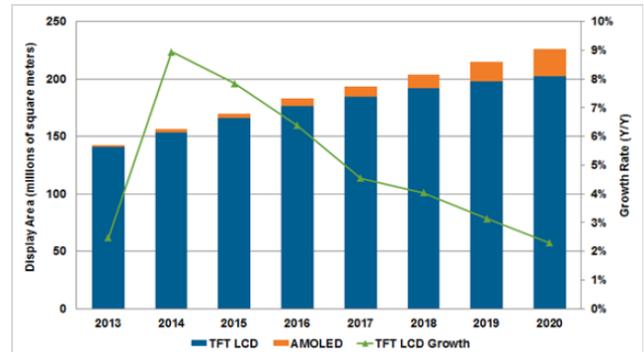
速保持在 3~5%之间，到 2020 年 TFT-LCD 液晶面板的需求面积将超过 2 亿平方米。

图 20: 2015~2019 全球显示面板尺寸占有率 (%)



数据来源: 群智咨询, 东吴证券研究所

图 21: 2013~2020 年不同类型面板需求面积增长预测 (单位: 百万 m<sup>2</sup>)



数据来源: DisplaySearch, 东吴证券研究所

### 2.2.2. 产线东移, 内需推动光学膜国产化

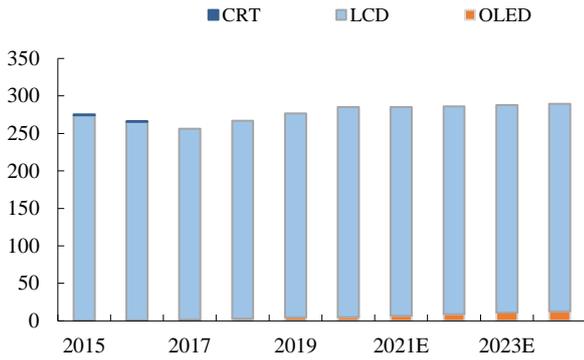
2019 年度, 受益于苹果/华为高端智能机型热销、无纸化教学模式推广, 国内平板电脑市场实现恢复性增长。据市调机构 IDC 报告显示: 2019 年度, 中国平板电脑出货量达 2,241 万台, 同比增长 0.8%; 其中, 商用市场出货量约 480 万台, 同比下降 16.4%; 消费市场出货量约 1,761 万台, 同比增长 6.7%。随着智能手机逐渐普及, 质量日趋稳定、外观性能趋同化, 导致消费者的换机意愿不强, 基本处于“存量换机”阶段。据中国信通院披露的数据显示: 2019 年度, 国内智能手机出货量约 3.72 亿部, 同比下降 4.7%。近几年, 随着海外面板企业陆续向大陆转移, 大陆厂商密集投放产能, 国内面板产能急剧扩张, 供需失衡日益严重, 同质化竞争不断加剧。

近几年, 在国家宏观政策的大力推动下, 我国液晶/OLED 显示面板行业迅速发展, 产能规模快速扩张, 自主核心技术快速提升, 完善产业化配套, 全球产业话语权不断提升。2019 年度, 国内液晶显示面板的年产量稳居全球第一, OLED 显示面板年产量跃居全球第二, 已成为我国信息技术发展的先导性支柱产业。

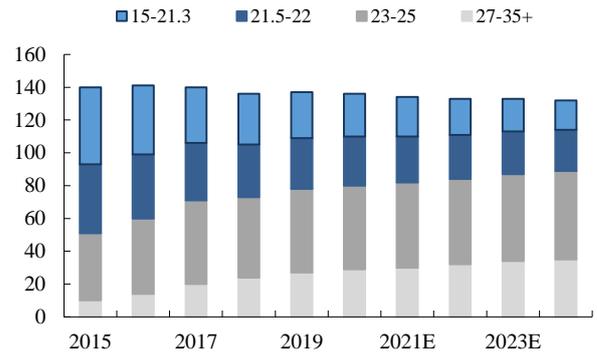
与此同时, 光学级聚酯基膜领域的国产化替代进程加速, 成本和区域配套优势逐步凸显, 背光模组用光学级聚酯基膜已率先实现国产化, 偏光片及触摸屏模组(ITO、OCA、高档保护膜等)配套用光学级聚酯基膜正处于国产化替代初期。未来, 随着电子化课堂、无纸化办公等低碳环保理念不断普及, 5G 通信技术快速发展, 必将带动平板电脑、智能手机的换代需求。而全球面板行业已由“规模竞争”转向“成本竞争”, 为提升我国面板产业的综合竞争力, 光学膜材料的本土化采购势在必行。

图 22: 中国电视出货量及预测 (亿台)

图 23: 中国显示器出货量及预测 (亿台)



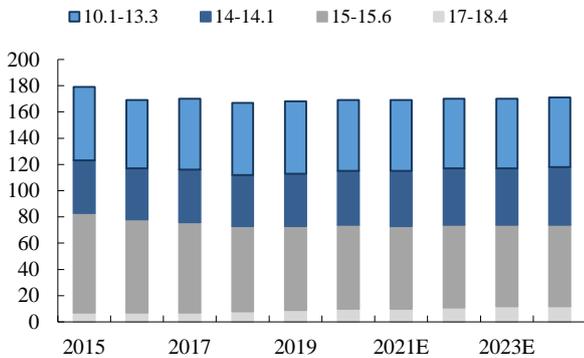
数据来源: 长阳科技招股书, 东吴证券研究所



数据来源: 长阳科技招股书, 东吴证券研究所

图 24: 中国电脑出货量及预测 (亿台)

图 25: 中国光学膜市场需求及预测 (亿元)



数据来源: 长阳科技招股书, 东吴证券研究所



数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

### 2.3. 高端光学基膜迎国产替代机遇

#### 2.3.1. 光学膜进口依赖严重

光学基膜为聚酯薄膜行业技术壁垒最高的领域, 在光学膜生产供应方面, 全球高度垄断, 主要由日本的东丽、三菱树脂、东洋纺, 韩国的 SKC, 美国的 3M 等生产供应, 日韩企业对光学级 PET 薄膜的垄断, 形成了在光学功能膜市场的领导地位。

当前我国背光模组用光学级聚酯基膜已率先实现国产化, 偏光片及触摸屏模组 (ITO、OCA、高档保护膜等) 配套用光学级聚酯基膜正处于国产化替代初期。国内少数光学膜生产企业, 例如胜通、乐凯等所生产的光学膜产品逐步打破日、韩等企业的垄断。

表 1: 光学膜国内外主要厂家

光学膜种类	主要国外厂家	主要国内厂家
光学基膜	日本东丽、帝人, 韩国 SKC	东材科技、合肥乐凯、裕兴

背光模组 扩散膜	惠和、SKC	股份、康得新 激智科技、康得新、合肥乐凯、南洋科技
背光模组 增亮膜	3M、LG	激智科技、康得新
背光模组 反射膜	SKC、日本东丽、日本帝人	长阳科技、航天彩虹(东旭成)、兰埔成

数据来源：长阳科技招股书、东吴证券研究所

### 2.3.2. 公司光学膜业务快速发展

**五年产销经验奠定光学聚酯基膜业务基本盘：**公司的光学聚酯基膜主要布局在海安基地的子公司江苏东材科技，其中第一条 2 万吨/年光学聚酯基膜生产线于 2015 年 7 月在海安基地投产试车，后续不断改进工艺技术，优化产品结构，积累了较为丰富的光学级聚酯基膜的制备技术和生产经验。根据公司发展节奏，在 2019 年投产第二条 1.5 万吨/年的产线，第三条 2 万吨/年的 OLED 用光学聚酯基膜产线即将在 2021 年投产，保障公司未来有足够的生产能力迎接光学基膜国产替代的机遇。

**收购金张科技，积累光学基膜涂布技术：**公司于 2014 年收购太湖金张科技，金张科技掌握光学基膜涂布技术，包括平板显示器模组、触控屏模组、背光源模组用扩散膜、增光膜、偏光膜的模切保护膜、蓝光截止膜、泡棉胶膜、外屏产品制程及出货保护膜以及各类光学、光电子、电器行业应用的特殊压敏胶带系列。收购金张科技助力公司在生产光学基膜的基础上，储备向下游进一步延伸的涂布工艺。

**收购胜通光科，快速扩充光学基膜产能：**公司于 2020 年初通过拍卖竞价的方式取得胜通高科 100% 股权，胜通光科具备两条各 2 万吨/年光学聚酯基膜生产线，胜通光科的收购快速提升公司的光学基膜产能。

**定增募投 1 亿平光学膜产能，向下游进一步延伸：**公司在 2020 年 8 月发布定增预案，募投项目之一是 1 亿平方米光学膜，根据环评报告的披露，项目建成后将形成年产 3500 万平方米柔性面板功能胶带、6000 万平方米 UV 减粘膜、500 万平方米 OLED 制程保护膜，各类功能膜材料共计 1 亿平方米的生产规模。依托公司现有自产基膜和涂布技术的积累，公司正式从光学基膜向下游高端光学膜材料领域进军。

公司生产的光学级聚酯基膜主要用于智能手机 2.5D/3D 前后盖玻璃防护、偏光片及触摸屏模组配套用、高端 MLCC 制程配套用等领域。目前，主导产品 OCA 离型基膜、AB 胶用光学基膜的制造技术成熟、性能指标稳定，销售规模和盈利能力大幅提升；新产品 ITO 高温保护基膜已通过客户端性能认证，进入市场拓展阶段。未来，公司将积极推动产业升级，加大主导产品推广力度，兼顾 TFT-LCD 用复合膜基材的研发试制，为未来配套 OLED 柔性显示领域打下坚实基础。

表 2: 公司光学膜产能汇总

生产基地	产能 (吨/年)	投产时间	用途
江苏东材 1#(海安)	2	2015/7	用于包括反射膜、增透膜/减反射膜、滤光片、扩散膜/片、增亮膜/棱镜片/聚光片、遮光膜/黑白胶、IMD/IML 膜结构、ITO 导电膜、汽车隔热贴膜、建筑玻璃贴膜以及 OLED 产品等的制造。
江苏东材 2#(海安)	1.5	2019/10	用于光伏产业的高端太阳能电池背板基膜、用于平板显示的光电聚酯薄膜、用于消费类电子行业的柔性印刷用聚酯薄膜和精密涂布用聚酯薄膜。
江苏东材 在建(海安)	2	预计 2021 年	定位于生产 OLED 显示技术相关的光学级聚酯基膜, 主要包括偏光片离型膜基膜、偏光片保护膜及高保防爆膜阻隔膜基膜、MLCC (多层陶瓷电容器) 离型膜基膜等
胜通光科 1#(东营)	2×2	2015	OCA 离型膜、增亮膜、复合膜
母公司 (绵阳)	1 亿 m <sup>2</sup>		减粘膜、OLED 制程保护膜和柔性面板功能胶带

数据来源: 公司公告, 公司新闻, 东吴证券研究所

### 3. 5G 高频高速覆铜板带动特种电子树脂需求显著提升

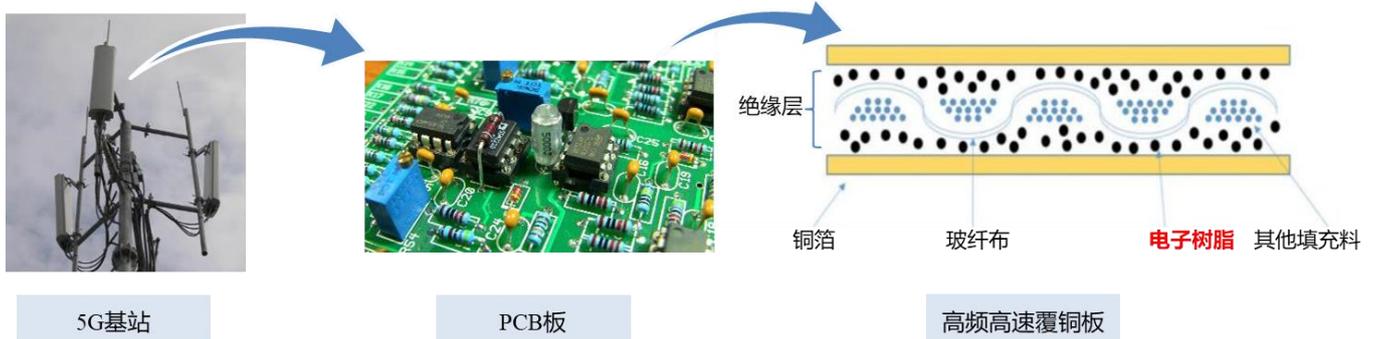
5G 快速发展、芯片自主崛起, 催生高频高速覆铜板的需求大幅提升, 高频高速覆铜板的换代带动高端电子树脂的需求提升。当前高频高速覆铜板用高端电子树脂仍以进口为主, 市场空间超百亿元, 公司有望抢抓国产替代机遇。

#### 3.1. 5G 时代催生高频高速覆铜板需求

##### 3.1.1. 高频高速覆铜板要求新型特种树脂

高频高速覆铜板的主要材料包括铜箔、特种树脂和特种玻纤布。5G 开展以来, 高频高速电路用覆铜板的基板材料在技术、性能、品种上也出现了很大的演变, 电子铜箔、特种树脂以及特种玻纤布被提出新型性能需求。

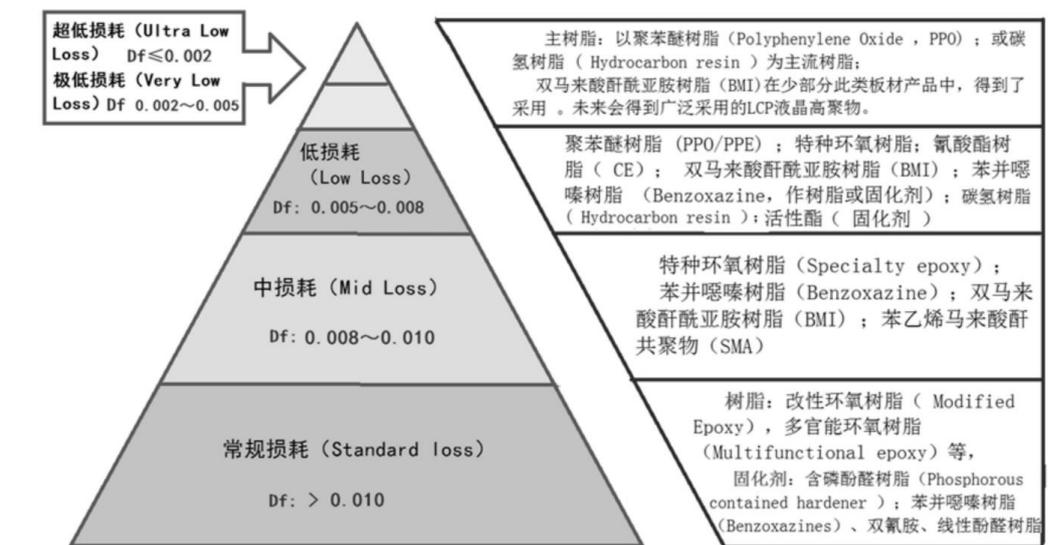
图 26: 电子树脂在 5G 基站中的应用解析示意图



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

**低损耗要求催生新型电子树脂。**高频高速覆铜板要求低损耗乃至极低损耗, 由于传统的环氧树脂难以达到更低损耗的要求, 对于 Low Loss (低损耗) 等级以上 (基材 Df  $\leq 0.008$ ) 的高频高速电路用覆铜板, 电子树脂主要有两种, 一种是以 PTFE 为代表的热塑性树脂体系, 另一种是以碳氢树脂或者改性聚苯醚树脂为代表的热固性树脂体系构成。在高频高速背景下, 新兴特种树脂有望颠覆传统环氧树脂市场, 随着高频高速覆铜板需求的增长而爆发式的增长。

图 27: 不同传输损耗等级高频高速覆铜板采用的树脂种类例



数据来源: CNKI 《覆铜板资讯》, 东吴证券研究所

在热固性树脂体系中, 目前是以“PPO 为主体+交联剂 (交联剂可为双马酰亚胺树脂、三烯丙基三异氰酸酯(TAIC)、碳氢树脂等)”占为主流路线。同时, 高频高速电路用覆铜板用树脂组成设计技术近几年还不断推进, 更发展成多样化。出现了以改性马来酰亚胺 (双、多官能团型)为主树脂的工艺路线; 以特种环氧树脂 (双环戊二烯型、联苯醚型等)+苯并噁嗪树脂的工艺路线等构成的 VeryLowLoss 等级, 以及在极低损耗等

级以下的高频高速电路用基材的覆铜板品种。

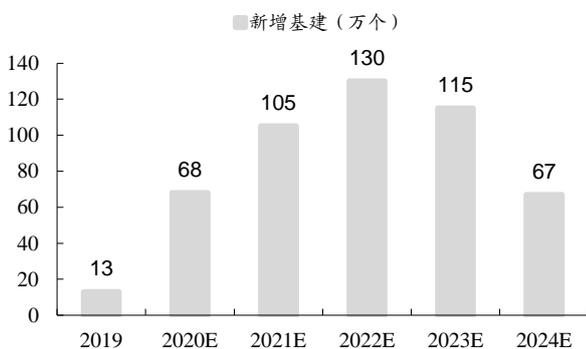
### 3.1.2. 电子树脂将迎来百亿级别的市场空间

**5G 基站带动高频高速覆铜板市场规模达到 210 亿元。**随着中国正式进入 5G 商用时代 5G 基站建设加速。5G 技术使用高频、采用毫米波+小基站的组网覆盖模式，由于毫米波高频段的小站覆盖范围是 10-20 米。若是按照 5G 要覆盖目前 4G 覆盖的区域、达到设计的传输速率，按照 5G 基站数量是 4G 基站的 1.2-2 倍计算（据工信部数据，截止 2018 年，我国已有的 4G 基站总数达到 372 万个），中国 5G 基站保有量为 446-744 万。同时，一个宏基站还将配套数个微基站，保守按照 500 万个宏基站，配套 1500 万个微基站作为基数，每个宏/微基站按照覆铜板面积分别按照 4/1m<sup>2</sup> 来计算，参考深南电路覆铜板的采购均价 600 元/m<sup>2</sup>，5G 基站及建设带动覆铜板市场规模 210 亿元。

**5G 基站用高频高速覆铜板带动电子树脂约 37 亿元的市场空间：**从 PCB 头部企业生益科技覆铜板成本拆分来看，树脂占覆铜板完全成本的 16%~24%，我们按照生益科技 2014~2017 四年覆铜板成本加权平均的 22% 来算。根据前述的分析，5G 基站带动的覆铜板市场规模为 144 亿元，考虑到覆铜板厂商约 20% 的毛利率，对应电子树脂市场规模约 37 亿元。

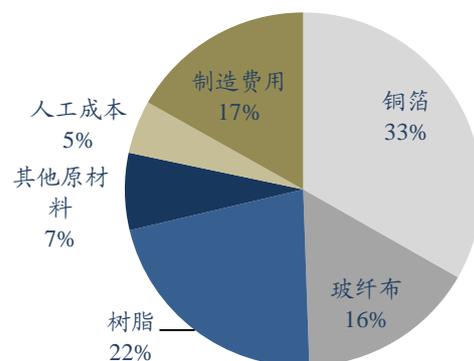
**通信换代合计带动电子树脂百亿级的市场空间：**随着中国正式进入 5G 商用时代，通信设施正在换代重建，带动海量消费电子设备，以及工业互联网、云数据、人工智能等新兴领域的市场需求。与此同时，汽车产业的电子化程度有效提升，特别是高级驾驶辅助系统（ADAS）与智能驾驶技术的普及运用，也将带动车载电子设备的市场需求。为满足千倍数据流量增长和千亿设备联网需求，最终市场对高性能覆铜板产品的需求规模将大幅提升，我们认为其他场景的覆铜板需求至少是基站这类基础设施的 2~5 倍市场空间，因此通信换代给电子树脂带来百亿级别的市场空间。

图 28: 5G 基建建设期年新增宏基站数量预测 (万个)



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 29: 高频高速覆铜板完全成本构成 (14~17 年均值)



数据来源：生益科技，东吴证券研究所

### 3.2. 国产厂商迎来国产替代机遇

#### 3.2.1. 高端电子树脂仍以日本厂商为主

日本厂商在高频高速覆铜板用关键树脂材料占据绝缘优势，但国内厂商目前也都逐步相继实现技术突破和客户认证，其中对于热固性树脂的主流路线“PPO 为主体+交联剂”，国内厂商中公司在改性聚苯硫醚和交联剂领域均有显著优势。

改性聚苯醚树脂 (PPO/PPE) 作主树脂制造的基板材料，在 5G 通讯设备对应的 Very low loss 应用领域，目前有着不可替代的作用，其大部分的终端产品是基站设施的服务器等。5G 通讯的深入开展，对 PPO/PPE 需求也有着迅速的扩大。我国广东同宇已批量生产，山东圣泉、东材科技已进入客户试用、评价阶段。

交联剂领域，碳氢树脂在高频高速覆铜板发展中，无论是在品种、技术上，还是应用的广度、规模量上，都在基板材料业中得到快速的发展。碳氢树脂、马来酰亚胺(长链)等还在半加法所制的高端 HDI 板、封装基板、模块基板中采用的树脂膜制造中得到应用。我国在碳氢树脂方面的创新研制、量产及应用上仍是短板，东材科技是国内目前的主要供应商。

表 3: 高频高速覆铜板所需的关键树脂材料及其国内外主要供应厂商

树脂类型	主要海外供应厂家	主要国内供应厂家
PTFE 液	国外日本大金、杜邦、AGC (旭硝子, 日) 等	晨光 (四川)、山东东岳、浙江巨化、三爱富等
碳氢树脂	乙烯基聚合物: 旭化成 (日)、NipponSoda (日本曹达, 日)、大和化成工业 (日)、三菱瓦斯化学 (日)、DIC (日)、TOPAS (德)、NCX (日)、Sartomar (美)、CrayValley (美)、KartonPolymersLLC (美)、新日铁住金化学 (日)、CRAYVALLEY 等。 环烯烃聚合物 (COC): TOPASAdvancedPolymers (德) 等	东材科技
聚苯醚 (PPO/PPE)	SABIC (美)、AsahiKasei (旭化成, 日)、三菱瓦斯化学 (日)、晋一化工 (中国台湾)、长春 (中国台湾) 等	广东同宇, 山东圣泉、东材科技、陕西硕博 (试产中)
双马来酰亚胺 (BMI) 及多马来酰亚胺化合物	DaiwaKasei (大和化成, 日)、KICChemical (日)、晋一化工 (中国台湾)、KI (日)、Nipponkayaku (日本化药, 日)、HOS-Technik (奥地利)	东材科技、广东同宇、沁阳市天益化工等
LCP 液晶高聚物	LCP 树脂: Polyplastics (宝理、日)、塞纳尼斯 (美)、Primatec (美)、Sumikasuper (住友化学, 日) 等。LCP 膜: Murata (村田制造所, 日)、Kuraray (可乐丽, 日)、CHIYODAINTEGRE (日)	东材科技 (LCP 膜材完成中试)
羧酸酯树脂	Lonza (龙沙, 瑞士)、SartomerChemical (沙多玛化学, 法资)、日本化成 (日)	扬州天启化学等
活性酯固化剂	DIC (日)、Shina (韩) 等	苏州巨峰 (含磷活性酯)、山东圣泉等
特种环氧树脂及特种酚醛树脂	联苯酚醛型环氧树脂: 日本化药 NipponKayaku (日); 四甲基联苯环氧树脂: 三菱化学 (日); DCPD 类环氧树脂: DIC (日); 苯氧基树脂: 三菱化学 (日); 萘	联苯酚醛型环氧树脂: 山东圣泉、广东同宇; 联苯骨架

酚型环氧树脂：新日铁住金化学（日）；联苯股价酚树脂：明和化成（日）；含有  
 烯丙基的骨架酚树脂：日本环氧树脂（日）；联苯骨架酚树脂：明和化成（日）

酚树脂：山东圣泉

数据来源：CNKI《覆铜板资讯》，东吴证券研究所

### 3.2.2. 公司布局的电子树脂业务开始进入放量期

公司的电子树脂材料主要作为高频高速覆铜板的基材，是集成电路行业的上游核心原材料，可广泛应用于消费电子、通信设备、汽车电子等领域。

为抓住覆铜板行业的转型机遇，公司提前布局 5G 通讯、轨道交通等领域电子材料的项目培育，成功研发出碳氢树脂、马来酰亚胺树脂、活性酯、苯并噁嗪树脂、特种环氧、特种酚醛等先进电子材料，产品性能稳定、制造经验丰富，与多家覆铜板知名企业达成密切合作关系。

未来，公司将聚焦新一代存储器、5G 基站及终端设备的性能需求，与下游覆铜板企业协同攻关，加速培育特种马来酰亚胺、聚苯醚树脂、碳氢树脂、活性酯、LCP 液晶高分子等先进电子材料并实现产业化，快速抢占中高端覆铜板市场，实现关键电子材料的本土化保障。

2020 年 8 月公司公告定增项目，包含年产 5200 吨高频高速覆铜板用特种树脂，主要产品有电子级结晶型双马来酰亚胺树脂、电子级非结晶型双马来酰亚胺树脂、低介电活性酯固化剂树脂和低介电热固性聚苯醚树脂，项目建设期 2 年，投资额 2.0433 亿元，预计 2022 年建成投产；年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目，项目产品为双酚 A 环氧树脂、双酚 F 型环氧树脂、双环戊二烯环氧树脂等特种环氧树脂及树脂中间体，项目建设期 18 个月，投资额 4.208 亿元，预计 2022 年建成投产。

表 4: 公司在建电子树脂项目汇总

项目	基地	产品	产能(吨/年)
年产 5200 吨高频高速印制电路板用特种树脂材料产业化项目	四川绵阳	电子级结晶型双马来酰亚胺树脂	1500
		电子级非结晶型双马来酰亚胺树脂	1500
		低介电活性酯固化剂树脂	1200
		低介电热固性聚苯醚树脂	1000
年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目	山东东营	双酚 A 环氧树脂、双酚 F 型环氧树脂、双环戊二烯环氧树脂等	60000

数据来源：公司公告，环评报告，东吴证券研究所

## 4. 绝缘材料和环保阻燃材料稳健运行

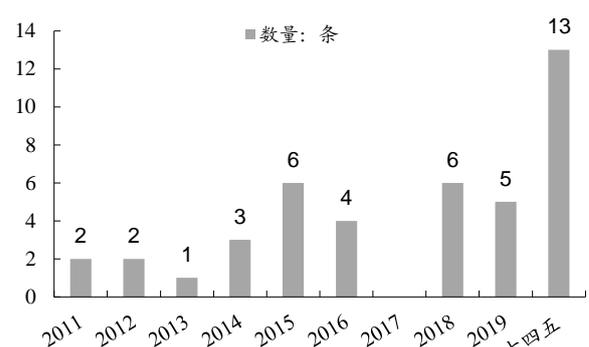
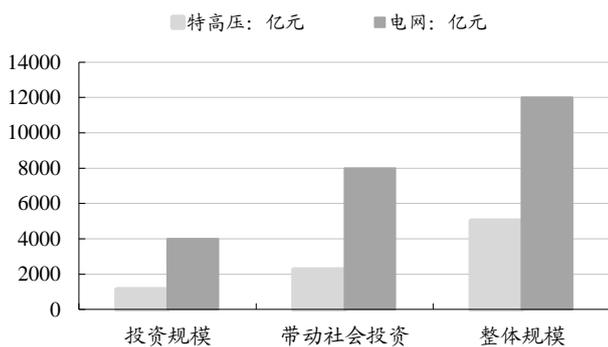
### 4.1. 绝缘材料地位稳固

从公司历史沿革来看，公司在绝缘材料领域的积累颇深，目前已经是国内绝缘材料龙头企业。绝缘材料下游主要应用于光伏和特高压行业，中长期看两个下游行业需求都有稳健的增长，公司行业地位稳固，业务不需额外的资本性投入，业务板块稳健运行。

**特高压作为新基建，短期增长可期。**2020年初，国家电网对外发布《2020年特高压和跨省500千伏及以上交直流项目前期工作计划》，明确加速特高压工程年内核准以及前期预可研工作，包括5条特高压交流工程（南阳-荆门-长沙工程、南昌-长沙工程、武汉-荆门工程、驻马店-武汉工程、武汉-南昌工程）、5条特高压直流工程（白鹤滩-江苏工程、白鹤滩-浙江工程、金上水电外送工程、陇东-山东工程、哈密-重庆工程）。按《工作计划》的进度安排，国内新一轮特高压建设项目的建设交付期和设备制造商交付期都集中在2020年-2021年，上游特高压设备行业将率先受益，未来增长可期。

图 30: 2020 年国网公司特高压和电网投资规划 (亿元)

图 31: 中国特高压线路建设开工数量及十四五规划

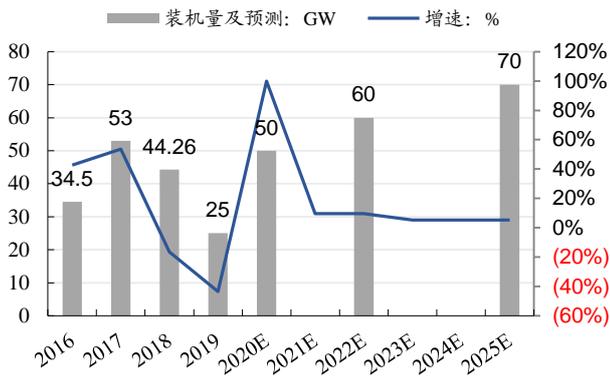


数据来源: 国网公司, 东吴证券研究所

数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

**平价上网后，光伏行业精细发展。**公司应用于光伏行业的主要产品为太阳能背板基膜，其市场需求量与光伏行业的新增装机容量紧密相关。受“531 光伏新政”及无补贴平价上网等政策影响，我国 2019 年度新增光伏装机容量约 30.11GW，同比下降 31.6%；未来几年，中国光伏产业将从补贴依赖逐渐实现平价转变，由粗放式发展转向精细化发展，全面进入拼质量、拼技术、拼效益的战略转型阶段。光伏平价上网的压力巨大，对高性能光伏组件的需求日益旺盛，将迫使光伏企业深化技术革新，加速淘汰落后产能；加速全球产业化布局，积极抢占海外新兴市场的份额。此外，我国光伏行业与新兴领域（5G 通讯、新能源汽车、绿色建筑等）的跨界融合趋势愈发凸显，为中国光伏产业实现产业链精细分工、差异化发展提供良好的契机。

图 32: 光伏装机量及预测值(GW)



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 33: 光伏系统成本逐年下降 (元/W)



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

## 4.2. 阻燃材料稳健发展

公司应用于环保阻燃材料行业的主要产品为环保阻燃共聚型聚酯树脂，是环保阻燃聚酯纤维及纺织品的上游基础原材料，可广泛应用于地毯窗帘、汽车及轨道交通内装饰等功能性纺织领域。

根据公司年报中的预计，全球阻燃纺织品的市场总额将从 2017 年 43.79 亿美元增至 2022 年的 57.87 亿美元，复合年增长率达 5.73%。未来，全球阻燃材料厂家将不断向产业链下游延伸，向终端应用领域靠拢，致力于研发环保型、差异化阻燃等级的共聚型阻燃聚酯，提供产品定制化服务，满足终端市场的多元化需求。

环保要求是未来阻燃材料发展方向，公司产品在未来不额外进行资本投入的前提下，下游需求有支撑，阻燃业务板块有望稳健发展。

## 5. 产能投放节奏加快，中期业绩高增长

### 5.1. 公司产能投放节奏加快

公司现有主要产能分布在四川绵阳、江苏海安和连云港和山东东营，未来产能投放主要集中于光学膜和电子树脂业务板块。

**光学膜业务：**公司现有 4 条光学膜产线，其中海安 2 号线今年仍在调试爬坡中，胜通光科两条线今年并表，在投的新线（江苏）2 万吨 OLED 面板用光学基膜预计明年投产，届时达到 10 万吨，未来两三年内随着公司外延内生和开工负荷的提升，光学基膜产量将得到快速增长。此外今年公司定增项目还包括 1 亿平米功能膜项目，作为光学基膜下游的延伸，公司在光学膜业务上的竞争力进一步强化。

**电子材料业务：**2020 年 8 月公司公告定增预案，电子材料业务包括年产 5200 吨高频高速覆铜板用特种树脂项目和年产 6 万吨特种环氧树脂项目，项目假设 2022 年全部

投产。

**表 5: 公司产能一览 (含拟在建)**

主要厂区	设计产能 (吨)	在建产能	投资额 (万元)	预计完工时间
绵阳小视厂区	45400			
绵阳塘汛厂区	71850	年产 1 亿平功能膜材料	42034	2023 年达产
		年产 5200 吨高频高速覆铜板用特种树脂	20433	2022 年达产
江苏海安厂区	65000	年产 2 万吨 OLED 显示技术用光学膜聚酯基膜	35820	2021 年达产
江苏连云港厂区	8000			
山东艾蒙特		年产 6 万吨特种环氧树脂	42080	2022 年达产
河南郑州厂区	700			

数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润分别为 2.02 亿元、3.04 亿元和 5.09 亿元, EPS 分别为 0.32 元、0.49 元和 0.81 元, 当前股价对应 PE 分别为 34X、22X 和 13X。考虑到公司的光学膜和电子树脂材料进入放量期, 未来业绩确定性成长空间高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)**

业务	科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
光学膜	营业收入	254	272	621	1,226	2,254
	毛利	50	70	174	342	653
电子材料	营业收入	22	104	207	608	1,302
	毛利	6	29	60	176	374
绝缘材料	营业收入	1,232	1,240	1,262	1,251	1,257
	毛利	191	257	252	238	226
环保阻燃	营业收入	104	79	58	118	115
	毛利	22	13	11	21	21
其他业务	营业收入	33	40	50	60	70
	毛利	9	1	10	12	14

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

表 7: 可比公司估值表 (参考 2020 年 11 月 16 日收盘价)

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B	PEG (Year1)	PEG (Year2)
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
东材科技	68.42	10.92	0.12	0.32	0.49	93.90	33.90	22.48	2.78	0.16	0.22
长阳科技	67.68	23.95	0.51	0.64	0.94	47.30	37.61	25.56	3.98	1.45	0.71
激智科技	51.17	32.97	0.42	0.83	1.42	79.14	39.51	23.21	6.66	0.39	0.27
双星新材	115.40	9.98	0.15	0.57	0.68	66.52	17.63	14.77	1.43	0.06	0.13

资料来源: wind (除东材科技为 wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**在建项目投产进度不及预期的风险:** 公司未来业绩高增长的前提是在建项目以及定增募投拟建项目能够按计划顺利建成投产, 如果投建进度不及预期, 公司业绩将会受影响;

**下游客户认证不顺利的风险:** 公司未来业绩增量在于光学膜和电子材料, 两块业务下游客户认证壁垒高, 存在客户认证不及预期的风险;

**绝缘材料需求和价格大幅波动的风险:** 目前绝缘材料业务仍然是公司最大的主营业务, 其需求和价格将直接大幅影响公司业绩。

东材科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,145</b>	<b>1,295</b>	<b>1,578</b>	<b>1,970</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,735</b>	<b>2,198</b>	<b>3,263</b>	<b>4,998</b>
现金	148	105	163	176	减:营业成本	1,365	1,691	2,475	3,710
应收账款	569	625	688	757	营业税金及附加	18	23	34	52
存货	214	342	472	748	营业费用	85	84	125	192
其他流动资产	214	223	255	289	管理费用	191	224	342	534
<b>非流动资产</b>	<b>2,084</b>	<b>2,136</b>	<b>2,181</b>	<b>2,311</b>	财务费用	18	19	21	27
长期股权投资	186	278	291	304	资产减值损失	-12	0	0	0
固定资产	1,323	1,382	1,470	1,608	加:投资净收益	20	23	25	21
在建工程	303	218	181	179	其他收益	17	27	24	25
无形资产	162	149	131	113	<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>207</b>	<b>317</b>	<b>529</b>
其他非流动资产	110	109	107	107	加:营业外净收支	-2	2	-0	-1
<b>资产总计</b>	<b>3,229</b>	<b>3,431</b>	<b>3,759</b>	<b>4,281</b>	<b>利润总额</b>	<b>77</b>	<b>209</b>	<b>317</b>	<b>529</b>
<b>流动负债</b>	<b>700</b>	<b>709</b>	<b>741</b>	<b>766</b>	减:所得税费用	5	10	16	26
短期借款	246	246	246	246	少数股东损益	-1	-3	-4	-7
应付账款	238	238	238	238	<b>归属母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>202</b>	<b>304</b>	<b>509</b>
其他流动负债	216	225	257	282	EBIT	89	226	353	554
<b>非流动负债</b>	<b>191</b>	<b>185</b>	<b>180</b>	<b>176</b>	EBITDA	219	334	473	689
长期借款	26	20	15	11					
其他非流动负债	165	165	165	165	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>891</b>	<b>893</b>	<b>921</b>	<b>941</b>	每股收益(元)	0.12	0.32	0.49	0.81
少数股东权益	14	11	7	1	每股净资产(元)	3.71	4.03	4.52	5.33
					发行在外股份(百万股)	627	627	627	627
归属母公司股东权益	2,324	2,526	2,830	3,339	ROIC(%)	3.5%	8.6%	12.3%	16.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,229</b>	<b>3,431</b>	<b>3,759</b>	<b>4,281</b>	ROE(%)	3.1%	7.9%	10.6%	15.0%
					毛利率(%)	21.3%	23.1%	24.2%	25.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	4.1%	9.1%	9.2%	10.1%
经营活动现金流	239	113	224	288	资产负债率(%)	27.6%	26.0%	24.5%	22.0%
投资活动现金流	-56	-136	-140	-244	收入增长率(%)	5.5%	26.7%	48.5%	53.2%
筹资活动现金流	-302	-20	-26	-31	净利润增长率(%)	126.6%	177.0%	50.8%	67.2%
现金净增加额	-119	-43	58	13	P/E	93.90	33.90	22.48	13.44
折旧和摊销	131	108	120	135	P/B	2.94	2.71	2.42	2.05
资本开支	231	-41	33	118	EV/EBITDA	32.53	21.48	15.01	10.28
营运资本变动	25	-190	-192	-355					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>