

新型环保表面工程化学品领跑者

投资要点

- 新型环保表面工程化学品领跑者。**表面工程化学品是用于表面工程行业中赋予产品专门功能或最终使用性能的专用化学品,估算2015年表面工程化学品产值超过5000亿元,市场空间广阔。公司是国内表面工程化学品行业领先企业,始终致力于新型环保表面工程化学品的研发、生产、销售,也是目前国内表面工程化学品种类最为齐全的企业之一,已能够提供3大系列、超过300种的新型环保涂镀添加剂,同时能够提供聚碳酸亚酯多元醇等新型环保涂镀中间体。公司主营产品能够实现节能减排和清洁高效两大环保目的,能够有效减少下游企业能源、物料的消耗及废水处理压力,拥有显著的环保优势。
- 新型环保表面工程化学品市场将快速增长,助力公司发展。**随着社会经济各行各业对环保要求的日益严格,我国已经制定了一系列强制性的表面工程化学品的国家标准,国外更加严格的环保法规(如RoHS指令、EuP指令)对我国表面工程化学品行业下游的电子、家电、玩具、家具等终端产品的环保要求都设置了更高的门槛。因此,表面工程化学品通过技术创新、开发升级形成功能型、环保型产品是大势所趋,新型环保表面工程化学品产值也将增长较快。公司作为行业内具有技术、环保优势的企业,将迎来更大发展机遇。
- 募投项目扩大产能,形成利润新增长点。**公司此次发行股份1750万股,募集资金用于建设年产1.1万吨表面工程化学品的大亚湾生产基地一期建设项目和研发中心项目。其中聚碳酸亚酯多元醇生产采用廉价二氧化碳作为主要原材料,生产成本比被替代产品低20%~30%,同时,使用该产品所生产的最终产品还具有强度高、粘结力强等综合性能优势,市场前景广阔。募投项目投产后,涂镀添加剂产能将由4000吨增长为1万吨,涂镀中间体产能由2000吨增长为7000吨,释放规模优势,大幅降低产品综合生产成本,增强公司发展后劲。
- 盈利预测与估值。**预计2016-2018年公司EPS分别为0.57元、0.87元和1.21元,对应动态PE分别为144倍、94倍和67倍,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**上游原材料价格波动的风险;公司产品需求下降的风险;募投项目推进及成效或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	121.65	122.87	219.79	291.47
增长率	-9.20%	1.00%	78.88%	32.61%
归属母公司净利润(百万元)	37.99	39.64	60.83	84.89
增长率	0.65%	4.33%	53.47%	39.55%
每股收益EPS(元)	0.54	0.57	0.87	1.21
净资产收益率ROE	14.97%	8.46%	11.55%	13.87%
PE	150	144	94	67
PB	22.48	12.14	10.74	9.25

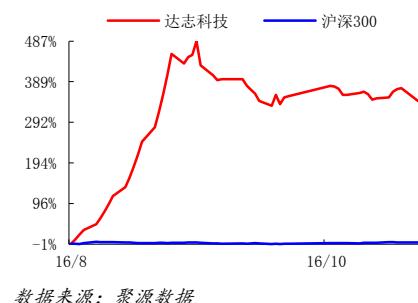
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	0.70
流通A股(亿股)	0.18
52周内股价区间(元)	17.21-101.02
总市值(亿元)	53.38
总资产(亿元)	4.91
每股净资产(元)	6.65

相关研究

目 录

1 公司概况：新型环保表面工程化学品领跑者	1
2 行业集中度小，新型环保产品大势所趋	5
2.1 下游需求叠加产业政策，行业景气周期长	5
2.2 行业集中度小，优势企业面临整合机遇	7
2.3 新型环保表面工程化学品将是大势所趋	7
3 公司环保产品优势突出，新型中间体有望成为新利润增长极	8
3.1 持续创新能力强，稳固技术领先地位	8
3.2 环保优势突出，顺应行业发展潮流	9
3.3 新型涂镀中间体业务，有望成为新利润增长点	10
4 盈利预测与估值	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司新型环保表面工程化学品的特点	1
图 2: IPO 后公司股权结构	2
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	3
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速	3
图 5: 公司近五年毛利率和净利率情况	3
图 6: 公司近五年三项费用率情况	3
图 7: 公司 2015 年主营业务收入结构	4
图 8: 公司 2015 年主营业务毛利结构	4
图 9: 公司分产品毛利率情况	4
图 10: 表面工程化学品行业产业链	5
图 11: 2005-2015 年我国国内生产总值增长情况	6
图 12: 2005-2015 我国表面工程化学品行业产值情况	6
图 13: 公司近四年研发投入及研发费用占营收比重	9
图 14: 行业内其他公司研发费用占营收比重	9
图 15: 同业公司毛利率对比	9
图 16: 同业公司净利率对比	9

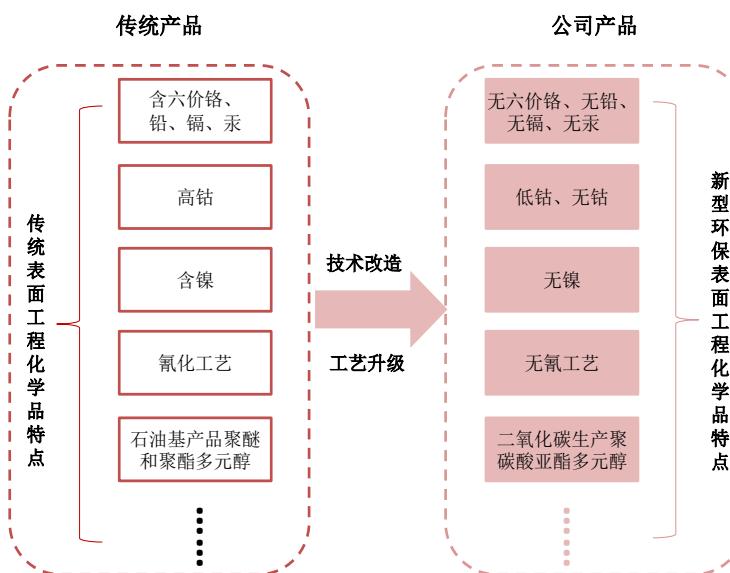
表 目 录

表 1: 公司部分工艺、产品介绍	1
表 2: 公司产品销售市场概况	4
表 3: 表面工程化学品应用领域	5
表 4: 与表面工程化学品行业发展相关的主要产业政策	6
表 5: 表面工程化学品行业内主要企业	7
表 6: 国内外主要环保能耗限制指令	8
表 7: 公司参与起草制定的国家和行业标准	8
表 8: 公司全方位环保特性的主要体现	10
表 9: IPO 募投项目概况	10
表 10: 部分涂镀中间体产品性能参数对比	11
表 11: 2014 年我国涂料产量和 VOC 贡献量估算	11
表 12: 国内生产聚碳酸亚酯多元醇的主要企业	12
表 13: 分产品收入及毛利率	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：新型环保表面工程化学品领跑者

公司是国内最早的表面工程化学品供应商之一，主要产品为涂镀中间体和涂镀添加剂。公司为下游行业生产加工企业提供3大系列、超过300种涂镀添加剂，是目前国内涂镀添加剂产品线最为齐全的企业之一；同时公司亦能够提供聚碳酸亚酯多元醇等新型环保涂镀中间体。

图1：公司新型环保表面工程化学品的特点



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司已经成为国内表面工程化学品行业内领先的高新技术企业之一，被中国表面工程协会授予“中国表面工程设备材料行业十佳民族品牌”以及“中国表面工程设备材料行业十佳企业”荣誉称号。目前国内尚未出现与公司业务在细分行业上完全相同的上市公司，可谓是表面工程化学品行业第一股。

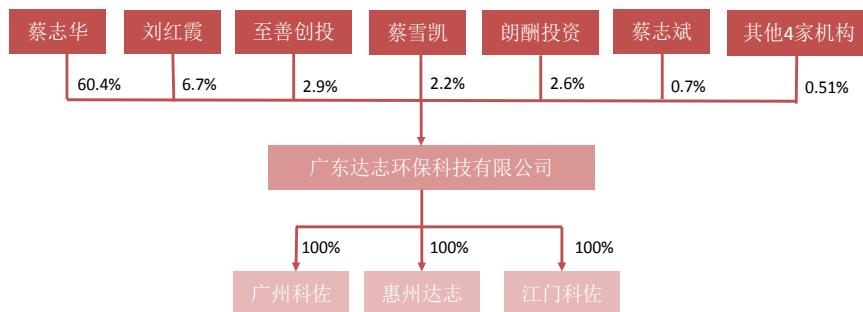
表1：公司部分工艺、产品介绍

产品系列	工艺	产品	环保特性
涂镀添加剂	镀铜工艺	无氰碱铜光泽剂	无氯、无铅、无镉
		高性能酸铜光泽剂	
		半导体高纯镀铜工艺	
		高整平酸铜光泽剂	
		无染料酸铜添加剂	
	镀铬工艺	盐酸型三价铬添加剂	无六价铬
		盐酸型三价黑铬添加剂	
		高耐蚀性环保硬铬添加剂	
		硫酸型三价白铬滚镀添加剂	
	镀锌工艺	高光泽耐温型氯化物镀锌工艺	无氯化物、低化学需氧量

产品系列	工艺	产品	环保特性
		无氯沉锌工艺	无氯化物、无氧化物、无铅、无镉
		碱性无氯镀锌工艺	无氯化物、不含任何络合剂和螯合物
	PCB 涂镀工艺	活化胶体钯工艺	
		图形电镀工艺	
		活化离子钯工艺	无铅、镉、汞、铬，符合 RoHS 法规
		OSP 有机涂布工艺	
涂镀中间体	新型环保涂镀中间体 生产工艺	镀镍中间体	
		镀铜中间体	无铅、镉、汞、铬，符合 RoHS 法规
		镀锌中间体	
		聚碳酸亚酯多元醇	利用工业废气二氧化碳、低能耗

数据来源：招股说明书，西南证券整理

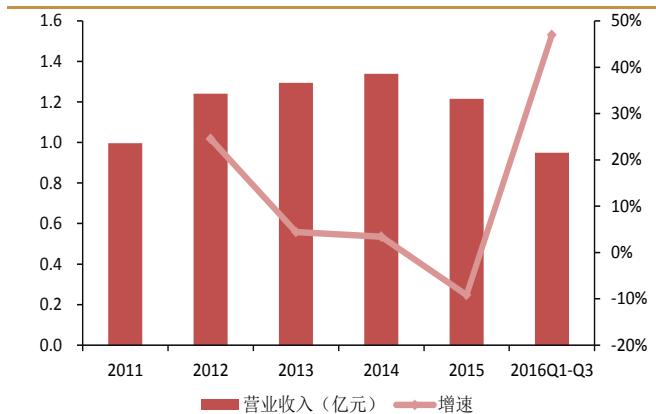
公司控股股东和实际控制人为蔡志华先生，现任公司董事长。蔡志华持有公司 4227.8 万股股份，占本次发行后总股本的 60.4%。

图 2: IPO 后公司股权结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

营业收入基本稳定，毛利率保持高企

从营业收入来看，2011 年以来，公司营业收入基本稳定。受原材料价格下跌影响，2015 年部分涂镀中间体产品销售价格下降较快，公司减少了相关产品的生产，因此 2015 年公司涂镀中间体营业收入较 2014 年减少 1329.8 万元，致使 2015 年度营业收入较上年减少 1232.6 万元，增长率为-9.2%。2016 年前三季度，公司营业收入同比增速回升，业绩重回上升通道。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

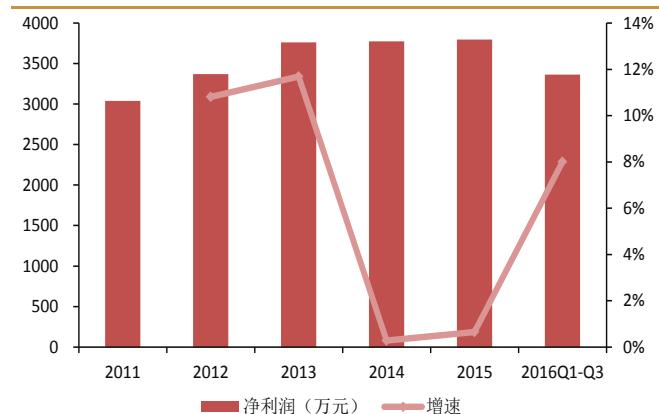
近年来，公司毛利率一直维持在 45%，净利率维持在 30%左右，两者变动趋势基本一致。

图 5: 公司近五年毛利率和净利率情况

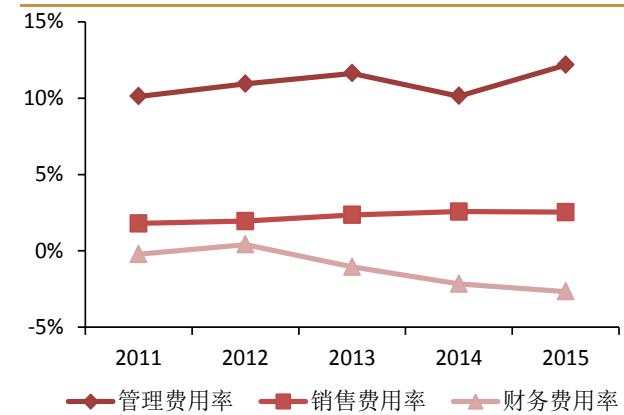

数据来源: Wind, 西南证券整理

涂镀化学品为主要收入来源，华南为核心市场

从业务构成上来看，2011 至 2014 年度，涂镀添加剂业务销售占比维持在 80%左右，毛利占比维持在 85%以上。2015 年受原材料价格下跌影响，涂镀中间体销售收入及占比下降较快，中间体主营业务收入占比仅为 13%，毛利占比仅为 7%。

图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

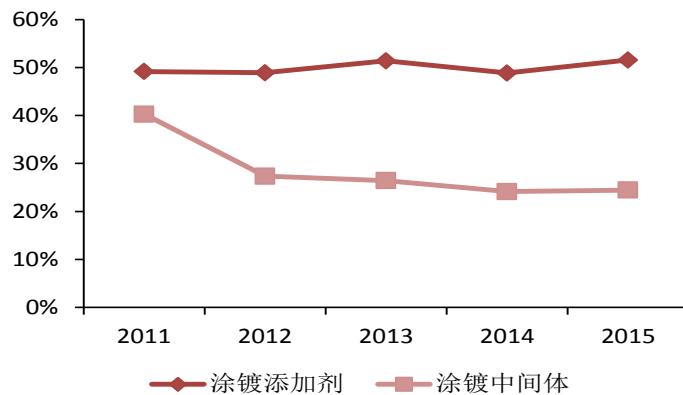
图 6: 公司近五年三项费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 公司 2015 年主营业务收入结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

涂镀添加剂是公司核心产品, 毛利率较高, 2011 年度以来对主营业务毛利贡献份额不断上升, 2015 年毛利占比达 93%。毛利率相对较低的涂镀中间体业务, 本次募投项目将扩大其产能形成规模优势、降低综合生产成本, 未来盈利能力将大幅提高。

图 9: 公司分产品毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

从销售区域构成来看, 公司产品基本全部销往国内, 其中又以华南地区为主。2015 年国内收入占主营业务收入的 99%以上, 其中华南地区销售占比维持在 70%左右。

表 2: 公司产品销售市场概况

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	销售金额/万元	占比 (%)	销售金额/万元	占比 (%)	销售金额/万元	占比 (%)
华南地区	8474.3	69.70%	9414.4	70.30%	8717.7	67.30%
华东地区	2813.9	23.10%	3061.3	22.80%	3424.1	26.40%
华中地区	718.3	5.90%	733.5	5.50%	598.9	4.60%
境内其他	83	0.70%	88.2	0.70%	117.1	0.90%
境外	75.4	0.60%	100.1	0.80%	96.3	0.70%
合计	12164.9	100%	13397.6	100%	12954.1	100%

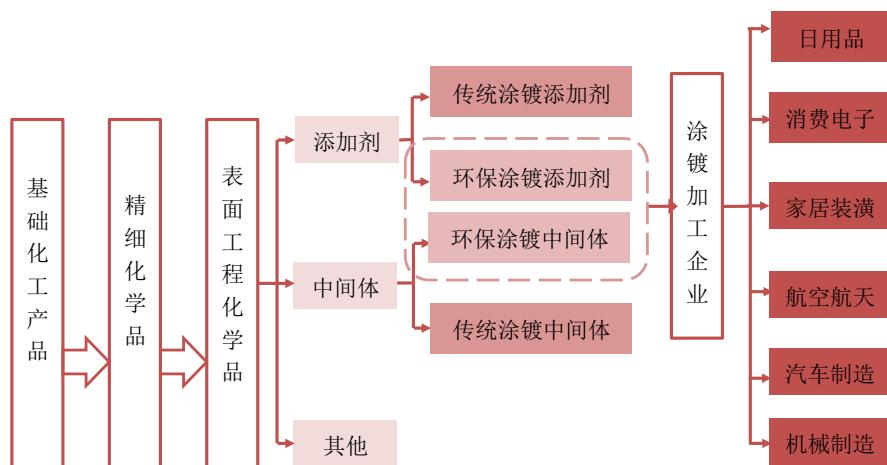
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2 行业集中度小，新型环保产品大势所趋

表面工程技术是 20 世纪 90 年代世界十项关键技术之一，其通过在材料基本表面制造镀层、涂层或薄膜，或通过对材料表面改性，赋予材料以耐温、耐热、耐磨、高强度、低电阻率、滤光性、吸光性、特殊色泽等特殊功能。表面工程化学品则是用于表面工程行业中赋予产品专门功能或最终使用性能的专用化学品。它在一定程度上决定了工件的最终性能，对节能降耗、再制造以及满足人们精神文化生活的需要发挥至关重要的作用。

表面工程行业属于精细化学的子行业，上游为基础化工行业，下游为表面工程生产加工企业，其应用领域覆盖了社会经济生活的方方面面，从电子材料、涂料、医药、造纸、油墨、食品添加剂，到航空航天、汽车、机械、建筑新材料、新能源技术等高新技术领域都具有广泛应用。

图 10：表面工程化学品行业产业链



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.1 下游需求叠加产业政策，行业景气周期长

下游需求驱动，行业产值逐年提升

表面工程的发展与社会经济各行各业的发展息息相关，其应用范围覆盖了汽车、机械、电子材料、涂料、建筑、船舶、航空航天等各行各业，并为最终消费服务。2006 年以来，国内 GDP 增速较快，国内城镇居民可支配收入从 2005 年至 2015 年提升了三倍，从而进一步刺激了产品消费的增长，为表面工程行业的发展提供了驱动力，市场规模不断增加。

表 3：表面工程化学品应用领域

应用领域	应用举例
能源领域	使用涂层来防止高容量发电设备表面由于高温高压产生的腐蚀和氧化
航空航天等军工高科技领域	使用涂层材料解决特殊工况条件下的机械磨损、润滑、粘着冷焊等摩擦学问题
环境保护领域	屋顶涂层实现建筑节能低耗；溶胶—凝胶技术制备过滤膜净化水质
汽车制造领域	使用涂层防止车身底板和焊缝过早出现腐蚀，并保证车身密封性

应用领域	应用举例
生物工程领域	在金属材料上制备生物陶瓷涂层，提高材料生物活性，用作人造关节、人造牙等医学植入体
表面装饰领域	盥洗室配件、建筑装潢、电视手机计算机等的表面装饰

数据来源：表面工程资讯，西南证券整理

据中国表面工程协会统计，2005 年我国表面工程化学品的产值已经超过 1500 亿元，到 2011 年已达 3000 亿元以上，年复合增长率超过 15%，估算到 2015 年，表面工程化学品行业产值将超过 5000 亿元。

在表面工程的三大技术领域：表面涂镀技术、表面改性技术和薄膜技术中，又以表面涂镀技术发展最为迅速和成熟，应用也最为广泛。表面涂镀化学品在表面工程化学品市场中占据超过 80% 的市场份额，并且增长最为迅速，估算到 2015 年表面工程化学品中的表面涂镀化学品产值将超过 4000 亿元。

图 11：2005-2015 年我国国内生产总值增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

产业政策扶持，行业发展后劲足

表面工程化学品行业作为我国精细化工行业中一个重要的独立分支和新的经济效益增长点，在发展过程中得到国家产业政策的重点支持。

表 4：与表面工程化学品行业发展相关的主要产业政策

名称	主要内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006 年-2020 年）》	在制造业的优先主题“基础原材料”中提出，要重点研究开发满足国民经济基础产业发展需求的高纯材料，精细化工及催化、分离材料等。
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》	在“新材料”领域，将表面涂、镀层材料（含环保型防腐涂料，环保型高性能工业涂料，高温陶瓷涂敷材料，高档汽车用金属颜料，耐高温抗强碱涂料，防火阻燃涂料等）列为优先发展的高技术产业。
《石油与化工行业“十二五”科技发展规划纲要》	将精细化工列为“十二五”期间重点发展目标，并将高性能材料等精细化学品列为“十二五”精细化工技术开发和产业化的重点任务。
《国家“十二五”碳捕集、利用与封存（CCUS）科技发展专项规划》	大规模、低成本利用二氧化碳

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 行业集中度小，优势企业面临整合机遇

整体而言，当前国内表面工程化学品行业市场化程度较高，竞争较为激烈，生产企业数量众多，但大部分企业规模较小，只能生产附加值较低的产品，产品同质化现象较为严重，只有少部分先进企业的技术水平接近或达到国际先进水平。我国表面工程化学品的发展与欧美发达国家相比相对滞后，外资或合资企业生产的表面工程化学品在高端市场上占据了支配地位。

但这种国内企业规模普遍偏小、竞争优势不足的局面将被打开。一方面国内企业不断加大研发投入，技术水平已有了显著提高；另一方面，随着国家产业政策的调整，产业整合将是下一阶段的发展重点，产业中落后产品及产能被淘汰，同质性产品被整合。因此，具备技术、产品优势的企业将在产业整合中脱颖而出，形成具有优势的本土大型企业。未来国内企业的综合竞争力和市场占有率都会有所提高，特别是国产高品质产品的“进口替代”效应逐步体现，行业市场竞争优势将由国外厂商逐步向国内优势企业转移。

表 5：表面工程化学品行业内主要企业

名称	竞争优势
安美特 (ATO)	五金涂镀和电子涂镀方面的化学品最大供应商
巴斯夫 (BASF)	专业涂镀中间体的研发和生产企业，在镍、锌的涂镀添加剂原料方面处于领先地位
陶氏化学 (DOW)	电子涂镀方面的领先企业
乐思 (Enthone)	业内最大最全面的涂镀化学品供应商之一
武汉风帆表面工程股份有限公司	目前国内最大的涂镀中间体、涂镀添加剂生产企业之一，研发实力较强
达志科技	拥有多项发明专利，技术实力雄厚，产品质量和性能在行业中处于领先地位
上海永生助剂厂	华东地区较大的涂镀化学品供应商之一
江苏金龙	拥有二氧化碳基树脂生产线

数据来源：招股说明书，西南证券整理

达志科技作为 A 股表面工程化学品行业第一股，具有明显的技术、环保优势。此次募投项目顺利实施后将提升公司产品生产研发能力，扩大公司生产经营规模，竞争实力进一步得到提高，在行业整合中必将锋芒毕露。

2.3 新型环保表面工程化学品将是大势所趋

随着社会经济各行各业对环保要求的日益严格，我国已经制定了一系列强制性的表面工程化学品的国家标准，国外更加严格的环保法规对我国表面工程化学品行业下游的电子、家电、玩具、家具等终端产品的环保要求都设置了更高的门槛。因此未来行业发展也将以功能型、环保型的新材料取代传统产品，以实现下游涂镀等多个领域技术工艺向环保、节能等方向发展，促进下游产业升级。表面工程化学品通过技术创新、开发升级形成环保产品是大势所趋，新型环保表面工程化学品产值也将增长较快。

表 6：国内外主要环保能耗限制指令

名称	主要内容
欧盟 RoHS 环保指令	1、欧盟立法制定的一项强制性标准，主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准，使之更加有利于人体健康及环境保护。该标准的目的在于消除电子电气产品中的铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯和多溴联苯醚共六项物质； 2、该指令针对所有生产过程中以及原材料中可能含有上述六种有害物质的电气电子产品； 3、纳入有害物质限制管理和报废回收管理的有十大类 102 种产品，前七类产品都是我国主要的出口电气产品。
欧盟 EuP 能耗指令	该指令首次将生命周期理念引入产品设计环节中，旨在从源头入手，在产品的设计、制造、使用、维护、回收、后期处理这一周期内，对使用能源产品提出环保要求，全方位监控产品对环境的影响，减少对环境的破坏。
IEC62321 检测标准	制定并检测电工产品中一些特定使用的物质，比如铅、汞、镉、六价铬和某些溴化物阻燃剂的禁止使用标准。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 公司环保产品优势突出，新型中间体有望成为新利润增长极

3.1 持续创新能力强，稳固技术领先地位

表面工程化学品行业为技术密集型行业，产品专用性强、品种多且更新换代快，对生产企业的研发创新能力要求较高。作为国内环保表面工程化学品行业领先企业之一，十分注重公司持续创新能力的培养。

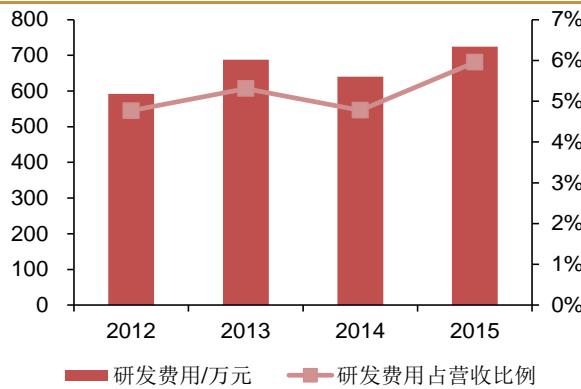
作为国内领先的新型环保表面工程化学品生产和研发企业，公司承担了一系列相关核心产品国家标准和行业标准的起草制订，并被全国金属与非金属覆盖层标准化技术委员会授予“国家标准制定单位”和“机械行业标准制定单位”称号。积极参与国家标准和行业标准制订既体现了公司领先的核心技术优势，又能使公司准确把握本行业的政策导向和发展趋势，为公司在市场竞争中确立领先优势奠定基础。

表 7：公司参与起草制定的国家和行业标准

项目	名称
国家标准	GB/T9798 金属覆盖层——镍电沉积层
	GB/T11379-2008 金属覆盖层工程用铬电镀层
	GB/T12332-2008 金属覆盖层工程用镍电镀层
	GB/T26108-2010<三价铬电镀技术条件>
	GB/T29036-2012<不锈钢表面氧化着色技术规范和试验方法>
行业标准	JB/T7508 光亮镀镍添加剂技术条件

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2015 年投入研发费用为 724 万元，占营收比例达 5.9%，公司近四年研发费用占营业收入比重呈上升趋势，与表面工程化学品行业内其他公司相比处于较高水平。本次募投资金部分也将用于新产品和新技术研发，持续的研发投入是持续创新能力的有力保障。

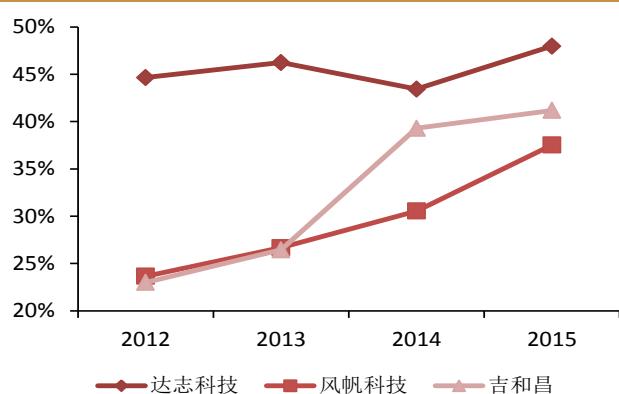
图 13: 公司近四年研发投入及研发费用占营收比重


数据来源: Wind, 西南证券整理

在公司各项产品和技术研发过程中，基于下游行业中各类型客户对公司产品不断提出新的需求，通过研发技术部门和营销部门的紧密联系和配合，已经形成了良性持续技术创新机制，核心技术与核心产品水平不断得到提升和创新，保持良好的竞争能力。

此外，公司十分注重理论与产业化实际应用的相互补充，加强与科研院所之间的技术交流与合作，先后与广东工业大学、哈尔滨工业大学、华南理工大学、华侨大学及武汉材保所开展了多次的产学研合作，有效促进、补充了公司的研发能力。

在持续创新体系的支撑下，公司拥有 20 余项国家发明专利，为下游行业生产加工企业提供了多系列、多类型的表面工程化学品，同时也保证了公司的利润优势。近四年公司毛利率、净利率与行业内其他公司相比，一直保持相对较高水平，体现了公司良好的盈利能力。

图 15: 同业公司毛利率对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 环保优势突出，顺应行业发展潮流

在国内外市场对工业产品的环保性要求日趋严格的背景下，环境保护已经成为化工企业生存和发展的关键。就表面工程行业而言，环保的要求主要体现在两大方面，即生产过程和最终产品能否符合相关的环保要求。

在生产过程方面，公司所研发生产的无氟、无铬、无铅、无镉、无磷等新型环保涂镀添加剂能够有效降低下游生产加工企业的废水处理压力，减少企业能源和物料消耗，实现高效、清洁生产。在最终产品方面，公司严格参照欧盟 RoHS 环保指令、欧盟 EuP 能耗指令和国际电工委员会 IEC62321 检测标准的要求进行产品生产，已有“碱锌光泽剂”、“高光泽氯化物镀锌添加剂”等多项产品获得了国际标准产品证书。

公司于 2012 年被评为“广州市清洁生产优秀企业”，子公司江门科佐于 2013 年被评为“广东省清洁生产企业”，具有非常明显的环保优势。

表 8：公司全方位环保特性的主要体现

公司产品环保特性	主要体现
企业生产加工过程环保化	公司引领下游表面工程生产加工企业逐步实现清洁化生产，通过向其提供新型环保涂镀添加剂，使其在生产过程中不排放或减少排放污染物，如减少或避免铅、氯化物、六价铬等污染物的排放。
工业产品环保化	公司通过向下游表面工程生产加工企业提供环保型添加剂，使其生产加工的最终产品不含有害污染物，如产品表面无铅、符合欧盟 RoHS 环保指令等。
原材料使用环保化	公司新型环保涂镀中间体以二氧化碳废气为原料，通过专利技术及特殊工艺生产聚碳酸亚酯多元醇新材料，具有环保、低成本、改善下游产品功能等优势，同时可以减少二氧化碳对环境带来的危害，响应国家低碳政策。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 新型涂镀中间体业务，有望成为新利润增长点

涂镀中间体是涂镀添加剂生产过程中所必需的核心材料，对涂镀添加剂的成本、性能起决定性作用，具有品种多、生产批量小、技术门槛高的特点。目前国内能够自主生产涂镀中间体的本土企业非常少，公司是具备规模化生产能力的数家企业之一。

表 9：IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额/万元	拟使用募集资金投入金额/万元
1	大亚湾生产基地一期建设项目	15013.8	15013.8
2	研发中心建设项目	3001.6	2605.7

数据来源：招股说明书、西南证券整理

此次公司 IPO 募集资金投资项目将新增表面工程化学品 11000 吨，除去涂镀添加剂 6000 吨之外，还包括新型涂镀中间体（聚碳酸亚酯多元醇，PPC）5000 吨。PPC 是公司 2011 年下半年试产成功的一种新型环保涂镀中间体，该技术拥有国家发明专利，已经广州市科技和信息化局鉴定处于国内领先水平，完全具备大规模生产所需的条件。公司生产 PPC 采用廉价工业废气二氧化碳作为主要原材料，生产成本比被替代产品低 20%~30%，同时，使用该涂镀中间体所生产的最终产品还具有强度高、粘结力强等综合性能优势，市场前景广阔，尤其是公司 PPC 产品可用于水性涂料的生产，也将受益于水性涂料在我国的快速发展。

表 10：部分涂镀中间体产品性能参数对比

典型涂镀中间体	基于中间体生产的最终产品性能			
	拉伸强度/兆帕	断裂伸长率/%	拉伸屈服强度/兆帕	硬度/邵氏 A
聚碳酸亚丙酯二醇（公司产品）	16.2	536.1	12.1	92
聚醚二醇	3.8	498.5	3.2	70
聚己二酸丁二醇酯二醇	13.9	942.1	4.1	82

数据来源：招股说明书、西南证券整理

PPC 中 CO_2 含量一般占 31%-50%， CO_2 的充分利用不仅大大降低对上游原料石油的消耗，还对缓解环境污染中严重的问题 - CO_2 排放而导致的“温室效应”，有积极作用；同时，PPC 具有完全可生物降解能力，不会对环境造成污染，是目前研究较为深入、也是有工业化前景的环保材料之一。PPC 具有良好的透明性、高阻隔性、生物兼容性的特点，可通过塑料改性加工成注塑/挤出制品、吹塑制品或纤维制品，能替代医药、食品和农业等领域使用的诸多包装制品，其中主要是做一次性塑料制品，如黏结剂、药物缓蚀剂、包装薄膜、发泡材料以及多层共挤高阻隔性薄膜。除了以上应用，PPC 还可用于涂料、灌浆防水材料、软质泡沫塑料、地坪粘合剂、鞋底液、光刻胶、固体电解质、新型液晶材料、水分散体、油井 CO_2 增稠剂等。

PPC 在涂料制造工业中的应用源于该材料良好的力学、热学、亲水 - 疏水性能，是一种可在水中分散溶胀的聚合物，因其挥发性有机物 (VOC) 含量低，因此可作为一种主要成膜物质与其他涂料组分一起以水为分散介质合成水性工业涂料。它不但保留了传统溶剂型涂料的优良性能，如良好的柔韧性、耐低温性和耐疲劳性等，而且还具有粘结力强、表面硬度高、耐磨性和耐水性好等优点，还可有效控制涂料的组成结构，由聚碳酸亚酯多元醇合成的水性工业涂料有望成为快速发展的涂料品种之一。

水性涂料与粉末、辐射固化、高固体分和无溶剂涂料并称为环境友好型涂料，2014 年国内环境友好型涂料绝对产量超过 800 万吨，高于占世界第二位美国全年的涂料总产量，但在国内涂料总产量中只占 51% 左右，而环境友好型涂料品种在美国涂料中已占 70% 以上，德国占 80%，国内和国外差距仍旧较大。

表 11：2014 年我国涂料产量和 VOC 贡献量估算

产品名称	产量/万 t	平均 VOC 含量/%	加稀后 VOC 含量/%	VOC 含量/万 t
建筑内外墙涂料	516	5		25.8
建筑钢结构涂料	38	55	65	24.7
溶剂型汽车原厂漆	41.9	50	65	27.235
水性汽车原厂漆	13.1	15		1.965
水性木器涂料	6	10		0.5
溶剂型木器涂料	104	65	70	72.8
汽车修补漆	22	70		15.4
其他钢结构涂料（如桥梁、海洋工程等）	60	55	65	39
船舶涂料	33	60	66	21.78
粉末涂料	120			
工程机械涂料	50	60	66	33

产品名称	产量/万 t	平均 VOC 含量/%	加稀后 VOC 含量/%	VOC 含量/万 t
集装箱涂料	24.6	40	48	11.8
卷材涂料	40	50	70	28
其他涂料 (主要为工业防腐涂料)	579.4	60	70	405.58
总计	1648	-	-	707.36

数据来源:《中国涂料》,西南证券整理

据估测,在 VOC 排放的中涂料涂装占 12%,是节能减排重点关注的行业之一。国务院办公厅转发环境保护部等部门关于《推进大气污染防治工作改善区域空气质量指导意见的通知》(国办发〔2010〕33 号),正式地从国家层面将开展 VOC 污染防治工作提上了日程;2012 年 9 月国务院批复实施的《重点区域大气污染防治“十二五”规划》将 VOC 和二氧化硫、氮氧化物、工业烟粉尘一起列为了“三区十群”的防控重点,把开展 VOC 污染防治工作纳入了重点任务;2015 年 2 月 1 日起将涂料纳入消费税征收范畴,对施工状态下 VOC 含量低于 420g/L (含) 的涂料免征消费税。“十二五”期末,北京、上海等重点省市已经对涂装 VOC 进行排污收费。

涂料征收消费税,北京、上海等城市开征涂装排污费,倒逼环境友好型涂料要加快发展。随着各国对挥发性有机物及有毒物质使用限制越来越严格,水性工业涂料受重视的程度在提高,水性工业涂料将成为未来涂料产业的一种发展趋势。同时水性工业涂料的发展也为具有环境友好特点的聚碳酸亚酯多元醇的发展打开了新的市场需求空间。

聚碳酸亚酯多元醇具有良好的发展前景,国内外逐渐建立了一系列生产装置,如上世纪 90 年代初由陶氏化学、三菱化工等合作建立的一条千吨级生产线;2008 年由中国海洋石油总公司和中国科学院长春应用化学研究所共同出资建设的 3000 吨 PPC 可降解塑料装置;内蒙古蒙西高新技术(集团)有限公司已建成的 2000 吨/年 PPC 可降解塑料装置;江苏中科金龙化工股份有限公司的低分子量 PPC 多元醇于 2007 年在江苏泰兴开始投产;达志科技已建成 2000 吨 PPC、PEC 生产线;河南天冠集团下属子公司 - 南阳中聚天冠低碳科技有限公司拥有 5000 吨/年的生产线。

表 12: 国内生产聚碳酸亚酯多元醇的主要企业

名称	企业概况	企业特点	主要应用领域
江苏中科金龙化工股份有限公司	由中国科学院参股的一家专业从事工业废弃二氧化碳综合利用的高新技术化工企业,产品主要有脂肪族聚碳酸亚丙(乙)酯多元醇、全生物降解共聚材料、阻燃泡沫材料、热塑性弹性体	拥有万吨级二氧化碳基树脂生产线,并拥有该生产线的知识产权和多项发明专利,技术研发实力较强	主要应用于食品保鲜膜、农用地膜、工业包装用膜、食品袋、购物袋、垃圾袋等
广东达志环保科技股份有限公司	国内最早从事脂肪族聚碳酸酯多元醇制备方法研究的企业之一,产品质量和性能在同行业中处于领先地位	掌握自主发明专利,拥有年产 2000 吨聚碳酸亚酯多元醇生产线,在建 5000 吨;在高品质、低成本聚碳酸亚酯多元醇研发、产业化方面具有较强的研发、产业化实力	应用于涂装涂料中间体的制造,为下游工业涂料企业提供优质原材料
南阳中聚天冠低碳科技有限公司	专业从事二氧化碳共聚物的合成及应用开发、生产和销售,是较大的聚碳酸亚丙酯树脂(PPC)全降解塑料的生产制造商之一	拥有 PPC5000 吨级生产线,并拥有该生产技术的多项发明专利,技术研发实力较强	主要应用于生物降解塑料袋、塑料薄膜、可降解塑料快餐盒、食品保鲜膜等

数据来源:《电镀与涂饰》,西南证券整理

达志科技现有 2000 吨 PPC、PEC 生产线，募投项目达产后，将形成年产 7000 吨 PPC 的国内最大规模企业，大幅降低产品的综合生产成本，形成规模效应，率先抢占国内涂镀用 PPC 蓝海市场，打开公司发展空间。且公司作为行业中率先上市的公司，后续 PPC 生产能力的进一步扩张也将更为顺畅。

4 盈利预测与估值

假设 1：公司三季报中披露大亚湾项目预计于 2017 年 03 月 18 日达到预定可使用状态，假设 2017-2018 年新增涂镀添加剂产能消化 30% 和 80%，16-18 年毛利率分别为 54%、55% 和 56%；

假设 2：因募投项目体量较小，预计 2017 年新增涂镀中间体满产，16-18 年毛利率维持在 27%；

假设 3：期间费用率逐渐下降。

基于以上假设，我们预计公司分业务收入成本如下：

表 13：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
涂镀添加剂	收入	105.58	106.63	138.62	194.07
	增速	-	1.00%	30.00%	40.00%
	毛利率	51.55%	54.00%	55.00%	56.00%
涂镀中间体	收入	16.07	16.23	81.16	97.40
	增速	-	1.00%	400.00%	20.00%
	毛利率	24.45%	27.00%	27.00%	27.00%
合计	收入	121.65	122.87	219.79	291.47
	增速	-	1.00%	78.88%	32.61%
	毛利率	47.97%	50.43%	44.66%	46.31%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 1.2 亿元、2.2 亿元和 2.9 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 3964 万元、6083 万元和 8489 万元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 0.57 元、0.87 元和 1.21 元。

5 风险提示

上游原材料价格波动的风险；公司产品需求下降的风险；募投项目推进及成效或不及预期的风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	121.65	122.87	219.79	291.47	净利润	37.99	39.72	61.33	85.49
营业成本	63.30	60.90	121.63	156.49	折旧与摊销	2.31	2.79	10.13	20.69
营业税金及附加	1.15	1.15	2.06	2.73	财务费用	-3.25	-0.02	-0.04	-0.06
销售费用	3.07	2.83	5.06	6.70	资产减值损失	0.17	1.00	1.00	1.00
管理费用	14.80	12.04	19.78	26.23	经营营运资本变动	18.48	0.11	-29.86	-20.29
财务费用	-3.25	-0.02	-0.04	-0.06	其他	5.60	-1.64	-0.44	-0.83
资产减值损失	0.17	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	61.30	41.95	42.12	85.99
投资收益	0.00	0.50	0.60	0.70	资本支出	-25.11	-120.00	-70.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	7.18	0.50	0.60	0.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17.94	-119.50	-69.40	-119.30
营业利润	42.40	45.47	70.90	99.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.79	0.80	0.50	0.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.19	46.27	71.40	99.57	股权融资	0.00	176.20	0.00	0.00
所得税	6.20	6.56	10.07	14.08	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	37.99	39.72	61.33	85.49	其他	0.00	0.02	0.04	0.06
少数股东损益	0.00	0.08	0.50	0.60	筹资活动现金流净额	0.00	176.22	0.04	0.06
归属母公司股东净利润	37.99	39.64	60.83	84.89	现金流量净额	43.42	98.68	-27.24	-33.25
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	152.92	251.60	224.36	191.11	成长能力				
应收和预付款项	26.54	26.20	47.50	62.83	销售收入增长率	-9.20%	1.00%	78.88%	32.61%
存货	16.19	15.57	31.10	40.01	营业利润增长率	-0.67%	7.24%	55.92%	39.72%
其他流动资产	1.96	1.98	3.54	4.70	净利润增长率	0.65%	4.54%	54.42%	39.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.69%	16.32%	67.89%	47.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	52.90	160.69	211.34	301.64	毛利率	47.97%	50.43%	44.66%	46.31%
无形资产和开发支出	17.23	26.65	35.87	44.89	三费率	12.02%	12.08%	11.28%	11.28%
其他非流动资产	5.78	5.78	5.78	5.78	净利润率	31.23%	32.32%	27.90%	29.33%
资产总计	273.52	488.47	559.50	650.97	ROE	14.97%	8.46%	11.55%	13.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.89%	8.13%	10.96%	13.13%
应付和预收款项	6.69	5.89	11.49	15.11	ROIC	30.85%	23.52%	22.24%	22.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.09%	39.26%	36.85%	41.07%
其他负债	13.10	12.94	17.04	19.40	营运能力				
负债合计	19.80	18.83	28.53	34.50	总资产周转率	0.49	0.32	0.42	0.48
股本	52.50	70.00	70.00	70.00	固定资产周转率	9.93	7.49	1.90	1.15
资本公积	40.39	199.09	199.09	199.09	应收账款周转率	5.39	5.74	7.32	6.50
留存收益	160.83	200.47	261.30	346.19	存货周转率	3.77	3.84	5.21	4.40
归属母公司股东权益	253.72	469.56	530.39	615.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	124.80%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.08	0.58	1.18	资本结构				
股东权益合计	253.72	469.64	530.97	616.46	资产负债率	7.24%	3.86%	5.10%	5.30%
负债和股东权益合计	273.52	488.47	559.50	650.97	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	18.02	29.53	15.56	11.63
EBITDA	41.47	48.24	80.99	119.70	速动比率	16.54	27.97	13.98	10.07
PE	150.13	143.90	93.76	67.19	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	22.48	12.14	10.74	9.25	每股指标				
PS	46.89	46.42	25.95	19.57	每股收益	0.54	0.57	0.87	1.21
EV/EBITDA	99.33	112.90	67.59	46.00	每股净资产	3.62	6.71	7.59	8.81
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.88	0.60	0.60	1.23
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn