

目 录

绝缘材料行业龙头	4
绝缘行业现状与发展趋势	5
绝缘材料需求快速增长	5
结构性产能过剩，高端产品不足	5
发展高性能绝缘材料是大势所趋	6
公司竞争优势	6
市场占有率高，先发优势明显	6
技术背景深厚，产业化经验丰富	7
合成技术优势突出，持续创新能力强	8
盈利能力领先同行	9
募集资金项目	9
估值及盈利预测	10
风险提示	11

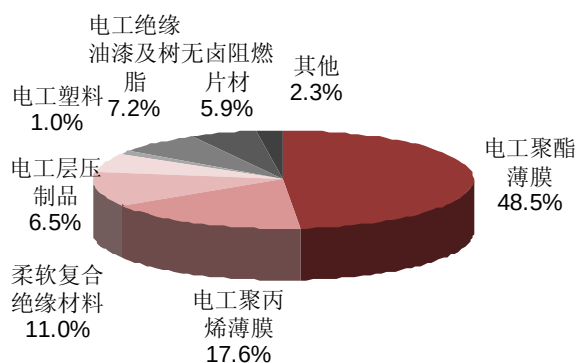
图表目录

图 1: 2010 年公司收入分布（按产品）	4
图 2: 2010 年公司收入分布（按需求）	4
图 3: 公司营业收入稳定增长	4
图 4: 公司产品盈利能力持续提升	4
图 5: 绝缘材料行业保持快速增长	5
图 6: 公司主要产品	6
表格 1: 公司主要产品具有较高市场占有率	7
表格 2: 公司研发投入力度较大	7
表格 3: 公司高官及核心人员持股	8
表格 4: 公司承担的重点研究课题	8
表格 5: 可比公司财务数据对比	9
表格 6: 募集资金项目概况	10
表格 7: 可比公司估值对比	10
表格 8: 盈利预测核心假设	11

绝缘材料行业龙头

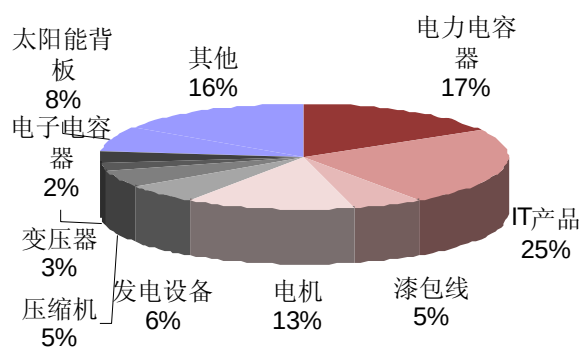
东材科技是国内绝缘材料行业龙头公司，主要业务为绝缘材料、功能高分子材料和相关精细化工产品的研发、制造和销售，产品涵盖了行业八大类产品中的七大类产品，主要产品包括电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、电工云母带、电工柔软复合绝缘材料、电工层（模）压制品、绝缘油漆及树脂、无卤阻燃片材、电工非织布和电工塑料等。公司产品主要应用于发电设备、输变电设备、牵引机车、电机、电器、电子、通讯、新能源（风能、太阳能和核能）等多个行业。

图 1： 2010 年公司收入分布（按产品）



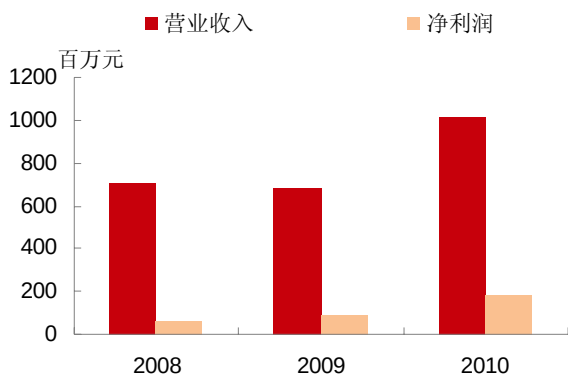
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 2： 2010 年公司收入分布（按需求）



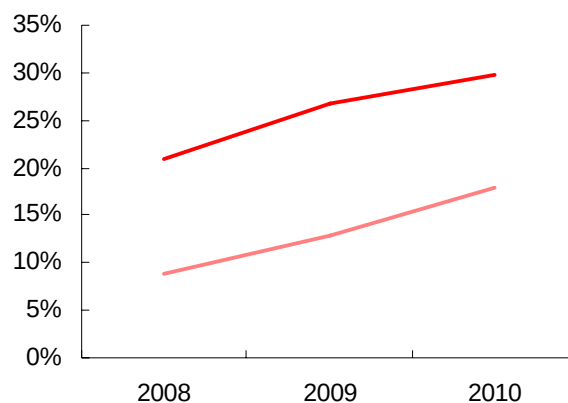
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 3： 公司营业收入稳定增长



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 4： 公司产品盈利能力持续提升



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

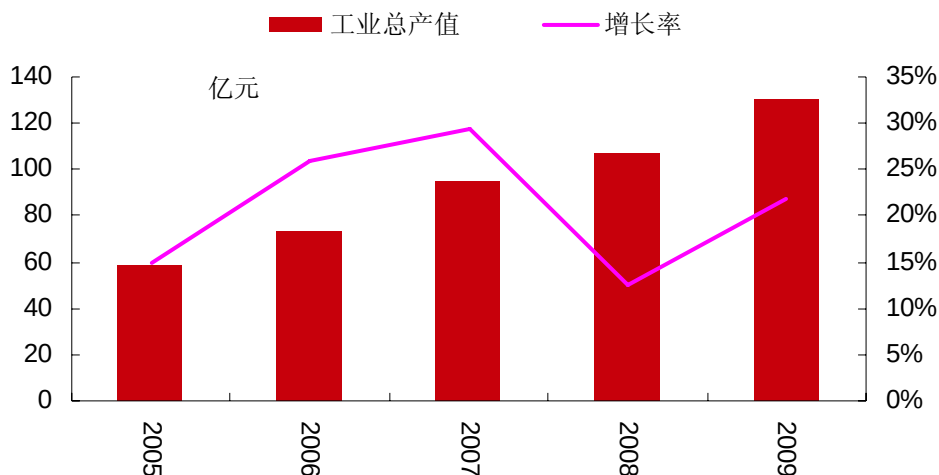
绝缘行业现状与发展趋势

绝缘材料需求快速增长

绝缘材料的定义为：用来使器件在电气上绝缘的材料，即能够阻止电流通过的材料。绝缘材料的电阻率很高，通常在 $10^6-10^{19}\Omega\text{m}$ 的范围内。根据需要，绝缘材料往往还起着储能、散热、冷却、灭弧、防潮、防霉、防腐蚀、防辐照、机械支承和固定、保护导体等作用。

随着国民经济的快速增长以及发电、输变电、高速铁路、家电、新能源等行业迅猛发展，国内绝缘材料市场需求旺盛，为绝缘材料市场与技术的发展提供良好的机遇。绝缘材料行业工业总产值从 2005 年的 58.55 亿元增长至 2009 年的 130.84 亿元，平均复合增长 22%。

图 5： 绝缘材料行业保持快速增长



资料来源：中国电器工业协会、华泰联合证券研究所

随着技术水平的发展，电子、家电、通讯等多个行业更新换代周期越来越短，而绝缘材料凭借其良好的性能和可靠性，成为推动上述行业更新换代不可或缺的基础材料。未来几年随着数字化、信息化、网络化建设进一步发展和国家在电网建设、电气化铁路建设、节能照明、混合动力汽车等方面的加大投入以及消费类电子产品的升级，绝缘材料的市场需求将呈现进一步快速增长的趋势。

结构性产能过剩，高端产品不足

中国绝缘材料行业经过五十多年的发展，目前中国绝缘材料生产企业和科研单位共有 800 多家，已形成具有一定生产规模和科研开发能力的全国性行业，可生产八大类、48 个系列、500 多个品种的产品。门类、品种、规格基本能满足国内经济建设需求，部分产品已经达到较高水平，在国际市场上具有较强的竞争能力。

目前，我国绝缘材料产品普通材料总体供大于求，但在高技术产品领域，由于在产品结构、技术水平、质量性能、技术开发、市场快速反应能力和企业设备技术改造的投入力度以及技术人才等方面与国外存在较大差距，我国高新绝缘材料产品供应不足，

并缺乏国际市场竞争能力，特别是超高压输变电设备用关键绝缘材料，高档电子绝缘材料和相当部份 F、H 级绝缘材料等尚需从发达国家进口。

绝缘材料研发技术门槛较高。绝缘材料制造技术属于交叉学科，主要包括高分子材料结构设计、树脂配方及合成技术、生产工艺技术和产品应用工艺技术。高性能的树脂是生产高品质、差异化绝缘制品的基础，直接决定了绝缘材料产品的内在性能。产品在制造和应用过程中也涉及许多技术问题，涵盖了高分子物理、高分子化学、材料学、电工技术、热传导学、真空技术、自动化控制、机械等多门学科理论的运用。可见，绝缘材料的研发，具有较高的技术门槛。

发展高性能绝缘材料是大势所趋

机电工业以及新能源（太阳能、核能、风能）自身技术的发展，对特种功能绝缘材料的需求日益突出，市场迫切希望能够得到更加稳定安全、无环境污染、功能完善的绝缘材料产品，所以绝缘材料具备阻燃、高耐热、低温快固化、耐腐蚀、低（无）毒等技术性能或功能是绝缘材料工程化技术所迫切需要解决的技术问题。从今后趋势来看，绝缘材料未来发展趋势主要表现在以下几个方面：

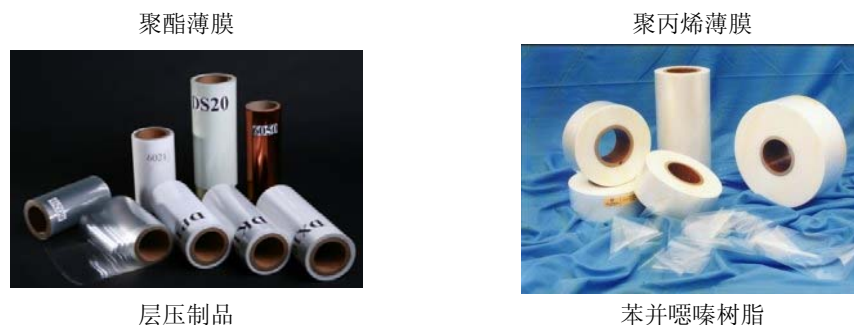
- 1、发展高介电性能与高力学性能的耐高压绝缘材料
- 2、发展高耐热性、高耐腐蚀的绝缘材料
- 3、发展高环保性能绝缘材料及节能型绝缘材料
- 4、发展无卤阻燃型绝缘材料
- 5、发展高档电子绝缘材料
- 6、绝缘结构优化和绝缘诊断

公司竞争优势

市场占有率高，先发优势明显

公司成立 40 多年，95 年起收入规模排名绝缘材料行业的首位。近年来公司为三峡工程、龙滩水电、德阳—宝鸡直流输变电项目、京沪高铁、上海地铁、新加坡地铁等项目以及输变电设备、高速电力机车等行业提供了大量优质的绝缘材料高端产品。公司生产的“无卤阻燃树脂 D125”产品荣获“国家重点新产品”称号，“东方牌”商标被评为四川省著名商标，“东方牌”电容器用聚丙烯薄膜、电工聚酯薄膜被评为四川省名牌产品。

图 6： 公司主要产品





资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所

由于产品质量领先，公司主要产品的市场占有率较高。公司主要产品电工聚酯薄膜 2010 年销量占国内市场 17.8%，行业排名第二；电容器用聚丙烯薄膜 2010 年销量占国内市场 9.95%，行业排名第三；薄膜复合绝缘材料 2010 年销量占国内市场的 18.7%，行业排名第一；电工云母带 2010 年销量占国内市场 6.8%，行业排名第四。

表格 1：公司主要产品具有较高市场占有率

主要产品	2010 年销量（吨）	市场占有率	行业排名
电工聚酯薄膜	17800	17.8%	2
电容器用聚丙烯薄膜	4824	9.95%	3
电工云母带	465	6.8%	4
薄膜柔软复合绝缘材料	1460	18.7%	1
电工层压制品	1426	3%	5

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

绝缘材料是电工产品的关键材料，其内在品质和质量稳定性将直接影响输变电设备、电机、电器等产品的使用寿命、安全运行和人身使用安全，绝缘材料在批量供货之前都要经过客户严格的试验、认证，供求双方从初步接触到建立稳定的供货关系需要一定的时间，为了保证产品质量的稳定性，一旦形成供货关系，下游行业厂家不会轻易更换绝缘材料供应商。我们认为，较高的市场占有率，奠定了公司的先发优势。

技术背景深厚，产业化经验丰富

公司高管具有较深厚的化工技术背景，对研发重视程度高，核心技术人员持有公司股权，因此，技术团队稳定。公司现有科研人员 168 人，其中博士 5 人，硕士 27 人，高级工程师 38 人，工程师 86 人，骨干科研人员具有 10 年以上的工作经验，产业化经验丰富。

表格 2：公司研发投入力度较大

项目	2008	2009	2010
营业收入（百万元）	709.58	682.65	1018.69
研发费用（百万元）	14.2	23.08	35.05
研发费用占比	2%	3.38%	3.44%

数据来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

表格 3：公司高官及核心人员持股

姓名	持股数（万股）	持股比例	职务
于少波	1595.16	7%	董事长、总经理
熊玲瑶	1048.25	4.6%	董事
唐安斌	960.21	4.21%	董事、副总经理
尹胜	757.08	3.32%	董事、副总经理
刘照林	746.93	3.28%	采购总监
罗洋	660.85	2.9%	人力资源总监
李刚	455.76	2%	市场部部长
罗春明	455.76	2%	技术开发部部长

数据来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

合成技术优势突出，持续创新能力强

公司一直致力于高性能绝缘材料的研发、生产和销售，公司拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站，并拥有国内唯一的国家绝缘材料工程技术研究中心，在创新平台建设方面行业内首屈一指。同时，与中国科学院化学研究所、四川大学、东华大学、西南科技大学等国内十几所知名高校和科研院所开展了产、学、研联合研发合作，新产品开发能力在国内同行业处于领先地位，形成了强有力的技术创新平台和持续创新的发展能力。

公司承担了多项国家“863”计划、国家“十一五”科技支撑计划项目及四川省、绵阳市的重点研究课题。公司拥有14项国家发明专利，另有1项实用新型专利及12项国家发明专利申请已获受理。根据中国电器工业协会绝缘材料分会的统计，1985年-2009年，公司为我国绝缘材料研究和生产企业中所获国家发明专利最多的企业。

公司自主研发的低萃取物聚酯薄膜、行输出变压器聚酯薄膜填补了国内空白，打破了国外产品对国内市场的垄断；公司开发的155级、180级苯并噁嗪树脂基玻璃布层压板和预浸材料等产品，同样为国内首创。

表格 4：公司承担的重点研究课题

项目级别	项目名称	立项单位	项目类型
国家级项目	特种聚酯薄膜工程化研究	科技部	863计划
	多相复合导磁特种层压板材研究	科技部	863计划
	特种纳米电磁线制备技术	科技部	“十五”国家科技攻关计划
	新型苯并恶嗪无卤阻燃树脂及其复合材料研发	国家发改委	技术中心创新能力建设
	含有毒有害元素材料的替代技术	科技部	国家科技支撑计划
	新型 N-P 协同无卤阻燃苯并恶嗪/环氧树脂合成技术研究及应用	科技部	“十一五”科技支撑计划
省级项目	双环戊二烯不饱和聚酯树脂的合成及 SMC/DMC 的制备	省科技厅	省科技攻关
	显示面板薄膜材料涂布关键技术	省经委	省技术创新重点项目
	高性能低成本苯并恶嗪树脂及其复合材料开发	省科技厅	省科技攻关
	单面补强多胶主绝缘材料开发	省科技厅	省科技支撑计划

新型高效环保芳氧基取代磷腈阻燃剂的制备与应用技术研究	青年科技基金	省青年科技基金
纤维用无卤阻燃共聚酯树脂	省科技厅	省科技支撑计划项目
V0 级无卤阻燃聚酯树脂关键技术及产业化研究	省科技厅	省科技支撑计划项目
特种聚酯薄膜成果产业化	省经委	重大创新成果产业化项目

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

盈利能力领先同行

绝缘材料行业未来发展的方向是高力学性能、高电性能和高稳定性，对绝缘材料的要求越来越高。我们认为，东材科技的核心竞争优势在于材料合成技术，符合行业未来发展趋势，具备持续成长能力。合成技术优势，保证了公司能够避免低端产品的激烈竞争，获得高于行业的盈利能力。

公司绝缘材料种类较大，主要是电工聚酯薄膜和电工聚丙烯薄膜，因此我们选取上市公司中薄膜行业的典型代表南洋科技、佛塑科技和大东南，通过对比，可以看出，公司的盈利能力突出，仅略低于南洋科技，明显高于佛塑科技和大东南，而公司的资产周转率则明显高于其它公司。

表格 5：可比公司财务数据对比

项目	2008	2009	2010
毛利率			
南洋科技	26.72	35.22	36.94
佛塑科技	4.58	11.37	15.49
大东南	10.76	15.11	16.17
东材科技	20.86	26.79	29.74
净利润率			
南洋科技	14.25	20.73	24.68
佛塑科技	-4.51	1.02	6.68
大东南	4.31	6.11	7.8
东材科技	8.81	12.84	17.99
资产周转率			
南洋科技	0.79	0.77	0.46
佛塑科技	0.98	0.88	0.87
大东南	0.59	0.56	0.68
东材科技	1.01	0.91	1.16

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所

募集资金项目

本次发行所募资金主要用于 3,500 吨电容器用聚丙烯薄膜技改等五个项目。项目产品均属于公司已量产，并拥有核心技术的优势产品，产品市场前景广阔。其中 3,500 吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目、4,000 吨无卤阻燃绝缘片材技改项目、15,000 吨特种聚酯薄膜技改项目由东材股份实施；3,500 吨新型柔软复合绝缘材料技改项目和 7,000 吨新型绝缘层（模）压复合材料生产线技改项目由东材科技实施。本次募集资

金拟投资 5 个项目，其中年产 7,000 吨绝缘层（模）压复合材料技术改造项目被国家发改委、工业和信息化部列入“重点产业振兴和技术改造（第一批）2009 年新增中央预算内投资计划”；年产 4,000 吨无卤阻燃绝缘片材生产线技改项目被四川省列为“省优势产业振兴行动计划第一批重点技术改造项目”。

表格 6：募集资金项目概况

项目名称	总投资 (万元)	建设期 (月)	预计收入 (万元)	年均税后利润 (万元)
3500 吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目	14365	24	12019	2154
3500 吨新型柔软复合绝缘材料技改项目	4696	18	13204	2376
4000 吨无卤阻燃绝缘片材技改项目	4990	18	11937	1908
7000 吨新型绝缘层（模）压复合材料生产线技改项目	7065	18	17725	2649
15000 吨特种聚酯薄膜技改项目	24760	24	33771	5707
合计	55876			

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

募集资金项目有助于解决公司产能瓶颈，优化产品结构，顺应行业发展趋势。根据项目的经济效益分析，公司此次募投项目达产后，公司每年可新增营业收入约 8.86 亿元，每年新增净利润约 1.48 亿元，相当于现有基础上实现翻番。

估值及盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85 元、1.11 元、1.64 元。选取薄膜行业具有代表性的上市公司佛塑科技、南洋科技和大东南作为比较对象，可比公司 2010 年 PE 为 50-67 倍，均值为 60 倍；2011 年 PE 为 32-56 倍，均值为 44.36 倍。鉴于绝缘材料应用前景广阔，而公司具有明显的技术优势和较高的市场占有率，给予公司 2011 年 30-40 倍市盈率，公司合理股价区间为 25.5-34 元，对应 2010 年 PE 为 43-57.6 倍。

表格 7：可比公司估值对比

代码	公司名称	股价	PE			PB
			2010	2011	2012	
002389	南洋科技	26.7	61.31	44.85	24.19	4.84
000973	佛塑股份	14.26	50.46	32.22	17.99	6.31
002391	大东南	11.2	67.35	56	44.8	3.63
	平均		59.71	44.36	28.99	4.93
	创业板		47.2	32.14	22.37	3.74

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所

表格 8：盈利预测核心假设

名称	2011	2012	2013
电工聚酯薄膜			
收入（百万元）	676.00	663.00	960.00
毛利率	37.00%	35.50%	32.00%
成本	1.64	1.64	1.63
电工聚丙烯薄膜			
收入（百万元）	179.45	185.00	190.00
毛利率	31.00%	30.00%	29.00%
成本（百万元）	123.82	129.50	134.90
复合绝缘材料			
收入（百万元）	135.90	195.80	243.60
毛利率	31.50%	31.00%	30.00%
成本（百万元）	93.09	135.10	170.52
电工层压制品			
收入（百万元）	73.80	140.00	224.40
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%
成本（百万元）	55.35	105.00	168.30
电工绝缘油漆树脂			
收入（百万元）	84.00	144.00	210.00
毛利率	17.50%	17.00%	17.00%
成本（百万元）	69.30	119.52	174.30
无卤阻燃片材			
收入（百万元）	105.60	140.80	211.20
毛利率	29.00%	28.00%	28.00%
成本（百万元）	74.98	101.38	152.06

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、核心技术扩散，行业竞争加剧。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	575	2716	2757	3242	营业收入	1019	1323	1729	2621
现金	96	2121	1968	2029	营业成本	716	895	1207	1879
应收账款	102	132	173	262	营业税金及附加	5	7	9	13
其他应收	4	7	9	13	营业费用	39	44	47	55
预付账款	53	63	84	132	管理费用	62	73	78	92
存货	188	224	302	470	财务费用	20	7	-5	-5
其他流动	133	169	221	336	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	384	560	877	932	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	276	473	798	857	营业利润	177	298	394	587
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	9	8	8	8
其他非流	43	23	15	10	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	959	3276	3634	4173	利润总额	186	306	402	595
流动负债	335	88	103	137	所得税	2	46	60	89
短期借款	255	0	0	0	净利润	183	260	342	506
应付账款	37	45	60	94	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动	43	43	43	43	归属母公司净利	182	260	342	506
非流动负	109	109	109	109	EBITDA	197	324	423	627
长期借款	78	78	78	78	EPS (元)	0.80	0.85	1.11	1.64
其他非流	31	31	31	31	主要财务比率				
负债合计	444	197	212	246	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东	7	7	7	7	成长能力				
股本	228	308	308	308	营业收入	49.2%	29.9%	30.7%	51.6%
资本公积	4	2228	2228	2228	营业利润	128.3%	68.3%	32.2%	48.8%
留存收益	276	536	878	1384	归属母公司净利	109.0%	42.9%	31.4%	47.9%
归属母公	508	3073	3415	3920	获利能力				
负债和股	959	3276	3634	4173	毛利率(%)	29.7%	32.4%	30.2%	28.3%
现金流量					净利率(%)				17.9%
单位:百万元					ROE(%)	35.9%	8.5%	10.0%	12.9%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	25.0%	24.4%	21.3%	24.7%
经营活动	117	180	192	157	偿债能力				
净利润	183	260	342	506	资产负债率(%)	46.3%	6.0%	5.8%	5.9%
折旧摊销	0	19	34	45	净负债比率(%)	75.05%	39.64%	36.72	31.71
财务费用	20	7	-5	-5	流动比率	1.72	31.00	26.71	23.69
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.16	28.45	23.79	20.26
营运资金	0	-107	-179	-389	营运能力				
其他经营	-85	0	0	0	总资产周转率	1.16	0.62	0.50	0.67
投资活动	-80	-196	-350	-100	应收账款周转率	10	11	11	12
资本支出	80	200	350	100	应付账款周转率	18.74	21.97	22.97	24.36
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资	0	4	0	0	每股收益(最新摊	0.59	0.85	1.11	1.64
筹资活动	-30	2042	5	5	每股经营现金流	0.38	0.58	0.62	0.51
短期借款	-24	-255	0	0	每股净资产(最新	1.65	9.98	11.09	12.73
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增	59	80	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	0	2224	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资	-66	-7	5	5	EV/EBITDA	1	1	1	0
现金净增	7	2026	-153	61					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn