

投资评级 优于大市 首次覆盖

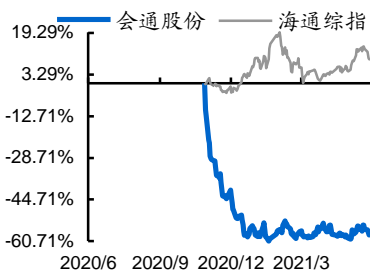
扩产 30 万吨高性能复合材料，成立合资公司进军聚乳酸行业

股票数据

07月09日收盘价(元)	19.75
52周股价波动(元)	15.30-42.22
总股本/流通A股(百万股)	459/44
总市值/流通市值(百万元)	9071/862

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	10.7	22.1	20.7
相对涨幅 (%)	13.9	20.7	20.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 改性塑料龙头企业，设计总产能达 38.9 万吨。** 公司是国内规模最大、客户覆盖最广的改性塑料企业之一，主要产品为改性塑料，产品具体可以分为聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列。公司目前拥有安徽、广东、重庆三大生产基地，设计总产能达到 38.9 万吨。2020 年公司实现营收 41.24 亿元，同比增长 2.29%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 67.38%。
- 改性塑料市场空间广阔，公司坐拥优质客户资源。** 改性塑料系在塑料的基础上通过改性技术加工而成，具有显著的个性化和定制化的特征。2019 年国内塑料改性率为 20.42%，仍显著低于世界平均水平，具备较大的市场空间。公司拥有扎实的研发实力、良好的产品质量，与下游主要应用领域家电、汽车中多家知名企业建立了长期稳定的合作关系。公司已形成覆盖全国的交付网络，就近生产、快速响应，满足客户的多样化需求。
- 募投扩产 30 万吨高性能复合材料，巩固强化市场地位。** 公司拟投资 11.05 亿元建设 30 万吨高性能复合材料项目，投资 0.85 亿元建设研发中心项目，其中 30 万吨高性能复合材料项目建设周期为 3 年。我们认为募投项目达产后，将有利于提升公司在高端复合材料上的竞争力，满足下游客户更加多样化的需求，进而将巩固和强化公司的市场地位。
- 设立合资公司建设 35 万吨聚乳酸，进军生物降解塑料行业。** 公司公告拟以货币出资不超过 1.22 亿元与芜湖润安兴、朗润资产及其他非关联投资方共同投资设立合资公司，以此方式开展年产 35 万吨聚乳酸项目。项目分两期，其中一期投资 20 亿元，建设 5 万吨聚乳酸，建设周期 3 年。我们认为聚乳酸作为生物基可降解材料的一种，属于公司现有产品的上游原料之一，随着项目投产，与公司主营业务具有协同性，公司竞争实力有望得到进一步提高。
- 盈利预测与估值区间。** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.50、0.62、0.77 元/股，结合可比公司估值，按照 2021 年 3-4 倍 PS，对应合理价值区间 28.1-37.5 元；按照 40-43 倍 PE，对应合理价值区间 20.0-21.5 元。综合考虑后，给予 2021 年 40-43 倍 PE，对应合理价值区间 20.0-21.5 元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示。** 募投项目投产低于预期、原材料价格上涨、改性塑料价格下跌。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4031	4124	4304	4975	5998
(+/-)YoY(%)	113.8%	2.3%	4.4%	15.6%	20.6%
净利润(百万元)	109	182	232	286	352
(+/-)YoY(%)	168.1%	67.4%	27.1%	23.3%	23.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.40	0.50	0.62	0.77
毛利率(%)	14.5%	16.8%	17.2%	17.7%	18.3%
净资产收益率(%)	9.2%	10.8%	12.1%	12.9%	13.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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

公司主要产品为改性塑料，因此我们的盈利预测如下：

公司 30 万吨高性能复合材料项目分两期建设，每期均为 1.5 年，因此我们预计一期项目将于 2022 年投产，二期项目将于 2023 年投产。公司 2021-2023 年销量增速分别为 3%、15%和 20%；随着产品结构不断优化，销售价格 2021-2023 年略有提升，毛利率同步小幅提升。

表 1 2021-2023 年会通股份分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
改性塑料				
销售收入 (百万元)	4017	4196	4866	5888
销售成本 (百万元)	3330	3462	3990	4799
毛利率 (%)	17%	18%	18%	19%
其他				
销售收入 (百万元)	107	108	109	110
销售成本 (百万元)	100	101	102	103
毛利率 (%)	6%	7%	7%	7%
合计				
销售收入 (百万元)	4124	4304	4975	5998
销售成本 (百万元)	3430	3562	4092	4902
毛利率 (%)	17%	17%	18%	18%

资料来源：公司 2020 年年报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PS 2021E
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
联泓新科	003022.SZ	36	0.62	0.79	0.96	1.09	58	46	38	33	6.6
金丹科技	300829.SZ	63.94	1.06	1.24	1.78	2.78	60	52	36	23	8.4
普利特	002324.SZ	11.12	0.47	0.45	0.55	0.69	24	25	20	16	2.5
平均							47	41	31	24	5.8

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为2021年7月9日收盘价，每股收益均为WIND一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	4124	4304	4975	5998
每股收益	0.40	0.50	0.62	0.77	营业成本	3430	3562	4092	4902
每股净资产	3.68	4.18	4.80	5.57	毛利率%	16.8%	17.2%	17.7%	18.3%
每股经营现金流	-0.19	-0.59	1.53	0.39	营业税金及附加	22	19	23	28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	139	146	162	201
P/E	49.78	39.17	31.76	25.77	营业费用率%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%
P/B	5.37	4.72	4.11	3.55	管理费用	101	88	108	133
P/S	2.20	2.11	1.82	1.51	管理费用率%	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	27.87	25.79	21.68	18.90	EBIT	263	317	387	492
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	69	87	87	136
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	2.0%	1.7%	2.3%
毛利率	16.8%	17.2%	17.7%	18.3%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	4.4%	5.4%	5.7%	5.9%	投资收益	-3	-3	-5	-5
净资产收益率	10.8%	12.1%	12.9%	13.8%	营业利润	194	258	323	388
资产回报率	4.2%	3.9%	4.5%	4.5%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	8.1%	6.9%	7.6%	7.6%	利润总额	195	258	323	388
盈利增长 (%)					EBITDA	344	395	472	588
营业收入增长率	2.3%	4.4%	15.6%	20.6%	所得税	12	17	21	25
EBIT 增长率	34.9%	20.6%	21.9%	27.0%	有效所得税率%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
净利润增长率	67.4%	27.1%	23.3%	23.2%	少数股东损益	0	10	16	11
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	182	232	286	352
资产负债率	60.8%	67.1%	64.7%	67.0%					
流动比率	1.13	1.01	0.94	0.87	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.90	0.80	0.74	0.68	货币资金	515	610	680	710
现金比率	0.21	0.16	0.18	0.14	应收账款及应收票据	1528	2233	2057	2605
经营效率指标					存货	514	718	714	859
应收账款周转天数	90.88	116.66	95.74	101.10	其它流动资产	159	187	177	198
存货周转天数	54.74	73.55	63.68	63.99	流动资产合计	2716	3748	3628	4373
总资产周转率	0.96	0.73	0.79	0.76	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.85	3.94	3.91	3.77	固定资产	851	1091	1271	1591
					在建工程	181	481	881	1381
					无形资产	347	333	320	307
					非流动资产合计	1595	2120	2688	3495
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	4311	5869	6316	7867
净利润	182	232	286	352	短期借款	1133	2196	2318	3222
少数股东损益	0	10	16	11	应付票据及应付账款	697	859	909	1135
非现金支出	102	77	85	96	预收账款	0	3	2	3
非经营收益	68	92	101	149	其它流动负债	571	660	634	690
营运资金变动	-441	-684	214	-431	流动负债合计	2401	3717	3863	5051
经营活动现金流	-88	-273	701	178	长期借款	106	106	106	106
资产	-87	-604	-654	-904	其它长期负债	115	115	115	115
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	221	221	221	221
其他	7	-3	-5	-5	负债总计	2622	3938	4084	5271
投资活动现金流	-80	-607	-660	-909	实收资本	459	459	459	459
债权募资	1297	1063	122	904	归属于母公司所有者权益	1689	1921	2207	2559
股权募资	352	0	0	0	少数股东权益	0	10	26	37
其他	-1407	-87	-93	-143	负债和所有者权益合计	4311	5869	6316	7867
融资活动现金流	242	975	29	761					
现金净流量	73	95	70	30					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

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： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,永太科技,东华能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。