

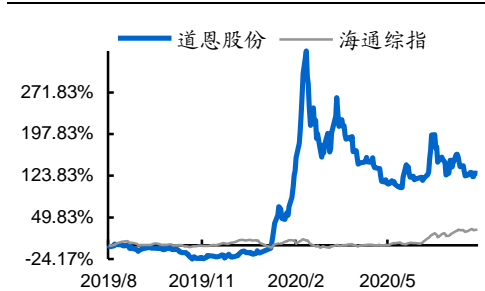
投资评级 优于大市 调高

## 股票数据

08月26日收盘价(元)	30.23
52周股价波动(元)	9.82-62.50
总股本/流通A股(百万股)	407/336
总市值/流通市值(百万元)	12304/10152

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	5.3	5.8
相对涨幅(%)	-2.6	-8.4	-15.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

分析师: 相姜

Tel: (021) 23219945

Email: xj11211@htsec.com

证书: S0850519090002

## 聚丙烯熔喷料带动公司业绩高速增长

### 投资要点:

- 公司公告 2020 年半年报:** 2020 年上半年公司实现营业收入 22.75 亿元, 实现归属上市公司股东净利润 5.85 亿元, 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.75 亿元, 分别同比增长 75.16%, 640.99% 和 670.64%。上半年公司积极扩产聚丙烯熔喷专用料, 取得爆发式增长, 其他改性塑料和色母粒产品保持稳定发展。
- 公司大幅扩产聚丙烯熔喷料, 增加了经营收益, 提升了社会效益和品牌美誉度。** 公司近 20 年深耕细作熔喷料产品, 保持竞争优势和行业领先地位, 积累了泰达、欣龙等优秀客户。上半年公司通过改造现有生产设备和扩建产能加大熔喷料供应, 熔喷料产能从今年 2 月的 120 吨/日增加到 1200 吨/日。同时公司积极避免在特殊时期价格炒作, 采用锁定远期销售策略, 平抑短期价格波动给客户造成的采购不便利。截止至中报, 由客户预定产生公司合同负债高达 5.35 亿元。公司也在行业内赢得了良好口碑和品牌知名度, 并利用医疗卫生材料市场增长的契机, 在新客户和大客户拓展方面均有较大突破。
- 受新产品推出与上游原材料价格下跌影响, 上半年毛利率同比大幅上升 22.45PCT。** 分产品类型来看: (1) 热塑性弹性体类受下游汽车行业影响, 收入同比下滑 7.02%, 但毛利率同比上升 21.42PCT, 我们认为可能受到新品推出与原材料价格下降的双重影响。(2) 改性塑料类收入同比上升 106.18%, 毛利率同比上升 26.23PCT, 我们认为主要是因为聚丙烯熔喷料量价均出现爆发式增长。(3) 色母粒类收入同比增长 19.38%, 毛利率同比提升 4.41PCT, 公司通过深度开发老客户, 重点开发化纤母粒、黑色母粒和降解母粒等新材料, 色母粒销售取得了稳步增长。
- 整体期间费用率稳中略有下滑。** 整体期间费用率同比下滑 0.17PCT 至 8.27%。分拆来看, 销售费用率和财务费用率同比下滑, 管理费用率和研发费用率同比上升。我们认为上半年公司业务主要受熔喷料驱动, 市场处于供不应求状态, 因此销售费用率偏低, 下半年预计会将有所上升。公司处于扩张发展期, 我们预期公司整体期间费用率仍处于稳中略升的趋势中。
- 研发投入继续加码, 可降解材料增加新看点。** 我们认为公司以新材料研发见长, 产品创新是驱动公司中长期发展的核心能力。2020 年上半年公司逆势加大研发投入, 研发费用同比增长 103.59%, 规模达到 7758.89 万元。上半年公司开发了防水卷材料、透气膜专用料、可降解材料、PPS 特种工程塑料、防异响全系列产品、吹塑/吸塑级高熔体强度 ABS 等新项目。在塑料污染治理愈加受到重视的背景下, 我们期待可降解材料成为公司又一个成长驱动力。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1363	2735	4509	4682	5562
(+/-)YoY(%)	45.9%	100.8%	64.8%	3.9%	18.8%
净利润(百万元)	122	166	898	515	618
(+/-)YoY(%)	30.5%	35.7%	440.4%	-42.6%	20.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.41	2.21	1.27	1.52
毛利率(%)	17.5%	16.9%	29.8%	19.6%	19.8%
净资产收益率(%)	13.0%	15.3%	52.4%	24.8%	24.6%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**计提减值同比增加，大韩道恩业绩大幅改善。**从其他影响营业利润的科目来看：(1)上半年大韩道恩收入和净利润同比均大幅增长，公司投资净收益共确认 1529.19 万元。(2)公允价值变动为公司增加 377.69 万元营业利润。(3)资产减值损失减少 720.80 亿元营业利润。(4)政府补助产生的企业受益供给 910.89 万元，继续保持增长。

**公司现金流充裕，保持投入产能继续扩张。**截止至 2020 年半年报，公司账面现金和交易性金融产品（主要为理财产品）共计 9.66 亿元，而有息负债仅有 0.84 亿元。上半年公司经营性现金净流入 12.41 亿元，同时公司又在 7 月发行可转债 3.6 亿元。充裕的现金流为公司未来产能扩张、研发投入和外延发展提供了坚实的基础。上半年公司保持了积极的产能扩张，固定资产和在建工程的账面值比 2019 年年报增加 1.04 亿元。目前正在建设的项目包括：可转债募投 12 万吨改性塑料产能、TPV 扩产项目、TPIIR 产能建设等。

**对公司未来的业绩展望：**我们预测公司产品受益原材料价格下降，毛利率保持历史较高水平；汽车行业有望走出低谷开始向好，将带动 TPV 产品出货重回快车道；聚丙烯熔喷料可能面临量价下滑；TPU 和可降解材料随着市场开拓逐步进入放量期；新产品 HNBR 及 TPIIR 可能收获订单。长期来看，我们认为公司属于新材料技术平台型公司，技术壁垒较高，研发水平扎实先进，产品品类有望持续横向拓展，带动公司业绩长期向好。

**盈利预测及投资评级：**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.21、1.27、1.52 元。由于公司 2020 年受熔喷料爆发影响业绩高增，但预计后续熔喷料需求将有所回落，因此参考同行业公司 2021 年平均预测 PE 19 倍，我们认为公司新产品开发能力强，成长性好，给予 2021 年预测 PE22-27 倍，对应合理价值区间 27.94-34.29 元，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**原材料价格上升；聚丙烯熔喷料量价齐跌；下游市场开拓不达预期；新技术开发存在不确定性。

表 1 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
普利特	002324.SZ	14.79	0.48	0.55	0.65	30.83	27.00	-
国恩股份	002768.SZ	37.37	2.34	2.69	3.70	15.95	13.90	10.09
高盟新材	300200.SZ	11.79	0.47	0.53	0.59	25.09	22.40	19.93
巨化股份	600160.SH	7.01	0.21	0.39	0.51	33.30	18.16	13.79
康达新材	002669.SZ	18.22	0.83	1.08	1.32	21.99	16.91	13.80
时代新材	600458.SH	7.24	.	.	.	.	.	.
皖维高新	600063.SH	3.92	0.24	0.31	0.37	16.62	12.80	10.61
可比公司平均						23.96	18.53	13.64

资料来源：Wind，海通证券研究所，股价为 8 月 26 日的收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期值

表 2 公司主要产品收入及毛利率预测

产品名称	预测项目	2020E	2021E	2022E
热塑性弹性体	收入 (万元)	47152	69728	90977
	同比增长	19.40%	47.88%	30.47%
	毛利率	38.40%	34.04%	34.43%
改性塑料	收入 (万元)	355100	334783	388105
	同比增长	78.84%	-5.72%	15.93%
	毛利率	30.28%	16.55%	16.34%
色母粒	收入 (万元)	21592	26178	31414
	同比增长	17.94%	21.24%	20.00%
	毛利率	21.00%	19.00%	19.00%

资料来源：海通证券研究所预测

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2735</b>	<b>4509</b>	<b>4682</b>	<b>5562</b>
每股收益	0.41	2.21	1.27	1.52	营业成本	2273	3165	3764	4460
每股净资产	2.67	4.21	5.10	6.16	毛利率%	16.9%	29.8%	19.6%	19.8%
每股经营现金流	0.46	2.12	1.33	1.41	营业税金及附加	9	16	16	19
每股股利	0.00	0.66	0.38	0.46	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	86	131	136	161
P/E	73.47	13.60	23.71	19.76	营业费用率%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%
P/B	11.26	7.13	5.89	4.87	管理费用	48	77	80	95
P/S	4.46	2.71	2.61	2.20	管理费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	16.66	11.78	19.68	16.51	EBIT	221	985	547	660
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	财务费用	21	-1	-1	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.9%	29.8%	19.6%	19.8%	资产减值损失	-7	-7	-8	-10
净利润率	6.1%	19.9%	11.0%	11.1%	投资收益	1	32	33	39
净资产收益率	15.3%	52.4%	24.8%	24.6%	<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>1026</b>	<b>591</b>	<b>709</b>
资产回报率	8.7%	32.9%	16.5%	16.9%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	12.7%	39.2%	19.1%	19.6%	<b>利润总额</b>	<b>198</b>	<b>1027</b>	<b>591</b>	<b>709</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	273	1049	618	736
营业收入增长率	100.8%	64.8%	3.9%	18.8%	所得税	21	115	65	78
EBIT 增长率	75.8%	346.3%	-44.5%	20.6%	有效所得税率%	10.5%	11.2%	10.9%	10.9%
净利润增长率	35.7%	440.4%	-42.6%	20.0%	少数股东损益	12	14	12	14
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>166</b>	<b>898</b>	<b>515</b>	<b>618</b>
资产负债率	39.9%	34.3%	30.6%	28.5%					
流动比率	1.91	4.08	4.62	4.80	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.37	3.20	3.62	3.80	货币资金	220	289	430	451
现金比率	0.33	0.63	0.90	0.80	应收账款及应收票据	474	494	513	610
<b>经营效率指标</b>					存货	323	347	412	489
应收帐款周转天数	63.20	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	269	731	840	1152
存货周转天数	51.88	40.00	40.00	40.00	流动资产合计	1285	1860	2195	2702
总资产周转率	1.43	1.65	1.50	1.52	长期股权投资	28	101	134	173
固定资产周转率	6.78	8.18	7.89	9.55	固定资产	403	551	594	583
					在建工程	28	48	28	28
					无形资产	122	125	126	132
					非流动资产合计	631	869	926	953
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1916</b>	<b>2729</b>	<b>3121</b>	<b>3655</b>
净利润	166	898	515	618	短期借款	374	50	0	0
少数股东损益	12	14	12	14	应付票据及应付账款	160	217	258	305
非现金支出	68	71	79	85	预收账款	7	14	14	17
非经营收益	16	-18	-31	-35	其它流动负债	132	176	203	241
营运资金变动	-74	-101	-33	-107	流动负债合计	672	456	475	563
<b>经营活动现金流</b>	<b>188</b>	<b>864</b>	<b>543</b>	<b>575</b>	长期借款	29	29	29	29
资产	-76	-235	-95	-64	其它长期负债	63	450	450	450
投资	-62	-374	-133	-339	非流动负债合计	92	479	479	479
其他	1	38	33	39	<b>负债总计</b>	<b>764</b>	<b>935</b>	<b>954</b>	<b>1042</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-137</b>	<b>-570</b>	<b>-195</b>	<b>-364</b>	实收资本	407	407	407	407
债权募资	437	-324	-50	0	归属于母公司所有者权益	1085	1713	2074	2507
股权募资	21	0	0	0	少数股东权益	67	81	92	106
其他	-430	99	-157	-189	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1916</b>	<b>2729</b>	<b>3121</b>	<b>3655</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>29</b>	<b>-225</b>	<b>-207</b>	<b>-189</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>79</b>	<b>69</b>	<b>141</b>	<b>22</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队  
相姜 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,三角轮胎,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份,奥美医疗

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。