

# 瑞丰高材 (300243)

证券研究报告

2020年09月03日

## PVC 助剂重要生产商，可降解塑料行业高弹性标的

### 1、PVC 助剂行业持续增长，新增产能有助于提高公司市占率

受益于塑料用量提升、产品价格下降、PVC 地板需求提升，公司主要产品 ACR、MBS 助剂市场有望快速增长。2014-2019 年 PVC 抗冲改性剂和加工助剂市场年均增长率约 14%。我们看好公司主要产品 ACR、MBS 未来的市场持续放量，逻辑有三：a. 日益增长的塑料产品需求将带动 PVC 助剂市场增长；b. 原材料成本下降导致 ACR、MBS 价格下降，有望使其相对其他 PVC 助剂产品更具竞争优势，推动对应市场增长；c. PVC 地板行业发展有望促进 ACR 市场增长；d. MBS 国产国产化率低，未来国内产品需求量有望进一步提升。

**研发实力强+产品定制化+产能居行业前列，公司市占率居行业前列，竞争优势明显。**公司 2019 年市占率约 30%，居行业前列。公司研发能力强，自设立以来共取得 63 项专利。产品方面，公司产品质量及技术达国际先进水平，产品种类丰富，通过实施产品定制化策略与下游客户紧密合作，PVC 主要大型客户都与公司建立了长期的合作关系。ACR 业务方面，公司产能及市占率居行业前列，并在 PVC 地板等新兴行业具备较强的竞争优势；MBS 业务方面，公司拥有 5 万吨 MBS 产能，居国内第一，是国内最早实现 MBS 万吨级装置和连续化工业生产的企业，生产技术国内领先。

**新增 PVC 助剂产能有望大幅增厚公司业绩。**公司今年上半年 2 万吨 MBS 一期项目建成转固，目前有合计 4 万吨 PVC 助剂项目在建设，预计将于下半年投产。公司 2 万吨 MBS 工程初步计划于 2020 年秋冬季节开始动工。新增 PVC 助剂未来投产后，有望大幅增厚公司业绩。

### 2、可降解塑料高速发展，公司 6 万吨 PBAT 产线将成为新的业绩增长点

**受政策影响，PBAT 将迎来较大增长空间。**根据测算，我国禁塑限塑政策落地后，仅外卖、快递、农膜三个领域未来可降解塑料需求将达到 154.53 万吨，对应可降解塑料市场约 270 亿元，对比 2018 年的 4.2 万吨市场需求，增长空间达 36 倍。PBAT 具备良好的延展性、断裂伸长率、耐热性和冲击性能，是最具潜力的可降解塑料产品之一，未来市场增长空间大。

**公司布局 PBAT 业务，预计将带来 1.07 亿元利润增量。**公司年产 6 万吨的 PBAT 生物降解塑料项目计划于 2021 年 6 月 30 日前竣工。项目技术由上海聚友化工提供，具有自主知识产权的专有工艺技术和设备，已在国内建成数万吨连续生产线。公司年产 6 万吨 PBAT 生物降解塑料项目预计会为公司带来近 11.52 亿营收和 1.07 亿元净利润，业绩增幅高达 100%。

**预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.36/0.68/1.25 元，对应动态 PE 35/19/10 倍，首次给予“买入”评级。**

**风险提示：**公司项目落地不及预期，原材料价格波动，新产品 PBAT 开发项目不及预期，产品价格下滑等风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,445.44	1,213.37	1,254.53	1,876.39	3,036.65
增长率(%)	31.91	(16.06)	3.39	49.57	61.84
EBITDA(百万元)	166.92	144.19	135.71	227.36	372.01
净利润(百万元)	90.19	74.53	83.64	157.36	291.32
增长率(%)	194.55	(17.37)	12.24	88.13	85.13
EPS(元/股)	0.39	0.32	0.36	0.68	1.25
市盈率(P/E)	32.71	39.59	35.27	18.75	10.13
市净率(P/B)	4.91	4.37	3.96	3.43	2.77
市销率(P/S)	2.04	2.43	2.35	1.57	0.97
EV/EBITDA	10.10	12.32	22.91	14.20	9.69

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	12.7 元
目标价格	19.8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	232.32
流通 A 股股本(百万股)	187.76
A 股总市值(百万元)	2,950.50
流通 A 股市值(百万元)	2,384.49
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	39.54
一年内最高/最低(元)	16.45/5.98

### 作者

<b>彭鑫</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002	
pengxin@tfzq.com	
<b>杨诚笑</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
<b>李辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. PVC 助剂行业持续增长，新增助剂产能有助于进一步提高公司市占率</b>	<b>4</b>
1.1. 塑料用量提升+原材料价格下降+国产替代推进+PVC 地板渗透率提升，公司主要产品市场将持续增长	4
1.1.1. 塑料用量提升将推动 PVC 助剂市场持续增长	4
1.1.2. 价格下行，公司生产 ACR、MBS 市场有望进一步增长	5
1.1.3. MBS 依赖进口，国产替代空间大	6
1.1.4. PVC 地板应用有望推动 MBS 和 ACR 市场增长	7
1.2. 研发实力强+产品定制化+产能居行业前列，公司市占率约 30%，竞争优势明显	7
1.2.1. 公司研发能力强，多项专利确定技术优势	7
1.2.2. 优化产品性能，实施产品定制化策略，奠定公司产品及客户优势	8
1.2.3. 公司 ACR 业务：PVC 地板拉升下游市场上行，ACR 产能居行业前列	9
1.2.4. 公司 MBS 业务：生产技术全国领先，产能国内第一	9
1.2.5. 品牌化经营，国内外市场知名度高	9
1.2.6. PVC 助剂行业集中度提升，主要生产商有望受益	10
1.3. 公司 PVC 助剂扩产进行时，产能增幅达 67%	10
<b>2. 可降解塑料快速发展，PBAT 打开公司成长空间</b>	<b>11</b>
2.1. 受益于政策推动，PBAT 市场将快速增长	11
2.2. 可降解塑料成为下一个风口，中国 PBAT 市场发展迅速	12
2.3. 公司提早布局 6 万吨 PBAT 产线，投产后预计业绩弹性达 100%	13
<b>3. 公司介绍</b>	<b>13</b>
3.1 公司简介	13
3.2 公司研发情况及获奖情况	14
3.3 股权结构	15
3.4 公司业绩基本稳定，15-19 年 CAGR 为 8.55%	15
<b>4. 盈利预测</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>
5.1. 公司项目落地不及预期风险	17
5.2. 原材料价格及品质波动风险	17
5.3. 新产品开发不及预期风险	18
5.4. 产品价格下滑风险	18

## 图表目录

图 1：2019 年前三季度中国塑料助剂需求情况分析（万吨）	5
图 2：主要原材料丙烯酸丁酯、丁二烯、苯乙烯、MMA 均价	6
图 3：2019-2020 三种抗冲改性剂价格变化趋势	6
图 4：中国主要塑料助剂生产商产能情况（万吨/年）	9

图 5: 2017 年 MBS 主要厂商市占率.....	10
图 6: 全球不同种类生物降解塑料产能结构占比 .....	11
图 7: 2014-2019 中国 PBAT 树脂市场规模 (亿元) .....	12
图 8: 2014-2019 中国 PBAT 树脂产销量.....	12
图 9: 公司发展历程 .....	14
图 10: 公司股权穿透图.....	15
图 11: 瑞丰高材历年经营情况 (亿元) .....	16
图 12: 公司 PVC 产品产销量 (吨) .....	16
<b>表 1: 不同地板优缺点对比.....</b>	<b>7</b>
<b>表 2: 19-20 年公司取得新专利.....</b>	<b>7</b>
表 3: 瑞丰高材在建项目 .....	10
表 4: PBAT 国内外产能情况.....	13
表 5: 公司获奖情况表 .....	14
表 6: 排名前十股东.....	15
表 7: 收入分拆预测 (单位: 万元) .....	17

瑞丰高材主营业务为 PVC 助剂，同时布局 PBAT 项目。公司是 PVC 助剂行业的重要生产商，随 ACR、MBS 市场增长兼公司新增产能投产，公司主营业务业绩将上行；PBAT 项目未来将成为公司新的业绩增长点，有望拉升公司业绩快速上行。

**I. PVC 助剂业务：公司主要产品 ACR、MBS 市场将持续增长，公司具备研发、产品、产能等竞争优势，市占率约 30%，未来新增产能有望推动公司业绩上行。**

受益于塑料用量提升、产品价格下降、PVC 地板需求提升，公司主要产品 ACR、MBS 助剂市场有望快速增长。近年来在 PVC 助剂的细分门类中，抗冲改性剂和加工助剂市场增长较快，年均增长率约 14%。我们看好公司主要产品 ACR、MBS 未来的市场持续放量，逻辑有三：a. 日益增长的塑料产品需求将带动 PVC 助剂市场增长；b. 原材料成本下降导致 ACR、MBS 价格下降，有望使其相对其他 PVC 助剂产品更具竞争优势，推动对应市场增长；c. PVC 地板行业发展有望推动 ACR 市场增长；d. MBS 国产国产化率低，未来国内产品需求量有望进一步提升。

**研发实力强+产品定制化+产能居行业前列，公司市占率约 30%，竞争优势明显。**受益于公司研发、产品、产能优势，公司目前市占率约 30%，居行业前列，具有较强行业竞争力。公司研发能力强，自设立以来共取得 63 项专利；公司产品质量及技术达国际先进水平，产品方面，公司产品种类丰富，通过实施产品定制化策略与下游客户紧密合作，PVC 主要大型客户如联塑、中材、永高、雄塑、日丰等都与公司建立了长期的合作关系。ACR 业务方面，公司产能及市占率居行业前列，同时在 PVC 地板等新兴行业具备较强的竞争优势；MBS 业务方面，公司拥有 5 万吨 MBS 产能，位居国内第一，是国内最早实现 MBS 万吨级装置和连续化工业生产的企业，生产技术国内领先。

**新增 PVC 助剂产能有望大幅增厚公司业绩。**公司今年上半年 2 万吨 MBS 一期项目建成转固，目前有合计 4 万吨 PVC 助剂项目在建设，预计将于下半年投产。公司 2 万吨 MBS 工程初步计划于 2020 年秋冬季节开始动工。新增 PVC 助剂未来投产后，有望大幅增厚公司业绩。

**II. PBAT 业务：政策推动下，未来 PBAT 行业增长空间大；公司提早布局 6 万吨 PBAT 产线，未来有望成为新的业绩增长点。**

**受政策影响，PBAT 将迎来较大增长空间。**根据测算，政策落地后，仅外卖、快递、农膜三个领域未来可降解塑料需求将达到 154.53 万吨，对应可降解塑料市场约 270 亿元，对比 2018 年的 4.2 万吨市场需求，增长空间达 36 倍。PBAT 具备良好的延展性、断裂伸长率、耐热性和冲击性能，是最具潜力的可降解塑料产品之一，未来市场增长空间大。

**公司布局 PBAT 业务，预计带来 1.07 亿元利润增量。**公司年产 6 万吨的 PBAT 生物降解塑料项目，计划于 2021 年 6 月 30 日前竣工。公司年产 6 万吨 PBAT 生物降解塑料项目预计将为公司带来近 11.52 亿营收和 1.07 亿元净利润，业绩增幅高达 100%。

**公司 PBAT 项目技术可靠，计划投产时间早，业绩确定性高。**公司 PBAT 项目为瑞丰高材下属研究中心自主研发及通过技术合作取得，工艺技术由上海聚友化工有限公司提供，具有自主知识产权的专有工艺技术和设备，已在国内建成数万吨连续生产。该产品将共用公司 MBS 部分附属设施，相应可以减少投资额，也可以缩短项目建设周期，计划于 2021 年 6 月 30 日前竣工。公司 PBAT 项目技术可靠，计划投产时间早，未来业绩确定性较高。

## 1. PVC 助剂行业持续增长，新增助剂产能有助于进一步提高公司市占率

**1.1. 塑料用量提升+原材料价格下降+国产替代推进+PVC 地板渗透率提升，公司主要产品市场将持续增长**

**1.1.1. 塑料用量提升将推动 PVC 助剂市场持续增长**

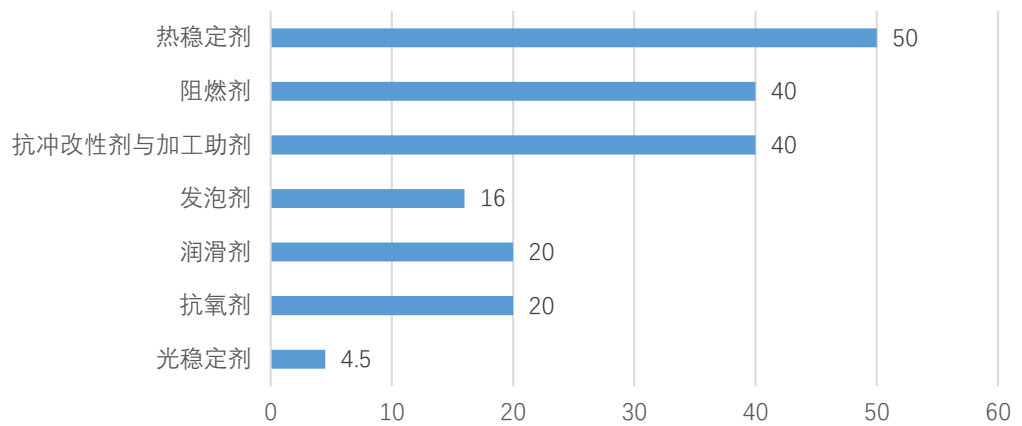
我国 PVC 抗冲改性剂及加工助剂市场快速增长，CAGR 达 14.24%。PVC 抗冲击改性剂和加工助剂是硬质 PVC 加工用助剂中用量较大的一类，同时也是公司的主要经营产品。根据前

瞻研究院的数据，2019 年前三季度中国抗冲改性剂与加工助剂需求为 40 万吨。来自国家统计局的数据显示，2019 年前三季度国内 PVC 产量为 1439.43 万吨。因此我们估算 1 吨 PVC 助剂可供给 36 吨 PVC 产品。据统计，2019 年中国 PVC 产量为 1933.4 万吨，则对应的 PVC 抗冲改性剂和加工助剂的需求为 53.71 万吨。来自中国产业信息网的信息显示，2014 年我国 PVC 抗冲改性剂及其他助剂的需求为 27.6 万吨，5 年间 CAGR 达到 14.24%。

**由于塑料用量提升，未来塑料助剂市场将继续增长。**我国“十三五”规划体现了未来对新能源、新材料的重视，塑料材料作为典型的新材料，已在建筑、医疗、航空等领域有所建树，塑料制品因其节能环保、时尚美观的特点深受广大消费者的青睐。在国家政策的大力支持下，未来我国塑料制品的需求将快速增长，同时，作为塑料制品的伴生产业，塑料助剂市场空间也继续增长。

图 1：2019 年前三季度中国塑料助剂需求情况分析（万吨）

### 2019年前三季度中国塑料助剂需求情况分析（单位：万吨）



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

#### 1.1.2. 价格下行，公司生产 ACR、MBS 市场有望进一步增长

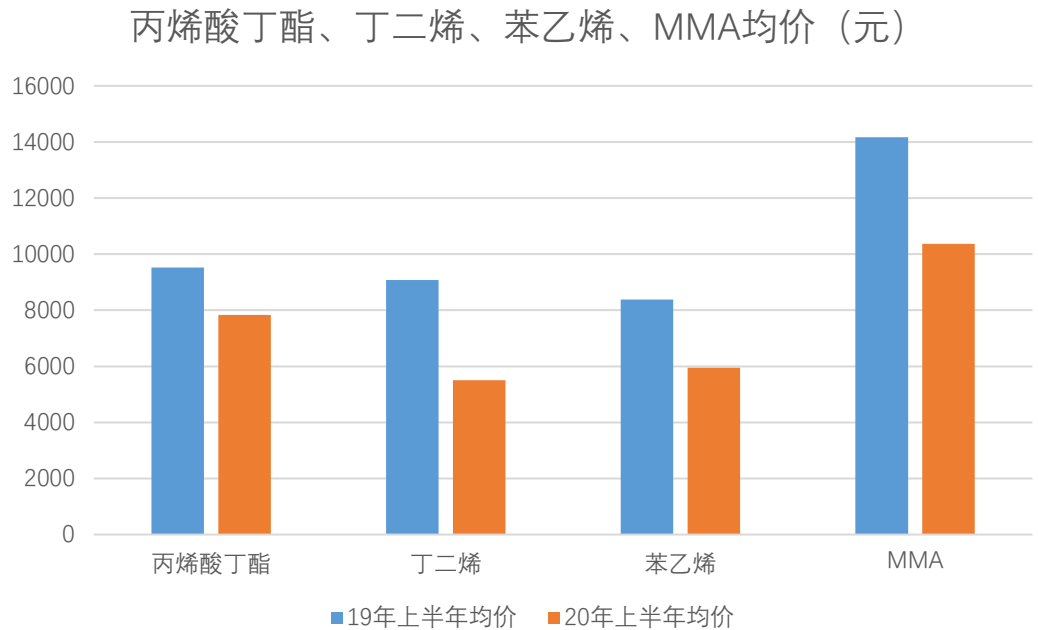
**原材料价格下降，ACR 和 MBS 与 CPE 之间价差缩小。**作为抗冲助剂，CPE 相比较 ACR 刚性不足，整体加工性能也不如 ACR 和 MBS，但是由于其价格较低，在国内仍有一定市场。近年来，随着油价下跌，主要原材料丙烯酸丁酯、丁二烯、苯乙烯、MMA 等价格均有所下降。其中，丙烯酸丁酯 19 年上半年均价为 9517 元/吨，20 年上半年均价降为 7829 元/吨，同比下降 21.55%；丁二烯 19 年上半年均价为 9076 元/吨，20 年上半年均价降为 5506 元/吨，同比下降 64.84%；苯乙烯 19 年上半年均价为 8385 元/吨，20 年上半年均价降为 5948 元/吨，同比下降 40.98%；MMA 19 年上半年均价为 14168 元/吨，20 年上半年均价降为 10371 元/吨，同比下降 36.60%。受此影响，ACR，MBS 等产品价格也有所下降，根据以往价格数据，ACR 和 CPE 之间的价差由 19 年 7000 元/吨，目前已下降至 3850 元/吨，MBS 和 CPE 之间的价差由 19 年 9200 元/吨，目前已下降至 7100 元/吨。

表 2：CPE、ACR 抗冲效果的对比

	抗冲改性剂 ACR	CPE
形态	粒子分散型	分子分散型
耐候性	极佳	一般
抗冲强度	高	高
焊角强度	高	适中
光泽度	优良	一般
拉伸强度	适中	高
加工范围	宽广	窄

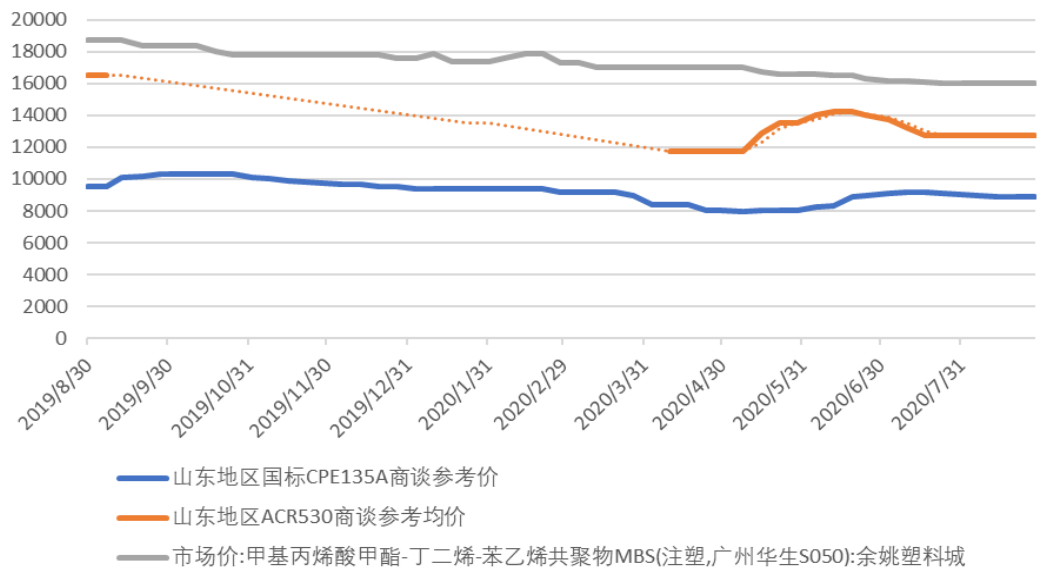
资料来源：瑞丰高材招股说明书，天风证券研究所

图 2：主要原材料丙烯酸丁酯、丁二烯、苯乙烯、MMA 均价



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2019-2020 三种抗冲改性剂价格变化趋势



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

**原材料产能过剩，ACR、MBS 价格有望维持低位，对 CPE 形成一定竞争优势。** ACR 和 MBS 主要原材料丁二烯、苯乙烯、MMA 2020 年均会有新增产能。其中丁二烯新建产能预计达 74 万吨/年，较 2019 年增长 19.23%；苯乙烯新建产能预计达 310 万吨/年，较 2019 年增长 32.9%；MMA 新建产能预计达 50 万吨/年，较 2019 年增长 39.37%。随着新增产能的预期投产，原材料市场供给宽松，价格有望维持位于低位。受此影响，ACR、MBS 价格或将持续处于较低水平，随着两种产品之间的价差降低，公司主要生产的 ACR、MBS 将对 CPE 形成一定竞争优势，市场有望进一步扩大。

### 1.1.3. MBS 依赖进口，国产替代空间大



**我国 MBS 大量依赖进口，国产替代空间大。**2019 年，我国 MBS 产量 9.92 万吨，表观消费量 25.96 万吨，国产化率约 40%。目前世界 MBS 主要生产商包括美国罗门哈斯(2009 年被陶氏化学收购)、日本钟渊、台塑、LG 化学等。我国 MBS 主要生产商为山东瑞丰高分子材料股份有限公司、山东万达化工有限公司、江西岳峰高分子材料有限公司、山东鼎鼎化学科技股份有限公司、威海金合思化工有限公司。依赖进口的主要原因是抗冲 MBS 类产品对生产工艺和技术要求高，而产品质量与国外产品尚有一定的差距，国外产品占据高端 MBS 市场的份额较高。未来随国内 MBS 市场发展及技术迭代，国产化率有望进一步提升，国内产品的市场有望持续增长。

#### 1.1.4. PVC 地板应用有望推动 MBS 和 ACR 市场增长

**PVC 地板推行有望促进 ACR、MBS 市场放量。**PVC 地板主要分为木塑地板和石塑地板，目前主要出口欧美，国内仍以瓷砖、实木地板、复合地板为主。因该类地板环保无甲醛、经济、耐磨、防水、轻便易安装等诸多优势，未来有望在国内大范围推行。PVC 地板的需求增长有望促进市场对 ACR 和 MBS 需求量的持续增长。

表 1：不同地板优缺点对比

产品类型	优点	缺点	平均价格(元/平方米)
强化地板	价格低、耐磨、阻燃、防滑、耐压、易打理	含甲醛、弹性较低	74
复合地板	价格适中、稳定性好、安装简便	不耐磨、使用胶水过多	111
实木地板	自然美观、弹性好、摩擦系数小、脚感舒适	安装麻烦、价格贵、怕腐蚀、稳定性低	235
竹地板	材质厚实、不怕水、寿命长	色泽差、怕划伤、易分裂、声响大	143
PVC 地板	耐磨、高弹、防滑、防火阻燃、防水防潮、吸音降噪、耐腐蚀、导热保暖、易保养	施工基础要求高	64
陶瓷地板	耐磨、易清洗、易保养、适用范围广	脚感较硬、易打滑	37

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

## 1.2. 研发实力强+产品定制化+产能居行业前列，公司市占率约 30%，竞争优势明显

### 1.2.1. 公司研发能力强，多项专利确定技术优势

**公司产品技术和研发能力强。**公司立足于发展 PVC 助剂行业，积极研发 PVC 助剂新工艺和新产品，目前主要产品的生产技术和研发能力均处于国内外先进水平。公司为高新技术企业，拥有博士后科研工作站、山东省 PVC 助剂工程技术研究中心等创新平台，研发实力雄厚。公司历来重视对技术研发的投入和自主创新能力的提高，注重研发成果转化，重视知识产权保护，公司及全资子公司临沂瑞丰自设立以来共取得 63 项专利，其中发明专利 39 项，实用新型专利 24 项。仅在 19 年至 20 年期间，公司及其子公司共取得 8 项新专利，均为公司自主研发，并已应用到公司生产经营中。公司专利有利于充分发挥公司自主知识产权优势，有利于公司的技术创新，从而提升公司的核心竞争力。

表 2：19-20 年公司取得新专利

序号	证书号/编号	专利名称	专利内容	完成单位	专利授权公告日
1	ZL 2019 2 1952654.9	MBS 生产用干燥装置	本发明属于 MBS 生产设备技术领域，涉及一种 MBS 生产用干燥装置，通过在气流干燥后低水蒸气运行工段提供负压干燥环境，既减少了能耗，又降低了安全风险。	山东瑞丰高分子材料股份有限公司	2020 年 6 月 23 日
2	ZL 2019 2 1491176.6	一种酸相法生产氯化聚乙烯用脱酸压滤装置	本专利涉及一种酸相法生产氯化聚乙烯用脱酸压滤装置，属于化工生产设备技术领域，可提高生	临沂瑞丰高分子材料有限公司 (全资子公司)	2020 年 5 月 19 日

3	ZL 2017 1 1046795.X	MBS 树脂干燥装置	产效率，减少工艺水的用量和低浓度酸的产生，同时降低了能耗。本发明涉及一种 MBS 树脂干燥装置。本发明设计科学合理，结构简单，操作方便，减少了静电摩擦引起的爆燃事故，及时消除静电带来的危害，提高了生产的安全系数。	山东瑞丰高分子材料股份有限公司	2020 年 5 月 15 日
4	ZL 2017 1 1044560.7	MBS 树脂橡胶胶乳及其制备方法	本发明属于塑料增韧剂技术领域。本发明胶乳生产过程采用复合乳化体系，以达到提高接枝效果，使最终 MBS 达到高强度、低折白、高透明的效果。	山东瑞丰高分子材料股份有限公司	2020 年 4 月 14 日
5	ZL2018 2 1595437.4	一种改良型冷却塔	本实用新型公开了一种改良型冷却塔，能解决现有技术中的不足之处，不仅提高整体的制冷效果，而且可以加快物料的出料速度。	临沂瑞丰高分子材料有限公司 (全资子公司)	2019 年 8 月 2 日
6	ZL2018 2 1595438.9	一种冷却塔上的制冷机构	本实用新型公开了一种冷却塔上的制冷机构，能解决现有技术中的不足之处，不仅提高整体的制冷效果，而且可以加快物料的出料速度。	临沂瑞丰高分子材料有限公司 (全资子公司)	2019 年 8 月 6 日
7	ZL2018 2 1870779.2	一种压缩机限位结构	本实用新型提供一种压缩机限位结构，能够在运作的过程中出现晃动摩擦，避免摩擦出现金属屑导致压缩机无法正常工作，涉及压缩机领域，具有良好的发展前景。	临沂瑞丰高分子材料有限公司 (全资子公司)	2019 年 8 月 6 日
8	ZL 2017 1 1046753.6	提高 MBS 接枝生产效率的方法	本发明涉及一种提高 MBS 接枝生产效率的方法，利于工业化生产，属于 MBS 树脂制备技术领域。	山东瑞丰高分子材料股份有限公司	2019 年 6 月 18 日

资料来源：Wind，SooPAT，公司公告，天风证券研究所

### 1.2.2. 优化产品性能，实施产品定制化策略，奠定公司产品及客户优势

**ACR、MBS 行业产品品种多，差异程度高。**不同性能的 PVC 助剂的改性特点及下游应用均存在差异。如我国山西省化工研究所开发出的 ACR301 兼具加工改性和外润滑双重功效，ACR 401 具有显著降低加工温度、缩短成型时间、改善制品表面光泽和提高尺寸稳定性等功效。MBS 产品同样有多重牌号，对应产品耐候性、抗冲性等均存在一定差别。

**公司不断优化产品性能，丰富产品种类。**公司不断进行研发升级，提高产品质量，技术水平已达到国际先进水平。以 ACR 业务为例，公司拥有同行中最为丰富的产品品种，ACR 抗冲改性剂功能上既有高抗冲击性的 LS-50、LS-61 等产品，又有加工性能和冲击强度相结合的 LS-55 等产品，还有韧性好、性价比高的 AM 系列产品。

**公司实施产品定制化战略，与下游客户紧密合作，奠定公司竞争优势。**公司能够为客户提供定制化产品服务，可以根据用户的不同需求提供不同配方，从而满足不同用户的要求，在使用前、使用中和使用后等各环节均设置了针对性的具体解决方案，并建立了完善的突发事件响应机制。实施产品差异化、定制化策略有助于巩固公司与下游客户间的关系，提升客户黏性。目前 PVC 主要大型客户，如联塑、中材、永高、雄塑、日丰等都与公司建立



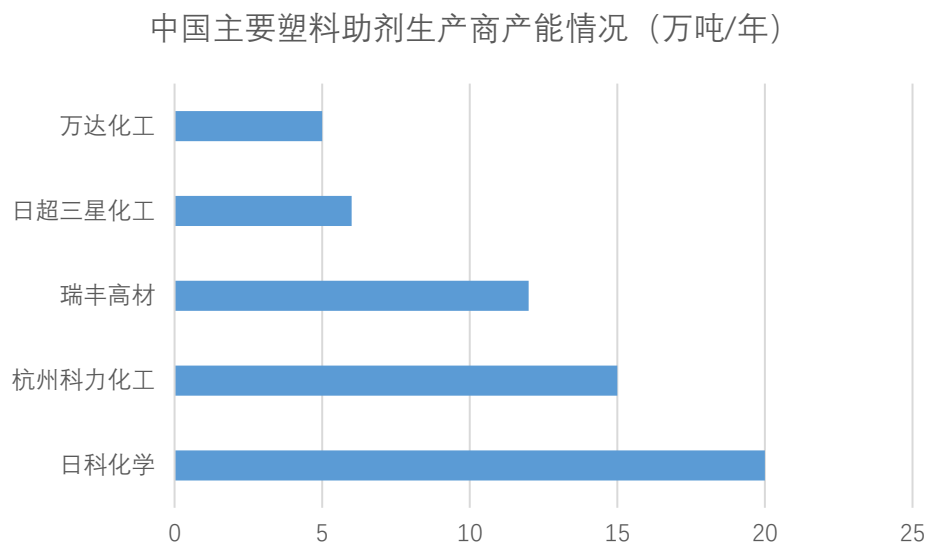
了长期的合作关系，公司客户优势明显。

### 1.2.3. 公司 ACR 业务：PVC 地板拉升下游市场上行，ACR 产能居行业前列

**PVC 地板行业发展迅速，公司细分赛道优势明显。**PVC 地板是 ACR 助剂的主要应用场景之一，未来该应用将推动 ACR 市场持续增长。公司最先介入 PVC 地板行业，在该行业优势地位明显，主要大型客户均与公司建立了合作关系，公司 ACR 产品已开始为下游畜牧板供应，市场渗透率有望进一步提高。

**公司 ACR 产能处于行业前列。**公司 PVC 助剂综合产能已达 14 万吨，其中 ACR 产品产能有 7 万吨。目前国内 ACR 产能约 25 万吨，公司 7 万吨产能占比 28%，处于行业领先水平。

图 4：中国主要塑料助剂生产商产能情况（万吨/年）



资料来源：各公司公告，各公司官网，天风证券研究所

### 1.2.4. 公司 MBS 业务：生产技术全国领先，产能国内第一

**公司 MBS 生产技术全国领先。**公司是国内最早实现 MBS 万吨级装置和连续化工业生产的企业，生产技术国内领先。公司拥有国内最大的 MBS 单套生产设备，单位产线产能可达一万吨，是国内最早采用真空干燥方式干燥 MBS 的企业。公司率先采用真空干燥方式，在不提高干燥温度的情况下，通过真空设备使物料在真空环境中实现水分蒸发，使得安全性得以保障。

**公司 MBS 产能国内第一。**公司 MBS 抗冲改性剂产品主要应用于透明和不透明片材制品、PVC 管材型材制品、医药和消费品包装材料、WPC 和 SPC 地板墙板等装饰材料的耐磨层及印刷层材料、磁卡材料以及其他功能膜材料等领域。产品主要用于上述产品的加工和改性，赋予产品优良的加工性、抗冲性和耐候性等化学物理性能。公司年产 2 万吨 MBS 抗冲改性剂项目（一期）已经建成，并于报告期末转为固定资产，目前调试基本结束且试运行平稳，正在办理验收手续。随着新项目的投产，公司 MBS 产能达到 5 万吨/年，位居全国第一。随着公司 MBS 抗冲改性剂项目（二期）2 万吨/年 MBS 产能落地，公司 MBS 产能将进一步得到提高。

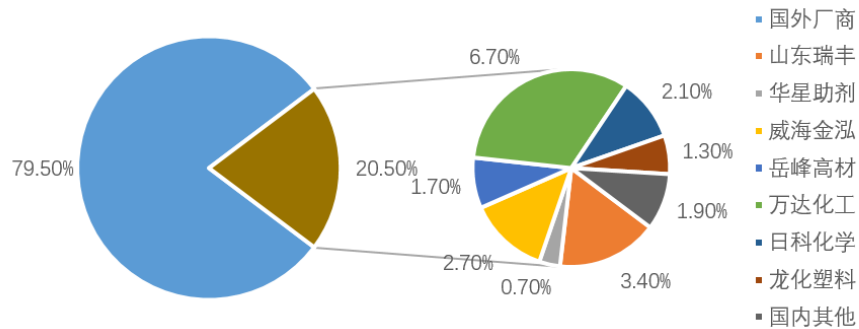
### 1.2.5. 品牌化经营，国内外市场知名度高

**公司重视品牌建设，在国内外市场有较高知名度。**公司注重品牌建设，坚持以技术优势带动产品优势、以产品优势强化品牌优势。公司自有品牌“鲁山”商标是中国驰名商标。公司可以根据客户不同需求提供不同的高质量产品，技术服务水平高，在客户中建立了较高的满意度、信任度。经过长期的积累，公司的产品和“鲁山”品牌得到了客户的广泛认可，在国内外市场有较高知名度和影响力，拥有一大批优秀的客户群体。目前，公司拥有国内客户近 3000 家，产品出口欧美、南亚、东南亚、东亚等 60 多个国家和地区。

### 1.2.6. PVC 助剂行业集中度提升，主要生产商有望受益

塑料助剂行业集中度将进一步提升。近几年，环保形势异常严峻，环保督查力度逐渐加大。国家和各个重点省份均成立了督查组，进行多轮次的督查，落后产能、中小企业陆续被淘汰，国内 PVC 企业数量从 2012 年的 90 多家减少到 18 年的 70 多家，企业平均规模从不到 25 万吨/年增加至 32 万吨/年；2019 年行业前三企业产能占比超过 30%。预计增塑剂行业将继续整合，行业集中度有望进一步提升。

图 5：2017 年 MBS 主要厂商市占率



资料来源：高瞻资讯，天风证券研究所

公司市占率约 30%，行业主要生产商有望受益于行业整合。据中国塑料加工工业协会统计数据显示，2019 年前三季度，我国抗冲改性剂与加工助剂 40 万吨，估算 2019 年抗冲改性剂与加工助剂 53.3 万吨。根据前瞻研究院统计数据，中国 2019 年 MBS 和 ACR 占总的加工助剂及抗冲改性剂的 55%，需求量为 29.3 万吨。2019 年公司 PVC 助剂销售量为 8.47 万吨，市占率约 30%。作为 PVC 助剂的主要生产商，公司将受益于行业整合，市占率有望进一步提升。

### 1.3. 公司 PVC 助剂扩产进行时，产能增幅达 67%

公司按照既定计划积极推进项目建设。公司扩产的年产 4 万吨 MBS 抗冲改性剂项目一期工程（2 万吨/年）已建成转固，二期工程初步计划将于 2020 年秋冬季节开始动工，由于一期工程的附属设施已经建设完毕，二期工程较一期工程的建设周期将缩短，投资额会降低；临沂瑞丰年产 4 万吨 MC 抗冲改性剂项目二期工程（年产 2 万吨 MC）和年产 2 万吨环氧氯丙烷工程项目手续基本办理完毕，目前在等环评批复，争取于今年年底正常运行。

表 3：瑞丰高材在建项目

目前项目	产能	竣工时间
临沂瑞丰年产 4 万吨 MC 抗冲改性剂项目二期工程	年产 2 万吨 MC	2020 年 9 月竣工投产
临沂瑞丰年产 2 万吨环氧氯丙烷工程	年产 2 万吨环氧氯丙烷	2020 年 9 月竣工投产
年产 4 万吨 MBS 抗冲改性剂（二期）项目	年产 2 万吨 MBS	准备阶段

资料来源：瑞丰高材公司年报，天风证券研究所

公司新建 MBS 产线转固，目前 MBS 产能国内第一。截至 2020 年 6 月，公司年产 4 万吨 MBS 抗冲改性剂项目（一期）项目已经建成，已转为固定资产，目前调试基本结束且试运行平稳，正在办理验收手续。随着新项目的投产，公司 MBS 产能达到 5 万吨/年，MBS 产能位居全国第一。公司 MBS 抗冲改性剂项目（二期）规划了 2 万吨/年 MBS 产能，预计随着项目的落地，在市场增长的背景下，公司产能及产销量将进一步提高。

新建 PVC 助剂项目将为公司贡献 8 万吨的产能。MBS 一期项目投产后将贡献 2 万吨 PVC

助剂产能，预计 MBS 二期也将贡献每年 2 万吨产能；同时，2020 年 9 月投产的 MC 抗冲改剂二期项目、2 万吨环氧氯丙烷工程将共贡献 4 万吨产能。与公司之前的 12 万吨 PVC 助剂产能对比，未来产能增幅为 67%。

## 2. 可降解塑料快速发展，PBAT 打开公司成长空间

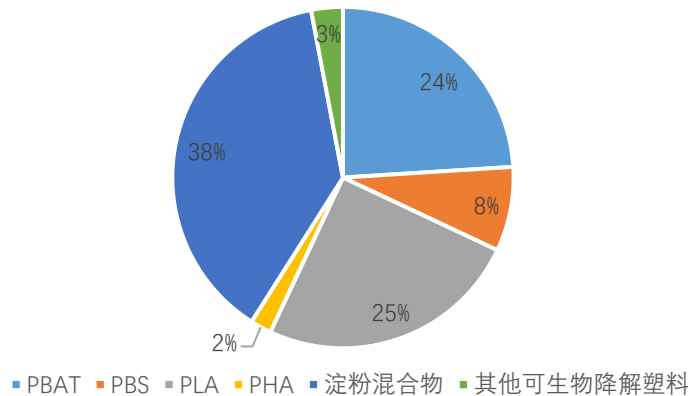
### 2.1. 受益于政策推动，PBAT 市场将快速增长

**受政策影响，可降解塑料行业将打开 36 倍增长空间。**2020 年以来，中国频繁发布关于限制、禁止不可降解塑料的政策，要求在 2025 年之前全面禁止不可降解塑料的使用。2020 年 1 月《关于进一步加强塑料污染治理的意见》(后称“意见”)颁布，按照“禁限一批、替代循环一批、规范一批”的思路，提出塑料污染治理分阶段的任务目标，在 2025 年，完善塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度，对不可降解塑料逐渐禁止、限制使用，可降解塑料迎来发展重要契机。2020 年 7 月，国家发展改革委联合生态环境部、工业和信息化部等部门就落实“意见”发布了《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，要求各地在 8 月中旬前出台省级实施方案，重点围绕 2020 年底阶段性目标，确保如期完成目标任务。中央连续两次发布要求，表明了我国在治理塑料污染方面的决心，为可降解塑料等环保塑料替代品行业的发展提供了政策上的支持。根据测算，政策落地后，仅外卖、快递、农膜三个领域未来可降解塑料需求将达到 154.53 万吨，对应可降解塑料市场约 270 亿元。对比我国当下 4.2 万吨的市场需求量，市场增长空间达 36 倍。

**目前可降解塑料产品以淀粉基降解塑料、PLA 和 PBAT 为主。**从全球产能分布来看，淀粉基降解塑料、PLA 和 PBAT 是主要产品。根据智研咨询发布数据，截至 2019 年，全球生物降解塑料中，PLA 占比 25%，PBAT 占比 24%，淀粉基降解塑料占比 38%。

图 6：全球不同种类生物降解塑料产能结构占比

截止2019年全球不同种类生物降解塑料产能结构占比



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

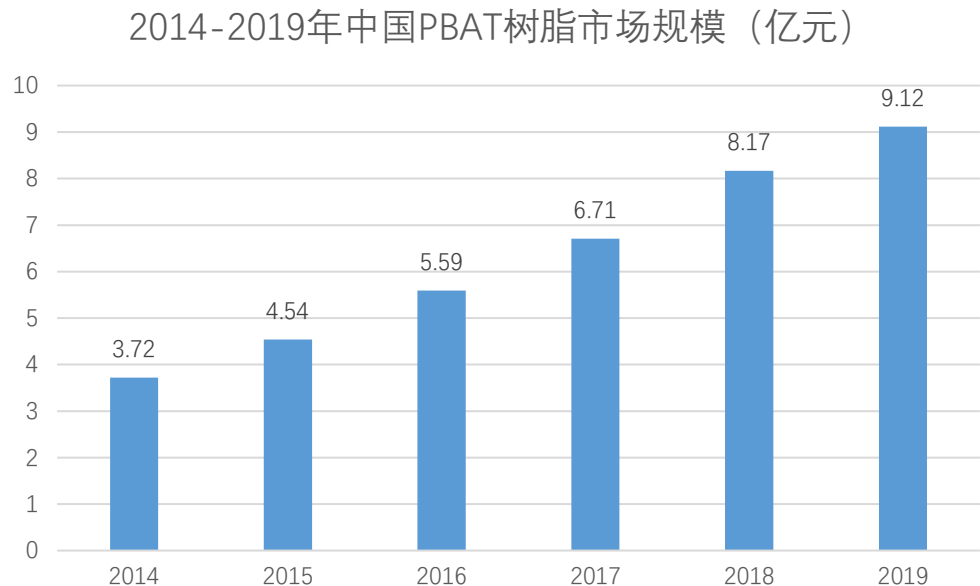
**淀粉基塑料性能较差，无法实现完全降解，难以得到进一步推广。**淀粉基降解塑料的缺点在于其使用寿命、机械性能以及印刷性能都较差，且无法完全降解，仍会造成环境污染。2018 年奥地利启动立法，禁止所有不可完全降解的塑料袋；2019 年欧盟宣布将逐步提高塑料瓶必须含有的再生成分比例。按此趋势，预计未来以淀粉基塑料为代表的生物不完全可降解塑料将会被市场逐步淘汰。

**PBAT 性能佳，可实现完全降解，是未来主流的可降解塑料产品之一。**PBAT 具备良好的延展性、断裂伸长率、耐热性和冲击性能，可用于生产一次性日用品、包装材料、农用薄膜等领域。此外，PBAT 拥有良好的生物降解性能，使用后能被自然界中微生物完全降解，将成为未来主流的可降解塑料产品。

## 2.2. 可降解塑料成为下一个风口，中国 PBAT 市场发展迅速

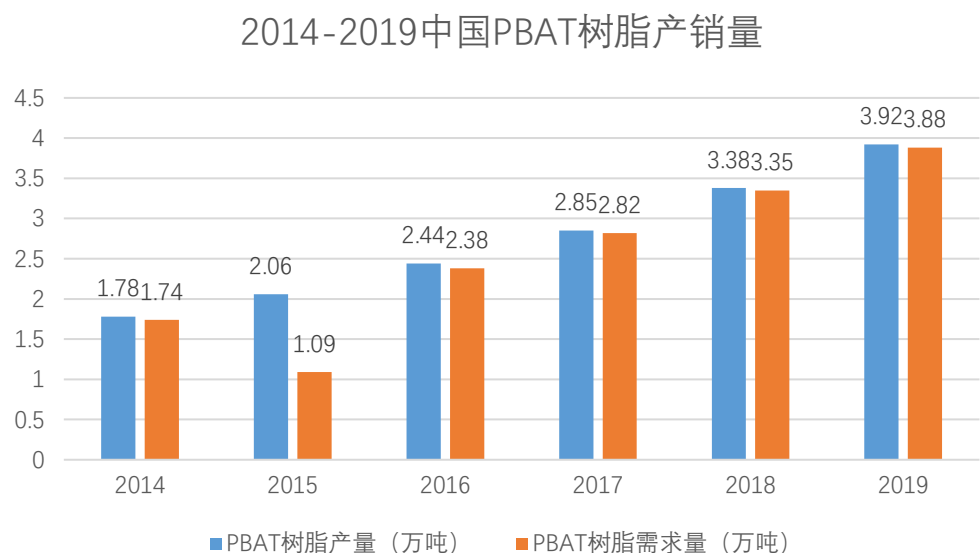
近年来我国 PBAT 市场规模快速增长，CAGR 达 19.64%。根据智研咨询的数据显示，需求量从 2014 年的 1.74 万吨增长至 2019 年的 3.88 万吨，年复合增长率 16.43%。从市场规模看，2014 年我国 PBAT 树脂市场规模 3.72 亿元，2019 年达到 9.12 亿元，2014-2019 年复合增长率 19.64%。

图 7：2014-2019 中国 PBAT 树脂市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，天风证券研究所

图 8：2014-2019 中国 PBAT 树脂产销量



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，天风证券研究所

**我国 PBAT 产能水平目前全球领先。**我国 PBAT 产量从 2014 年的 1.78 万吨增长至 2019 年的 3.92 万吨，年复合增长率 16.43%。近几年 PBAT 发展迅猛，产能已经超过国外，成为全球最大的 PBAT 生产国家，产能占比达 57%。我国企业中金发科技、山东汇盈等公司 PBAT 产能均较高，国内其他公司也在加速规划布局新建 PBAT 产能，如彤程新材拟新建 10 万吨 PBAT 产能，瑞丰高材拟新建 6 万吨产能等，预计未来我国 PBAT 产能将持续增长。

表 4: PBAT 国内外产能情况

	生产企业	产能 (万吨/年)	
国内已有	金发科技	7.1	
	金辉兆隆	2	
	亿帆鑫富	1.2	
	山东悦泰	2.5	
	蓝山屯河	0.5	
	南通龙达生物	1	
	甘肃莫高	2	
	重庆鸿庆达	3	
	杭州鑫富	2	
	山东汇盈	2.5	
	国外在建与规划	江苏科奕莱	2.4
		华腾沧州	4
		瑞丰高材	6
金发科技		6	
鹤壁莱闰		10	
彤程新材		10	
内蒙东源		20	
华峰新材		30	
新疆美克		3	
恒泰源		3	
新疆望龙京		13	
巴斯夫 (广东)		4.8	
江苏和时利		1	
东部湾 (上海)		8	
山东泓达		16	
山东同邦	30		
海外	巴斯夫 (德国)	7.4	
	意大利 Novamont	10	

资料来源: 公司公告, 中国产业信息网, 天风证券研究所

### 2.3. 公司提早布局 6 万吨 PBAT 产线, 投产后预计业绩弹性达 100%

**公司布局可降解塑料, PBAT 业务将成为新的盈利增长点。**公司年产 6 万吨的 PBAT 生物降解塑料项目总投资 3.2 亿元, 预计全部投资回收期 (含 1.5 年建设期) 为 3 年。目前项目已经完成立项、可研、环评、安评、环评手续, 并且已经顺利通过中试, 计划于 2021 年 6 月 30 日前竣工。项目全部达产达效后, 预计可实现年营业收入 11.52 亿元, 净利润 1.07 亿元, 业绩弹性达 100%。PBAT 业务项目投产后能扩大瑞丰高材生产规模, 有利于优化瑞丰高材的产品结构, 并将为公司贡献新的重要盈利增长点。

**公司 PBAT 项目技术可靠, 计划投产时间早, 业绩确定性高。**公司 PBAT 项目为瑞丰高材下属研究中心自主研发及通过技术合作取得, 工艺技术由上海聚友化工有限公司提供, 具有自主知识产权的专有工艺技术和设备, 用于生产 PBAT 生物可降解聚酯切片, 公司已拥有成熟的工程经验, 工艺技术成熟、可靠, 已在国内建成数万吨连续生产线, 装置运行安全稳定, 产品质量优良。本项目工艺技术路线为从浆料供应至产品造粒设计采用连续运行方式, 使最终产品的品质保持稳定均一, 产品性能达到国际先进水平。该产品将共用公司 MBS 部分附属设施, 相应可以减少投资额, 也可以缩短项目建设周期, 计划于 2021 年 6 月 30 日前竣工。公司 PBAT 项目技术可靠, 计划投产时间早, 未来业绩兑现确定性高。

## 3. 公司介绍

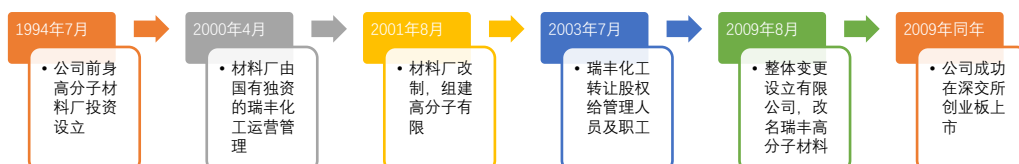
### 3.1 公司简介

山东瑞丰高分子材料股份有限公司, 成立于 1994 年, 属国家级高新技术企业, 注册商标



为“鲁山”。2011年7月，公司在深圳创业板成功上市。公司主要从事以加工助剂和抗冲改性剂为主的高性能PVC助剂的研发、生产和销售，主要产品包括加工助剂、ACR抗冲改性剂、MBS抗冲改性剂等，属于精细化工行业。公司产品广泛应用于PVC化学建材、包装材料、汽车及其他交通工具和日用品等领域，为国内相关行业的多家PVC制品企业提供PVC助剂的销售、个性化的售前配料方案服务和售后技术服务，是国内最大的PVC加工助剂和除CPE外的抗冲改性剂供应商之一。

图9：公司发展历程



资料来源：创业板首发招股说明书，天风证券研究所

### 3.2 公司研发情况及获奖情况

1994年5月，在沂源化肥厂筹建。企业名称为山东沂源高分子材料厂。  
 1994年7月，建成年产1000吨PVC加工助剂ACR生产装置一套，并顺利进行了试生产。  
 1994年12月，建成国内最大的5000吨/年MBS生产装置，并进行MBS的试生产。  
 1998年8月，自行研制开发出PVC发泡调节剂LS-530，并实现工业化生产。  
 2000年10月，率先在国内研制开发出PVC抗冲改性剂LS-21，并实现工业化生产。  
 2001年5月，自行研制开发出CPVC加工改性剂LA-50树脂，并实现工业化生产。  
 2001年8月，企业改制为股份制，更名为：沂源瑞丰高分子材料有限公司。  
 2003年7月，公司从原沂源化肥厂剥离，名称仍为沂源瑞丰高分子材料有限公司。  
 2004年3月，公司5000吨丁苯胶乳装置建成投产，10月份高抗冲MBS树脂研制成功，并实现工业化生产。  
 2004年6月，率先在国内研制开发出PVC超高分子量加工助剂LP-80，并实现工业化生产。  
 2005年3月——2005年12月，完成3000吨/年MBS树脂项目基建工程和设备安装，在2006年“五一”前建成投产。  
 2006年2月，启动4000吨/年ACR树脂项目扩建工程，当年“十一”竣工投产。  
 2007年10月，建成投产年产8000吨MBS装置，MBS总产能达到12000吨。  
 2008年5月启动10000吨/年抗冲改性剂ACR树脂项目建设，同年10月建成投产运营。  
 2009年公司更名为：山东瑞丰高分子材料股份有限公司并在深交所挂牌上市。

表5：公司获奖情况表

2001年	年产5000吨抗冲改性剂ACR树脂项目被国家发展计划委员会列为高技术产业化推进项目。
2002年	承担山东省地方火炬计划-500吨/年氯化聚氯乙烯加工改性剂LA-50树脂项目。
2002年	“抗冲型ACR树脂”项目于被科技部立项为“国家级火炬计划项目”。
2003年	通过了ISO9001:2000国际质量管理体系认证，并被山东省科技厅认定为高新技术企业。
2004年	“氯化聚氯乙烯加工改性剂LA50”获国家发明专利。
2005年	PVC抗冲改性剂ACR、MBS树脂分别被评为山东省高新技术产品。
2006年	承担淄博市PVC用透明型丙烯酸酯类抗冲改性剂LS-12树脂科技发展计划。
2006年	公司设立的高分子材料研究所被评为山东省PVC助剂工程技术研究中心。
2007年	被国家科学技术部认定为国家火炬计划重点高新技术企业。
2008年	“一步合成聚氯乙烯用丙烯酸酯类抗冲改性剂的方法”和“丙烯酸酯类抗冲改性剂用隔离剂及使用方法”获

国家发明专利。

2008年 PVC 发泡调节剂 LS 产品、PVC 加工助剂 LP 产品被评为山东省高新技术产品。

2008年 被淄博市委市政府评为“全市优秀中小企业”、“淄博市工业先进企业”。

2009年 “聚氯乙烯用润滑型加工助剂及制备方法”、“PVC 用超大粒度高流动性丙烯酸酯类抗冲改性剂”和“PVC 用透明型丙烯酸酯类抗冲改性剂”获国家发明专利。

2009年 被淄博市人民政府认定为“创新成长型企业”和“淄博市工业先进企业”。

2009年 山东省认定为国家级高新技术企业。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.3 股权结构

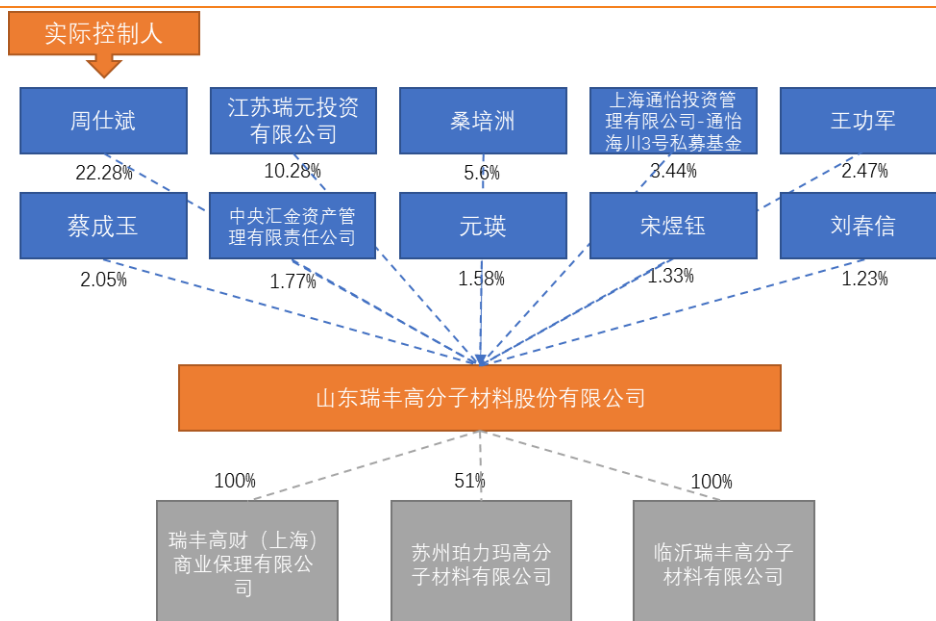
截止 2020 年第一季度，公司控股股东为自然人周仕斌，持有公司 22.28% 的股份，第二大股东为江苏瑞元投资有限公司，持股比例 10.28%，剩余持股皆在 10% 以下。公司实际控制人为周仕斌，通过信托或其他资产管理方式控制公司。

表 6：排名前十股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	周仕斌	51,752,197	22.2800
2	江苏瑞元投资有限公司	23,882,188	10.2800
3	桑培洲	13,011,240	5.6000
4	任元林	8,048,657	3.4600
5	王功军	5,748,313	2.4700
6	常州京泽永兴投资中心(有限合伙)	5,187,309	2.2300
7	蔡成玉	4,767,763	2.0500
8	中央汇金资产管理有限责任公司	4,101,570	1.7700
9	元瑛	3,412,890	1.4700
10	宋煜钰	3,091,781	1.3300
	合计	123,003,908	52.9400

资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：公司股权穿透图

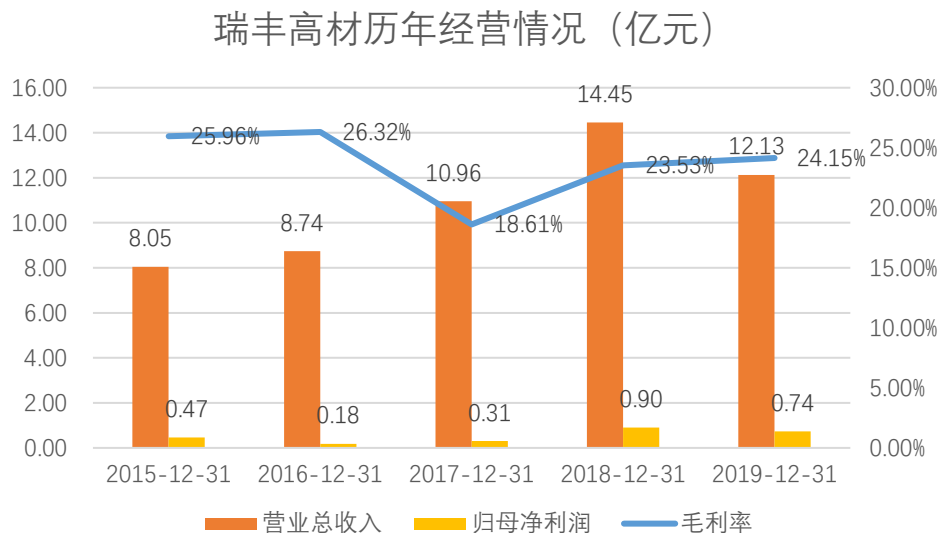


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.4 公司业绩基本稳定，15-19 年 CAGR 为 8.55%

公司主要营收来自 PVC 行业，产品包括 ACR 助剂，ACR 抗冲改剂，MBS 抗冲改剂等。2019 年公司实现营业收入 12.13 亿元，15-19 年 CAGR 为 8.55%；实现营业利润 9,520.98 万元，15-19 年 CAGR 为 10.00%；实现利润总额 9,114.43 万元，15-19 年 CAGR 为 7.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 7,452.54 万元，15-19 年 CAGR 为 9.80%。19 年营业收入和利润同比下降的主要因素，一是中美贸易战及宏观经济环境的不利影响；二是主要原材料价格同比下降导致产品销售价格下降，使得营业总收入同比下降，导致净利润同比下降。

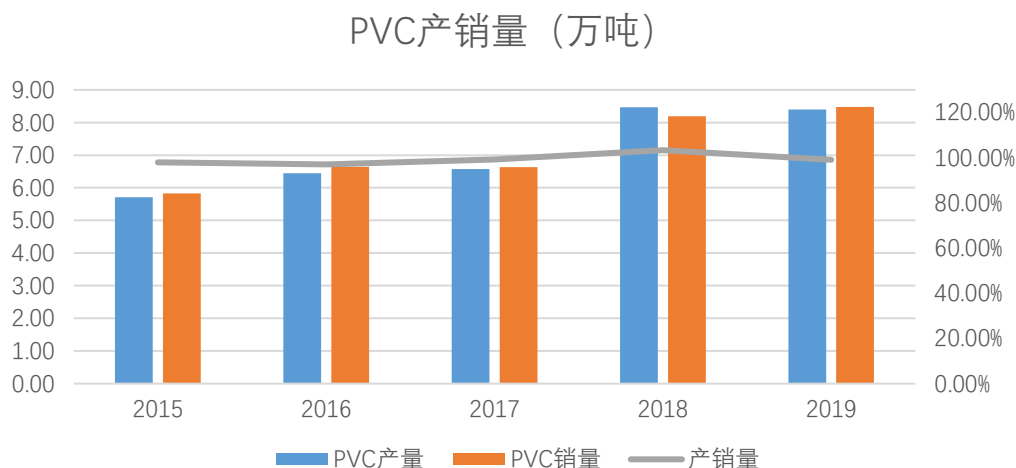
图 11：瑞丰高材历年经营情况（亿元）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

从产销量情况来看，公司产销量逐年上升。即使是在经营环境不景气的 2019 年，产销量依然维持与 18 年相同的水平。截至目前，公司综合产能已达到 14 万吨，其中，ACR 产能 7 万吨，MBS 产能 5 万吨，MC 产能 2 万吨，据智博睿咨询统计，MBS 当前国内产能共 8-9 万吨，公司拥有 5 万吨，处于行业领先地位；ACR 国内产能大约 25 万吨，公司达 7 万吨，占 28%；因此公司的生产规模处于同行业中的领先地位。CPE 助剂 2019 年国内产能达到 110 万吨，目前国内 5 万吨/年以上产能企业共 7 家，公司虽然没有布局 CPE 产品，但也拥有作为传统 CPE 替代品的 2 万吨的 MC 抗冲助剂，为公司产能提升做出贡献。同时公司生产设备先进，并实现了高度自动化控制，可有效提升生产效率，降低生产成本；经过 20 年来持续的工艺改进，公司的生产工艺达到国际先进水平。

图 12：公司 PVC 产品产销量（吨）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

公司所处行业竞争激烈。公司所处的行业为 PVC 助剂制造业，行业竞争较激烈，但公司通过持续的科研创新和工艺改进提升了公司产品质量，品牌优势进一步树立，通过品牌和信誉引领市场，避免了产品同质化恶性竞争。公司竞争对手主要有美国罗门哈斯、日本钟渊、三菱、韩国 LG、台塑、日科化学（300214）、东营万达、潍坊宏福、潍坊东临等。

公司下游客户资源丰富。公司下游客户主要是 PVC 制品制造企业，产品广泛应用于 PVC 化学建材、全屋装饰材料、包装材料、磁卡材料和其他日用品等领域。经过长期的积累，公司的产品和“鲁山”品牌得到了客户的广泛认可，在国内外市场有较高知名度和影响力，拥有一大批优秀的客户群体。目前，公司拥有国内客户近 3000 家，产品出口欧美、南亚、东南亚、东亚等 60 多个国家和地区。

## 4. 盈利预测

核心假设：

(1) 公司最主要的利润来源为 PVC 助剂的销售收入，可以分为 ACR 抗冲改性剂、ACR 加工助剂、MBS 抗冲改性剂和 MC 的销售收入。此外公司布局 PBAT 业务，预计将于 2021 年内实现投产。

(2) 预计随公司产能扩张及产销量上升，公司 PVC 助剂 2020-2022 收入分别为 12.4 亿元、14.8 亿元和 19.3 亿元；对应毛利分别为 3.5 亿元、4.0 亿元和 5.1 亿元。

(3) 在 PBAT 领域，预计 2021 年和 2022 年产量分别为 2 万吨、6 万吨；PBAT 业务营业收入分别为 4 亿元和 11.1 亿元，毛利为 1.2 亿元和 3 亿元。

表 7：收入分拆预测（单位：万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PVC 业务</b>						
营业收入	109,459.14	144,295.83	121,126.46	124,322.84	147,638.52	192,665.37
营业成本	89,224.03	109,832.26	91,966.42	89,711.91	107,485.37	141,403.14
毛利率	18.49%	23.88%	24.07%	27.84%	27.20%	26.61%
毛利润	20,235.11	34,463.57	29,160.04	34,610.93	40,153.15	51,262.23
<b>PBAT 业务</b>						
收入	-	-	-	-	40000	111000
成本	-	-	-	-	28000	84000
毛利	-	-	-	-	12000	27000

资料来源：wind，天风证券研究所

随着行业发展及公司新项目陆续投产，公司成长性将进一步提高。我们预计公司 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.36/0.68/1.25 元，对应动态 PE 35/19/10 倍。对标国内同样布局可降解塑料的金丹科技、彤程新材 2020 年平均 61.84 倍 PE（wind 一致预期），保守估计给予公司 2020 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 19.8 元。

## 5. 风险提示

### 5.1. 公司项目落地不及预期风险

公司当前投资项目较多，包括年产 4 万吨 MBS 抗冲改性剂（二期）项目、年产 6 万吨 PBAT 生物降解塑料项目、临沂瑞丰年产 4 万吨 MC 抗冲改性剂项目（二期）项目、临沂瑞丰年产 2 万吨环氧氯丙烷工程项目。若由于市场供求变化、产业政策调整、技术更新等因素发生不利变化，则可能存在项目无法达到预期收益的情形，进而导致净资产收益率下降、固定资产减值等风险。

### 5.2. 原材料价格及品质波动风险

受新冠疫情及沙特、俄罗斯石油减产谈判的双重影响下，原油价格大幅下跌，致使公司使

用的主要原材料价格大幅下跌或剧烈波动。特别是一季度，丁二烯、苯乙烯、丙烯酸丁酯的价格均不同程度的快速下跌，直至 4 月份才趋于平稳。而公司使用量最大的原材料甲基丙烯酸甲酯的价格出现在一季度暴跌，二季度暴涨的现象。原材料采购成本直接关系到公司盈利水平，而且原材料的价格大幅波动会影响公司产品成本的把控。未来国际油价走势仍存在很大不确定性，可能会导致公司主要原材料价格较大幅度波动，如果公司不能较好的把控，可能影响公司的盈利水平。

### 5.3. 新产品开发不及预期风险

公司年产 6 万吨 PBAT 生物降解塑料项目已经完成可研、立项、环评、安评、环评等手续。此前公司从未涉足过可降解塑料领域，虽然 PBAT 在化学合成上与 PVC 助剂存在一定的共性，当时仍不能保证项目的开发会一帆风顺。若因为预期之外的技术瓶颈导致新产品开发进度不及预期，将会推迟公司 PBAT 产线的落地，进而影响公司收益。

### 5.4. 产品价格下滑风险

产品的价格受市场因素影响较大。目前 PVC 助剂的供需较为稳定，而 PBAT 处于供不应求的阶段，价格水平较高。国内一部分厂商开始布局 PBAT 的生产销售，若未来国内产能增速大于需求增速，则 PBAT 的价格将会有所下滑。产品价格下滑将会直接影响到公司的盈利水平，导致营收和利润不及预期。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	122.59	79.98	100.36	150.11	242.93
应收票据及应收账款	461.09	318.47	459.88	594.92	1,112.13
预付账款	26.78	23.54	26.07	46.29	75.62
存货	106.02	74.21	90.90	163.40	251.24
其他	3.82	149.58	52.90	69.24	94.57
<b>流动资产合计</b>	<b>720.30</b>	<b>645.77</b>	<b>730.11</b>	<b>1,023.96</b>	<b>1,776.50</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	219.49	193.48	263.20	553.58	578.48
在建工程	4.35	92.37	127.42	35.74	6.57
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.31	114.36	108.35	111.44	111.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>336.15</b>	<b>400.21</b>	<b>498.98</b>	<b>700.76</b>	<b>696.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,056.45</b>	<b>1,045.98</b>	<b>1,229.09</b>	<b>1,724.73</b>	<b>2,472.94</b>
短期借款	267.35	193.35	337.93	487.17	880.63
应付票据及应付账款	73.98	89.50	31.38	167.46	175.22
其他	99.19	77.69	74.03	148.09	216.25
<b>流动负债合计</b>	<b>440.52</b>	<b>360.54</b>	<b>443.35</b>	<b>802.72</b>	<b>1,272.09</b>
长期借款	0.00	0.00	29.56	52.55	126.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.48	10.41	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.48</b>	<b>10.41</b>	<b>29.56</b>	<b>52.55</b>	<b>126.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>454.99</b>	<b>370.95</b>	<b>472.90</b>	<b>855.27</b>	<b>1,398.24</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	211.22	232.32	232.32	232.32	232.32
资本公积	75.15	62.45	62.45	62.45	62.45
留存收益	414.37	454.44	513.45	626.72	831.96
其他	(99.28)	(74.19)	(62.45)	(62.45)	(62.45)
<b>股东权益合计</b>	<b>601.46</b>	<b>675.03</b>	<b>745.77</b>	<b>859.04</b>	<b>1,064.28</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,056.45</b>	<b>1,045.98</b>	<b>1,229.09</b>	<b>1,724.73</b>	<b>2,472.94</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	90.19	74.53	83.64	157.36	291.32
折旧摊销	31.88	0.00	15.22	31.31	34.26
财务费用	12.39	10.83	13.45	13.19	12.98
投资损失	0.00	(0.08)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(79.55)	(155.94)	(119.72)	(37.06)	(583.75)
其它	7.08	193.01	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>62.00</b>	<b>122.34</b>	<b>(7.40)</b>	<b>164.79</b>	<b>(245.18)</b>
资本支出	14.86	97.10	130.41	230.00	30.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(32.47)	(150.64)	(250.41)	(460.00)	(60.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(17.62)</b>	<b>(53.54)</b>	<b>(120.00)</b>	<b>(230.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	267.35	193.35	367.49	539.72	1,006.78
股权融资	(2.98)	8.50	(1.71)	(13.19)	(12.98)
其他	(229.56)	(307.21)	(217.99)	(411.58)	(625.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>34.81</b>	<b>(105.37)</b>	<b>147.79</b>	<b>114.95</b>	<b>368.00</b>
汇率变动影响	8.71	4.18	4.18	4.85	5.91
<b>现金净增加额</b>	<b>87.91</b>	<b>(32.39)</b>	<b>24.56</b>	<b>54.59</b>	<b>98.73</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,445.44</b>	<b>1,213.37</b>	<b>1,254.53</b>	<b>1,876.39</b>	<b>3,036.65</b>
营业成本	1,105.44	919.66	897.12	1,384.85	2,254.03
营业税金及附加	10.03	7.34	7.53	11.26	18.22
营业费用	113.66	115.38	150.54	187.64	273.30
管理费用	85.17	65.30	75.27	93.82	151.83
研发费用	4.22	5.06	5.57	6.12	6.43
财务费用	13.80	12.30	13.45	13.19	12.98
资产减值损失	4.73	(3.22)	2.19	1.49	1.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.71	4.25	4.18	4.85	5.91
其他	(10.43)	(7.92)	(8.35)	(9.69)	(11.82)
<b>营业利润</b>	<b>110.12</b>	<b>95.21</b>	<b>107.04</b>	<b>182.87</b>	<b>324.76</b>
营业外收入	1.27	1.25	1.34	2.28	4.14
营业外支出	5.56	5.32	8.11	11.16	20.97
<b>利润总额</b>	<b>105.82</b>	<b>91.14</b>	<b>100.26</b>	<b>173.98</b>	<b>307.94</b>
所得税	15.63	16.62	16.62	16.62	16.62
<b>净利润</b>	<b>90.19</b>	<b>74.53</b>	<b>83.64</b>	<b>157.36</b>	<b>291.32</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>90.19</b>	<b>74.53</b>	<b>83.64</b>	<b>157.36</b>	<b>291.32</b>
每股收益(元)	0.39	0.32	0.36	0.68	1.25

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.91%	-16.06%	3.39%	49.57%	61.84%
营业利润	171.12%	-13.54%	12.43%	70.84%	77.59%
归属于母公司净利润	194.55%	-17.37%	12.24%	88.13%	85.13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.52%	24.21%	28.49%	26.20%	25.77%
净利率	6.24%	6.14%	6.67%	8.39%	9.59%
ROE	14.99%	11.04%	11.22%	18.32%	27.37%
ROIC	17.47%	13.88%	14.94%	19.62%	28.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.07%	35.46%	38.48%	49.59%	56.54%
净负债率	24.07%	16.80%	35.82%	45.35%	71.77%
流动比率	1.64	1.79	1.65	1.28	1.40
速动比率	1.39	1.59	1.44	1.07	1.20
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.39	3.11	3.22	3.56	3.56
存货周转率	15.30	13.46	15.20	14.76	14.65
总资产周转率	1.49	1.15	1.10	1.27	1.45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.39	0.32	0.36	0.68	1.25
每股经营现金流	0.27	0.53	-0.03	0.71	-1.06
每股净资产	2.59	2.91	3.21	3.70	4.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.71	39.59	35.27	18.75	10.13
市净率	4.91	4.37	3.96	3.43	2.77
EV/EBITDA	10.10	12.32	22.91	14.20	9.69
EV/EBIT	12.48	15.70	25.80	16.47	10.67

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com