

东材科技 (601208.sh)

短期业绩确定性高, 超募项目进一步奠定长期发展基础

王剑雨 分析师
电话: 020-87555888-8635
eMail: wjy3@gf.com.cn
执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师
电话: 020-87555888-8833
eMail: cy25@gf.com.cn
执业编号: S0260511080003

太阳能背板基膜产能受限, 需求亦有所下滑, 价格保持高位震荡
受行业景气提升, 国内企业纷纷规划进入或扩大产能, 但受上游薄膜拉伸机械公司产能制约, 加之生产太阳能背板基膜的设备需要做一定的改进, 短期内产能取决于上游设备供应商。而需求受外围经济尤其是欧洲经济下滑的影响, 预计需求将进入稳步增长的态势。在供需变动的综合作用下, 太阳能背板基膜聚酯薄膜价格有望保持高位运行。

电工聚丙烯薄膜高盈利水平可维持, 其他业务需求稳定增长

电工聚丙烯薄膜行业供需态势良好, 产品价格有所提高, 带动毛利率略有提升, 短期内行业供需良好态势仍将延续, 产品的盈利可维持当前较高的水平。其他绝缘类产品需求同宏观经济息息相关, 预计下半年, 受国内外宏观经济环境影响, 需求增速将会有所下滑, 但全年仍可维持 20% 的需求增速。

募投项目将在明年开始贡献业绩, 超募资金投向前景看好

公司 IPO 共 5 个募投项目, 其中柔软复合绝缘材料、绝缘层(模)压制品、无卤阻燃绝缘片材三个项目今年 10 月试生产, 明年开始贡献业绩, 而电工聚丙烯和聚酯薄膜项目将在 2013 年投产。公司 IPO 超募资金将投向 3 万吨无卤高阻燃聚酯等三个项目, 其中无卤阻燃聚酯切片也将在 2013 年开始贡献业绩。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别达到 0.88 元、1.00 元和 1.48 元。对应于 2011-2013 年 PE 分别为 29.6 倍、25.9 倍和 17.6 倍。同时基于行业景气度和公司的龙头地位, 安全边际高, 合理价值 28 元, 给予公司“买入评级”。

风险提示

1. 原材料价格大幅波动; 2. 宏观经济大幅下滑; 3. 募投项目进度低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	682.65	1018.69	1389.22	1711.15	2639.95
增长率(%)	-3.79%	49.22%	36.37%	23.17%	54.28%
EBITDA(百万元)	132.24	231.62	354.73	428.42	641.40
净利润(百万元)	87.19	182.19	270.22	309.33	455.02
增长率(%)	40.21%	108.96%	48.32%	14.48%	47.10%
每股收益(元)	0.52	0.80	0.88	1.00	1.48
市盈率	0.00	0.00	29.59	25.85	17.57
市净率	0.00	0.00	3.60	3.16	2.68
EV/EBITDA	1.86	1.03	19.37	16.84	11.62

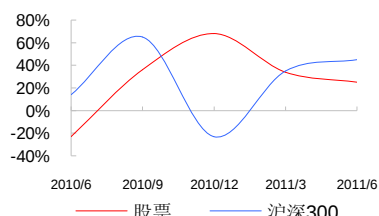
数据来源: 四川东材科技集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 25.97 元
合理价值 28.00 元
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-10.26	27.30	
沪深 300	-4.95	-8.70	-7.82

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

308/80

主要股东:

广州高金技术产业集团有限公司

主要股东持股比例 37.75%

流通 A 股比例 25.97%

财务比率

ROE 35.86%
ROA 20.73%
资产负债率 46.29%

2010 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 蔡红辉 020-87555888-8698 chh@gf.com.cn

目录索引

投资亮点	4
一、太阳能光伏产业需求推动聚酯薄膜盈利高涨	5
（一）公司产品线丰富	5
（二）太阳能光伏电池带动公司聚酯薄膜盈利高涨	6
二、太阳能背板基膜产能扩张受限，价格有望高位运行	6
（一）供给短期内仍将呈现寡头垄断格局	6
（二）需求将逐步进入稳步增长态势	7
三、聚丙烯薄膜业务盈利可持续，其他业务稳定增长	8
四、募投项目明年将逐步贡献业绩	9
五、超募资金投资项目为长远发展奠定坚实基础	9
（一）公司具备丰富的新产品和新技术储备	9
（二）超募资金投资项目前景看好	11
六、盈利预测与投资评级	11
七、风险提示	11
八、附录：超募项目简介	12
（一）无卤阻燃聚酯项目	12
（二）7200 套大尺寸绝缘结构件项目	12
（三）2000 吨电容器用超薄聚丙烯薄膜项目	13

图表索引

图 1: 2011 年上半年公司各类产品收入比重	6
图 2: 2011 年上半年公司产品毛利构成	6
图 3: 2011 年上半年公司主要产品毛利率变化	6
图 4: 太阳能背板基材结构图	7
图 5: 聚酯切片价格走势	8
图 6: 2011 年上半年公司各类产品销量增长变化	8
表 1: 公司主要产品及应用领域	5
表 2: 2010 年底公司各产品产能（单位：吨/年）	5
表 3: 公司募投项目概况	9
表 4: 截止 2010 年 12 月 31 日，发行人及其子公司取得的专利技术	9
表 5: 公司主要技术储备	10
表 6: 东材科技超募资金投资项目	11
表 7: 3 万吨无卤永久性高阻燃聚酯生产线	12
表 8: 7200 套大尺寸绝缘结构件	12

投资亮点

东材科技主营业务为绝缘材料，产品涵盖电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、柔软复合绝缘材料、电工绝缘油漆及树脂等。去年下半年以来，受太阳能光伏电池快速发展带动，公司聚酯薄膜类产品供不应求，今年上半年，聚酯薄膜产品毛利率达到40.5%，带动公司今年上半年整体业绩提升91%。

聚酯薄膜业务：展望下半年，聚酯薄膜业务尽管受下游需求增速放缓，与此同时，产能供给增速受上游薄膜拉伸设备厂商产能的制约，总体判断，未来供需态势良好，公司产能仍将满负荷生产，价格仍会保持高位震荡。

聚丙烯薄膜业务：聚丙烯薄膜下游需求增速稳定，而行业新增产能不多，产品价格有所提高，同时带动产品毛利略有提升，展望下半年公司聚丙烯产能仍将延续满负荷状态，价格仍将保持高位。

其他业务：今年上半年，柔软复合绝缘材料、电工层（模）压制品、电工绝缘油漆及树脂等其他业务产量增速同比分别达到33%、27%和48%，同时毛利率维持相对稳定。绝缘材料需求同宏观经济息息相关，预计下半年，受国内外宏观经济环境影响，需求增速将会有所下滑，但全年仍可维持20%的需求增速。

公司聚酯和聚丙烯薄膜业务收入占总收入的68%，而毛利占比达到78%。在聚酯和聚丙烯薄膜业务产能满负荷生产、价格高位震荡、毛利率保持高位的情况下，我们认为公司全年业绩确定性大。

募投项目明年开始贡献业绩：公司IPO共5个募投项目，其中柔软复合绝缘材料、无卤阻燃绝缘片材以及电工层（模）压制复合材料三个项目将在今年10月份进行设备调试和试生产，2012年将逐步贡献业绩。而聚酯和聚丙烯薄膜受上游设备厂商产能制约，将在2013年底投产，并逐渐贡献业绩。

超募资金投向前景看好：公司日前发布公告，将超募资金投向3万吨无卤高阻燃聚酯、2000吨电容器用超薄聚丙烯薄膜以及7200套大尺寸绝缘结构件。上述三个项目（产品）都是国内下游产业升级必须的高性能材料，应用前景看好，而与此同时国内在这些产品上供给又无法满足甚至国内生产处于空白状态，这些项目的投产无疑将大大提升公司的盈利能力。除无卤高阻燃聚酯将在2013年开始贡献业绩外，另外两个项目都将在2014年之后贡献业绩。

公司这次使用超募资金投资3个项目外，还4.3亿的剩有超募资金。而公司还储备有众多的新产品和新技术，不排除公司未来进一步增加投资项目或者进行兼并收购的可能性。

我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.88元、1.00元和1.48元。对应于2011-2013年PE分别为29.6倍、25.9倍和18.7倍。基于行业景气和公司的龙头地位，盈利可持续，业绩确定性高以及公司的长期成长性。给予公司2012年28倍市盈率，合理价值为28元，给予“买入评级”。

一、太阳能光伏产业需求推动聚酯薄膜盈利高涨

（一）公司产品线丰富

公司的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，产品涵盖了八大类绝缘材料中的七大类产品，是国内绝缘材料品种配套最为齐全的供应商，具有研发和生产E、B、F、H、C级各耐热等级绝缘材料的能力。主要产品包括电工聚酯薄膜、电工聚丙烯薄膜、柔软复合绝缘材料、电工层（模）压制品、绝缘油漆及树脂等。

表 1：公司主要产品及应用领域

	产品名称	应用领域
电工聚酯薄膜	低萃取型薄膜	制冷压缩机
	薄膜开关用聚酯薄膜	薄膜开关
	太阳能电池背板基膜	太阳能电池
	白板膜	印刷、广告、磁卡、标签
	黑色聚酯薄膜	电声器材、胶带、电子
	其他	电机、家用电器等
电工聚丙烯薄膜	粗化膜	各种发电设备的电容器制造、输变电设施、电力机车等
	电子膜	电子产品、家用电器等
无卤阻燃流延片材		电子、电工、汽车等
柔软复合绝缘材料	云母柔软复合绝缘材料	发电设备、高压电动机、电缆
	薄膜柔软复合绝缘材料	大中小电机、微型电机、变压器
电工层（模）压制品		发电设备、高压输变电设备、变压器
电工塑料		高低压电器
绝缘油漆及树脂	漆包线漆	漆包线
	玻璃丝包线漆	玻璃丝包线
	浸渍漆	大电机、防爆电机、牵引电机、变压器等
	无卤阻燃树脂	无卤阻燃片材制造等
电工非织布	普通型	绝缘材料、过滤材料、胶带
	易浸型	变压器

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：2010 年底公司各产品产能（单位：吨/年）

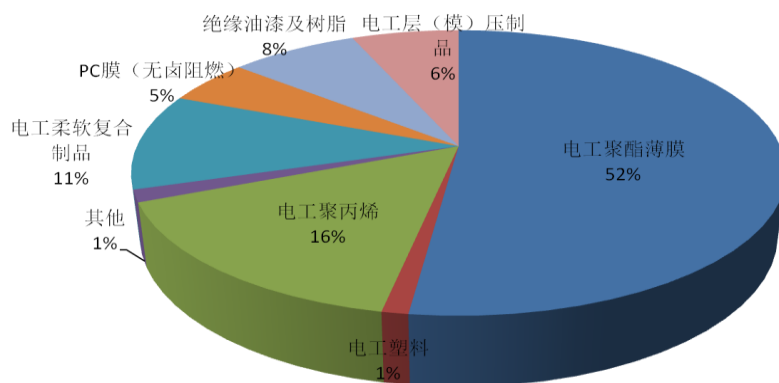
电工聚酯薄膜	26000	电工层（模）压制品	3000
其中：自有	16000	电工塑料	3000
代工	10000	电工绝缘油漆	8000
电工聚丙烯薄膜	4800	无卤阻燃片材	1000
柔软复合绝缘材料	2980		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）太阳能光伏电池带动公司聚酯薄膜盈利高涨

公司产品下游应用领域广泛，既有传统产业，如家用电器等，同时又有新兴产业，如太阳能电池。电工聚酯薄膜是公司收入的主要来源，今年上半年，聚酯薄膜收入占公司主营业务收入的52%。其次，聚丙烯薄膜收入占到16%。

图 1：2011 年上半年公司各类产品收入比重



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

近两年，国内太阳能光伏产业突飞猛进，产量占到全球的50%，与此同时，带动太阳能背板基膜的进口替代。2011年1-6月，受下游太阳能电池产业旺盛需求带动，公司用于太阳能背板基膜的聚酯薄膜产品供不应求，产品价格相比去年同期提升了55%，毛利率同比大幅提升至40.5%，促使聚酯薄膜产品的毛利占主营业务毛利的63%。

图 2：2011 年上半年公司产品毛利构成

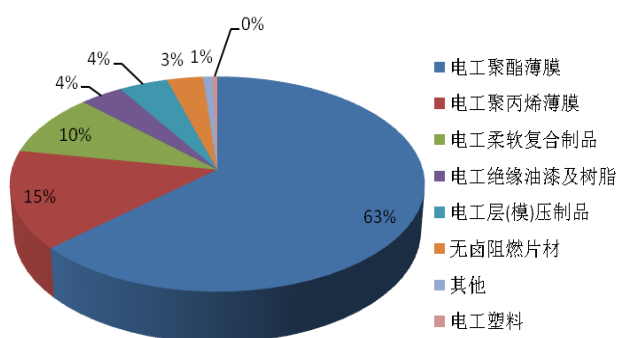
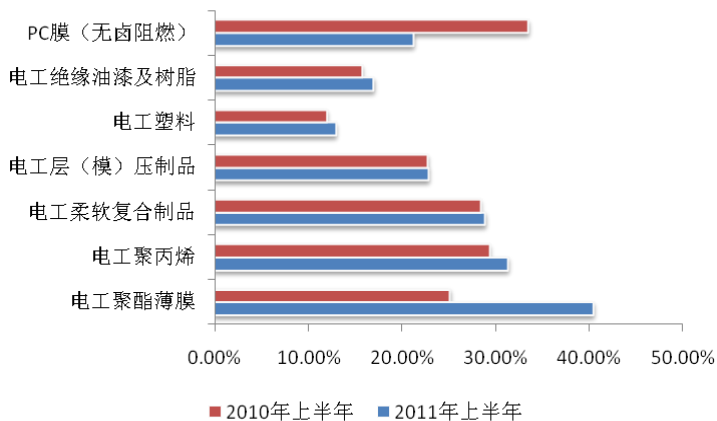


图 3：2011 年上半年公司主要产品毛利率变化



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、太阳能背板基膜产能扩张受限，价格有望高位运行

（一）供给短期内仍将呈现寡头垄断格局

目前，国内太阳能背板基膜的产能主要集中在裕兴薄膜科技、东材科技和佛山杜邦鸿基三家企业中。其中裕兴薄膜科技2010年太阳能背板用聚酯薄膜产能约在5000吨左右，东材科技产能在8000吨左右。在国际市场，太阳能背板基膜产能主要集中在日本东丽、杜邦帝人、韩国SKC、日本三菱、日本东洋纺织等企业。

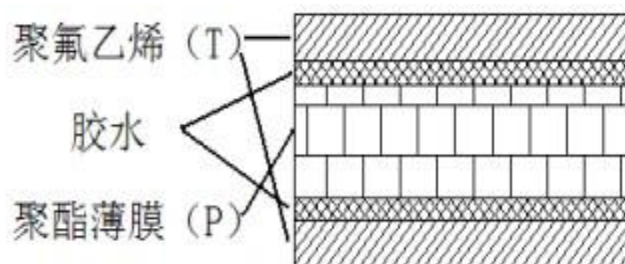
随着太阳能光伏产业的飞速发展，带动了聚酯薄膜的需求快速增长。国内各大企业纷纷规划扩大产能，但是受上游聚酯薄膜拉伸机械企业（主要是德国布鲁克纳和日本三菱）产能的制约，设备扩充速度较慢，而企业还需要对设备进行一定的改进，同时建设配套装置，并且受技术水平限制，产能仍将掌握在少数企业手中。国外聚酯薄膜巨头在机械设备扩充受限的情况下，优先大力发展更高层次的光学薄膜，也在一定程度上减缓了产能的扩张速度。

东材科技首次公开发行募投项目1万吨太阳能光伏基膜产能投放将在2013年，裕兴薄膜和杜邦鸿基的新增产能也将在明年。因此，太阳能背板基材用的聚酯薄膜产能短期内缓慢增长，行业供给仍将呈现寡头垄断格局。

（二）需求将逐步进入稳步增长态势

太阳能电池背板主要的生产工艺方法有三类：一类是被光伏组件品牌厂家广为接受的PVF/PVDF等含氟薄膜+BOPET薄膜+ PVF/PVDF等含氟薄膜的三层复合工艺，即太阳能背板由三层结构组成，外层是T薄膜，中间层P薄膜，T与P之间用胶水粘结。其中T表示聚氟乙烯（PVF）/聚偏氟乙烯（PVDF）等含氟的薄膜，该层是用作太阳能电池封装材料的主要层，其作用就是耐气候、抗UV紫外、耐老化等；P表示聚酯薄膜（BOPET），主要的作用及功能是电气绝缘性、水汽阻隔性、耐湿热老化性、尺寸稳定性、耐撕裂性及易加工性等。一类是以聚酯薄膜（BOPET）作为中间层基材，两面复合上改性的聚酯薄膜，即：改性聚酯薄膜+普通聚酯薄膜+改性聚酯薄膜的三层复合工艺。其中改性聚酯薄膜材料相当于含氟薄膜起到的功能和作用。第三类是以聚酯薄膜（BOPET）作为基材，以表面涂层工艺把含氟的树脂涂覆固化在聚酯薄膜表面。无论哪种生产工艺，聚酯薄膜都是必不可少的材料，太阳能背板中使用的BOPET厚度一般为250um。

图 4：太阳能背板基材结构图



数据来源：常州裕兴公司网站，广发证券发展研究中心

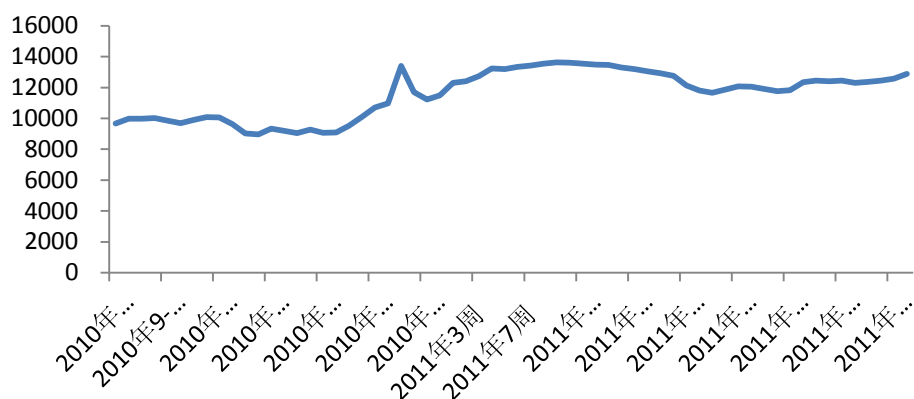
2010年全球太阳能电池产量达到20GW，其中，我国产量占到世界的50%左右，即10GW左右，按每GW产能需要使用聚酯薄膜3000吨，则国内太阳能光伏产业需要聚酯薄膜产量3万吨左右。

太阳能电池产业发展受政策影响较为显著。受欧洲国家的巨额补贴，太阳能光伏发电在欧洲发展迅速，同时随着欧洲国家补贴政策的取消，太阳能产业发展速度将明显放缓。此外，受到欧债危机的影响，世界经济增速也将放缓，受政策推动的太阳能产业增速无疑也将减慢。

目前，我国约有90%以上的光伏产品出口，面临更加严峻的贸易保护主义和对外依存度风险。而市场寄予厚望的国内市场，由于光伏上网发电价格过低（2011年12月31日前投产的按1.15元/度定价，除西藏外之后投产按1元/度定价），国内需求的增长还有待进一步跟踪和观察。过去三年，需求增速超过30%以上，预计今明两年行业需求增速将

放缓，降至20%以下。

图 5：聚酯切片价格走势



数据来源：化工在线，广发证券发展研究中心

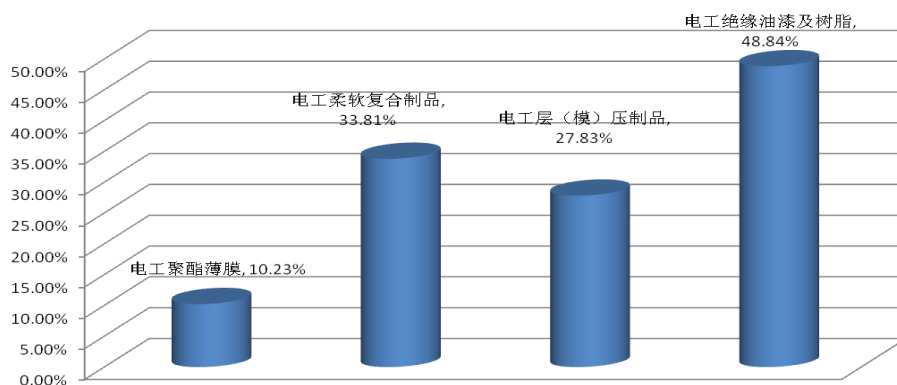
太阳能背板基膜产能增长缓慢，而需求增速将进入稳步增长。总体而言，在供需双重作用下，同时主要原料价格保持稳定的情况下，聚酯薄膜价格有望高位运行。

三、聚丙烯薄膜业务盈利可持续，其他业务稳定增长

电工聚丙烯薄膜行业产能增长缓慢，而需求尚可，供需态势良好，产品价格略有提升。公司电工聚丙烯薄膜受产能限制，产量与去年同期基本持平，受价格提升带动，产品毛利率略有提升。我们认为，聚丙烯薄膜的产能未来增长仍将较为缓慢，与需求基本契合，产品的良好盈利水平仍可保持较高的水平。

除聚酯和聚丙烯薄膜产品外，公司其他产品销量同比都有不同程度的增长。柔软绝缘复合材料销量增长了33.81%，绝缘油漆及树脂增长了48.84%，绝缘材料需求同宏观经济息息相关，预计下半年，受国内外宏观经济环境影响，需求增速将会有所下滑，但全年仍可维持20%的需求增速。

图 6：2011 年上半年公司各类产品销量增长变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、募投项目明年将逐步贡献业绩

公司2011年5月首次公开发行8000万股，募集资金净额15.3亿元，主要投向电工聚丙烯薄膜、柔软复合绝缘材料、无卤阻燃材料、电工层（模）压材料以及电工聚酯薄膜等5个项目，公司募投项目主要生产东材科技已量产的优势产品，项目实施风险小。

表 3：公司募投项目概况

项目名称	总投资（万元）	项目达到预定可使用状态日期
3500 吨电容器用聚丙烯薄膜技改项目	14,365	2013.12
3500 吨新型柔软复合绝缘材料技改项目	4,696	2011.10
4000 吨无卤阻燃绝缘片材技改项目	4,990	2011.10
7000 吨新型绝缘层（模）压复合材料生产线技改项目	7,065	2011.10
15000 吨特种聚酯薄膜技改项目	24,760	2013.06
合 计	55,876	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司目前产能基本处于满负荷状态，产能受限已成为制约公司快速发展的瓶颈因素。公司前期通过自筹资金先期启动的募投项目电工聚丙烯薄膜、电工柔软复合绝缘材料以及无卤阻燃片材三个项目预计将在今年10月份竣工，接下来将进行试生产，预计在2012年开始贡献业绩，而当前景气高涨的1.5万吨/年特种聚酯薄膜和3500吨电工聚丙烯薄膜将在2013年下半年后才能开始贡献业绩。

五、超募资金投资项目为长远发展奠定坚实基础

（一）公司具备丰富的新产品和新技术储备

我们认为，公司以绝缘材料为基础，横向拓展精细化工新材料、功能高分子材料的研究发展战略，走创新系统化、技术关联化、产品多元化、服务专业化的发展之路，为公司储备了大量的新产品和新技术。

表 4：截止 2010 年 12 月 31 日，发行人及其子公司取得的专利技术

序号	发明专利名称	专利号	专利授权公告日
1	高云母含量多胶桐马环氧玻璃粉云母带	ZL00112731.4	2004.08.25
2	一种纳米改性耐电晕漆包线漆的制备方法	ZL200310111189.3	2006.2.8
3	一种轮胎橡胶脱模用聚酯薄膜的制备方法	ZL200310104140.5	2005.12.28
4	一种含 Ti-O-Ti 结构的钛酸酯复合物的制备方法	ZL200410040039.2	2006.06.28
5	一种氧杂磷菲阻燃剂中间体 2-(2'-羟基苯基)苯基膦酸的合成方法	ZL200410081672.6	2007.4.11

6	一种高玻璃化转变温度无卤阻燃玻璃布层压板的制备方法	ZL200510138201.9	2009.7.29
7	一种含硼苯并恶嗪树脂的制备方法	ZL200510138202.3	2010.1.13
8	一种无卤阻燃含磷化合物的制备方法	ZL200610021495.1	2009.4.1
9	一种高介电常数低介电损耗绝缘树脂的制造方法	ZL200610021494.7	2008.10.8
10	一种电工专用芳烷基酚树脂胶粘剂溶液的制备方法	ZL03135902.7	2005.09.21
11	一种透明亚光聚酯薄膜的制造方法	ZL200810044519.4	2010.06.23
12	多溴苯氧基取代的均三嗪阻燃性化合物的制备方法	ZL200710049272.0	2010.10.06
13	一种聚苯胺抗静电油墨的原位制备方法	ZL200810046210.9	2010.11.03
14	一种 2,4,6-三溴苯酚的制备方法	ZL200710051049.X	2010.11.17

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在公司储备的众多新产品和新技术中，无卤阻燃聚酯切片产品值得特别关注，无卤阻燃聚酯切片由于化合物中不存在卤素，在防范火灾时，就不会发生二次污染，加之聚酯的化学结构有利于对聚酯产品进行改性，而不会降低聚酯产品的性能，与此同时相比其他的防火材料如芳纶等又具有显著的价格优势。它不仅应用于公司的聚酯薄膜改性之中，同时还可以广泛应用于其他聚酯产品的改性之中，未来应用前景非常广阔。随着国家防火标注和规范的提升，无卤阻燃聚酯切片具有非常诱人的发展前景，尤其是在聚酯类产品中。

另外，公司依托国家发改委资助研发的新型产品苯并恶嗪无卤阻燃树脂及其复合材料由于不含磷等元素，性能优异，是PCB覆铜板封装材料特种环氧树脂的替代产品之一，但是由于这一产品目前尚处于专利保护期（专利为亨斯曼公司持有，2012年底到期），并且价格比较贵，目前市场尚处于培育期，市场前景广阔，这为公司的长远发展奠定了良好的基础。

表 5：公司主要技术储备

序号	技术	应用领域
1	新型 VO 级无卤阻燃共聚酯合成技术	可制造 VO 级无卤阻燃聚酯薄膜、无卤阻燃难燃级涤纶纤维（长纤、短纤），用于电子、特种纤维等领域。
2	高透明聚酯树脂合成技术	可制造光学薄膜基膜，用于平板显示器组件材料。
3	高性能苯并恶嗪树脂合成技术	可制造高性能无卤阻燃覆铜板，用于印刷电路领域。
4	大尺寸高强度绝缘槽梁制造技术	应用于高压直流输电线路和柔性输变电线路建设领域。
5	电容器用超薄型聚丙烯薄膜制造技术	可制造小型化大容量电容器，用于电力电容器、电子元器件等领域
6	单面补强多胶主绝缘材料制造技术	可用于大型、超大型发电机组制造领域。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）超募资金投资项目前景看好

公司首次IPO共募集资金15.3亿元，除去募投项目5.5亿元，归还银行借款1.5亿元，购买土地0.6亿元外，还将剩余8.2亿的超募资金。

公司基于丰富的新产品和新技术储备，同时结合已经量产产品发展前景，将利用超募资金进一步扩大现有优势产品产能，并且将部分新开发产品转向量产，进一步推动公司的快速发展。2011年09月15日，公司公告拟投入3.9亿元的超募资金建设3万吨无卤永久性高阻燃聚酯、2000吨电容器用超薄型聚丙烯薄膜、7200套大尺寸绝缘结构件、原材料及产成品仓库以及补充流动资金。除无卤高阻燃聚酯项目将在2013年贡献业绩外，其他两个项目都将在2014年开始贡献业绩。

尽管募投项目和超募项目在短期内都难以大幅度的提升公司业绩，但是一旦这些投产，凭借产品的出色性能，广阔的应用前景，公司的业绩将在2014年及以后迎来爆发性的增长，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

除去这次使用的超募资金3.9亿元外，东材科技还有4.3亿元的超募资金，而公司凭借丰富的新产品和新技术储备，不排除将来进一步增加投资项目或者收购兼并的可能性。

表 6：东材科技超募资金投资项目

序号	项目	投入金额	建设周期
1	3 万吨无卤永久性高阻燃聚酯生产线	12315	1 年
2	2000 吨电容器用超薄型聚丙烯薄膜	14779	2 年
3	7200 套大尺寸绝缘结构件	6790	1.5 年
4	原材料及产成品仓库	2575	
5	补充流动资金	3000	
合计		39459	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资评级

综合考虑公司产能、价格变化等情况，我们预计公司2011-2013年EPS分别达到0.88元、1.00元和1.48元。对应于2011-2013年PE分别为29.6倍、25.9倍和17.6倍。同时基于行业景气和公司的龙头地位，盈利可持续，业绩确定性高以及公司的长期成长性。给予公司2012年28倍市盈率，合理价值为28元，给予“买入评级”。

七、风险提示

- 1、聚丙烯、聚酯等原材料价格大幅波动导致产品毛利率大幅下滑；
- 2、宏观经济增速大幅下滑导致公司下游客户需求急剧萎缩；
- 3、公司募投项目投产进度低于预期的风险。

八、附录：超募项目简介

（一）无卤阻燃聚酯项目

高性能无卤阻燃共聚聚酯树脂已成为我国经济社会发展当前和未来急需的基础原材料之一，将其加工成阻燃纤维、薄膜、片材、泡沫、塑料等产品后，可广泛应用于纺织化纤、电子、电器、消防、军工等行业以及交通工具、建筑、酒店内装饰等领域。

无卤阻燃聚酯产品可以有效应对国家公共场所安全隐患，纺织化纤、电器电子、绝缘材料、军工等行业及其交通工具、建筑、酒店内装饰等领域所面临的基础材料阻燃安全等级较低问题，同时满足欧盟的《关于在电子电器设备中禁止使用某些有害物质指令》（即RoHS指令）、《关于化学品注册、评估、授权和限制制度》（即REACH法规）实施的要求，避免给我国出口产品带来不利影响，提高其国际市场的竞争力。

表 7：3 万吨无卤永久性高阻燃聚酯生产线

等级	产能	应用领域
VO	2000 吨	用于生产 VO 级阻燃聚酯薄膜、阻燃工程塑料及流延片材
V1	13000 吨	用于高阻燃等级地毯、针刺滤布、篷布等产业用纺织品及阻燃泡沫材料、阻燃工程塑料
V2	15000 吨	用于建筑及交通工具内饰材料

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前，国内现有阻燃聚酯年生产能力约为6万吨。主要生产企业有东材科技、上海石化、上海浦源及常州兆龙等厂家，其中东材科技产能约为10000吨/年、上海石化产能约为15000吨/年，上海浦源产能约为5000吨/年，常州兆龙产能约为10000吨/年，其他厂家产能合计约为20000吨/年。而保守估计，我国每年需要阻燃聚酯超过100万吨，而世界每年阻燃聚酯的需求量则可能达到300-500万吨，随着社会的发展，环保、安全相关法规的深入贯彻实施，阻燃聚酯的市场还将进一步扩大。

公司开发的新型无卤永久性高阻燃聚酯树脂，具有极限氧指数高、阻燃性能好、无毒、低烟等特性，打破了国外永久高阻燃聚酯树脂的长期垄断，已建成了1万吨的产能，远远不能满足市场的旺盛需求。

（二）7200套大尺寸绝缘结构件项目

7200套大尺寸绝缘结构件包括年产7000套直流输电换流阀用绝缘组件和年产200套玻璃钢缠绕制品。

表 8：7200 套大尺寸绝缘结构件

子项目	产品	应用领域
7000 套直流输电换流阀用绝缘组件	直流输电换流阀用绝缘槽梁、直流输电换流阀用绝缘拉带及加工件	主要用于高压/特高压直流输电换流阀以及柔性直流输电换流阀
200 套玻璃钢缠绕制品	玻璃钢锥环、绝缘筒、穿墙套管	广泛用于大容量火电发电机、核电发电机、变压器、输变电等领域。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

柔性直流输电技术是当今世界电力电子技术应用领域的制高点，也是智能电网关键

技术之一。与传统交直流输电相比，该项技术的柔性表现在于它能自行调整电能质量，自行适应电流变化，调节速度，达到与电网的平衡状态。其在启动时不需要本地电源支撑，能够在电网故障后“黑”启动，快速恢复控制。目前，我国已经建设了8条直流输电工程，但在直流输电的核心装备——直流换流阀长期以来却一直依赖进口，没有真正形成自主研究和开发能力。

直流输变电领域的核心装备——直流换流阀对其主绝缘组件提出了更高的技术要求。绝缘组件首先是对特种无卤阻燃树脂进行改性，选择合适的固化剂制备基体树脂，然后浸渍高强度玻璃纤维预浸料，最后层压/模压成绝缘组件。但国内目前在绝缘层压/模压复合材料的生产技术上与国外存在较大差距，在直流输电应用的层压/模压复合材料仍是国外占主导地位。随着欧盟《WEEE指令》《RoHS指令》的实施，发展无卤型绝缘材料是绝缘材料的一个重点发展方向，但目前国内四川东材科技集团股份有限公司有着成熟的无卤阻燃树脂制造技术。在直流换流阀设备中，绝缘组件作为绝缘承力结构件，把其它的换流阀设备悬挂起来，起到承重、保护作用，目前国外仅VONROLL公司在生产此种绝缘组件，此项目将结束国内生产的空白。

此项目另一个子项目玻璃钢缠绕制品，能比较好的固定发电机端部线圈从而减少磨损，或者减少突然短路引起线圈的变形损坏，是未来发电设备向高压、大容量发展的重要组成部分。随着发电设备容量的增大，如增大到90万千瓦、100万千瓦级超临界、超超临界，发电机的端部就有可能均采用锥环结构，因此，大容量火电发电机端部采用锥环结构是一个技术发展趋势。到2020年我国包括火电、核电发电机的建设规划，市场有100多台1000MW级发电机的建设需求，也将有100多对锥环的需求。由于国内技术日趋成熟，劳动力及原材料成本低于国外，因此，玻璃钢锥环也可以出口，市场容量将进一步增大。国内目前仅有南通吉泰电工可以生产。

（三）2000吨电容器用超薄聚丙烯薄膜项目

本项目是在IPO募投项目已有3500吨电工聚丙烯薄膜生产装置基础上的再扩大，包括1200吨电晕处理膜和800吨单、双面粗化膜。电容器用聚丙烯薄膜是电力工业和电子工业重要的基础材料之一。双向拉伸电容器用聚丙烯薄膜（简称BOPP膜）具有比重小、耐热性能好、化学性能稳定、表面性能稳定、表面硬度高等优点，是优异的电容器固体介质材料之一，广泛用于制造各种高压电力电容器、中低压电容器、直流电容器。

根据中国电子元件行业协会电容器分会统计，2010年，我国应用于电力电容器及电子电容器行业聚丙烯电容薄膜的年市场需求量约为5.7万吨。国内聚丙烯电容器薄膜的产能少于市场需求，市场供求存在较大的缺口，目前此缺口主要由进口来满足。据有关预测，到2015年，聚丙烯薄膜在国内电力工业和电子工业市场的需求量约为8.2万吨。

资产负债表

单位：百万元

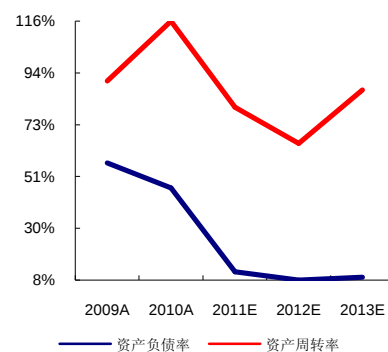
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	463	575	1,817	1,618	1,802
货币资金	110	96	1,202	861	623
应收及预付	236	290	409	498	775
存货	117	188	206	259	404
其他流动资产	0	2	0	0	0
非流动资产	335	384	696	1,141	1,494
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	283	276	404	636	928
在建工程	2	33	213	413	463
无形资产	47	69	79	91	102
其他长期资产	4	6	0	0	0
资产总计	799	959	2,514	2,758	3,296
流动负债	357	335	207	141	221
短期借款	279	255	0	0	0
应付及预收	78	80	207	141	221
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	97	109	78	78	78
长期借款	78	78	78	78	78
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	31	0	0	0
负债合计	454	444	285	219	299
股本	169	228	308	308	308
资本公积	4	4	1,458	1,458	1,458
留存收益	170	276	454	763	1,218
归属母公司股东权益	343	508	2,220	2,529	2,984
少数股东权益	2	7	9	10	13
负债和股东权益	799	959	2,514	2,758	3,296

利润表

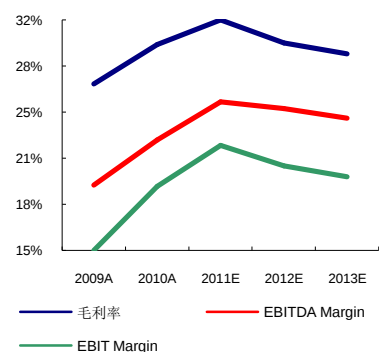
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	683	1019	1389	1711	2640
营业成本	500	716	952	1202	1875
营业税金及附加	3	5	8	10	15
销售费用	31	39	43	53	82
管理费用	48	62	76	91	140
财务费用	18	20	0	0	0
资产减值损失	4	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
营业利润	78	177	310	357	529
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	89	186	320	366	538
所得税	1	2	48	55	81
净利润	88	183	272	311	458
少数股东损益	0	1	2	2	3
归属母公司净利润	87	182	270	309	455
EBITDA	132	232	355	428	641
EPS (元)	0.52	0.80	0.88	1.00	1.48

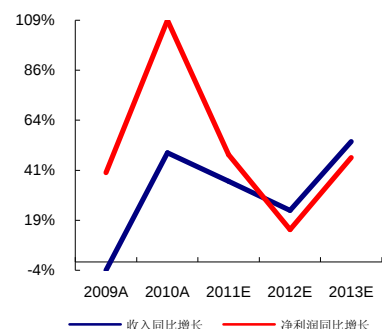
资产负债率趋势



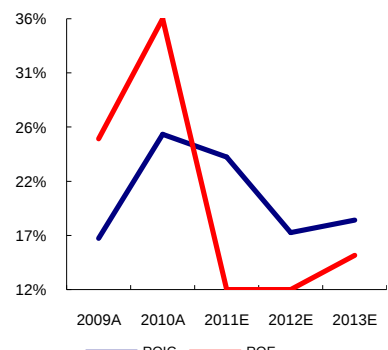
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

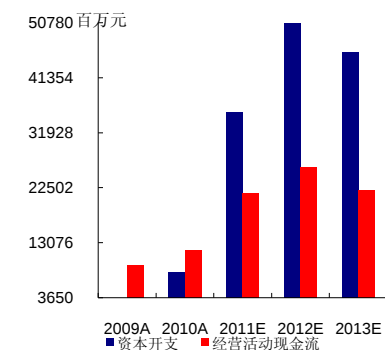
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	93	117	213	258	218
净利润	88	183	272	311	458
折旧摊销	32	35	45	72	113
营运资金变动	-42	-116	-100	-116	-342
其它	15	15	-4	-10	-10
投资活动现金流	-36	-80	-354	-507	-456
资本支出	-36	-80	-355	-508	-457
投资变动	0	2	1	1	1
其他	0	-1	0	0	0
筹资活动现金流	-66	-30	1,247	-92	0
银行借款	260	230	-255	0	0
债券融资	-269	-215	-31	0	0
股权融资	0	4	1,534	0	0
其他	-57	-49	0	-92	0
现金净增加额	-10	7	1,107	-341	-238
期初现金余额	82	110	96	1,202	861
期末现金余额	72	118	1,202	861	623

主要财务比率

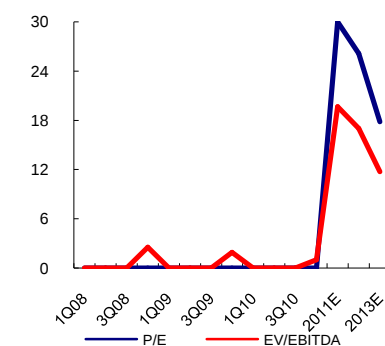
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-3.8%	49.2%	36.4%	23.2%	54.3%
营业利润	27.3%	128.3%	75.1%	15.0%	48.3%
归属于母公司净利润	40.2%	109.0%	48.3%	14.5%	47.1%
获利能力					
毛利率	26.8%	29.7%	31.5%	29.8%	29.0%
净利率	12.8%	18.0%	19.6%	18.2%	17.3%
ROE	25.4%	35.9%	12.2%	12.2%	15.2%
ROIC	16.7%	25.8%	23.8%	17.2%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	46.3%	11.4%	7.9%	9.1%
净负债比率	71.5%	46.1%	-50.5%	-30.8%	-18.2%
流动比率	1.30	1.72	8.76	11.45	8.16
速动比率	0.83	1.00	7.39	8.94	5.65
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.16	0.80	0.65	0.87
应收账款周转率	8.16	10.35	9.50	9.77	9.68
存货周转率	4.52	4.69	4.63	4.65	4.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.52	0.80	0.88	1.00	1.48
每股经营现金流	0.55	0.52	0.69	0.84	0.71
每股净资产	2.03	2.23	7.21	8.21	9.69
估值比率					
P/E	0.00	0.00	29.59	25.85	17.57
P/B	0.00	0.00	3.60	3.16	2.68
EV/EBITDA	1.86	1.03	19.37	16.84	11.62

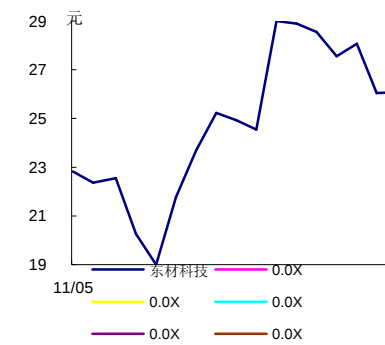
资本支出与经营活动现金流



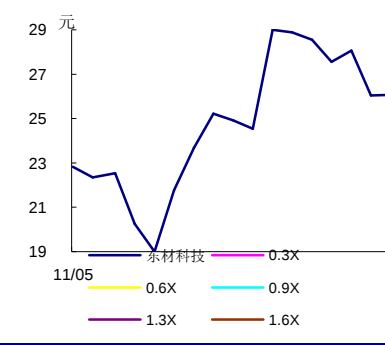
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，分析师，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院，爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

东材科技(601208.sh)：国内综合实力最强的绝缘材料类供应商

蔡红辉

2011-05-07

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。