

投资评级 优于大市 首次覆盖

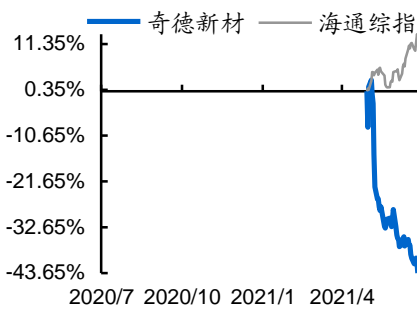
主营高性能改性复合材料，募投项目推动产能进一步扩张

股票数据

07月27日收盘价(元)	26.48
52周股价波动(元)	26.35-55.00
总股本/流通A股(百万股)	84/20
总市值/流通市值(百万元)	2229/528

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.3	-39.1	-
相对涨幅(%)	-13.0	-28.1	-

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:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 公司主营业务为改性尼龙、改性聚丙烯为主的高性能高分子复合材料及其制品的设计、生产和销售。**公司产品主要应用于高端婴童推车及儿童汽车安全座椅的关键结构件、运动器材核心结构件等，另有聚丙烯复合材料主要用于生产口罩专用的熔喷布、无纺布。公司改性尼龙复合材料的拉伸模量等力学指标已与国外产品处于同等水平；对聚丙烯材料加以改性，也提高了其机械性能、耐热性、耐老化性等性能。公司2018-2020年营业收入分别为2.45、2.69、3.61亿元，复合增长率21.4%；毛利率分别为30.02%、35.35%、38.65%，净利润率分别为15.04%、19.02%、23.30%，盈利能力强。
- 受益于新一轮婴童潮及消费升级，公司产品需求有望扩张。**我国0-14岁婴童人口在政策驱动下企稳回升，根据国家统计局数据，0-14岁婴童人口占比已从2013年的16.40%回升至2019年的16.80%；同时伴随着人均可支配收入提升带来的消费升级，我们预测公司下游产品婴童车、儿童汽车安全座椅等市场规模将继续扩大。根据招股书援引《2020中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》数据，国内婴童车市场2019年零售规模约147.20亿元，2013-2019年复合增速为12.40%。另外，体育产业的蓬勃发展及汽车轻量化的趋势也有利于公司主营改性塑料的需求扩张。
- 研发投入强化公司业内竞争优势，有望推动进口替代。**公司2018-2020年研发费用分别为1140.76、1435.12、1715.18万元，占营业收入比例4.65%、5.33%、4.76%。截至2020年底，公司已有29项专利，1449个配方，具备较强的技术竞争优势。中国塑协《汽车轻量化催生改性塑料旺盛需求》一文显示，国内高端改性塑料领域中国企业市场占有率仅30%，而公司已成为国内领先的高端改性复合材料供应商之一，我们预测未来公司有望推动该领域进口替代进程。
- 募投项目推动产能进一步扩张。**公司现有高性能复合材料年产能19687.5吨，另2020年实现精密注塑件产量1901.20吨。公司首次公开发行股票募集资金2.7亿元，募投项目将增加年产能25000吨高性能复合材料、7000吨精密注塑件，公司预计建设期为2年。募投项目将扩大公司生产规模、优化产品结构、增强公司技术和研发优势，以提升公司综合竞争实力。
- 盈利预测与估值区间。**我们预估公司2021-2023年净利润分别为92、102、122百万元，对应EPS为1.10、1.21、1.45元/股，给予2021年25-30倍PE，价值区间为27.50—33.00元，首次覆盖优于大市评级。
- 风险提示。**原材料价格波动；募投项目建设不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	269	361	424	468	568
(+/-)YoY(%)	9.7%	33.9%	17.5%	10.4%	21.4%
净利润(百万元)	51	84	92	102	122
(+/-)YoY(%)	38.7%	64.1%	9.9%	10.0%	20.3%
全面摊薄EPS(元)	0.61	1.00	1.10	1.21	1.45
毛利率(%)	35.3%	38.6%	36.9%	36.8%	36.7%
净资产收益率(%)	18.4%	23.2%	12.1%	11.9%	12.8%

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

盈利假设:

公司现有年产能: 高性能复合材料 19687.5 吨, 精密注塑加工机器工时 365400 小时, 儿童汽车安全座椅 54000 套。募投项目将扩建年产能 25000 吨高性能复合材料、7000 吨精密注塑件, 公司预计建设期为 2 年, 预计将于 2023 年投产。

1) 改性尼龙复合材料及制品方面, 受疫情影响 2020 年销量有所下跌。随着疫情得到有效控制, 我们预测该项业务销量在 2021 年回到正常水平, 即我们预测 2021-2023 年改性尼龙复合材料及制品销量分别同比增长 20% (材料) /50% (制品)、15%、30%; 同时预测价格、毛利率趋于平稳。

2) 改性聚丙烯复合材料及制品方面, 因公司 2020 年业务涉及聚丙烯熔喷料及无纺布等防护用品, 受疫情刺激有较大增长, 而随着疫情得到有效控制, 我们预测该项业务增速将减缓。故我们预测 2021-2023 年销量分别同比增长 3%、3%、3%; 同时预测价格趋于稳定, 毛利率回归到正常水准并稳定。

3) 儿童汽车安全座椅方面, 该业务 2019-2020 年开拓力度较小, 且 2020 年受疫情影响较大; 随着疫情得到有效控制, 我们预测该项业务销量在 2021-2023 年逐渐回升, 即我们预测 2021-2023 年销量分别为 3 万套、4 万套、5 万套, 同比增长 361.47%、33.33%、25.00%; 同时预测价格稳定, 毛利率回归到正常水准并稳定。

4) 其他改性复合材料及制品方面, 2020 年受疫情影响不大, 随着产能进一步扩大, 我们预测 2021-2023 年销量均分别同比增长 10%、15%、30%; 同时预测价格及毛利率回归到正常水准并稳定。

5) 精密注塑模具方面, 2020 年受疫情影响不大, 随着产能扩大, 我们预测 2021-2023 年销量分别同比增长 10%、0%、40%; 同时预测价格及毛利率回归到正常水准并稳定。

表 1 公司分业务盈利预测

	项目	2020	2021E	2022E	2023E
改性尼龙 复合材料	销售收入 (百万元)	115.49	138.59	159.38	207.19
	销售成本 (百万元)	70.54	83.15	95.63	124.32
	毛利率	38.92%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利 (百万元)	44.95	55.44	63.75	82.88
改性尼龙 复合材料制品	销售收入 (百万元)	23.93	36.98	43.80	58.65
	销售成本 (百万元)	15.76	24.04	28.47	38.12
	毛利率	34.15%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利 (百万元)	8.17	12.94	15.33	20.53
改性聚丙烯 复合材料	销售收入 (百万元)	132.00	135.96	140.04	144.24
	销售成本 (百万元)	66.64	81.58	84.03	86.55
	毛利率	49.52%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利 (百万元)	65.37	54.39	56.02	57.70
改性聚丙烯 复合材料制品	销售收入 (百万元)	18.67	19.23	19.81	20.41
	销售成本 (百万元)	11.76	12.50	12.88	13.26
	毛利率	37.05%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利 (百万元)	6.92	6.73	6.93	7.14
儿童汽车 安全座椅	销售收入 (百万元)	3.59	16.58	22.11	27.64
	销售成本 (百万元)	3.34	10.78	14.37	17.97
	毛利率	7.03%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利 (百万元)	0.25	5.80	7.74	9.67
其他改性 复合材料	销售收入 (百万元)	26.93	29.62	34.06	44.28
	销售成本 (百万元)	22.28	23.69	27.25	35.42
	毛利率	17.26%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利 (百万元)	4.65	5.92	6.81	8.86

其他改性 复合材料制品	销售收入 (百万元)	8.56	9.70	11.49	15.38
	销售成本 (百万元)	6.77	6.30	7.47	10.00
	毛利率	20.96%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利 (百万元)	1.79	3.39	4.02	5.38
精密注塑模具	销售收入 (百万元)	27.07	32.76	32.76	45.86
	销售成本 (百万元)	20.10	21.29	21.29	29.81
	毛利率	25.75%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利 (百万元)	6.97	11.47	11.47	16.05
其他主营业务	销售收入 (百万元)	4.38	4.38	4.38	4.38
	销售成本 (百万元)	4.25	4.25	4.25	4.25
	毛利率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利 (百万元)	0.13	0.13	0.13	0.13
合计	销售收入 (百万元)	360.63	423.80	467.83	568.03
	销售成本 (百万元)	221.43	267.59	295.63	359.69
	毛利率	38.60%	36.86%	36.81%	36.68%
	毛利 (百万元)	139.21	156.21	172.20	208.34

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002886.SZ	沃特股份	15.43	0.49	0.47	0.68	48.36	33.15	22.56
002324.SZ	普利特	10.80	0.47	0.44	0.54	36.18	24.59	19.89
	平均值					42.27	28.87	21.23

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 7 月 27 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)					营业收入	361	424	468	568
每股收益	1.00	1.10	1.21	1.45	营业成本	221	268	296	360
每股净资产	4.30	9.08	10.17	11.39	毛利率%	38.6%	36.9%	36.8%	36.7%
每股经营现金流	0.84	0.97	1.09	1.30	营业税金及附加	2	2	2	3
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.24	营业税金率%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	20	21	24	28
P/E	26.52	24.12	21.93	18.23	营业费用率%	5.5%	4.9%	5.2%	5.0%
P/B	6.15	2.92	2.60	2.33	管理费用	18	20	23	27
P/S	4.63	5.26	4.76	3.92	管理费用率%	5.1%	4.6%	4.9%	4.8%
EV/EBITDA	-0.85	20.34	18.30	13.95	EBIT	82	92	100	122
股息率%	0.0%	0.0%	0.4%	0.9%	财务费用	0	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.6%	36.9%	36.8%	36.7%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	23.3%	21.8%	21.7%	21.5%	投资收益	2	2	2	2
净资产收益率	23.2%	12.1%	11.9%	12.8%	营业利润	88	99	108	131
资产回报率	16.9%	10.0%	10.0%	10.7%	营业外收支	8	7	8	9
投资回报率	16.6%	9.6%	9.4%	10.3%	利润总额	96	106	116	140
盈利增长 (%)					EBITDA	94	103	111	142
营业收入增长率	33.9%	17.5%	10.4%	21.4%	所得税	13	14	16	19
EBIT 增长率	46.3%	11.9%	8.4%	21.6%	有效所得税率%	13.9%	13.3%	13.6%	13.4%
净利润增长率	64.1%	9.9%	10.0%	20.3%	少数股东损益	-2	0	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	84	92	102	122
资产负债率	26.4%	16.6%	15.7%	16.1%					
流动比率	4.10	4.13	4.58	4.49	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	3.36	3.55	3.93	3.88	货币资金	142	197	254	308
现金比率	2.04	2.18	2.60	2.52	应收账款及应收票据	77	106	108	137
经营效率指标					存货	47	48	58	68
应收账款周转天数	75.11	89.36	82.23	85.80	其它流动资产	19	22	28	36
存货周转天数	78.14	65.99	72.06	69.03	流动资产合计	284	374	449	549
总资产周转率	0.73	0.46	0.46	0.50	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.34	2.44	1.77	1.28	固定资产	83	174	264	445
					在建工程	96	322	222	22
					无形资产	23	35	53	67
					非流动资产合计	213	546	569	595
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	497	920	1018	1144
净利润	84	92	102	122	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-2	0	-1	-1	应付票据及应付账款	40	62	61	78
非现金支出	14	11	11	21	预收账款	0	2	1	2
非经营收益	0	-9	-10	-11	其它流动负债	29	27	36	42
营运资金变动	-26	-13	-10	-22	流动负债合计	69	91	98	122
经营活动现金流	70	81	92	109	长期借款	62	62	62	62
资产	-115	-332	-21	-27	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	62	62	62	62
其他	2	-3	-3	-8	负债总计	131	153	160	184
投资活动现金流	-113	-336	-25	-35	实收资本	63	84	84	84
债权募资	62	0	0	0	归属于母公司所有者权益	362	764	856	958
股权募资	1	21	0	0	少数股东权益	4	3	2	2
其他	3	289	-10	-20	负债和所有者权益合计	497	920	1018	1144
融资活动现金流	66	310	-10	-20					
现金净流量	22	56	57	54					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 27 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
李智 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,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,会通股份,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,中核钛白,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

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。