

华源控股 (002787)

轻工制造

发布时间: 2020-03-27

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

化工罐和塑料包装双轮驱动, 未来可期

报告摘要:

化工罐市场规模稳步提升, 下游涂料市场空间广阔。我国化工罐行业销售收入从2012年的66亿元提升到2016年的96亿元, CAGR达9.82%。预计2021年我国化工罐市场规模有望突破130亿元。化工金属包装下游主要是涂料行业, 市场空间广阔。2017年全球涂料产值约1929亿美元, 国内产值约640亿美元。2019年累计竣工面积同比增长2.6%, 累计数年内竣工增速首次转正。竣工回暖和开工维持高位将带动地产下游涂料需求增长, 预计2020年涂料市场规模有望达2500万吨。

拥有完整业务链条和高端稳定客户群, 市场竞争优势明显。(1) 产品: 公司已形成完整的产品系列和齐全的产品规格, 现有金属包装分为3大系列, 共1,000多个品种, 满足不同客户的多元化需求。(2) 业务链: 公司是国内少有的同时具备金属包装、塑料包装产品工艺设计改造、模具开发、生产销售、设备研制改造等完整业务链条的包装企业, 可以及时、快速满足客户的需求, 加强与客户粘性, 同时降低公司生产成本。(3) 客户: 公司在金属包装领域坚持走高端路线, 形成了长期稳定的高端客户群体, 主要包括阿克苏、立邦(中国)、PPG、艾仕得等, 其中与阿克苏、立邦(中国)合作时间均超过十年。

收购瑞杰科技, 进军塑料包装。公司2017年收购新三板上市公司瑞杰科技, 进军塑料包装市场。瑞杰科技是国内注塑包装容器生产制造领先企业, 拥有大量高端客户群体, 如润滑油客户壳牌、雪佛龙、美孚石油和涂料客户汉高、阿克苏、立邦等。新增塑料包装业务, 能够有效降低金属包装原材料价格大幅波动和化工罐市场下行风险, 同时有助于发挥企业的技术协同性和客户协同性。双主业驱动, 有望推动公司收入持续高增。

投资建议: 受疫情影响, 下游需求以及产能投放不及预期, 下调目标价和2020、2021年业绩。预计公司2019-2021年EPS分别为0.22、0.28、0.36元, 对应PE分别为29X、23X、18X。给予“买入”评级。

风险提示: 马口铁价格波动, 产能投放不及预期。

股票数据 2020/3/26

6个月目标价(元)	7.50
收盘价(元)	6.43
12个月股价区间(元)	5.87~10.20
总市值(百万元)	2,000
总股本(百万股)	311
A股(百万股)	311
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



相关报告

- 《华源控股(002787): 定增预案发布, 继续加码塑料包装》 --20191212
- 《华源控股(002787): 拐点已现, 利润增速继续加速》 --20191101
- 《东北证券轻工行业深度报告: 从海外市场看中国卫生巾行业发展》 --20200313

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001
021-20363260 Tang.kai@nesc.cn

联系人: 郭梦婕

执业证书编号: S0550119060039
15201989961 guomengjie@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,149	1,384	1,667	1,851	2,073
(+/-)%	14.19%	20.39%	20.46%	11.04%	12.02%
归属母公司净利润	93	54	70	86	111
(+/-)%	-13.24%	-42.64%	30.51%	22.87%	29.51%
每股收益(元)	0.30	0.17	0.22	0.28	0.36
市盈率	34.67	38.36	28.64	23.31	18.00
市净率	3.22	1.43	1.34	1.29	1.23
净资产收益率(%)	9.28%	3.73%	4.69%	5.54%	6.84%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	1.03%	1.27%	1.64%
总股本(百万股)	288	306	311	311	311

目 录

1. 金属包装+塑料包装双轮驱动	4
1.1. 金属包装+塑料包装双主业驱动，产品种类齐全.....	4
1.2. 营收规模稳步增长，化工罐毛利率回升.....	5
2. 大行业小公司，行业集中度有待提高	8
2.1. 金属包装行业产品种类丰富，食品罐和化工罐细分市场未来潜力大.....	8
2.1.1. 化工罐市场规模稳步提升，竣工回暖支撑下游涂料需求稳增.....	9
2.1.2. 啤酒罐化为未来食品罐行业主要增长点.....	10
2.2. 大行业小公司，行业集中度持续提升.....	12
2.3. 国家政策趋于完善，未来有望向数字化、网络化发展.....	14
2.4. 金属包装辐射范围小，客户黏性强.....	15
3. 化工罐核心竞争力强，食品金属包装带来新增长点	16
3.1. 产品种类齐全，完整业务链条增强客户粘性.....	16
3.2. 深度绑定优质高端客户群，贴近式布局紧随客户需求.....	18
3.3. 产能持续扩张.....	19
3.4. 发力食品包装，有望带来新增长点.....	20
4. 收购瑞杰科技，进军塑料包装	22
4.1. 进军塑料包装，发挥业务协同性.....	22
4.2. 发布定增预案，打破塑料包装产能瓶颈.....	26
5. 盈利预测与估值	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 2019H1 公司业务结构.....	5
图 3: 公司股权结构.....	5
图 4: 华源控股营业收入及增速.....	6
图 5: 华源控股归母净利润及增速.....	6
图 6: 化工罐、注塑产品、食品罐毛利率.....	6
图 7: 2014 年华源控股产品结构.....	7
图 8: 2019H1 华源控股产品结构.....	7

图 9: 华源控股期间费用率变化情况	7
图 10: 2015-2018 年公司金属包装业务产销率	8
图 11: 我国包装行业分类	8
图 12: 我国金属包装行业收入及同比	9
图 13: 金属包装行业划分	9
图 14: 我国国民生产总值变动趋势	9
图 15: 人均 GDP 变动趋势	9
图 16: 我国房地产行业开工、竣工情况	10
图 17: 2011-2018 年我国罐头产量及同比	11
图 18: 我国功能饮料零售量 (亿升)	11
图 19: 我国食品饮料金属罐产量 (亿个)	12
图 20: 金属包装行业产业链	13
图 21: 中国钢铁类大宗商品指数变动趋势	13
图 22: 冷轧壁板价格走势 (元/吨)	13
图 23: 中国金属包装企业主要分布情况	16
图 24: 华源控股化工罐产品种类丰富	17
图 25: 华源控股前五大客户占比	19
图 26: 华源控股食品罐	20
图 27: 华源控股金属盖产品	21
图 28: 华源控股食品包装业务营收及同比	21
图 29: 华源控股食品罐、金属盖及化工罐毛利率	22
图 30: 塑料包装行业收入及同比	23
图 31: 2013-2017 年规模以上塑料包装箱及容器制造企业数量	24
图 32: 瑞杰科技注塑、吹塑产品一览	24
图 33: 瑞杰科技工厂主要分布于东部沿海	25
图 34: 瑞杰科技下游客户涉及润滑油、涂料和粘合剂多个领域	25
图 35: 2014-2018 年瑞杰科技营收及增速	26
图 36: 2014-2018 年瑞杰科技净利润及增速	26
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 金属包装行业竞争格局	12
表 3: 包装行业国家政策梳理	14
表 4: 华源控股客户	18
表 5: 主要客户订单协议期限	18
表 6: 华源控股金属包装产能项目进展情况	20
表 7: 瑞杰科技业绩承诺及实现情况	23
表 8: 募集资金项目计划	26
表 9: 募集资金项目规模及进度	26
表 10: 公司盈利预测	27

1. 金属包装+塑料包装双轮驱动

1.1. 金属包装+塑料包装双主业驱动，产品种类齐全

公司在化工罐行业中占据领先地位。华源控股是国内大型金属包装和塑料包装企业，目前在化工罐行业中市占率约 10%，位居行业首位。华源控股创建于 1998 年，前身是吴江市华源印铁制罐有限公司。2012 年开始发展食品罐业务，2015 年在深交所中小企业板上市。2017 年由华源包装更名为华源控股，2018 年公司并购瑞杰科技发力塑料包装业务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

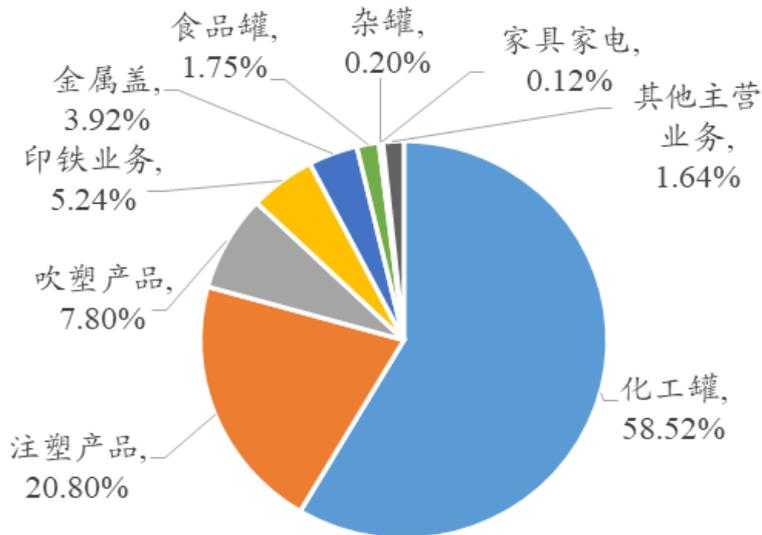
金属包装+塑料包装双主业驱动，产品种类齐全。公司业务分为金属包装和塑料包装，主要产品为化工罐、食品罐、金属盖、吹塑和注塑包装等。2018 年化工罐规模为 9.15 亿元，占比 66.15%。2018 年公司新增塑料包装业务，形成金属包装和塑料包装双主业驱动。2018 年塑料包装（瑞杰科技并表 7 个月）营收为 2.64 亿元，占比 19.06%。公司产品种类齐全，金属包装产品多达 1000 品种，包括“圆罐、钢提桶、方桶”3 大系列，涵盖 0.25-25L 所有标准规格，马口铁厚度 0.16mm-0.5mm 不等，满足客户多元化需求。

表 1：公司主要产品

化工罐	食品罐	金属盖	吹塑、注塑包装
			

数据来源：公司官网，东北证券

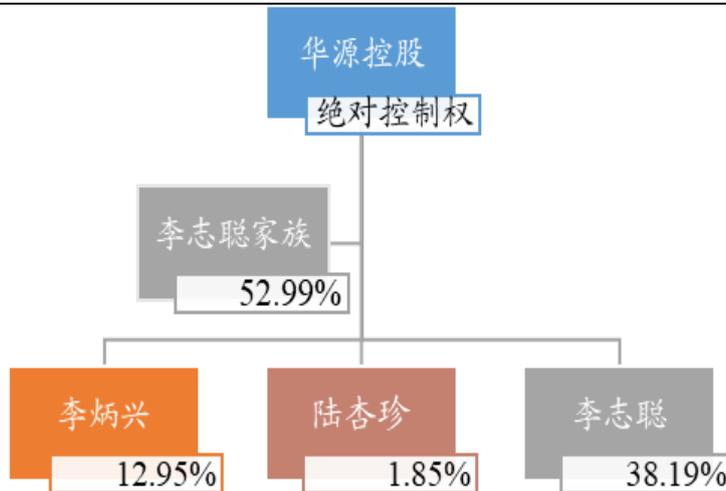
图 2: 2019H1 公司业务结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

股权结构集中。截至 2019 年三季报, 公司第一大股东为李志聪家族, 现任董事长李炳兴持股 12.95%, 妻子陆杏珍持股 1.85%, 其子李志聪持股 38.19%, 三人累计持股 52.99%。股权结构集中, 有利于管理稳定和决策高效执行。

图 3: 公司股权结构



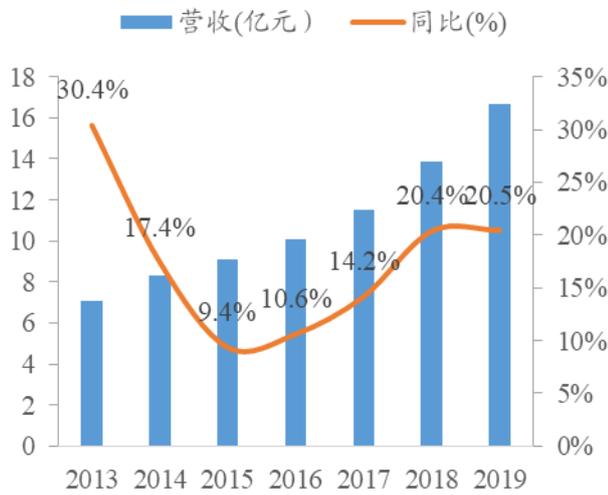
数据来源: 公司公告, 东北证券

1.2. 营收规模稳步增长, 化工罐毛利率回升

营收规模稳步增长, 净利润受原材料价格影响波动较大。公司 2013-2017 年营收规模稳步提升, CAGR 高达 14.33%, 2018 年收购瑞杰科技营收规模增至 13.84 亿元。近两年公司净利润受原材料价格波动较大, 2013-2016 年公司净利润从 6933 万元上

升至 2016 年的 1.08 亿元，CAGR 达 15.74%。2017 年和 2018 年由于原材料价格大幅上涨，导致净利润出现下滑。

图 4: 华源控股营业收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

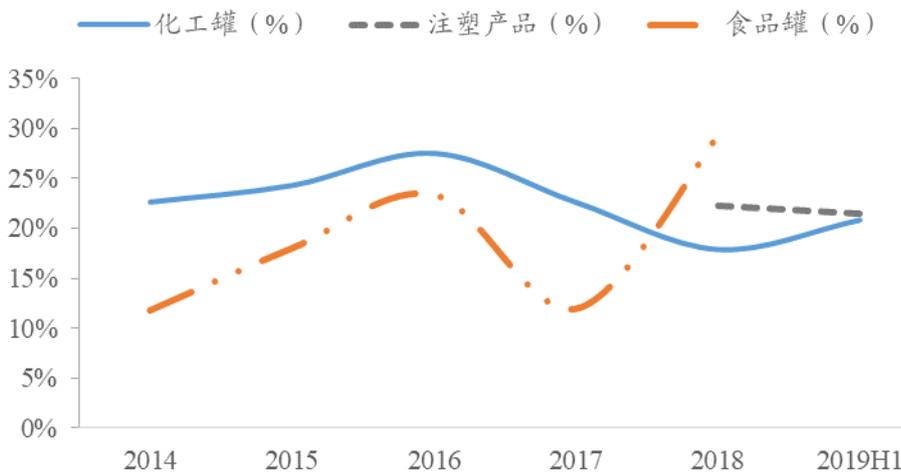
图 5: 华源控股归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东北证券

化工罐毛利率回升。受原材料马口铁价格提升影响，公司化工罐毛利率自 2017 年出现下滑，2018 年下降至最低点 17.88%，2019 年原材料价格小幅回落，以及公司通过成本优化和技术改良提高生产效率，化工罐毛利率回升至 20.83%。公司食品罐与注塑产品毛利率较高，2018 年食品罐与注塑产品毛利率分别为 29.33%、22.25%，高于化工罐的 17.88%。

图 6: 化工罐、注塑产品、食品罐毛利率

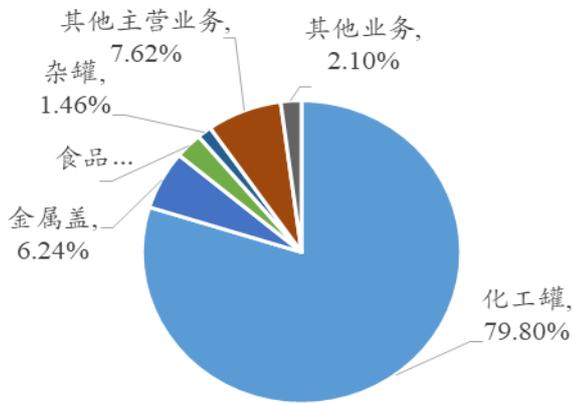


数据来源：公司公告，东北证券

产品结构不断优化，毛利率有望持续上行。由于化工罐原材料价格波动较大及市场竞争明显加剧，公司开始发力附加值更高的食品罐，预计未来食品罐增速有望保持 20% 以上的增长。同时公司积极拓展新领域，2018 年新增塑料包装业务。传统化工罐占比下降，由 2014 年的 79.8% 下降至 2019H1 的 58.52%。随着高毛利的塑料包装

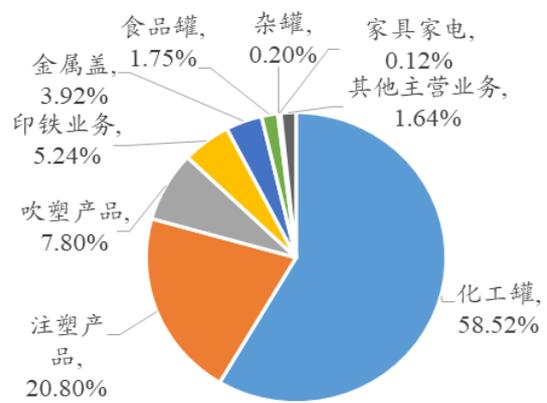
和食品罐的占比不断增加，公司产品结构将持续优化，有望推动整体毛利率提升。

图 7：2014 年华源控股产品结构



数据来源：公司公告，东北证券

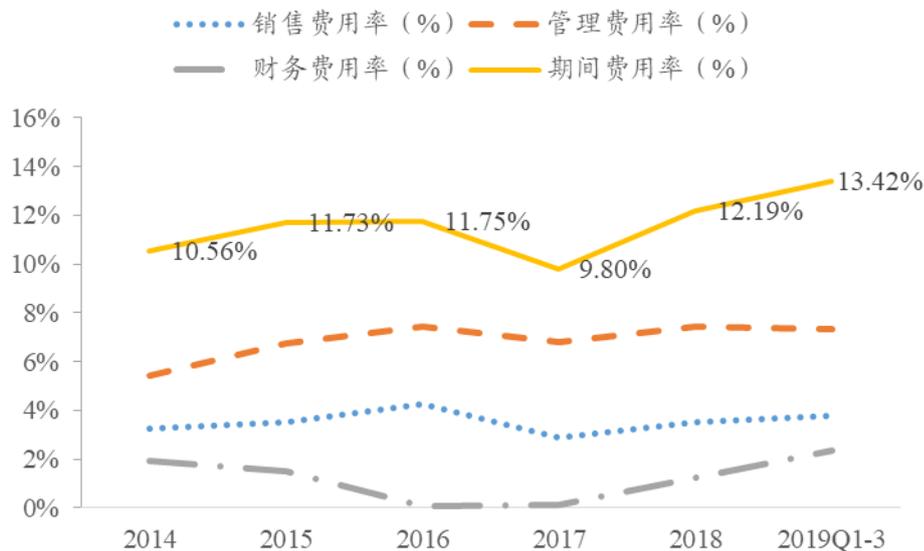
图 8：2019H1 华源控股产品结构



数据来源：公司公告，东北证券

管理费用率基本稳定，销售费用率下降。近几年公司管理费用率基本保持稳定，维持在 7% 左右。随着公司生产布局不断完善，运输费用占比下降使得销售费用率略有下降，公司销售费用率从 2016 年的 4.24% 下降至 2018 年的 3.51%。2018 年公司财务费用率明显上升系收购瑞杰科技导致。

图 9：华源控股期间费用率变化情况

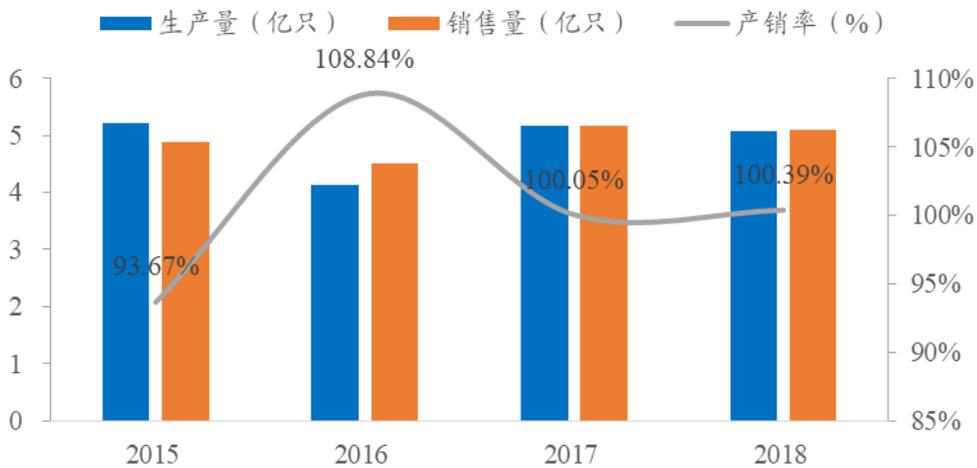


数据来源：公司公告，东北证券

以销定产+计划储备，产销率维持高位。公司采用“以销定产+计划储备”的灵活生产模式，有效应对客户需求，对主要客户根据合同订单提前组织生产，保证交货周期，其余客户则即时下单即时生产。灵活的经营管理模式确保了产成品的低库存与高周转率，使公司金属包装产销率维持高位，2016 年以来产销率均超过 100%，2018

年金属包装和塑料包装产销率分别达 100.39%和 117.31%。

图 10: 2015-2018 年公司金属包装业务产销率



数据来源：公司公告，东北证券

2. 大行业小公司，行业集中度有待提高

2.1. 金属包装行业产品种类丰富，食品罐和化工罐细分市场未来潜力大

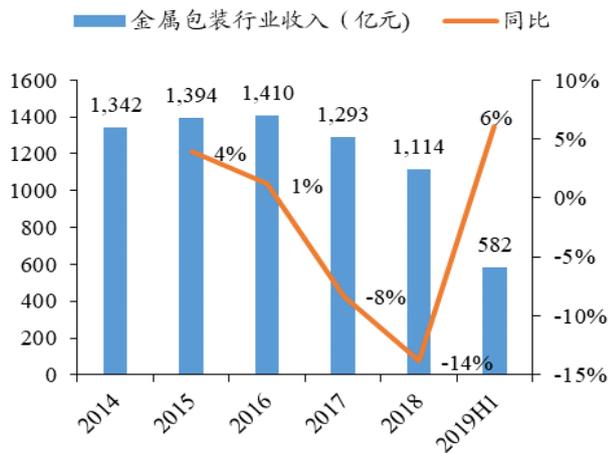
金属包装行业市场广阔，产品种类丰富。金属包装是指采用金属薄板制成的薄壁包装容器，主要产品有：涂印铁产品（听、盒）、饮料易拉罐（钢、铝两片罐、马口铁三篇罐）、食品罐和化工罐等。2018 年金属包装行业营业收入为 1114 亿元，2013-2016 年金属包装行业收入稳步提升，CAGR 达 2.54%。随着金属包装行业落后产能不断淘汰，2017 年和 2018 年行业收入出现下滑，2019H1 行业收入恢复正增长。金属包装行业中占比较高的细分品类是饮料罐（33%），其次是金属盖、金属大罐、食品罐和化工罐，分别占比为 15%、13%、12%和 11%。

图 11: 我国包装行业分类



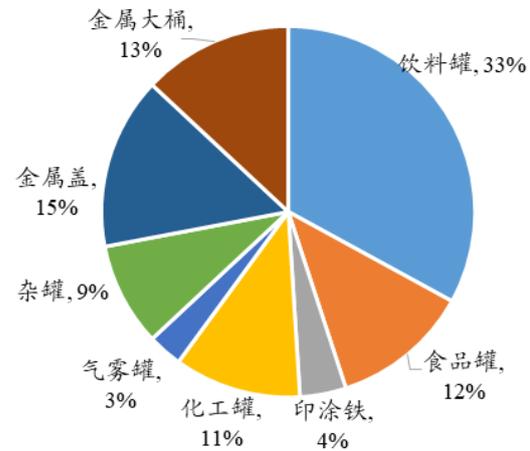
数据来源：招股说明书，东北证券

图 12: 我国金属包装行业收入及同比



数据来源: 中国包装联合会, 东北证券

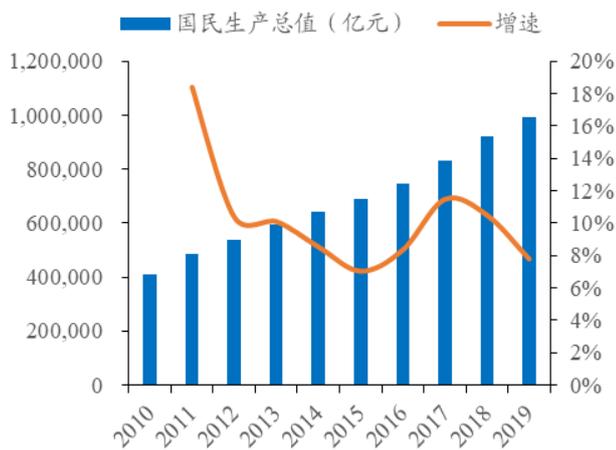
图 13: 金属包装行业划分



数据来源: 网络资料整理, 东北证券

经济增长和消费升级, 带动金属包装行业的发展。我国 GDP 从 2010 年的 41.21 万亿元增长到 2019 年的 99.09 万亿元, CAGR 达 9.17%, 人均 GDP 从 2010 年的 3.08 万元增长至 2019 年 7.09 万元, CAGR 达 8.69%。快速的经济增长带动我国包装产业步入快速发展轨道。从全球包装生产和需求量来看, 包装产品消费量与经济发展水平成正相关。当人均国内生产总值超过 2,000 美元后, 居民消费升级趋势明显, 到 2007 年我国人均 GDP 已超过 2,000 美元, 2018 年达到 9,770.85 美元。随着居民生活水平不断提高, 购买力持续增强将带动各类消费用品的需求, 使金属包装产品需求逐步提升。

图 14: 我国国民生产总值变动趋势



数据来源: Wind, 东北证券

图 15: 人均 GDP 变动趋势



数据来源: Wind, 东北证券

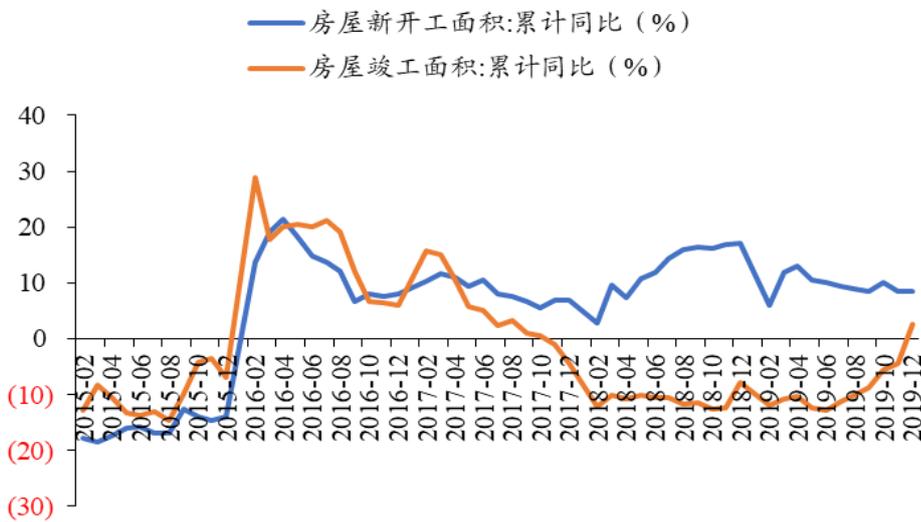
2.1.1. 化工罐市场规模稳步提升, 竣工回暖支撑下游涂料需求稳增

化工罐行业规模稳步提升。我国化工罐行业销售收入从 2012 年的 66 亿元提升到 2016 年的 96 亿元, CAGR 达 9.82%。据估测 2018 年我国化工罐行业收入约 109 亿元。随着城镇化建设的不断推进以及居民消费水平的不断提高, 化工罐市场增长

潜力大。预计未来三年化工罐市场规模 CAGR 达 6.4%，2021 年化工罐市场规模有望突破 130 亿元。

下游涂料市场空间广阔。化工金属包装下游主要是涂料行业，涂料广泛用于建筑、交通、家居等行业，2017 年全球产量 7144 万吨，产值约 1929 亿美元，国内产量 2036 万吨，产值约 640 亿美元，预计 2020 年我国涂料市场规模有望达到 2500 万吨。**竣工持续回暖，开工维持高位，支撑下游涂料需求。**2019 年 1-12 月全国房屋新开工面积 22.72 亿平方米，累计同比增长 8.5%，环比前 11 个月下降 0.1 pct，但仍处于较高水平。2019 年房屋单月竣工面积自 8 月开始转正并持续边际改善。12 月住宅竣工面积同比增长 20.70%，较同期 5.8% 大幅提升，达到 2016 年 7 月后历史以来最高增速。2019 年全年累计竣工面积 9.59 亿平米，同比增长 2.6%，累计数年内竣工增速首次转正。竣工持续回暖和开工维持高位，将带动地产下游涂料需求增长。

图 16: 我国房地产行业开工、竣工情况



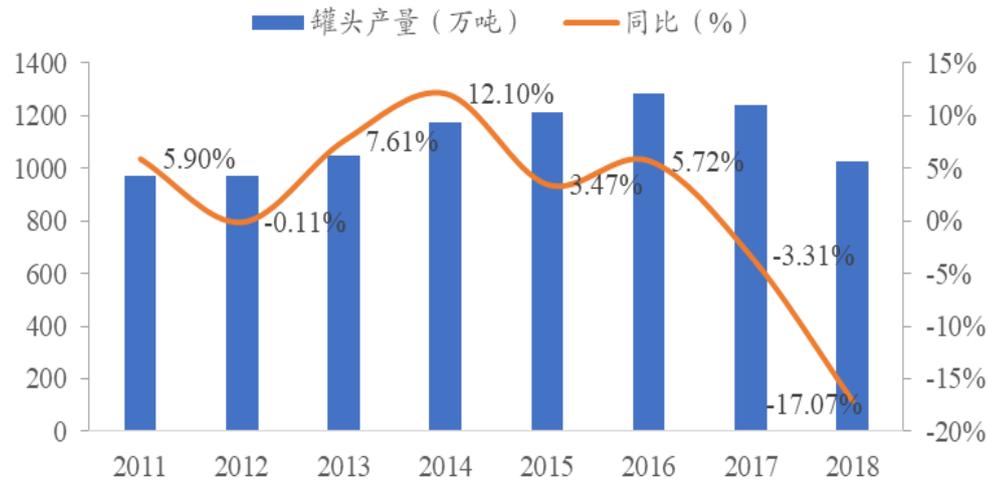
数据来源: Wind, 东北证券

涂料行业集中度高，绑定优质金属包装企业。涂料行业集中度高，CR10 达 47.8%。行业龙头立邦、PPG 和阿克苏等国际大品牌的订单量大且质量要求高，倾向于与大型优质金属包装企业合作。

2.1.2. 啤酒罐化为未来食品罐行业主要增长点

我国是全球第一大罐头产国，人均消费量有较大提升空间。我国是全球第一大罐头产量国，2011-2018 年我国罐头产量整体呈上升态势，2018 年罐头产量为 1027.99 万吨。我国人均罐头消费水平远低于世界发达国家。美国、西欧的每年人均罐头消费量分别为 92kg 和 56kg，我国每年罐头人均消费量约 6kg。消费升级趋势下，罐头食品更加方便快捷。未来随着消费者旅行、出差频率的增加，我国罐头消费市场空间广阔。

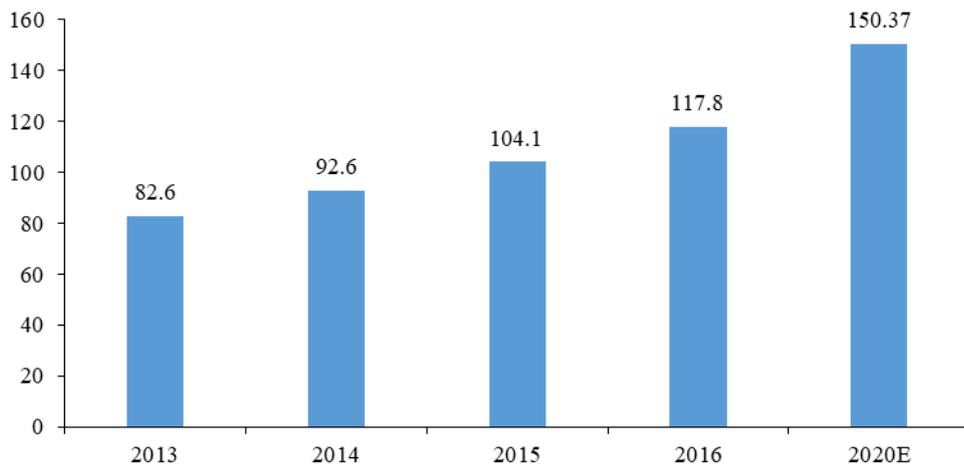
图 17: 2011-2018 年我国罐头产量及同比



数据来源: Wind, 东北证券

功能饮料规模快速增长, 啤酒罐化为行业未来主要增长点。随着我国居民生活水平提高, 功能饮料零售量快速上升, 从 2013 年的 82.6 亿升上升至 2016 年的 117.8 亿升, CAGR 达 12.56%。智研咨询预计 2020 年我国功能饮料零售量有望达到 150.37 亿升, 推动饮料金属包装需求上升。两片罐下游约 57% 来自于啤酒, 目前我国啤酒罐化率约 25%, 美国和日本罐化率分别超过 60% 和 80%。与发达国家相比, 我国罐化率有较大提升空间。金属包装相比玻璃包装密封性能更优越, 且质量轻便于运输和携带。同时受到供给侧改革和环保政策限产影响, 导致大量玻璃厂关停, 使得玻璃瓶生产成本明显提高。近年来罐化率每年提升 1-2 pct, 未来罐化率上升已成为发展趋势, 将成为未来带动食品金属包装的主要增长点。

图 18: 我国功能饮料零售量 (亿升)

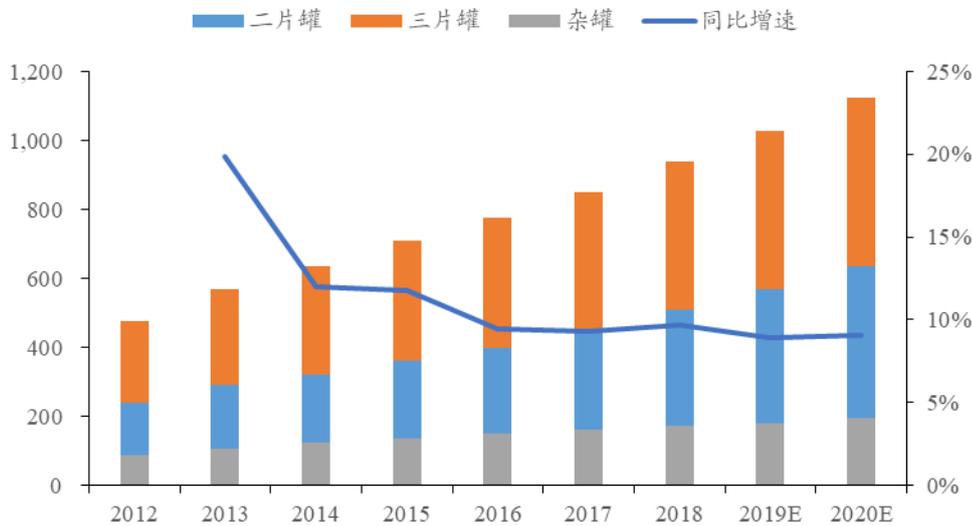


数据来源: 智研咨询, 东北证券

食品饮料金属罐行业规模稳步提升。根据金属包装业协会数据显示, 我国食品饮料金属罐产量从 2012 年的 564 亿罐增长至 2018 年的 1110 亿罐, CAGR 达 11.95%, 预计 2020 年我国食品饮料罐产量为 1319 亿罐, 食品饮料金属罐行业主要细分为两片罐、三片罐和杂罐, 两片罐和三片罐占比较高, 2018 年两片罐和三片罐产量分别

为 510 亿罐和 428 亿罐，占比分别为 45.95% 和 38.56%。未来随着啤酒罐化率提升和罐头市场规模不断扩张，食品饮料金属包装市场规模提升空间广阔。

图 19: 我国食品饮料金属罐产量 (亿个)



数据来源: 金属包装业协会, 东北证券

2.2. 大行业小公司，行业集中度持续提升

金属包装行业上市公司规模小，集中度低。金属包装行业以中小型企业为主。目前我国具有一定规模的金属包装企业有 1,000 多家，年销售额在 500 万元以上的企业有 500 多家。行业前十名企业年产值合计占总产值比重不足 30%，CR5 比重低于 20%，行业集中度低。

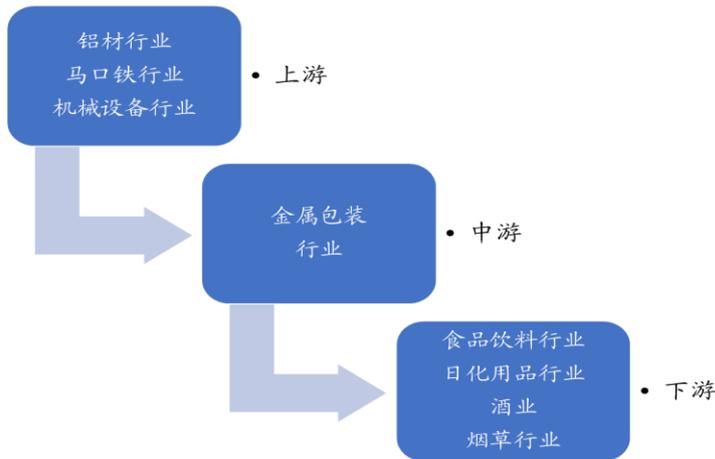
表 2: 金属包装行业竞争格局

代表企业	生产布局	客户资源	竞争特点
速必雅、华特、新树	完善合理	长期、稳定、优质的高端客户资源	依赖完整业务链和技术研发不断改善质量、降低材料损耗、提高生产效率、增强产品功能性及提升市场反应能力以占领市场;
奥瑞金、中粮包装	完善合理	拥有高端客户群	依赖强大的资金实力和管理水平占领市场，引进国外的先进设备及生产线，不断贴近客户建设生产基地;
中小企业	区域性明显	客户零散，以中低端客户为主，未形成长期稳定合作关系	集中在低价格、低品质产品的生产制造，同质化竞争激烈，主要凭借低成本参与市场竞争。

数据来源: 网络资料整理, 东北证券

金属包装行业上下游关系密切。金属包装行业上游为钢铁行业，以冷轧板、马口铁、涂料行业等供应商为主，原材料的价格将直接决定金属包装的成本，进而影响企业的利润。下游为食品饮料、酒类、烟草、化工涂料等，下游消费景气度与金属包装需求紧密相关。

图 20: 金属包装行业产业链



数据来源：网络资料整理，东北证券

大企业规模化采购原材料，成本端具有规模优势。规模较大的金属包装企业与供应商形成长期良好的合作关系，获得相对优惠的采购价格，具有采购优势。例如部分大型金属包装行业企业与中国首钢集团等马口铁供应商签订了战略合作协议，获得优惠的采购价格。因此大企业在原材料采购上具有规模优势。

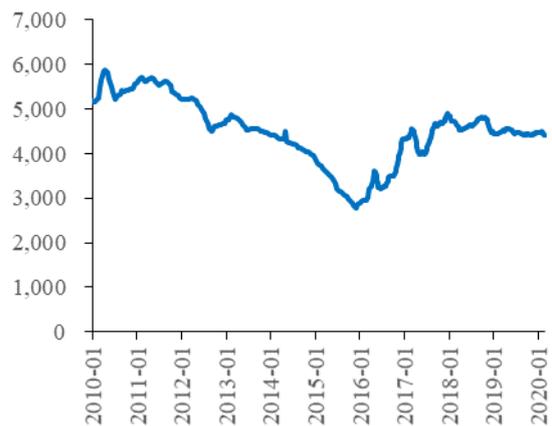
钢铁去产能导致价格上涨，压缩金属包装行业毛利率。国家大力推进去产能政策，优化钢铁产业结构，导致钢铁价格持续上涨。自 2015 年起，冷轧壁板平均价格由 2015 年的 3,300.46 元/吨涨至 2019 年的 4,468.82 元/吨。原材料成本在金属包装成本的占比高达 70%。受原材料价格大幅上涨影响，使金属包装行业毛利率出现下降。

图 21: 中国钢铁类大宗商品指数变动趋势



数据来源：Wind，东北证券

图 22: 冷轧壁板价格走势 (元/吨)



数据来源：Wind，东北证券

市场竞争加剧和原材料成本上升，推动行业集中度持续提升。随着原材料成本上升和行业竞争的加剧，缺乏核心竞争力、同质化程度高、仅仅依靠价格战获取市场份额的中小企业逐渐被淘汰。同时叠加环保压力增加，落后产能逐步出清。近年来收入 2000 万元以上企业数量持续下降，2017 年仅 733 家，小企业不断退出，行业集中度持续提升。

近年来行业龙头不断通过外延并购整合资源。近年来包装行业龙头企业不断通过并购外延来整合资源，如奥瑞金并购波尔，中粮包装收购纪鸿包装和成都高森，昇兴收购太平洋包装和博德科技，华源控股收购瑞杰科技。金属包装企业通过外延并购可以较快实现产能的扩张，从而提高市场占有率。

2.3. 国家政策趋于完善，未来有望向数字化、网络化发展

政策法规日益完善，推动包装行业规范化发展。为了促进和规范包装行业的发展，国家出台了一系列的法律法规。2009年1月，《中华人民共和国循环经济促进法》提出了减量化、再利用和资源化的指导原则，从事工艺、设备、产品及包装物设计，应当按照减少资源消耗和废物产生的要求，提出应优先选择采用易回收、易拆解、易降解、无毒无害或者低毒低害的材料和设计方案，并应当符合有关国家标准的强制性要求。金属包装符合易回收、易拆解、低毒低害等要求，在法案发布后迎来新的增长契机。2019年6月，《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修正草案)》的发布和执行，有利于金属包装的进一步发展。与塑料等其它包装容器相比，金属包装容器突出优势在于可以回收利用，减少包装废物的产生和降低对环境的污染。

“节能环保、绿色发展”成为金属包装行业新风向。2016年工信部、商务部《关于加快我国包装行业转型发展的指导意见》指出，加快推进转型发展，促进包装产业由传统生产向绿色生产转变，明确了重点发展绿色包装、安全包装、智能包装，大力倡导适度包装。未来金属包装行业将会投入更多的资金，用于改进生产工艺、提升污染物处理水平，使得生产、运输等一系列环节符合相关环保政策，同时降低污染物处理成本，提升企业毛利率水平。

表 3: 包装行业国家政策梳理

时间	发布单位	政策及内容
2003年1月	第九届全国人大常委会	《中华人民共和国清洁生产促进法》对商品包装作出详尽的规定：产品和包装物的设计，应当考虑其在生命周期中对人类健康和环境的影响，优先选择无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的方案。企业应当对产品进行合理包装，减少包装材料的过度使用和包装性废物的产生。
2009年1月	第十三届全国人大常委会	《中华人民共和国循环经济促进法》以减量化、再利用和资源化为指导原则，明确提出：“设计产品包装物应当执行产品包装标准，防止过度包装造成资源浪费和环境污染”、“从事工艺、设备、产品及包装物设计，应当按照减少资源消耗和废物产生的要求，优先选择采用易回收、易拆解、易降解、无毒无害或者低毒低害的材料和设计方案，并应当符合有关国家标准的强制性要求”。
2011年12月	国家发改委、商务部	《外商投资产业指导目录(2011年修订)》指出，用于包装各类粮油食品、果蔬、饮料、日化产品等内容物的金属包装制品(厚度0.3毫米以下)的制造及加工(包括制品的内外壁印涂加工)属于国家鼓励的外商投资产业范围。
2012年10月	中国包装联合会	《中国包装行业“十二五”规划》指出，“十二五”

期间金属包装行业年增速保持在 8%，未来五年是金属包装行业调整经济结构和产业结构、转变经济增长方式的战略机遇期，应该保持适当的增速，更重要的是在“质”上发生根本性的变化。

2016 年 12 月 中国包装联合会

《中国包装工业发展规划(2016-2020年)》要求，2016-2020年期间加快包装行业转型升级，推进现代包装强国建设进程，充分发挥包装工业对稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险的重要作用。规划明确了“十三五”发展方向，包装工业规模持续增长，质量素质增强，区域协调发展，结构调整优化，动力逐步转换，提升对国民经济和社会发展的支撑能力和贡献能力，提升品牌影响力和国际竞争力。

2016 年 12 月 工信部、商务部

《工信部、商务部关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》指出，要坚持绿色发展，适度包装。构建覆盖生产、流通、消费、回收与资源循环利用的包装全生命周期绿色化网络体系。反对过度包装，采用设计合理、用材节约、回收便利、经济适用的包装整体解决方案，引导全社会树立适度包装理念。

2019 年 6 月 全国人大常委会

《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)》，包括对固体废物污染环境防治的监督管理、固体废物污染环境的防治、生活垃圾污染环境防治、危险废物污染环境防治的特别规定等。

数据来源：网络公开资料整理，东北证券

顺应互联网发展趋势，规划打造“互联网+”包装产业链。随着互联网科技的发展，计算机科学技术与传统金属包装行业结合，有望引发金属包装行业的变革。国家政策鼓励互联网、物联网技术在包装行业的应用，倡导金属包装数字化、网络化，提高精准营销水平。ERP、远程网络服务等新的运行模式的引入，也有利于完善企业管理格局，提升企业的管理水平和对客户的服务能力。

精准营销成为趋势，推动金属包装行业向数字化、网络化发展。随着金属包装市场竞争加剧，企业对品牌效应与精准营销的重视程度上升。罐身二维码数据营销成为新的推广手段。在罐身加印二维码的方式，有利于企业精准挖掘低中重度不同用户，为线上营销、渠道管理及终端管控提供有力的数据支撑，为打造品牌效应、优化市场决策提供数据参考。

2.4. 金属包装辐射范围小，客户黏性强

金属包装行业存在运输半径，企业多采用“贴近”客户生产模式。由于金属包装成品具有体积大、重量轻、在仓储和运输过程中会占用大量空间等特性，运输成本普遍较高。为了降低运输成本，提高企业利润，金属包装制造企业普遍采取“贴近客户”的生产模式，即把制罐生产环节安排在下游企业聚集地区，在核心客户的生产基地附近建设配套的金属包装生产基地。在运输距离方面，饮料罐容积小，经济运

输半径相对较大，一般为 500 公里；化工罐容积大，经济运输半径通常为 300 公里。通过将裁切、印涂完毕的半成品运输到制罐工厂进行生产，再将产成品直接配送至周边客户，金属包装企业可以最大程度降低运输费用，提高对客户响应能力和盈利能力。

金属包装企业地域分布不均，产能分布有待优化。受金属包装产品辐射半径、用户集群分布、区域经济结构等因素制约，我国金属包装市场分布不均衡，近 40% 分布在珠江三角洲，30% 在长江三角洲，16% 在京津唐环渤海湾经济区。大部分金属包装企业集中在经济发达地区，产能分布有待优化。

图 23: 中国金属包装企业主要分布情况



数据来源：招股说明书，东北证券

包装厂商与下游客户相互依存，客户黏性强。金属包装行业的下游高端客户出于市场竞争和长期发展的需要，通常会选择适当的供应商达成长期供应合作关系。合作关系达成后一般保持长期稳定合作，主要原因有：（1）高端客户的金属包装产品供应商，需要具有“快速的响应能力、及时稳定的量产能力、良好的弹性生产能力、全面的服务能力”，门槛较高；（2）为了保持和扩大市场份额，客户需要与供应商长期合作，以保证其产品供应链的优质和稳定；（3）客户需要与具备市场竞争力的供应商合作，以降低成本和提高自身竞争力；（4）高端客户出于防伪的要求，需要与供应商保持稳定的合作关系。基于上述因素，客户与供应商共同进行生产布局、长期合作，是国内主要金属包装制造企业普遍采用的发展模式。

3. 化工罐核心竞争力强，食品金属包装带来新增长点

3.1. 产品种类齐全，完整业务链条增强客户粘性

产品种类齐全，满足客户多元化需求。公司拥有金属包装和塑料包装专业化的生产、检测设备，已形成完整的产品系列和齐全的产品规格。公司金属包装产品涵盖“圆罐、钢提桶、方桶”3大系列，1,000多个品种，拥有所有体积、厚度规格和不同要求的化工罐生产能力，能够及时满足不同客户的多元化需求。

图 24: 华源控股化工罐产品种类丰富



数据来源：公司官网，东北证券

公司拥有完整的业务链条，增强客户粘性。公司是国内少有的同时具备金属包装、塑料包装产品工艺设计改造、模具开发、生产销售、设备研制改造等完整业务链条的包装企业，可以及时、快速满足客户的需求。同时公司完整业务链条可以降低生产成本，提升公司盈利能力。

产品质量优良，供货稳定。公司的产品优势主要体现在以下三个方面：（1）公司具备完整业务链条和较强的工艺路线优化设计能力，能够充分响应客户新产品开发需求；（2）下游涂料厂商成本中包装罐占比不足10%，客户价格敏感度较低，公司产品质量及交货期相比竞争对手具有优势；（3）高端客户对产品防伪性能要求较高，且行业正从油性罐向水性罐转变，水性罐对防腐性能要求更高，公司研发技术保证产品性能高于行业平均标准。

投资数码喷绘设备企业，提高生产自动化水平。公司2017年投资国内数码喷绘设备企业——润天智，润天智在数码喷绘设备上的技术达到国际先进水平。公司通过投资润天智提高了生产的数字化和智能化水平，推动生产效率明显提升。

和客户签订长期供货合同，原材料波动风险转移至下游客户。公司与重点客户签有长期供货框架合同，在此合同框架下根据客户具体下达的订单组织生产和销售，一般客户则根据其即时下达的订单组织生产和销售。例如，公司与阿克苏签有有效期三年（2017-2020）的长期供货框架协议；与立邦签有有效期四年（2018-2021）的采购框架合作合同。公司通过与客户协商谈判确定产品售价。会适当根据原材料价

格调整，若合同有效期内原材料价格出现大幅波动，双方可按照事先约定的价格调整机制协商调整产品价格。这种模式可将部份原材料价格的波动风险向下游转移，从而保障了公司较为稳定的利润空间。

3.2. 深度绑定优质高端客户群，贴近式布局紧随客户需求

定位高端，拥有稳定合作的高端客户群。公司市场定位较为明确，在金属包装领域坚持走高端路线，形成了长期稳定的高端客户群体，主要包括阿克苏、立邦（中国）、PPG、艾仕得等，其中与阿克苏、立邦（中国）合作时间均超过十年，关系十分稳定。塑料包装方面主要客户有壳牌、美孚、康普顿、汉高等多家国际大企业。公司收入中大部分来自长期合作的高端客户，2018 年与立邦（中国）、阿克苏的交易额占比分别为 23.47%和 20.53%，前五大客户占比高达 58.44%。

表 4: 华源控股客户

客户	简介
阿克苏	荷兰跨国公司，主营装饰涂料和高性能涂料产品，活跃于 80 多个国家和地区，旗下拥有多乐士、来威诸多品牌。
立邦（中国）	亚太地区最大涂料制造商，拥有 120 多年涂料制造经验。立邦（中国）在中国主要设有四个乳胶漆工厂：成都、上海、广州、廊坊。
PPG	总部设于美国匹兹堡市，是全球性的制造企业，主营涂料、玻璃、玻璃纤维及化学品。自 2008 年收购法国式玛卡龙集团，业务重心加速向涂料和特种产品转移。
艾仕得	总部位于美国费城，公司在北美、拉美、东亚以及欧洲、中东和非洲地区都设有分部，主营液体涂料和粉末涂料。
康普顿	国内专业润滑油生产商，旗下康普顿品牌润滑油和路邦品牌汽车养护品营销遍布全国 31 个地区，2011 年被评估价值 18 亿人民币以上。
壳牌	世界第一大石油公司，总部位于荷兰海牙与英国伦敦，业务遍及 140 个国家，2012 年世界 500 强中名列第 1 位。
美孚	世界最大的非政府油气生产商，总部设于美国得克萨斯州爱文市，在全球大约 200 个国家和地区开展业务，连续 85 年以上获得 3A 信用等级。

数据来源：公司公告、东北证券

表 5: 主要客户订单协议期限

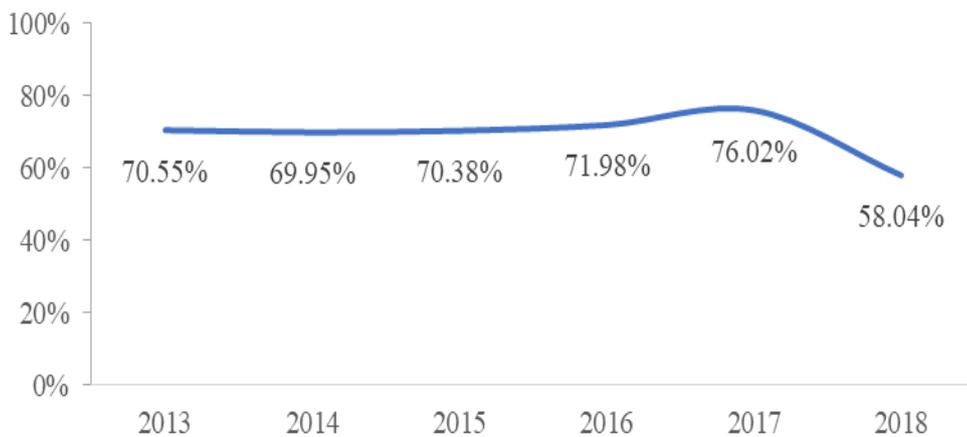
品牌名称	在履行协议期限	销售产品	开始合作日期
阿克苏	2017-3 至 2020-3	化工罐	2007 年
立邦	2018-6 至 2021-5	化工罐	2004 年
嘉宝莉	2019-6 至长期	化工罐	2011 年
佐敦	2017-1-1 至长期	化工罐	2013 年
紫荆花	2018-1 至 2022-12	化工罐	2005 年
展辰	2018-1 至 2023-12	化工罐	2015 年
晨阳水漆	2017-11-1 至 2019-12-31	化工罐	2015 年
奥瑞金	2020-1-1 至 2020-12-31	彩印铁	2012 年
海天味业	2019-1-1 至 2019-12-31	金属盖	2013 年
艾仕得	即时订单	化工罐	2007 年

品牌名称	在履行协议期限	销售产品	开始合作日期
中涂化工	即时订单	化工罐	2006年
PPG	即时订单	化工罐	2005年
中远关西	即时订单	化工罐	2006年

数据来源：公司公告、东北证券

客户结构更加多元化，集中度下降有利于分散风险。公司 2018 年收购了瑞杰科技后，新增美孚、壳牌、康普顿等润滑油、涂料领域的优质客户资源，客户结构日益多元。同时公司新客户拓展顺利，前五大客户占比从 2017 年的 76.02% 下降至 2018 年的 58.04%，客户集中度下降有利于分散风险。

图 25: 华源控股前五大客户占比



数据来源：公司公告，东北证券

采用跟进式生产布局，及时响应客户需求。公司采用贴近客户的生产布局，在华东地区、华南地区、华北地区、西南地区、华中地区分别设有生产基地。苏州中鲈华源生产基地主要供应立邦、佐敦、嘉宝莉、PPG 等客户，广州华源主要供应阿克苏、立邦等，并为立邦在清远的扩建和在咸宁的产业园项目配套建设清远和咸宁厂房。贴近式布局可以提高对客户快速反应能力，及时提供服务。同时由于化工罐体积较大，运输成本占成本比重较大，贴近式布局能有效降低物流成本，并能够满足客户扩张的需求，增强与客户合作的紧密性。

3.3. 产能持续扩张

金属包装产能持续扩张。近年来公司不断扩张产能，持续推进各生产基地建设。IPO 募投项目中鲈华源于 2016 年投产，年产化工罐 3,780 万只，主要供应立邦、佐敦、嘉宝莉、PPG、紫荆花、展辰等客户；广州华源于 2017 年投产，规划年产 1,700 万罐，主要供应阿克苏、立邦、嘉宝莉、华润等客户；邛崃华源于 2018 年底投产，年产 2,220 万罐化工罐和 3 万吨彩印马口铁，计划主要供应阿克苏、三棵树等客户。2018 年公司发行可转债项目，募投资金总额不超过 4 亿元，募投项目为清远年产 3,960 万只化工罐及印铁项目和咸宁年产 1,730 万只印铁制罐项目，预计 2021 年建成，建成后 3 年达产。达产期第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。

对立邦供应额持续提升，立邦新增订单消化新建产能。公司与国际知名涂料品牌立邦建立了长期稳定合作关系，化工罐订单规模逐步扩张。2016-2018 年公司对立邦的销售额分别为 2.33 亿元、2.45 亿元、2.89 亿元。立邦计划扩建广州（清远）产业转移工业园，二期工程计划年产各类油性涂料约 3.65 万吨、各类水性涂料约 1.03 万吨、聚氨酯树脂约 0.45 万吨，项目建设期预计为 2018 年 8 月至 2020 年 12 月。公司跟随大客户立邦在清远新设化工罐生产基地，未来立邦对公司的新增订单将充分消化本次募投项目的新增产能。

表 6: 华源控股金属包装产能项目进展情况

公司	项目规模	达产时间	截至 2018 年末 产能利用率
咸宁华源	年产 3.6 万吨彩印马口铁	2015 年 12 月	108.70%
华源中鲈	年产 3780 万只化工罐印铁及 配件	2016 年 12 月	37.51%
苏州华源	年产 7800 万只化工罐的印铁 及配件	2016 年 12 月	84.14%
广州华源	年产 1700 万只金属化工罐	2017 年 12 月	99.70%
邛崃华源	年产 2220 万只金属化工罐及 配件建设	2018 年 12 月	16.16%
邛崃华源	年产 3 万吨彩印马口铁建设	2018 年 12 月	47.45%
清远华源	年产 3960 万只化工罐及印铁	预计 2020 年 12 月投产	
咸宁华源	年产 1730 万只印铁制罐	预计 2020 年 12 月投产	

数据来源：公司公告，东北证券

3.4. 发力食品包装，有望带来新增长点

公司稳步拓展食品金属包装板块。公司食品包装主要包括金属盖、食品罐等。公司设立初期，金属盖为主要业务之一，为公司积累了丰富的经验和良好的技术。2018 年公司金属盖业务收入为 4730 万元，2013-2018 年 CAGR 达 8.68%。公司于 2012 年开始积极建厂发展食品罐业务，2013 年进一步扩大生产规模，营收同比增长 133.74%。2013-2018 年食品罐营收 CAGR 为 9.84%。

图 26: 华源控股食品罐



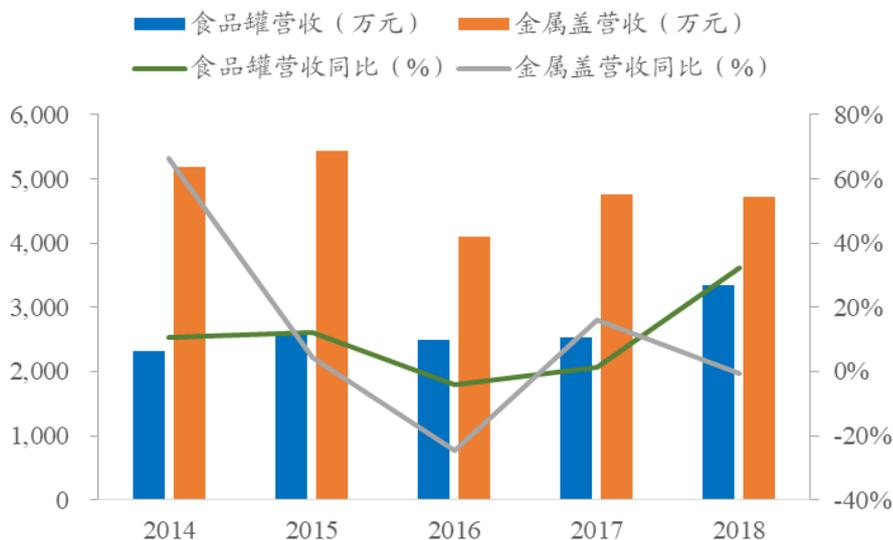
数据来源：公司官网，东北证券

图 27: 华源控股金属盖产品



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 28: 华源控股食品包装业务营收及同比

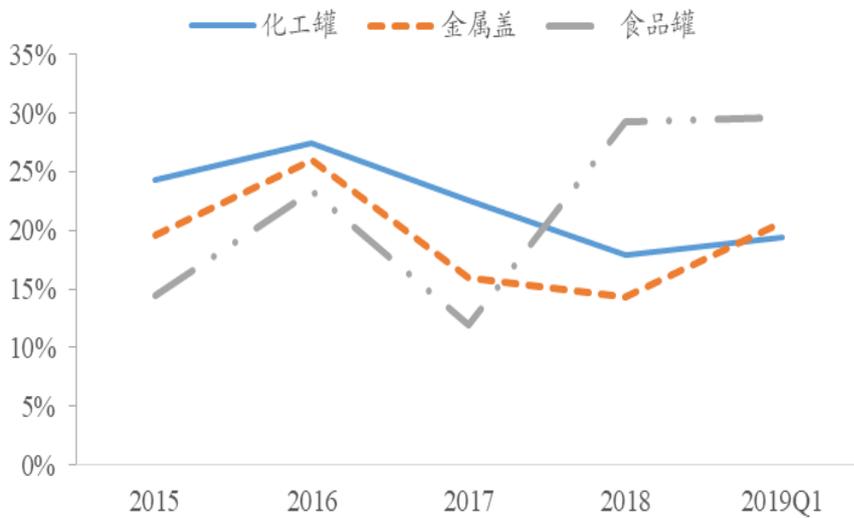


数据来源: 公司官网, 东北证券

食品包装定位高端路线, 产品附加值较高, 未来有望成为新的盈利增长点。目前公司在食品罐生产设备技术改造、工艺设计方面已基本成熟。公司食品包装定位高端路线, 主要客户有海天、老干妈等知名调味品公司。未来将持续开发高端客户, 提供高附加值服务。公司食品罐毛利率高于其他业务, 2018 年毛利率达 29.33%。随

着未来新客户的不断开拓，食品包装业务有望成为新的利润增长点。

图 29: 华源控股食品罐、金属盖及化工罐毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

金属包装需求升级，加强罐身个性化设计成为趋势。公司食品罐包装以圆罐和方罐等规则型罐体为主。随着金属包装行业需求的升级，下游食品饮料客户对食品包装的要求提高，倾向于定制个性化罐体。公司未来将加大对食品金属包装的创新研发，为客户度身定制个性化产品，如异形食品包装罐等，以满足不同群体需求，将有助于提升公司食品罐的市场竞争力，进一步扩大市场份额。

加码食品包装安全，有利于新客户拓展。2020年1月公司与杭州优思达生物技术有限公司签署了战略合作协议。优思达主要业务为食品安全检测，为可口可乐等国际巨头公司提供检测产品及技术服务。公司携手优思达共同探索分子检测技术在食品饮料包装领域的实践，可发挥业务协同能力，有利于新客户开发。

4. 收购瑞杰科技，进军塑料包装

4.1. 进军塑料包装，发挥业务协同性

外延并购进军塑料包装领域。公司为了应对化工金属包装市场竞争加剧和市场下行的风险，积极开拓新业务，进军塑料包装领域。2017年收购新三板上市公司瑞杰科技93.56%的股权，收购金额3.77亿元。2018年至2019年1月，公司又相继以自有资金收购瑞杰科技5.50%、0.04%、0.67%、0.04%、0.07%股份，最终实现对瑞杰科技99.93%的控股。收购完成后，瑞杰科技承诺2017、2018、2019年分别实现扣非净利2800万元、3400万元与3900万元。截至2018年末，瑞杰科技累计完成业绩承诺99.56%。

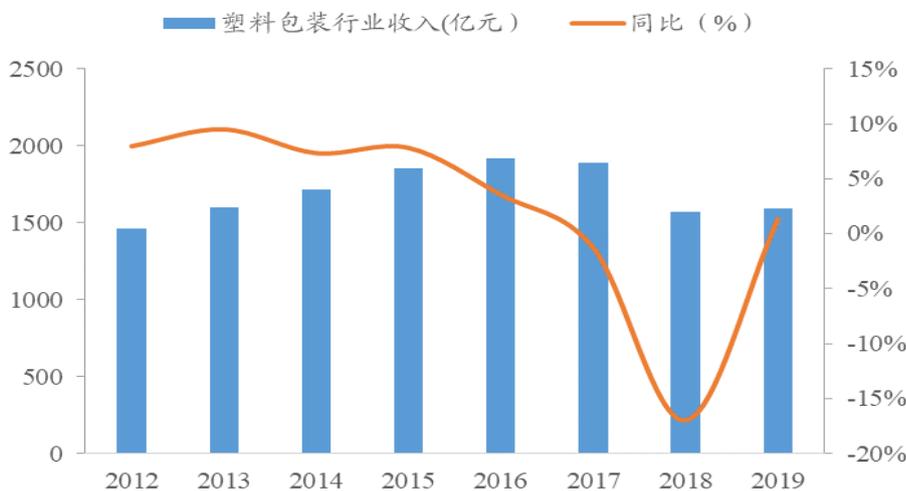
表 7: 瑞杰科技业绩承诺及实现情况

业绩承诺	2017	2018	2019
承诺扣非净利润(万元)	2800	3400	3900
实际扣非净利润(万元)	2745.01	3427.65	

数据来源: 公司公告, 东北证券

塑料包装行业规模稳步增长。塑料包装在四大包装品类(纸、塑料、金属与玻璃包装)中占比较高, 2019 年占比达 25.41%, 仅次于纸包装。近年来, 国内塑料包装行业规模稳步提升, 2012-2016 年塑料包装行业收入 CAGR 达 7.02%。未来随着消费者消费水平的提升, 易成型、重量轻、应用范围广的塑料包装市场规模有望进一步提升。

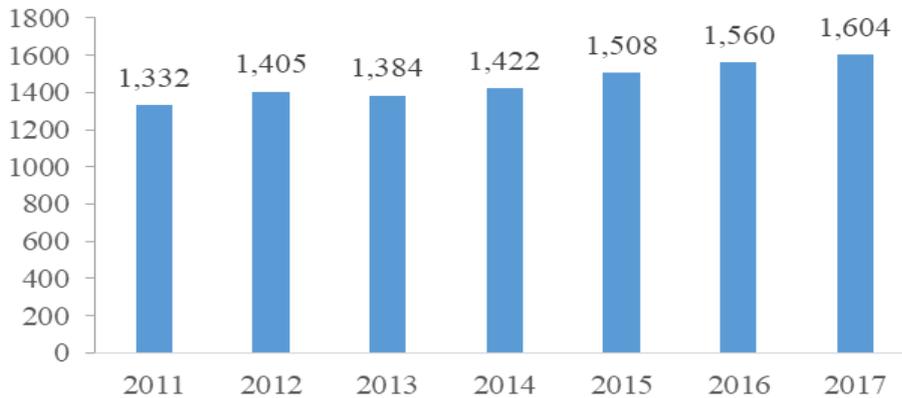
图 30: 塑料包装行业收入及同比



数据来源: 国家统计局, 中国包装联合会, 东北证券

塑料包装行业以中小企业为主, 行业集中度有待提升。截至 2017 年末, 我国规模以上塑料包装箱及容器制造企业数量达 1604 家, 较 2016 年增加 44 家。塑料包装行业以中小企业为主, 其产品主要面向低端市场。下游涂料行业集中度高, 以国际化大品牌为主, 倾向于大规模采购同时对包装的防伪性能要求较高, 中小企业在规模和技术上难以满足其需求。随着下游涂料和润滑油行业集中度不断提升, 会推动塑料包装行业集中度提升。

图 31: 2013-2017 年规模以上塑料包装箱及容器制造企业数量



数据来源: 国家统计局, 中国包装联合会, 东北证券

瑞杰科技技术领先。瑞杰科技主要产品为注塑和吹塑包装, 主要应用于下游润滑油、胶粘剂和涂料包装, 并于 2015 年拓展高端家具家电零配件业务。公司致力于高分子新材料技术研发和包装容器等衍生产品的生产和销售。截至 2016 年末, 瑞杰科技拥有高分子新材料核心专利 40 余项, 并成功研发新型防伪 Jarrycan 包装容器, 目前公司正逐步向高档烟酒、奢侈品、高端化妆品包装领域开拓。

图 32: 瑞杰科技注塑、吹塑产品一览



数据来源: 公司官网, 东北证券

拥有高端客户群体, 保持长期稳定合作。瑞杰科技拥有润滑油核心客户包括壳牌、雪佛龙、美孚石油、英国石油、道达尔、康普顿等, 涂料和粘合剂的核心客户包括汉高、阿克苏、立邦、PPG 工业、多乐士。公司拥有大量的高端客户群体, 范围涵盖较广。公司对核心客户采取跟进式生产布局, 有助于提高响应速度, 建立长期稳定合作。

图 33: 瑞杰科技工厂主要分布于东部沿海



数据来源：公司官网，东北证券

双主业驱动，形成客户协同。本次并购完成后，公司拥有金属包装和塑料业务两大产品线，能够有效降低金属包装原材料价格大幅波动和化工罐市场下行风险。公司两大业务客户存在一定重叠，金属包装客户如阿克苏、立邦等均有产品使用塑料包装，可在客户方面形成协同效应。

图 34: 瑞杰科技下游客户涉及润滑油、涂料和粘合剂多个领域

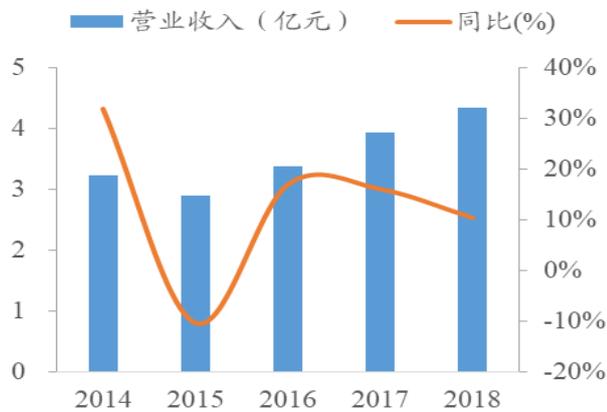


数据来源：公司官网，东北证券

瑞杰科技净利润增长较快，看好未来塑料包装业务持续发力。瑞杰科技营收规模稳步增长，2014-2018 年 CAGR 为 7.71%，2018 年实现营收 4.34 亿元，同比增长 4.34%。公司净利润实现较快增长，2014-2018 年 CAGR 为 13.70%，2018 年净利润达 3547.45 万元，同比增长 24.62%。塑料包装和主业客户形成协同，有望推动订单增加，以及随着未来塑料包装业务向高档烟酒、奢侈品、高端化妆品领域开拓，看好未来塑料

包装有望将保持较快增长。

图 35: 2014-2018 年瑞杰科技营收及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 36: 2014-2018 年瑞杰科技净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

4.2. 发布定增预案, 打破塑料包装产能瓶颈

发布定增预案, 加码塑料包装业务。2019 年 12 月, 公司发布定增预案, 拟向 10 名特定对象非公开发行股票募集金额不超过 5.31 亿元 (含交易费用), 用于天津生产基地和苏州生产基地塑料包装产能建设。本次募集资金项目完成后, 将实现全国塑料包装产能的优化整合, 进一步提升公司盈利能力和抗风险能力。

表 8: 募集资金项目计划

项目名称	拟使用募集资金总额 (亿元)	财务收益率 (%)	投资回收期 (年)
苏州生产基地项目	3.21	14.03%	8.9
天津生产基地项目	2.10	11.99%	9.34

数据来源: 公司公告, 东北证券

助力公司打破塑料包装产能瓶颈。自 2018 年加码塑料包装业务以来, 因塑料包装业务市场持续拓展, 公司产能规模无法匹配下游需求。本次定增项目达产后将新增注塑产品 3,690 万套和吹塑产品 3,000 万套的产能, 打破产能瓶颈, 助力未来塑料包装业务高增。

表 9: 募集资金项目规模及进度

项目名称	项目规模	截至 2018 年末进度
苏州生产基地项目	年产注塑包装产品 2790 万套	前期准备中
天津生产基地项目	年产注塑包装产品 900 万套, 吹塑包装产品 3000 万套	前期准备中

数据来源: 公司公告, 东北证券

实现塑料包装产能优化整合, 提升企业管理效率。公司目前塑料包装产能分布于常州、太仓、天津各地, 生产基地较多且分散, 不利于整体管理。本次定增项目完成

后，公司新建苏州及天津生产基地，分别将常州产能和原有天津产能整合至新建的苏州和天津生产基地，实现产能的优化整合。由于塑料包装行业具有明显季节性，公司目前的仓储条件难以满足其仓储需求，本次定增将引入智能仓储系统，有效提升公司整体管理效率。

5. 盈利预测与估值

受疫情影响，下游需求以及产能投放不及预期，下调目标价和 2020、2021 年业绩。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22、0.28、0.36 元，对应 PE 分别为 29X、23X、18X。给予“买入”评级。

表 10: 公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
化工罐					
收入(百万元)	830.82	915.36	980.40	1,080.79	1,185.85
同比	16.94%	10.18%	7.10%	10.24%	12.00%
销量(万只)	10709.97	10617.57	11042.27	11704.81	12348.57
单价(元/个)	7.76	8.62	8.88	9.23	9.60
毛利率	22.60%	17.88%	20.56%	20.67%	20.70%
注塑产品					
收入(百万元)		193.93	357.11	396.39	447.92
同比			84.14%	11.00%	13.00%
毛利率		22.25%	17.87%	18.45%	19.00%
吹塑产品					
收入(百万元)		65.39	121.65	137.47	158.09
同比			86.03%	13.00%	15.00%
毛利率		16.03%	16.45%	16.62%	16.80%
业务收入比例(%)		4.73%	7.30%	7.43%	7.62%
印刷加工及销售					
收入(百万元)	229.51	102.11	82.71	90.98	103.71
同比	16.26%	-55.51%	-19.00%	10.00%	14.00%
毛利率	9.61%	19.35%	19.37%	19.27%	19.41%
金属盖					
收入(百万元)	47.53	47.30	59.12	72.13	92.32
同比	15.90%	-0.48%	25.00%	22.00%	28.00%
毛利率	15.95%	14.37%	20.79%	20.88%	21.01%
食品罐					
收入(百万元)	25.24	33.37	35.71	42.85	53.99
同比	1.47%	32.24%	7.00%	20.00%	26.00%
毛利率	11.88%	29.33%	29.33%	29.89%	30.00%
杂罐					
收入(百万元)	4.44	1.95	2.05	2.21	2.42
同比	-29.87%	-56.10%	5.43%	7.53%	9.63%

毛利率	37.97%	22.62%	13.43%	16.54%	17.00%
家具家电产品					
收入(百万元)		4.45	7.15	7.30	7.73
同比			60.68%	2.00%	6.00%
毛利率		18.15%	18.76%	18.60%	18.70%
其他业务					
收入(百万元)	11.84	19.89	20.90	20.74	21.36
同比	-55.22%	67.98%	5.09%	-0.79%	3.00%
毛利率	38.25%	35.23%	35.23%	35.30%	35.30%
合计					
营业收入(百万元)	1149.38	1554.24	1,666.81	1,850.85	2,073.40
同比	14.19%	35.22%	20.46%	11.04%	12.02%
毛利率	19.72%	18.93%	19.98%	20.20%	20.37%

数据来源：公司公告，东北证券

6. 风险提示

- (1) 原材料价格大幅上涨。
- (2) 下游需求不及预期。
- (3) 产能投放不及预期。
- (4) 客户集中度较高。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	585	501	368	365	净利润	54	71	87	113
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	15	11	12	13
应收款项	466	479	507	540	折旧及摊销	45	54	63	69
存货	277	314	344	380	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	97	111	118	129	财务费用	17	54	29	16
流动资产合计	1,424	1,405	1,337	1,414	投资损失	1	-12	-5	-3
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-94	-10	-49	-55
长期投资净额	88	88	88	88	其他	-2	4	4	3
固定资产	411	505	599	632	经营活动净现金流量	37	171	142	156
无形资产	109	105	104	101	投资活动净现金流量	-143	-150	-171	-125
商誉	193	193	193	193	融资活动净现金流量	470	-106	-104	-34
非流动资产合计	887	991	1,100	1,155	企业自由现金流	315	-7	45	126
资产总计	2,311	2,396	2,436	2,569					
短期借款	322	287	214	178	财务与估值指标				
应付款项	175	223	243	271		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	5	7	7	8	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.17	0.22	0.28	0.36
流动负债合计	547	578	533	534	每股净资产 (元)	4.61	4.78	4.98	5.23
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.12	0.55	0.46	0.50
其他长期负债	325	325	349	400	成长性指标				
长期负债合计	325	325	349	400	营业收入增长率	20.39%	20.46%	11.04%	12.02%
负债合计	872	903	882	934	净利润增长率	-42.64%	30.51%	22.87%	29.51%
归属于母公司股东权益合计	1,434	1,487	1,547	1,625	盈利能力指标				
少数股东权益	5	6	7	9	毛利率	18.93%	19.98%	20.20%	20.37%
负债和股东权益总计	2,311	2,396	2,436	2,569	净利率	3.87%	4.19%	4.64%	5.36%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	91.30	105.00	100.00	95.00
					存货周转率 (次)	85.74	86.00	85.00	84.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	37.73%	37.68%	36.19%	36.38%
					流动比率	2.60	2.43	2.51	2.65
					速动比率	2.00	1.78	1.73	1.79
					费用率指标				
					销售费用率	3.51%	3.79%	3.72%	3.65%
					管理费用率	4.22%	3.96%	3.86%	3.68%
					财务费用率	1.24%	2.50%	1.70%	1.19%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%
					股息收益率	0.00%	1.03%	1.27%	1.64%
					估值指标				
					P/E (倍)	38.36	28.64	23.31	18.00
					P/B (倍)	1.43	1.34	1.29	1.23
					P/S (倍)	1.44	1.22	1.10	0.98
					净资产收益率	3.73%	4.69%	5.54%	6.84%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学, 数学本科。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

郭梦婕: 复旦大学环境科学硕士, 华东师范大学本科, 现任东北证券轻工组研究人员。曾任平安健康互联网有限股份公司产品运营和开发, 2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn