

## 高端改性 PA6/66 龙头，客户优质、持续扩能叠加原料国产化，未来空间广阔

## 江苏博云 (301003)

### 简评

#### 国内高端改性 PA6/66 龙头，客户结构优质，盈利能力突出

公司主要产品包括四类：高性能改性尼龙（PEMARON），改性 PA6/PA66 为主；高性能改性聚酯（AUTRON），改性 PC/PBT、改性 PC/ABS、改性 PBT 等；工程化聚烯烃（VENTRON），改性 PP 为主；色母粒及功能性母粒系列（COLORON）。其中高性能改性尼龙在 2019-2021 年都贡献 67% 以上毛利，是公司最主要利润来源。2019-2021 年公司毛利率均值为 34%，净利率均值为 21%，均显著高于同行。这得益于公司聚焦高端市场，特别是电动工具市场高端客户，成功开发出能与巴斯夫、杜邦、帝斯曼、朗盛等国际巨头竞争的产品，并成为电动工具全球第一大厂商史丹利百得的主要供应商之一。史丹利百得及其子公司给予公司的毛利率水平高于普通改性塑料产品，公司盈利能力突出。

#### 募投项目扩能 6 万吨于 2023 年逐步落地，公司不断加大研发投入并引入高端销售人才，未来高成长性可期

公司现有改性塑料产能 3 万吨且通过技改实际产能更高（上市前为 10 条产线，其中 6 条产能较高产线为柔性产线，可共用生产高性能改性尼龙、高性能改性聚酯和工程化聚烯烃）。公司扩能项目规划为年产改性塑料 6 万吨、塑料制品 1500 吨，总计 8 条产线，其中 4 条产线预计于 2023 年投产，届时公司产能有望翻倍，后续新产能也将不断释放。公司不断加大研发投入并引入高端销售人才，助力未来放量成长。2021 年公司研发费用率 3.7%，22H1 为 4.1%。2021 年底公司研发团队 55 人，占总员工数量 28%，随着规划投资 1.5 亿的研发中心在 2023 年建成投用，公司研发投入和人才储备将进一步大幅增加。同时公司也将积极引入高端销售人才，进一步提升优质客户份额或抢占新的大客户市场。

#### 己二腈国产化带动国内 PA66 大幅扩能，利好公司改性 PA66 降本放量并打开市场空间

随着华峰集团、中国化学等纷纷突破国产己二腈技术，叠加上海英威达 40 万吨扩能落地，一直以来“卡脖子”的己二腈放量态势已形成，有望带动国内 PA66 国产化和市场扩能。目前国内规划的 PA66 产能已经突破 600 万吨，未来 2-3 年有望落地 200-300 万吨，相比 2021 年底 67 万吨产能呈现翻两番式的增幅。随着 PA66 降本扩能，未来 PA66 和 PA6 的单吨价差有望收窄，可以预见国内改性 PA66 市场也有望迎来巨大发展机遇。

### 首次评级

### 买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2023 年 01 月 03 日

当前股价：24.25 元

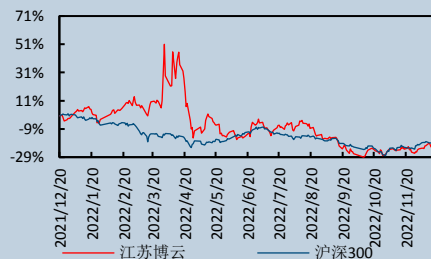
目标价格 6 个月：39.25 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.33/-2.08	-2.41/-1.4	-25.88/-4.45
12 月最高/最低价 (元)			87.97/22.3
总股本 (万股)			9,905.33
流通 A 股 (万股)			6,874.93
总市值 (亿元)			24.02
流通市值 (亿元)			16.67
近 3 月日均成交量 (万股)			77.75
主要股东			
吕锋			28.53%

### 股价表现



### 相关研究报告

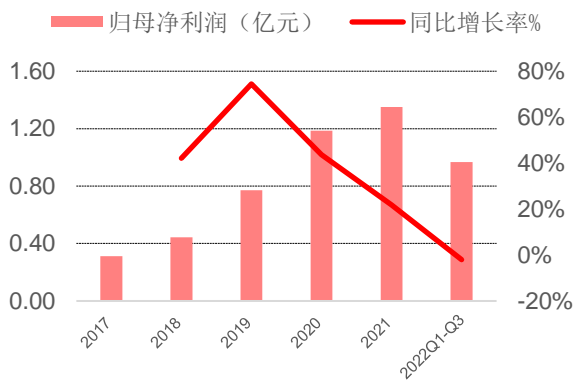
公司作为聚焦高端改性 PA6/66 材料的龙头企业，持续扩能并提前储备研发力量将有望显著受益。

**综合来看，公司产品盈利能力突出，且未来高成长性可期。**

考虑到公司改性塑料总产能明年有望翻倍，未来募投项目全部投产后有望达现有名义产能 3 倍，同时今年产销受宏观和下游库存影响显著，假设公司改性尼龙、改性聚酯对应 2022 和 2023 年收入增速均为 60%，同时假设改性尼龙毛利率由于原材料下行环比修复 3pct，改性聚酯维持不变，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.22、1.57、2.58 亿元，EPS 分别为 1.23、1.58、2.61 元。考虑到公司毛利率和净利率显著高于同行，且未来潜在成长性显著，按照 2023 年 25 倍 PE 估值，目标价 39.25 元，首次评级，给予“买入”评级。

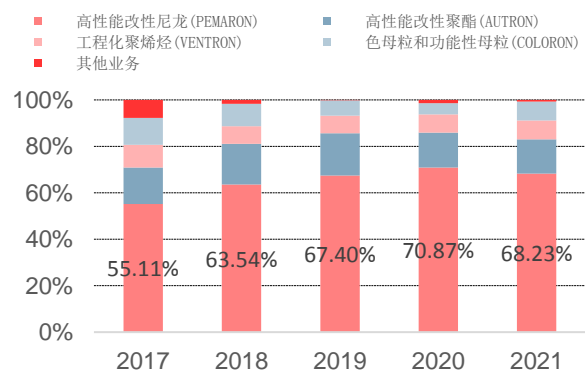
**风险提示：**海外宏观经济增速持续下滑（公司第一大客户史丹利百得为全球电动工具领域龙头企业，其产品销量与海外经济存在一定相关性。因此随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格接受能力可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；原材料成本超预期上升（公司主要原材料包括聚酰胺、聚丙烯注塑粒子、注塑用聚碳酸酯、PBT 等，受到上游大宗石化产品价格的影响较大，而公司和下游客户的议价周期偏长，若原材料短期超预期暴涨将使得公司毛利率承压）；主业敏感性测试：假设 23 年高性能改性尼龙业务毛利率预期从 37%降低 2%至 35%，则整体净利润增速将从 28%降至 18%。

图表1： 公司 2017-2021 年利润持续高增长



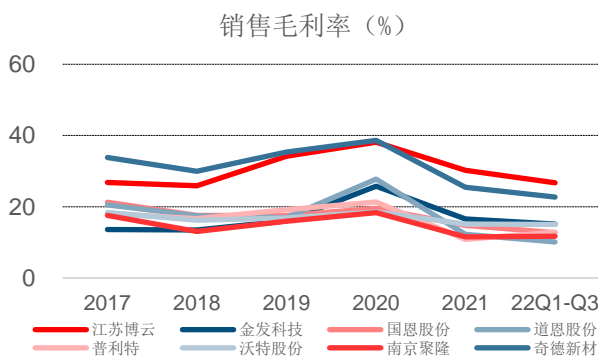
资料来源：Wind， 中信建投

图表2： 公司毛利结构（高性能改性尼龙是最主要贡献来源）



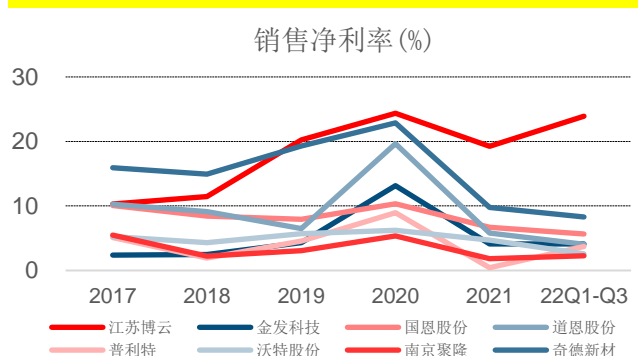
资料来源：Wind， 中信建投

图表3： 公司毛利率位于同业领先水平



资料来源：Wind， 中信建投

图表4： 公司净利率也处于同业领先水平



资料来源：Wind， 中信建投

图表 5：盈利预测和财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	455	702	542	822	1,279
增长率(%)	19.3	54.2	-22.7	51.6	55.6
净利润(百万元)	111	135	122	157	258
增长率(%)	43.6	21.7	-9.5	28.4	64.8
毛利率(%)	38.1	30.3	28.3	30.5	32.4
净利率(%)	24.4	19.2	22.5	19.1	20.2
ROE(%)	40.3	12.6	10.8	12.4	17.3
EPS(摊薄/元)	2.54	2.32	1.23	1.58	2.61
P/E(倍)	9.9	10.9	20.5	15.9	9.7
P/B(倍)	4.01	1.37	2.20	1.97	1.67

数据来源: Wind 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

**林伟昊：**复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk