

呈和科技（688625.SH）

国内高分子材料助剂龙头公司，进口替代空间广阔

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林 010-88005379
证券分析师： 薛聪 010-88005107
证券分析师： 刘子栋 021-60933133
证券分析师： 张玮航 0755-81981810
联系人： 曹熠 021-60871329

◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn
liuzidong@guosen.com.cn
zhangweihang@guosen.com.cn
caoyi1@guosen.com.cn

◆ 投资评级：增持（首次评级）

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001
执证编码：S0980521020002
执证编码：S0980522010001

事项：

根据我们对于行业发展动态的跟踪，我国改性塑料在政策支持下发展迅速，国内改性聚丙烯广泛应用于汽车及家电功能结构件的制造，尤其在汽车零部件领域，有逐步替代 ABS、PS、PVC 和部分工程塑料的趋势。并且国内相关高分子助剂进口依赖度较高，国产化率亟待提升，细分龙头公司发展空间广阔。

国信化工观点：

- 1) 公司系国内高分子材料助剂的优质企业，其两大单品成核剂和合成水滑石产能在国内位于前列，未来在新产能投产的带动下业绩有望持续稳定增长；
- 2) 改性塑料应用领域广阔，随着经济发展，对改性塑料的需求将逐步提升，相关高分子材料助剂具备良好的发展前景；
- 3) 公司成核剂产品进口替代空间广阔，目前国内产品主要由外资主导，公司作为国内成核剂龙头公司，在国产替代进程中显著受益；
- 4) 公司已经成为中国石化唯一指定的合成水滑石国产供应商，达到国际领先水平，未来随着 PVC 改性需求的不断增长以及进口替代需求的提升，公司合成水滑石发展空间也在逐步扩大。
- 5) 预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.95/2.55/3.33 亿，EPS 为 1.46/1.91/2.50 元/股，对应 PE 为 31/24/18x，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：在建产能投产不达预期风险；公司产品市场拓展不达预期风险；新产品替代风险等。

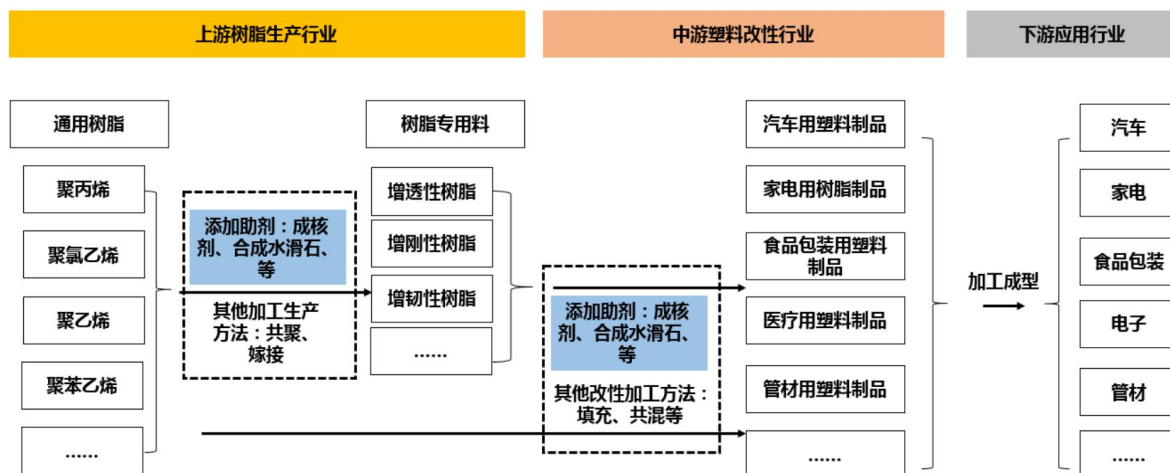
评论：

◆ 国内高分子材料助剂的优质企业，业绩稳定增长

呈和科技成立于 2002 年，主营产品成核剂、合成水滑石和复合助剂是制造高性能树脂的关键材料，处于高性能树脂及改性塑料制造行业的上游。公司的技术、产品处于国内领先、国际先进的地位。

公司拥有完善的产品体系，目前已覆盖超过 160 种细分产品型号，能够有效满足下游厂商生产高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、高耐环境老化改性聚丙烯、β 晶型聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料、新型改性聚氯乙烯材料等高性能树脂材料和改性塑料的需求。目前，公司已经进入包括中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、TPC、HMC 等国内外大型能源化工企业的供应链体系。

图1：公司所处产业链情况概览



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营产品为成核剂、合成水滑石、NDO 复合助剂等，其中成核剂与合成水滑石产品又分为单剂和复合助剂。复合助剂是公司先加工生产成单剂产品，然后与其他助剂产品（非公司自产的单剂产品，如抗氧剂、润滑剂、分散剂等）一同加工而成。目前公司整体高分子助剂产能为 1.7 万吨，其中单剂产能 9200 吨，复合助剂产能 7800 吨。公司正在进行现有生产基地的技术优化和增产扩建，预计将在年内完成，届时公司主要产品产能将达到 3.5 万吨。此外，公司上市募投南沙厂区 3.66 万吨高分子材料助剂建设项目也有望于 2023 年底建成投产，并且该厂区后续还规划二期 2.54 万吨产能，这些扩张项目都为公司在未来的长期发展奠定坚实的基础。

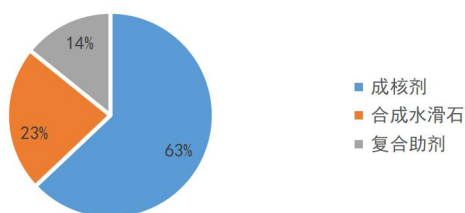
表1：公司产能概况（吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
单剂	4800	6800	7800	9200	35000	71600
复合助剂	3000	5000	6166.67	7800		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

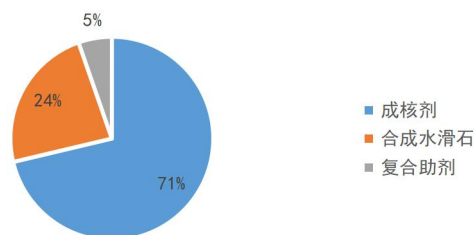
从收入和利润的结构上看，公司主要业绩贡献均来自于成核剂和合成水滑石两大产品，两者总额分别占营收和毛利的 86%、95%，这两大产品也是未来推动公司业绩增长的主要动力。此外，公司 NDO 复合助剂当前毛利率水平相对较低，因此在利润的结构中占比较小，后续随着公司产能的扩张，NDO 复合助剂的业绩体量也有望实现快速增长。

图2：2021 年呈和科技收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021 年呈和科技毛利结构



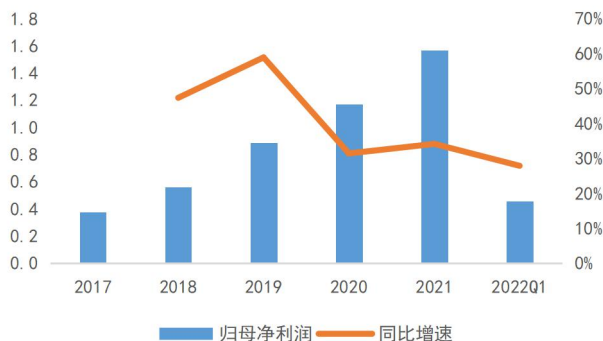
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从业绩发展水平上看，公司近几年业绩稳定高速增长。2017-2021年，随着公司产能的逐步提升，公司营业收入复合增速达到30%，归母净利润复合增速达到43%。2022年一季度，公司实现营业收入1.55亿，同比增长26.27%；归母净利润0.46亿，同比增长27.92%。我们判断未来随着新产能的逐步放量，公司业绩仍有望持续保持稳定增长的趋势。

图4：呈和科技营业收入与增速（亿元，%）



图5：呈和科技归母净利润与增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 改性塑料大势所趋，高分子材料助剂具有良好发展前景

公司产品的应用领域主要为高性能树脂及改性塑料制造行业，我们判断，改性塑料的需求随经济发展将逐步提升，相关高分子材料助剂具备良好发展前景。

高性能树脂，是指在通用树脂（又称通用塑料）基础上，通过添加高分子材料助剂并加工改进后，形成的具备高透明性、高刚性、高韧性、高稳定性、高耐热性、强抗冲击性，乃至抗菌、抗静电、生物降解等优越特性的树脂材料。相比通用树脂，高性能树脂的结构更精细、性能更高级，既克服了树脂材料原有的功能缺陷，而且提升了性能，产生了新的功效。改性塑料是高性能树脂的进一步加工产品，后者是前者的主要原材料，因此改性塑料的发展情况能够充分反映高性能树脂与改性塑料的发展现状和前景。

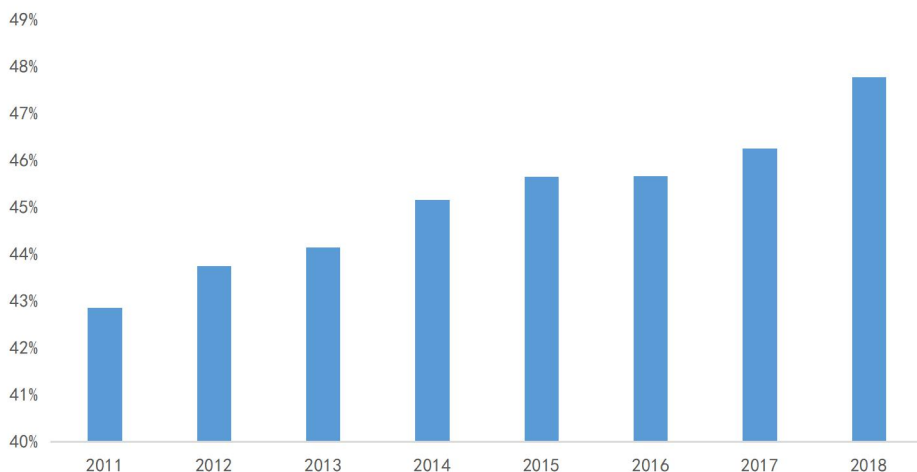
表2：树脂及改性塑料材料涉及的主要高分子材料助剂品种

品种	作用
成核剂	用于提高聚丙烯、聚乙烯等不完全结晶树脂材料的结晶度，加快其结晶速率
合成水滑石	PVC生产用的热稳定剂和聚烯烃树脂生产用的卤素吸收剂
吸酸剂	吸收聚烯烃残余催化剂中的氯离子和酸性物质
增塑剂	赋予制品柔韧性和延展性
润滑剂	改善制品加工性能和表现性能
抗氧化剂	延缓制品受氧化并出现老化现象
热稳定剂	吸收聚氯乙烯在加工和使用过程中分解产生的HCL，改善聚氯乙烯的加工条件和热稳定性
光稳定剂	吸收或减少紫外线透射
阻燃剂	增加制品阻燃性，抑制制品燃烧
抗静电剂	降低表面电阻、阻止静电积累
交联剂	受热放出游离基活化高分子链，使其交联
偶联剂	改善填料与制品之间界面特性增强无机物与有机高分子之间结合力

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

由于改性塑料性能相对于通用塑料的大幅提升，以及改性塑料可应用领域广阔，市场对于改性塑料的需求程度与经济发展水平和制造业发展水平密切正相关。根据智研咨询数据，随着全球经济发展，2011年以来，全球塑料改性化率已从2011年的42.86%稳步提升至2018年的47.78%，改性塑料在全球应用愈发广泛。

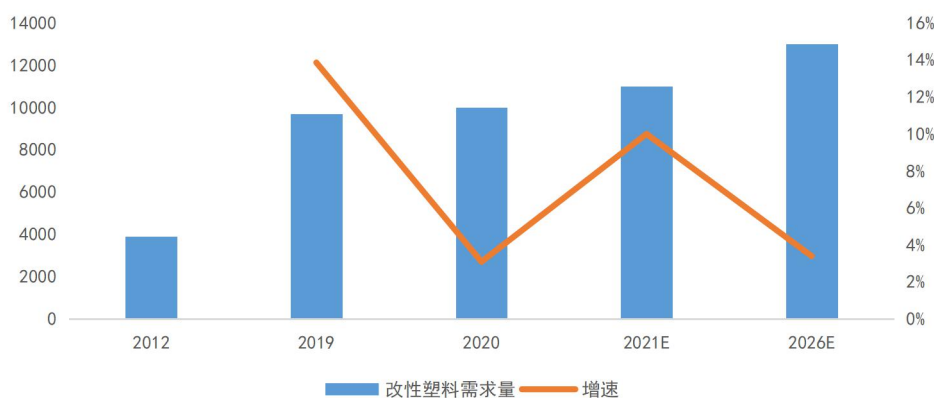
图6: 全球塑料改性化趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来, 全球改性塑料应用范围不断扩大, 其在汽车、电子、包装、建筑等领域的使用量正在逐年加大, 汽车行业成为全球改性塑料市场发展的主要推动力。根据 Transparency Market Research 公布的统计数据显示, 2012-2019 年全球改性塑料需求量年均复合增速达 13.86%, 2019 年全球改性塑料需求量约为 9700 万吨, 市场规模达 1400 亿美元, 其中汽车行业改性塑料市场规模达 525 亿美元, 占全球改性塑料市场规模的比重达 37.5%。2020 年全球经济状况受疫情影响, 改性塑料的市场需求量增长较慢, 2020 年全球改性塑料行业需求量约为 10000 万吨。根据前瞻产业研究院的预测, 新冠疫情结束后, 随着生产和消费的恢复, 改性塑料市场需求将有较大幅度提升, 到 2026 年全球改性塑料行业市场需求量将达到 13000 万吨, CAGR 达到 3.4%左右。

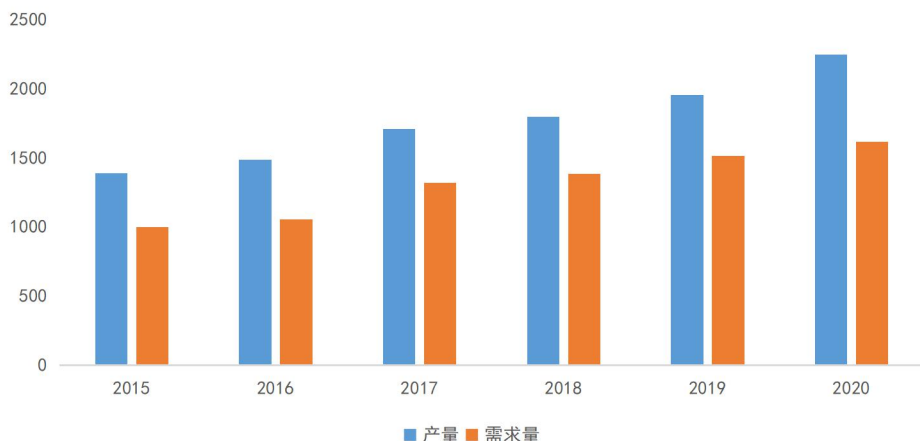
图7: 全球改性塑料市场需求 (万吨)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

我国在改革开放后, 塑料改性技术的应用也逐步兴起, 但由于起步时间较晚, 国内的塑料改性加工产业存在着技术薄弱、规模较小的问题, 高端产品品种主要依赖进口。2011-2019 年我国改性塑料产量逐年递增, 2020 年, 国内塑料产量为 10355 万吨, 同比增长 7%, 改性化率为 21.7%, 改性塑料产量为 2250 万吨。尽管我国改性塑料的产量增长迅速, 但我国改性塑料的渗透率与全球水平仍存在较大差距。2018 年, 我国塑料改性化率仅为 21.60%, 远低于全球 2018 年的平均水平 47.78%, 更低于欧美发达国家水平。因此, 我国高性能树脂与改性塑料产业仍存在巨大的成长空间, 相应的助剂材料需求仍有较大的增长潜力。

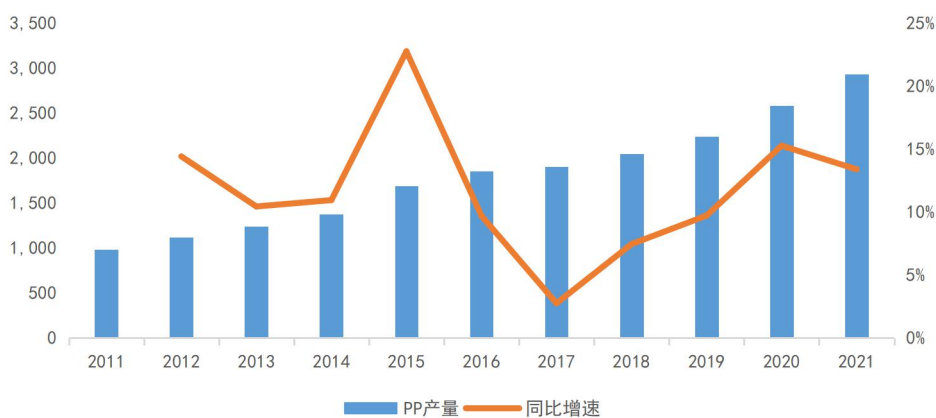
图8: 中国改性塑料产量与需求量 (万吨)



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

国内聚丙烯产量近几年持续保持高速增长, 带动改性助剂发展空间不断扩大。2021 年国内聚丙烯产量接近 3000 万吨, 同比增速达到 13%, 并且聚丙烯仍处在产能扩张期, 十四五期间还有大量聚丙烯项目正在建设中, 并且随着国内对于高端聚丙烯需求的提升, 可以期待相关改性助剂的需求在不断扩大。

图9: 中国聚丙烯产量与增速 (万吨, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 在建聚丙烯产能情况

企业	工艺路线	投产时间	产能 (万吨)	所在省份
大美煤业	MTO_聚合	2022	40	青海省
天津渤化	MTO_聚合	2022	30	天津市
宁波大榭	乙烯裂解_聚合	2022	30	浙江省
广东石化	乙烯裂解_聚合	2022	50	广东省
华亭煤业	CTO_聚合	2023	20	甘肃省
中景石化	PDH_聚合	2023	120	福建省
东华能源	PDH_聚合	2023	50	江苏省
广西鸿谊	乙烯裂解_聚合	2023	30	广西壮族自治区
海南炼化	乙烯裂解_聚合	2023	45	海南省
京博石化	乙烯裂解_聚合	2023	60	山东省
山焦飞虹	CTO_聚合	2023	30	山西省

晋能控股煤业 CTO_聚合 2024 30 山西省

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

◆ 成核剂：目前主要由外资主导，进口替代空间广阔

成核剂是适用于聚乙烯、聚丙烯等不完全结晶塑料，通过改变树脂的结晶行为，加快结晶速率、增加结晶密度和促使晶粒尺寸微细化，达到缩短成型周期、提高制品透明性、表面光泽、抗拉强度、刚性、热变形温度、抗冲击性、抗蠕变性等物理机械性能的新功能助剂。

公司成核剂产品包括成核剂单剂产品以及成核剂复合助剂产品，根据功能不同可分为透明成核剂、增刚成核剂和β晶型增韧成核剂。

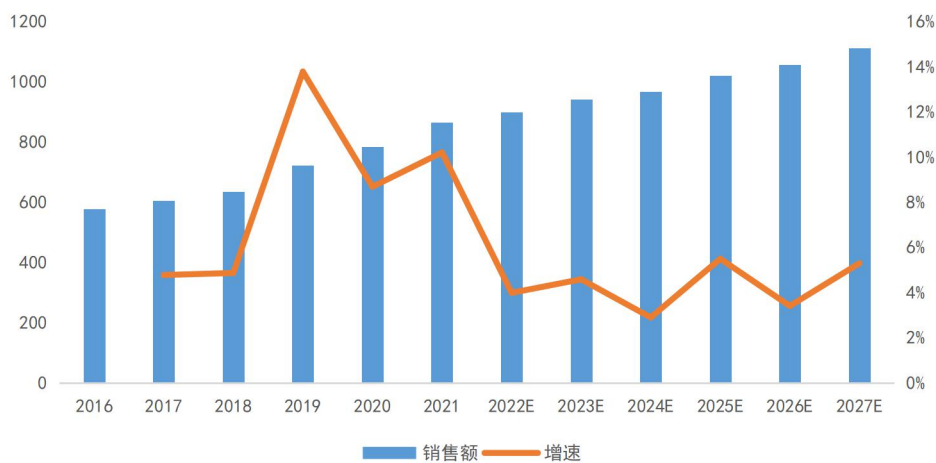
表4：公司成核剂产品概况

产品大类	产品系列	功能说明	应用的重点产品方向
成核剂	透明成核剂	可显著提高树脂的透明性，雾度降低 60%以上，同时树脂的热变形温度和结晶温度提升 5~10° C，弯曲模量提升 10%~15%，缩短成型周期，提高生产效率，保持产品尺寸稳定性	高熔融指数聚丙烯
	增刚成核剂	可显著提高树脂的机械性能，弯曲模量和弯曲强度可提高 20%以上，热变形温度可提高 15~25° C，结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升，平衡收缩，降低制品翘曲变形	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性改性聚丙烯材料
	β晶型增韧成核剂	可以高效诱导β晶型聚丙烯的生成，β晶型转化率达 80%以上，可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度，提升幅度可达 3 倍以上	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、β晶型聚丙烯

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2020 年，全球成核剂市场销售额达到了 7.85 亿美元，根据 QYResearch 的预测，预计 2027 年将达到 11.12 亿美元，CAGR 达到 4.27%。在消费量方面，2020 年全球成核剂消费量达到 20357 吨，预计到 2027 年将达到 28963 吨。目前北美是全球最大的成核剂市场，占有大约 33%的市场份额，之后是中国和日本市场，二者共占超过 40%的份额。

图10：全球成核剂市场销售额及增速（百万美元）

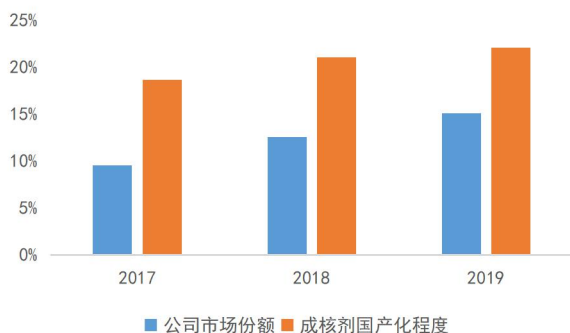


资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

目前全球主要厂商包括美利肯、艾迪科、BASF、Avient、呈和科技、上海齐润、新日本理化等，2020 年全球成核剂 CR3 销售额合计占比 61.29%，CR5 为 75.86%，集中度较高。其中，美利肯是全球领先的成核剂供应商，2020 年成核剂销量达到 5160 吨，约占全球市场的 25.35%。国内主要的生产企业有呈和科技、上海齐润、只楚化学等，其中呈和科技是国内最大的厂商，在市场占有率方面领先于国内同行，正逐步实现进口替代。在国际市场，基于良好的产品性能，呈和科技已与国际先进品牌企业展开竞争，并成功进入北欧

化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC 等国际知名石化企业的供应链。

图 11: 呈和科技国内市场份额逐步提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 12: 呈和科技成核剂销量 (吨)

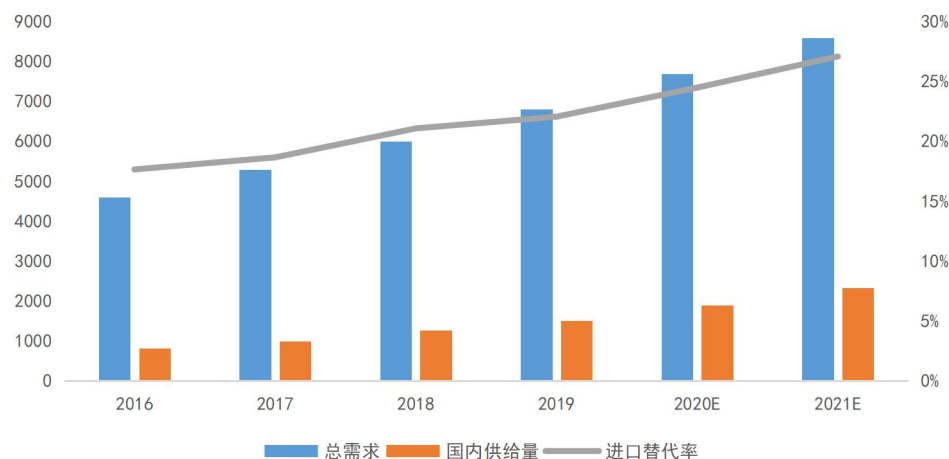


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据卓创资讯统计, 2019 年国内成核剂的总需求量为 6800 吨, 2017-2019 年国内增刚成核剂需求量平均增速为 13.27%, 而同期国内聚丙烯产量平均增速为 5.79%。国内成核剂需求量增长速度高于国内聚丙烯产量的增长速度, 反映了国内聚丙烯生产在发生结构性的变化, 需要添加成核剂的高性能聚丙烯的产量增幅要高于聚丙烯的整体增幅, 预计成核剂市场将继续保持快速增长的态势。

由于国外先进厂商对成核剂开发使用存在先发优势, 国外先进品牌长期占据我国成核剂市场的主导地位。不过近年来国产成核剂发展迅速, 产业处于国产替代的关键阶段。根据卓创资讯数据, 我国成核剂进口替代率正逐年提升, 2019 年我国成核剂国内供给量约为 1500 吨, 国产化率已达到 22.06%, 比 2017 年提升 3.40%。随着我国国内厂商不断改进生产技术和工艺, 未来我国成核剂进口替代率有望进一步提升, 呈和科技作为国内龙头公司, 将显著受益。

图 13: 国内成核剂进口替代率在逐步上升 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们假定未来聚丙烯产量维持 8%左右的复合增速, 并且随着聚丙烯行业发展质量的提升, 成核剂改性聚丙烯的比例也在逐步提高, 其渗透率假定每年 0.5pct 的增长, 测算结果为 2025 年成核剂单剂需求量约 1.7 万吨, 按照 30%的添加比例, 对应成核剂复合助剂需求量约 5.6 万吨, 成核剂在 22-25 年的需求复合增速预计达到 18%左右。

表5: 成核剂市场空间预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
聚丙烯产量(万吨)	2554	2860	3088	3335	3602	3890
成核剂改性占比	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
改性PP产量(万吨)	116	129	154	183	216	253
成核剂添加比例	150:1	150:1	150:1	150:1	150:1	150:1
成核剂单剂需求量(吨)	7700	8600	10295	12230	14409	16859
成核剂复剂需求量(吨)	25667	28667	34315	40767	48030	56196
成核剂需求增速	13.24%	11.69%	19.70%	18.80%	17.82%	17.00%

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所预测

◆ 合成水滑石: 中国石化国内唯一指定供应商, 发展空间广阔

合成水滑石是一种具有特殊层状结构的无毒双羟基化合物, 拥有如带电性质、阴离子可交换性、吸附性能、催化性能等物理化学性质, 在树脂材料领域具有广泛的应用空间。根据下游应用领域的不同, 合成水滑石可以分为通用合成水滑石、高透明合成水滑石、阻燃剂用合成水滑石等。

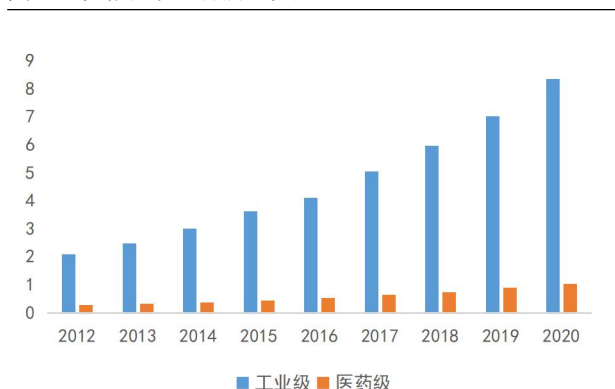
表6: 公司合成水滑石产品介绍

产品大类	产品系列	所含金属元素	功能说明	应用的重点产品方向
合成水滑石	通用合成水滑石	包括镁、铝两种金属元素	在聚氯乙烯树脂中可作为热稳定剂, 提高聚氯乙烯加工稳定性。相比传统铅锌类热稳定剂, 合成水滑石具有无毒无害, 绿色环保的特性。在聚丙烯树脂生产中作为卤素吸收剂, 可以消除掉树脂中的卤素及树脂中残留的催化剂, 防止生产过程中出现凝胶体和腐蚀设备等情况, 吸酸能力是传统吸酸剂硬脂酸钙的4-6倍	高耐环境老化改性聚丙烯、新型改性聚氯乙烯材料
	高透明合成水滑石	包括镁、铝、锌三种金属元素	相比通用合成水滑石, 高透明合成水滑石与聚氯乙烯树脂相容性更加优异, 适用于高透明聚氯乙烯中, 具有行业领先的透明度, 透明度比通用合成水滑石提升30~50%	新型改性聚氯乙烯材料
	阻燃合成水滑石	包括镁、铝两种金属元素	合成水滑石作为阻燃剂, 具有无卤、无毒、不产生有毒和腐蚀性气体、阻燃和抑烟性能优良等突出优点	新型无卤阻燃材料

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

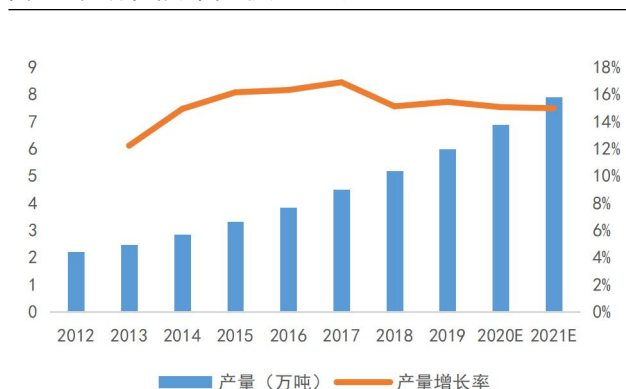
合成水滑石的用途广泛, 根据制造工艺与杂质元素含量与种类不同, 其应用领域与价格也具有较大的差异。而根据其杂质元素含量与种类, 水滑石也可以分为工业级和医药级。相对于工业级产品, 医药级产品生产工艺要求更高, 但应用领域较为有限, 主要用于医用PVC领域, 市场容量相对较小。2020年我国水滑石行业市场规模达到了9.40亿元, 其中工业级8.36亿元, 医药级1.04亿元, 分别增长19.26%和15.56%。随着合成水滑石下游应用不断普及, 我国合成水滑石需求量在不断提升, 国内的供给量也在不断提升。

图14: 水滑石市场规模(亿元)



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

图15: 合成水滑石国内供应量(万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国内合成水滑石研究与生产起步相对较晚，但国内技术进步较快，目前我国水滑石生产企业众多，竞争主要集中在低端领域，尤其是用于普通聚氯乙烯热稳定剂的合成水滑石，而在高端的应用领域，如能源化工企业的聚丙烯树脂生产领域以及高透明聚氯乙烯的生产领域，国内仍以进口合成水滑石为主。目前我国水滑石生产企业主要有日本协和化学、丹东松元、呈和科技、邵阳天堂、世京集团、万新威纳、华明泰科等企业，其中日本协和化学占据我国合成水滑石市场份额的 51%左右，而丹东松元是协和化学的子公司，在我国市场占比为 17%左右。

表 7: 合成水滑石主要生产厂家

地区	生产厂家	产品名
国内	丹东松元	A-1C PVC, HT-3 PVC
	呈和科技	AC-320, AZ-128, AC-207
	衡水世京	SK-10, SK-20
	山东万新威纳	U A 1 0 2 A (道路沥青紫外阻隔剂), A A 4 0 1 A (聚烯烃吸酸剂), SS102A (抑烟剂), HS-01/02 (PVC 热稳定剂)
国外	日本协和化学	M-1 PVC, P-93 PVC, DHT-4APP, DHT-4D
	日本堺化学	HT-1 PVC, HT-7 PVC, HT-P
	德国科莱恩	911 PV, 944 PVC, 713 PP
	韩国丹石	DNT-09 PVC

资料来源:《合成水滑石在高分子材料中的应用》, 国信证券经济研究所整理

目前公司的合成水滑石下游以聚氯乙烯行业为主, PVC 生产过程中需要添加合成水滑石作为热稳定剂。目前国内聚氯乙烯热稳定剂主要包括铅盐类产品、有机锡类、金属皂类热稳定剂等, 合成水滑石作为金属皂热稳定剂的辅助稳定剂, 具有无毒、环保特性。根据中国塑料加工工业协会统计, 铅盐类、金属皂类、有机锡类热稳定剂占比分别为 42.10%、30.74%、22.11%。铅盐类和有机锡类热稳定剂均为含有毒性的热稳定剂, 尤其铅盐类热稳定剂, 对环境有较大的破坏作用, 发展空间或被逐步压缩。

我国热稳定剂种类消费结构与欧美发达国家相比差异巨大, 美国及欧盟早已实现铅盐类热稳定剂替代的目标。美国已从技术上替代了含铅热稳定剂; 欧盟则于 2016 年 1 月 1 日开始全面禁止使用铅盐类重金属热稳定剂。目前我国规定了部分产品禁止使用铅盐类热稳定剂, 如我国国家行业标准已禁止饮用水管材的铅的使用; 室内装饰装修材料门、窗也出台国家标准限制铅含量。根据 2016 年《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》, “十三五”期间要推动无铅 PVC 异型材和管材的生产和应用, 推动绿色转型, 绿色、无毒、环保型助剂在塑料制品的应用越来越受到全社会的关注。合成水滑石作为环保型热稳定剂, 对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。

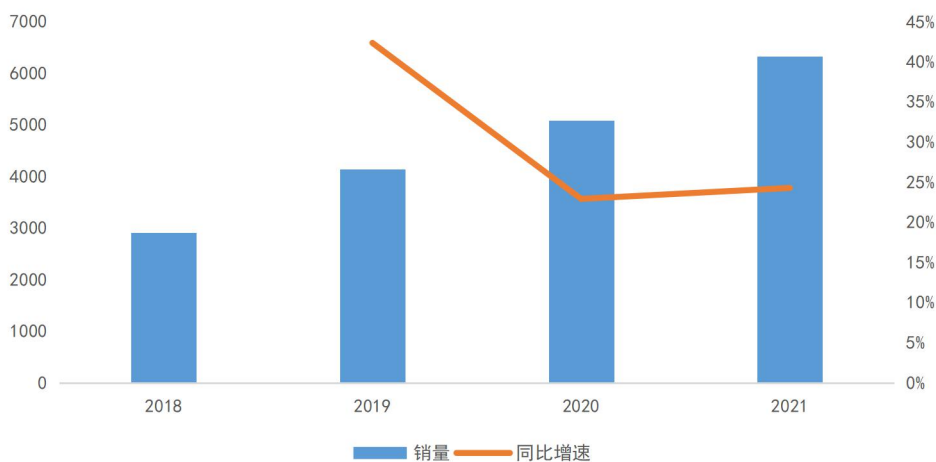
表 8: PVC 热稳定剂简介

种类	特点
铅盐类热稳定剂	具有较好的长期热稳定效能, 适用于各类 PVC 制品的加工, 是目前国内主要使用的 PVC 热稳定剂, 最大的缺点是其具有毒性
金属皂类热稳定剂	代表品种包括硬脂酸钙及硬脂酸锌等金属盐类, 硬脂酸钙和硬脂酸锌作为主热稳定剂单独使用效果较差, 与辅助热稳定剂使用具有良好的耐热效果, 且兼具无毒、环保特性
有机锡类热稳定剂	适用于高透明性制品, 但价格昂贵, 且具有一定的毒性

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司拥有国内领先的合成水滑石技术, 产能也处于内资企业的第一梯队。目前, 公司的高透明合成水滑石已大量供给世界知名热稳定剂生产企业艾迪科、百尔罗赫等, 也是中国石化在使用进口合成水滑石外, 唯一指定使用的国产合成水滑石供应商, 实现了该产品领域的进口替代。近年来, 公司合成水滑石产销在不断增长, 市场地位也在不断扩大, 2017-2019 年公司合成水滑石国内市场占有率分别为 3.57%、4.86%和 6.33%, 市占率稳步提升。公司的合成水滑石作为 PVC 的新型热稳定剂, 不含有铅元素, 能够有效替代传统的含毒铅盐类稳定剂, 未来随着国家加大 PVC 材料的绿色转型, 公司的合成水滑石作为绿色、无毒、环保型助剂, 在树脂制品领域的应用将越发普及。

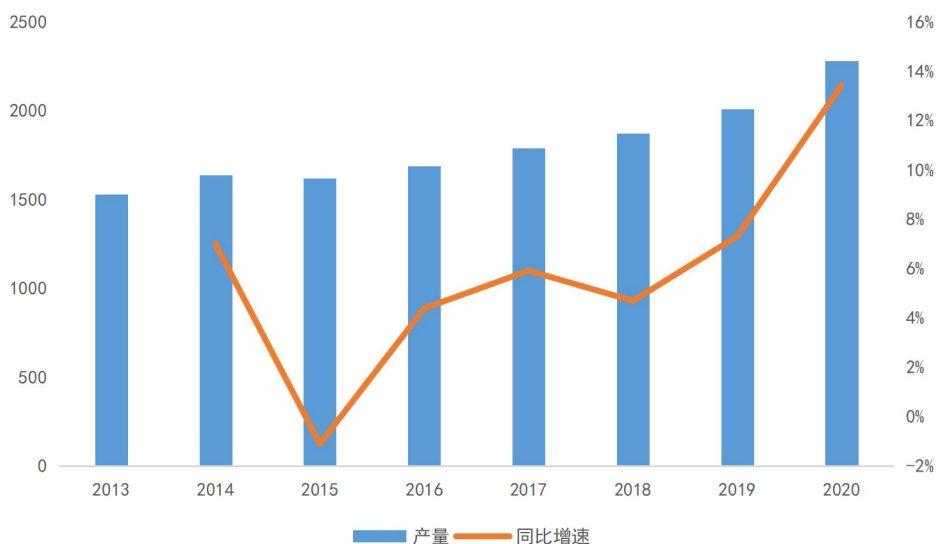
图16: 呈和科技合成水滑石销量及增速 (吨, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

改性 PVC 或是未来发展大方向。国内近几年 PVC 行业景气度较高, 产量维持比较快速增长, 但是在“能耗双控”以及环保政策的影响下, 未来 PVC 产能扩张速度将大大放缓。PVC 作为高污染行业, 政府也在不断出台政策规范其发展, 通过限制 PVC 生产过程中的添加剂和催化剂、规范生产流程、以及对高污染企业进行专项检查等, 以促进行业绿色化、低碳化发展。因此改性 PVC 或成为未来行业发展的大方向, 带动相关助剂行业的蓬勃发展。

图17: 国内 PVC 产量与增速 (万吨, %)



资料来源: 中国氯碱网, 国信证券经济研究所整理

表9: 国内在建 PVC 产能

企业	工艺路线	投产时间	产能 (万吨)
陕西金泰	电石法	2022	60
信发铝业	电石法	2022	40
河北聚隆化工	乙烯法	2022	40
德州实华	电石法	2022	20

海湾化学	乙烯法	2022	15
广西华谊能源化工	乙烯法	2023	40
内蒙晨宏力	电石法	2023	2

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

我们假定未来聚氯乙烯产量维持 5%左右的复合增速，并且随着 PVC 行业发展质量的提升，合成水滑石改性 PVC 的比例也在逐步提高，其渗透率假定每年 1pct 的增长，测算结果为 2025 年合成水滑石单剂需求量约 13 万吨，合成水滑石在 22-25 年的需求复合增速预计达到 13%左右。

表 10: 合成水滑石市场空间预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
聚氯乙烯产量（万吨）	2081	2217	2328	2444	2566	2695
合成水滑石改性占比	11%	12%	13%	14%	15%	16%
改性 PVC 产量（万吨）	229	264	303	342	385	431
合成水滑石添加比例	100:3	100:3	100:3	100:3	100:3	100:3
合成水滑石单剂需求量（万吨）	6.88	7.91	9.08	10.27	11.55	12.93
合成水滑石需求增速	15.05%	14.97%	14.77%	13.08%	12.50%	12.00%

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所测算

◆ 投资建议：看好公司长期稳定成长，首次覆盖给与“增持”评级

我们认为，公司目前是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业，并且所处行业存在广阔的进口替代空间，随着公司在建产能的逐步释放，我们看好公司在未来持续稳定成长。预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.95/2.55/3.33 亿，EPS 为 1.46/1.91/2.50 元/股，对应 PE 为 31/24/18x，首次覆盖给与“增持”评级。

◆ 风险提示

在建产能投产不达预期风险；公司产品市场拓展不达预期风险；新产品替代风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	43	307	377	439	549	营业收入	460	576	717	946	1222
应收款项	85	123	137	155	167	营业成本	258	321	394	521	669
存货净额	35	50	53	70	90	营业税金及附加	4	5	6	8	11
其他流动资产	86	79	86	113	147	销售费用	22	20	25	33	43
流动资产合计	271	790	885	1009	1184	管理费用	24	32	41	54	69
固定资产	88	114	202	283	358	研发费用	18	24	30	40	51
无形资产及其他	44	43	51	59	68	财务费用	2	1	(4)	(4)	(5)
投资性房地产	6	214	214	214	214	投资收益	0	4	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	1	0	0	0
资产总计	409	1161	1351	1565	1824	其他收入	(14)	(21)	(30)	(40)	(51)
短期借款及交易性金融负债	47	6	50	50	50	营业利润	136	182	227	296	387
应付款项	12	178	192	210	215	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	39	58	54	72	92	利润总额	136	182	227	296	387
流动负债合计	98	242	296	332	357	所得税费用	19	25	32	41	54
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	10	10	10	10	归属于母公司净利润	117	157	195	255	333
长期负债合计	3	10	10	10	10	现金流量表（百万元）					
负债合计	101	252	306	341	367	净利润	117	157	195	255	333
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	308	909	1045	1223	1456	折旧摊销	9	9	14	20	26
负债和股东权益总计	409	1161	1351	1565	1824	公允价值变动损失	(0)	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	2	1	(4)	(4)	(5)
每股收益	1.17	1.18	1.46	1.91	2.50	营运资本变动	(36)	(64)	(14)	(27)	(39)
每股红利	0.43	0.30	0.44	0.57	0.75	其它	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	3.08	6.82	7.84	9.18	10.92	经营活动现金流	89	102	195	248	320
ROIC	42%	34%	34%	44%	49%	资本开支	0	(34)	(110)	(110)	(110)
ROE	38%	17%	19%	21%	23%	其它投资现金流	(15)	(209)	0	0	0
毛利率	44%	44%	45%	45%	45%	投资活动现金流	(15)	(244)	(110)	(110)	(110)
EBIT Margin	29%	30%	31%	31%	31%	权益性融资	(0)	507	0	0	0
EBITDA Margin	31%	32%	33%	33%	33%	负债净变化	(34)	0	0	0	0
收入增长	17%	25%	24%	32%	29%	支付股利、利息	(43)	(40)	(58)	(76)	(100)
净利润增长率	31%	35%	24%	31%	31%	其它融资现金流	61	(21)	44	0	0
资产负债率	25%	22%	23%	22%	20%	融资活动现金流	(92)	406	(15)	(76)	(100)
息率	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	现金净变动	(18)	264	70	62	110
P/E	39.3	38.9	31.3	24.0	18.3	货币资金的期初余额	61	43	307	377	439
P/B	14.9	6.7	5.8	5.0	4.2	货币资金的期末余额	43	307	377	439	549
EV/EBITDA	32.6	34.6	27.4	20.8	15.9	企业自由现金流	0	62	79	133	203
						权益自由现金流	0	41	126	136	208

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032