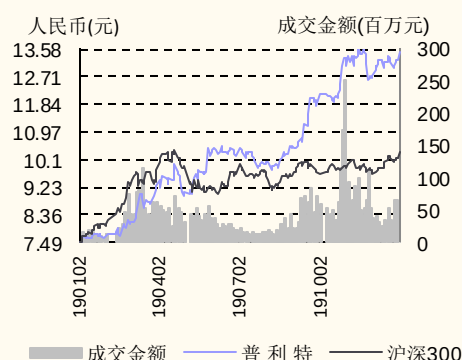


**普利特 (002324.SZ) 增持 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 13.50 元  
目标价格 (人民币): 15.60-15.60 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股) 5.28  
已上市流通 A 股(亿股) 3.07  
总市值(亿元) 71.30  
年内股价最高最低(元) 13.50/12.91  
沪深 300 指数 4082  
中小板综 9605

**改性塑料迎来拐点，攻关 5G 新材料 LCP****公司基本情况 (人民币)**

| 项目             | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,397   | 3,666   | 3,742   | 3,920  | 4,130  |
| 营业收入增长率        | 7.59%   | 7.89%   | 2.09%   | 4.74%  | 5.36%  |
| 归母净利润(百万元)     | 174     | 72      | 164     | 204    | 257    |
| 归母净利润增长率       | -37.31% | -58.49% | 127.42% | 24.30% | 25.88% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.643   | 0.178   | 0.311   | 0.387  | 0.487  |
| 每股经营性现金流净额     | -0.66   | 0.48    | 0.97    | 0.57   | 0.69   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 7.72%   | 3.11%   | 6.78%   | 8.02%  | 9.52%  |
| P/E            | 36.92   | 56.12   | 43.35   | 34.88  | 27.71  |
| P/B            | 2.85    | 1.74    | 2.94    | 2.80   | 2.64   |

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **改性塑料业务迎来拐点：**普利特是一家从事高分子新材料产品及其复合材料的研发、生产、销售和服务的公司，主要产品包括汽车改性塑料、液晶高分子材料、特种材料等产品。汽车改性塑料业务是当前公司的主要收入和盈利来源，改性塑料的主要原材料是树脂基材料，占改性塑料成本 80%以上，2018 年四季度以来，伴随着树脂基原材料价格逐步回落，公司改性塑料的毛利率由 2018 年的 16.68%回升至 2019 年上半年 19.21%，业绩不断改善。
- **拟外延并购，布局光稳定剂行业：**我国烯烃行业迅速发展带动光稳定剂需求增长，当前全球光稳定剂需求 6.57 万吨，我们测算，中国烯烃装置大量投产将带动光稳定剂新增需求 1.35 万吨。2019 年 9 月，普利特发布公告拟收购帝盛集团相关标的，布局光稳定剂行业。帝盛集团是国内紫外线吸收剂的龙头企业，新工厂福建帝盛于 2018 年开始建设，计划产能 1.5 万吨，一期产能 1 万吨拟于 2019 年底投产，预计未来产能的释放将为公司的业绩带来增长。
- **公司 LCP 业务有望实现从无到有的突破：**LCP 是 5G 的关键材料，LCP 具有低介电损耗等特点，在 5G 高频信号传输场景中具有广泛的应用。公司多年来在 LCP 领域深耕细作，目前拥有 LCP 聚合技术自主知识产权，是国内首个 LCP 材料供应商。公司于 2013 年投产 1 期 2000 吨液晶高分子纯树脂，并开始批量供应客户，目前正在开发 LCP 薄膜、LCP 纤维等 5G 用关键材料，伴随着 LCP 在多场景的持续渗透，公司的 LCP 业务有望实现放量。

**盈利预测与投资建议**

- 预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 1.64 亿元、2.04 亿元和 2.57 亿元；EPS 分别为 0.31 元、0.39 元和 0.49 元，当前市值对应 PE 分别为 43.35、34.88 和 27.71。考虑到公司改性塑料业务迎来拐点，且有可能突破 5G 用 LCP 材料，我们给予公司 2020 年 40 倍 PE，目标价 15.6 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**

- 改性塑料需求下滑；拟收购标的业绩不及预期；5G 推广不及预期；LCP 研发不及预期。

王明辉 联系人  
wangmh@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 研究逻辑 .....                                     | 4  |
| 一、改性塑料业务迎来拐点 .....                             | 5  |
| 1.1 改性塑料应用广泛 .....                             | 5  |
| 1.2 汽车轻量化推动汽车改性塑料行业需求 .....                    | 7  |
| 1.3 原材料价格回落，业绩迎来拐点 .....                       | 9  |
| 二、外延并购拟进入光稳定剂领域 .....                          | 10 |
| 2.1 光稳定剂的基本情况 .....                            | 10 |
| 2.2 石化行业发展推动光稳定剂需求 .....                       | 11 |
| 2.3 拟收购帝盛集团相关标的，布局光稳定剂行业 .....                 | 13 |
| 三、研发 5G 关键材料 LCP，有望实现多场景渗透 .....               | 14 |
| 3.1 LCP 性能优异，目前产能主要集中在美国和日本 .....              | 14 |
| 3.2 5G 高频信号传输带动手机天线材料升级，LCP 天线有望快速推广 .....     | 15 |
| 3.3 LCP 应用场景多元化渗透 .....                        | 17 |
| 3.4 普利特拥有 LCP 聚合技术自主知识产权，是国内首个 LCP 材料供应商 ..... | 19 |
| 四、一体两翼，打造新材料产业基地 .....                         | 19 |
| 4.1 公司业务版图不断完善 .....                           | 19 |
| 4.2 收入稳定增长，净利润呈现一定波动 .....                     | 20 |
| 五、核心假设与盈利预测 .....                              | 22 |
| 六、风险提示 .....                                   | 22 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1：改性塑料生产过程情况 .....           | 5  |
| 图表 2：中国改性塑料需求量 .....            | 5  |
| 图表 3：2018 中国改性塑料下游应用领域 .....    | 5  |
| 图表 4：近年来中国家电产量情况 .....          | 6  |
| 图表 5：国外主要生产企业情况 .....           | 6  |
| 图表 6：中国改性塑料行业竞争格局 .....         | 7  |
| 图表 7：车用改性塑料的主要品种 .....          | 7  |
| 图表 8：中国汽车单车材料用量 .....           | 8  |
| 图表 9：中国整车减重目标 .....             | 8  |
| 图表 10：中国汽车产量及增速 .....           | 8  |
| 图表 11：中国新能源汽车产量 .....           | 8  |
| 图表 12：汽车销量增速与公司改性塑料收入增速对比 ..... | 9  |
| 图表 13：PP 产能及增速 .....            | 9  |
| 图表 14：PC 产能及增速 .....            | 9  |
| 图表 15：ABS 产能及增速 .....           | 10 |
| 图表 16：主要原材料价格变动情况 .....         | 10 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 17: 改性塑料行业上市公司毛利率对比.....                   | 10 |
| 图表 18: 光稳定剂主要应用领域.....                        | 11 |
| 图表 19: 光稳定剂分类.....                            | 11 |
| 图表 20: 2018 年全球光稳定剂消费结构 (%) .....             | 11 |
| 图表 21: 2018 年全球光稳定剂需求增速 (%) .....             | 11 |
| 图表 22: 抗氧化剂和光稳定剂增量测算.....                     | 12 |
| 图表 23: 光稳定剂的添加比例.....                         | 12 |
| 图表 24: 中国光稳定剂产能统计 .....                       | 12 |
| 图表 25: 启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、宁波帝凯的股权结构.....         | 13 |
| 图表 26: 欣阳精细的股权结构.....                         | 13 |
| 图表 27: 帝盛集团产能情况.....                          | 14 |
| 图表 28: 帝盛集团的营业收入和净利润情况.....                   | 14 |
| 图表 29: 利安隆光稳定剂毛利率情况.....                      | 14 |
| 图表 30: 全球 LCP 树脂产能占比情况.....                   | 15 |
| 图表 31: 全球 LCP 树脂厂家占比情况.....                   | 15 |
| 图表 32: LCP 下游应用领域.....                        | 15 |
| 图表 33: LCP 需求及预测 (万吨) .....                   | 15 |
| 图表 34: 通讯技术不断升级带动手机天线持续更新.....                | 16 |
| 图表 35: LCP 具有低介电常数和介电损耗的性能.....               | 16 |
| 图表 36: 单层 LCP 基板传输线工艺流程 .....                 | 16 |
| 图表 37: 基于 LCP 基板的 3D SOP 封装.....              | 16 |
| 图表 38: LCP 天线在手机中的应用.....                     | 17 |
| 图表 39: 手机天线产业链.....                           | 17 |
| 图表 40: 全球智能手机出货量 (百万部) .....                  | 17 |
| 图表 41: 薄膜级 LCP 在手机天线中的空间预测.....               | 17 |
| 图表 42: 注塑级 LCP 特点 .....                       | 18 |
| 图表 43: 高频应用的案例.....                           | 18 |
| 图表 44: 电力 PCB 和高集成逻辑 PCB 类新型 PCB 的新功能要求 ..... | 18 |
| 图表 45: LCP 纤维用途.....                          | 19 |
| 图表 46: 公司的产品情况.....                           | 19 |
| 图表 47: 公司发展历程.....                            | 20 |
| 图表 48: 普利特业务板块介绍.....                         | 20 |
| 图表 49: 公司营业收入及增速.....                         | 21 |
| 图表 50: 公司归母净利润及增速.....                        | 21 |
| 图表 51: 2019H 公司营业收入构成 (%) .....               | 21 |
| 图表 52: 2019H 公司毛利构成 (%) .....                 | 21 |
| 图表 53: 公司主要产品产能情况.....                        | 22 |
| 图表 54: 公司主要产品盈利预测.....                        | 22 |
| 图表 55: 同行上市公司估值对比.....                        | 22 |

## 研究逻辑

- 普利特是一家从事高分子新材料产品及其复合材料的研发、生产、销售和服务的公司，主要产品包括改性聚烯烃材料(改性 PP)、改性 ABS 材料、改性聚碳酸酯合金材料(改性 PC 合金)、改性尼龙材料(改性 PA)、液晶高分子材料(LCP)、特种材料等新材料产品。公司以汽车复合材料为主体，特种工程塑料和高性能精细化学品为两翼，搭建新材料平台型企业，致力于成为一家新材料的平台型企业。
- 本篇报告通过分析公司现有业务的情况和未来业务的布局，主要回答投资者关心的如下问题：

### 1. 如何看待公司传统的改性塑料业务的盈利？

- 当前公司的主要收入和盈利来源是汽车改性塑料业务，树脂基材料占改性塑料成本 80%以上。2016 年大宗化工产品进入景气周期，树脂原材料价格相应呈现上涨趋势，改性塑料企业对下游汽车行业的议价能力相对较差，成本上涨传导较慢，公司毛利率急剧下降。2018 年四季度以来，随着原材料价格的回落，公司改性塑料的毛利率逐步回升，从化工周期来看，未来有大量烯烃产能投产，基础化工产品进入扩产周期，预计价格将在底部盘整，产业链利润将不断往下游传导。

### 2. 汽车销量下滑对改性塑料需求的影响？

- 公司的下游客户主要是汽车领域，汽车销量受到宏观经济下滑的影响而逐步下滑，对公司的改性塑料的需求端有一定冲击，但从长期趋势来看，我国汽车轻量化水平与发达国家相比仍然较低，新能源汽车的发展对汽车轻量化的技术依赖更大，改性塑料市场仍然存在增长空间。此外，当前国内汽车改性塑料市场主要被外资企业所占据，未来存在一定进口替代空间。

### 3. 如何评价拟收购帝盛集团相关标的？

- 帝盛集团是国内紫外线吸收剂的龙头企业，产能集中在欣阳精细和启东金美，新工厂福建帝盛于 2018 年开始建设，计划产能 15000 吨，一期产能 10000 吨拟于 2019 年底投产。对于投资者关注的产能如何消化，我们在高分子助剂行业深度报告《下游烯烃迅速增长，行业向多元化方向发展》中指出，烯烃行业进入扩产周期，大量项目投产将带动高分子助剂的需求增长。帝盛集团作为紫外线吸收剂的头部企业，其技术实力和产品质量获得下游客户的认可，对比同行业上市公司利安隆光稳定剂的毛利率情况，我们认为，未来随着福建帝盛光稳定剂的逐步投产，公司在平稳经营的前提下，光稳定剂业务有望实现持续增长。

### 4. 公司在 LCP 材料研发情况？

- LCP 是 5G 的关键材料，当前主要用于手机天线。投资者担心 LCP 材料当前整体市场空间不大。对此，我们认为，LCP 是一种技术壁垒极高的新兴材料，高技术壁垒意味着高毛利率，若公司的 LCP 材料可以在手机天线实现应用，其净利润是可观的。其次，LCP 是 5G 关键材料，但应用场景不局限于手机天线。我们在 LCP 行业深度报告《5G 高频场景持续渗透，多元化应用逐步导入》中建议从材料的角度来研究 LCP 未来潜在的应用场景：1.低介电损耗的优质特性带动 LCP 在 5G 高频信号传输的应用场景中加速应用；2.良好的挠性材料方便组合设计，满足电子产品小型化的趋势要求；3.良好的机械性能将有望拓展 LCP 在工程领域的应用空间。远期来看，LCP 市场空间可以到 40 亿人民币。公司多年来在 LCP 领域深耕细作，目前拥有 LCP 聚合技术自主知识产权，是国内首个 LCP 材料供应商，公司于 2013 年投产 1 期 2000 吨液晶高分子纯树脂，并开始批量供应客户，公司目前正在开发 LCP 薄膜、LCP 纤维等 5G 用关键材料，伴随着 LCP 在多场景的持续渗透，公司的 LCP 业务有望实现放量。

## 一、改性塑料业务迎来拐点

### 1.1 改性塑料应用广泛

- 改性塑料是通过各种途径提高原有材料性能的塑料，主要由通用塑料和工程塑料为塑料基质加工而成，具有阻燃、抗冲、高韧性、易加工性等特点，主要用于汽车、家电、电子电器等领域。

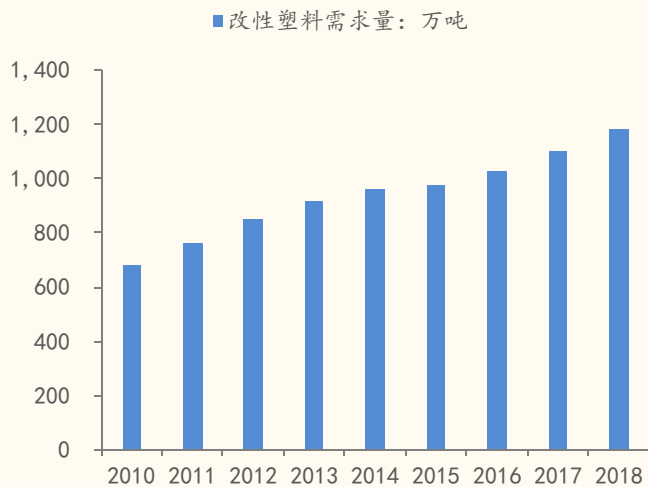
图表 1：改性塑料生产过程情况



来源：中国化工报，国金证券研究所

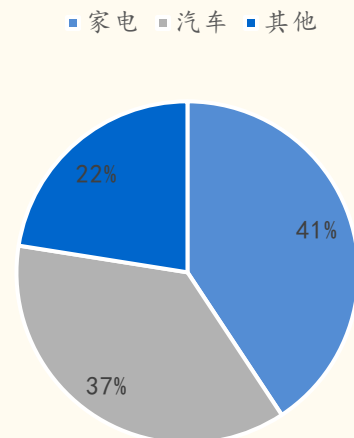
- 近几年我国改性塑料的需求量不断增长，从 2010 年的 684 万吨增长至 2018 年的 1182 万吨，行业需求规模保持稳定增长的态势。改性塑料主要用于家电、汽车、电子电器、办公设备和电动设备等。家电行业是改性塑料应用最广的领域，占比约 41%，近年来，家电行业保持平稳发展，对改性塑料的需求较为稳定。

图表 2：中国改性塑料需求量



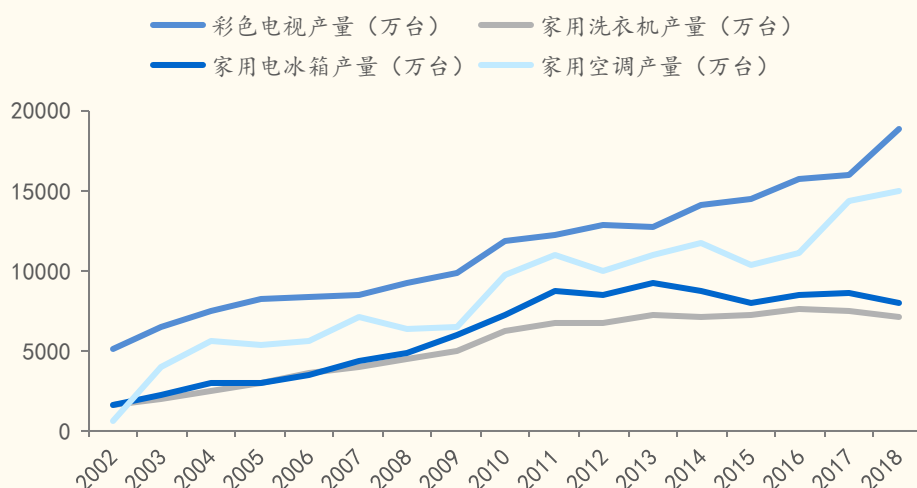
来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 3：2018 中国改性塑料下游应用领域



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 4：近年来中国家电产量情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 国外改性塑料应用较早，主要生产厂家都集中在国际化工巨头，如巴斯夫、科思创、陶氏、杜邦和沙比克等。他们拥有领先的技术和雄厚的资本，通过独资设厂或委托生产的方式在国内开展业务。

图表 5：国外主要生产企业情况

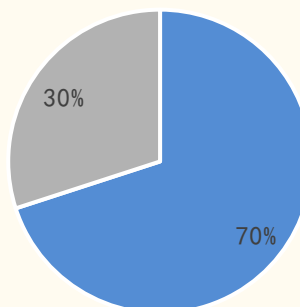
| 公司  | 产品（塑料）类别           | 产品档次及售价水平                                                  | 国际汽车部件主要客户          | 国内情况                  |
|-----|--------------------|------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------|
| 巴斯夫 | PA、ABS             | 均是国际化工集团巨头，跨国企业。塑料一般只是集团的部分业务，从事高端塑料及特种材料的研发、生产、销售，销售价格较高。 | 博世、西门子、天合、德尔福、李尔等   | 独资设厂                  |
| 科思创 | PC/ABS、ABS、PC、PMMA |                                                            | 伟世通、弗吉亚、天合、小糸车灯、李尔等 |                       |
| 陶氏  | PP、ABS、PC/ABS、PC   |                                                            | 伟世通、弗吉亚、天合、小糸车灯、李尔等 | 委托日本三井化学在沪独资企业加工改性 PP |
| 杜邦  | PA、POM             |                                                            | 博世、西门子、天合、德尔福等      | 独资设厂                  |
| 沙比克 | PP、ABS、PC/ABS      |                                                            | 伟世通、弗吉亚、天合、德尔福、李尔等  | 委托公司生产改性 PP           |

来源：CNKI，国金证券研究所

- 我国改性塑料起步晚，发展水平与发达国家相比，依然存在着较大的差距。我国改性塑料行业市场占有率中，国外企业高达 70%，国内企业仅为 30%。目前已经在国内设立改性塑料生产基地的国外大企业有 SABIC、陶氏杜邦、利安德巴塞尔、普立万、韩国三星、LG、荷兰 DSM 等公司；国内主要改性塑料生产企业有金发科技、银禧科技、普利特、时代新材、国恩股份、道恩股份等公司。

图表 6：中国改性塑料行业竞争格局

■ 外资企业 ■ 国内企业

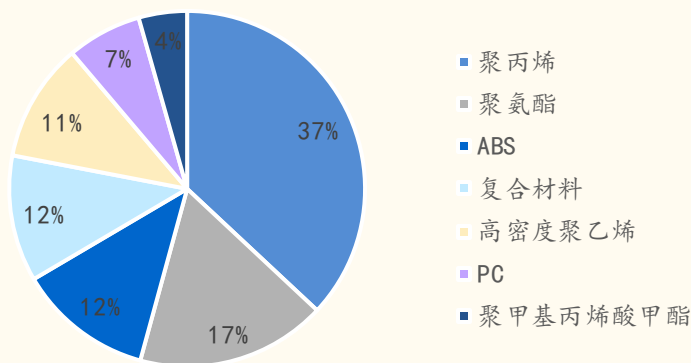


来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

## 1.2 汽车轻量化推动汽车改性塑料行业需求

- 改性塑料在汽车行业应用广泛且历史长远，主要应用于汽车减重、安全、节能等方面。随着汽车行业的逐步发展，轻质、节能、环保等要求日益提高，汽车塑料件用量逐年增加。目前汽车轻量化技术主要分为 3 个方面：结构优化设计、轻量化材料应用和采用先进制造工艺。其中，采用轻量化的替代性材料是业内普遍认同且前景最为可观的轻量化技术，汽车改性塑料可以有效提升汽车运行效率，根据相关文献报道，平均 1kg 的塑料可以替代 2-3kg 钢等更重的材料，汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%-8%。目前常见的改性塑料主要有改性 PP、改性 PVC、改性 PE 等。

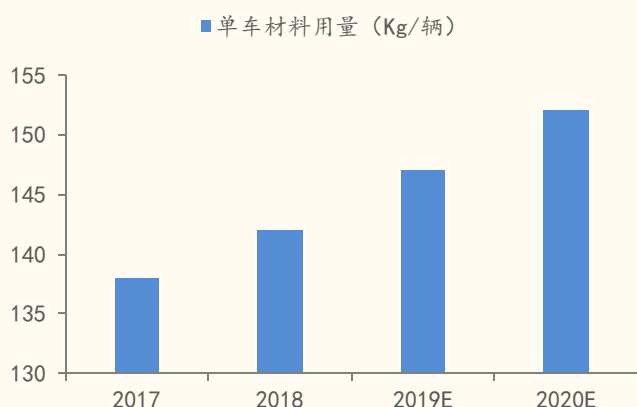
图表 7：车用改性塑料的主要品种



来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

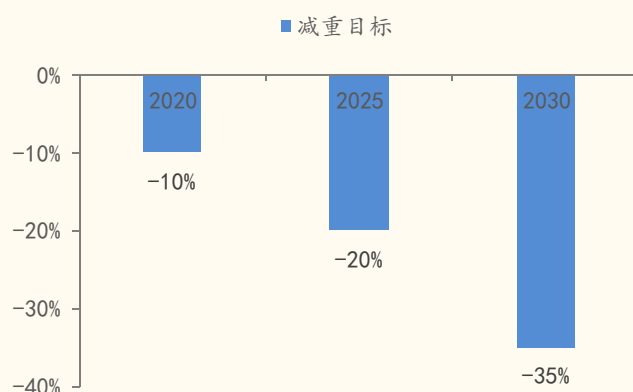
- 改性塑料使用量最高的是德系车单车，其改性塑料的使用率达到了 25%，单车使用量为 340-410 千克；欧美国家的平均水平也达到了 19%，单车使用量为 250-310 千克；我国乘用车单车的改性塑料使用率只有 13%，单车使用量为 142 千克。中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图》指出，到 2020 年、2025 年、2030 年，整车质量需比 2015 年分别减重 10%、20%、35%。未来随着我国消费升级，节能环保政策的助推，塑料在汽车行业的应用比重将不断提升。

图表 8：中国汽车单车材料用量



来源：普利特官网，国金证券研究所

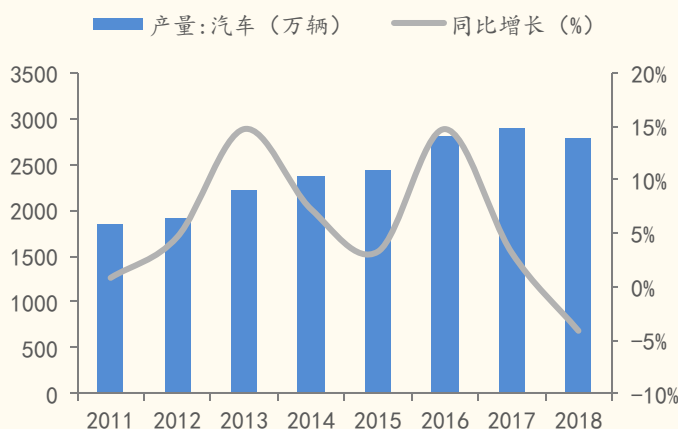
图表 9：中国整车减重目标



来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，国金证券研究所

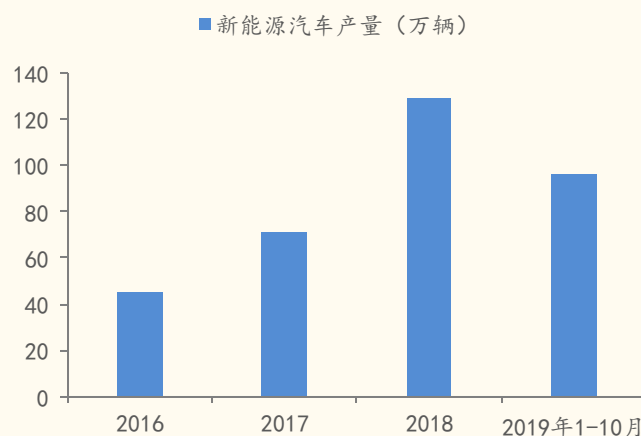
- 在国内需求和国外出口双重压力下，2018 年汽车销量出现负增长，长期来看，中国的汽车行业逐步进入成熟期，产销增速预计将保持在 2-3% 左右，但仍要面临一段调整期。随着汽车轻量化技术发展以及新能源汽车高速增长，汽车行业的改性塑料单车平均用量将会显著上升，对于新能源汽车而言，由于续航里程的短板，需要通过减轻车身、内饰、底盘等的重量提高汽车的效率，对轻量化技术的依赖更大。

图表 10：中国汽车产量及增速



来源：Wind，国金证券研究所

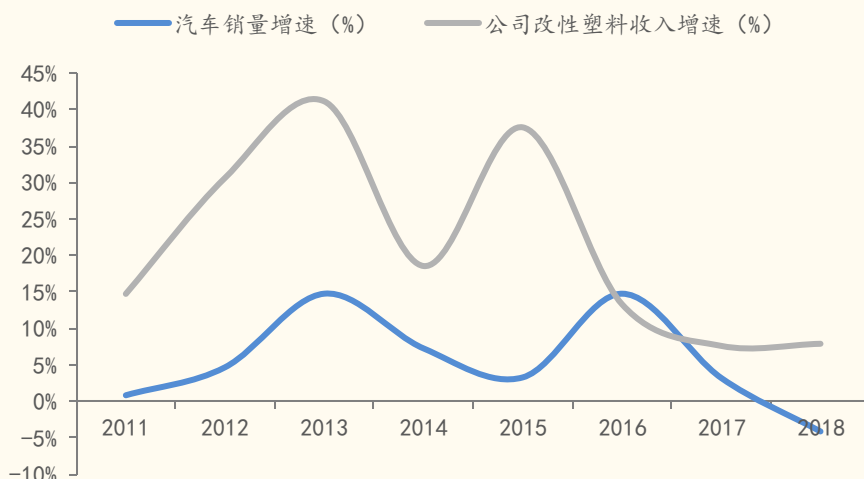
图表 11：中国新能源汽车产量



来源：Wind，国金证券研究所

- 据市场咨询机构 Markets and Markets 数据，全球车用塑料市场规模由 2012 年的 216.16 亿美元增至 2018 年的 461.12 亿美元，消费量由 2012 年的 710 万吨增至 2018 年的 1130 万吨，2013-2018 年期间需求复合年增长率达 13.4%，一方面是全球汽车产量增速稳定，另一方面是汽车轻量化使得单车改性塑料用量增大。对于中国改性塑料市场而言，按照 2018 年国内乘用车产量 2820 万辆以及单车改性塑料用量 142 千克来计算，国内车用改性塑料需求量为 400.44 万吨。我们保守假设 2020 年汽车销量与 2018 年相比没有增长，随着汽车轻量化的发展，中国单车改性塑料的用量约 152Kg/辆，届时汽车改性塑料的需求将达到 428.64 万吨。整体来看，汽车改性塑料的需求仍然保持稳定的增长。
- 从销售收入来看，公司的改性塑料业务收入增速大于汽车行业的销量增速。通过多年的积累，公司积累了一批优质的客户资源。核心客户涵盖全球顶尖车企，包括 BMW（宝马）、Daimler Benz（奔驰）等欧系车企，GM（通用）、Ford（福特）和 Chrysler（克莱斯勒）等北美三大车企，上汽大众、上汽通用、一汽大众、长安福特、华晨宝马等合资车企，吉利汽车、上海汽车、长城汽车、长安汽车、比亚迪、奇瑞汽车等自主品牌车企。

图表 12：汽车销量增速与公司改性塑料收入增速对比

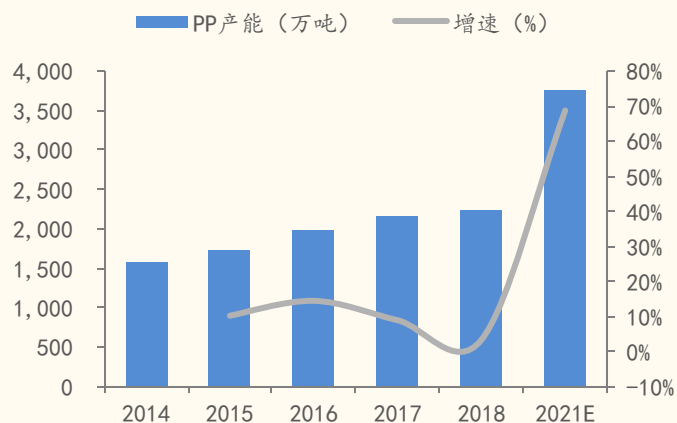


来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 原材料价格回落，业绩迎来拐点

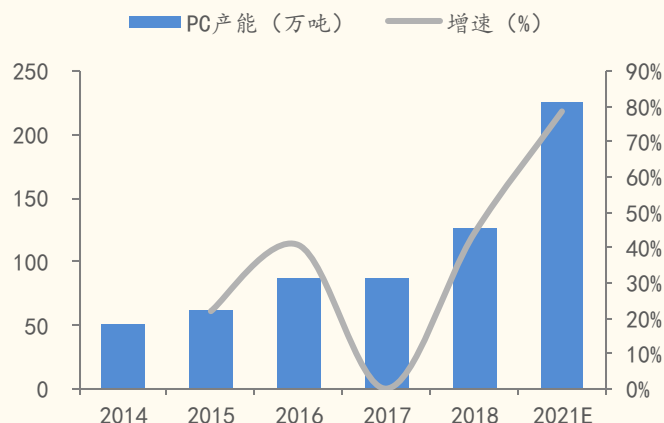
- 改性塑料原材料主要是树脂基材料，占改性塑料成本 80%以上。2016 年化工行业逐步进入景气周期，树脂原材料价格呈现上涨趋势，改性塑料企业对下游汽车行业的议价能力相对较差，成本上涨传导较慢，国内改性塑料企业毛利率急剧下降。2018 年四季度以来，随着原材料价格的回落，公司改性塑料的毛利率逐步回升，预计未来，伴随着国内大量产能的投放，主要原材料聚丙烯、PC、ABS 价格将处于低位，产业链利润将逐步往下游传导。

图表 13：PP 产能及增速



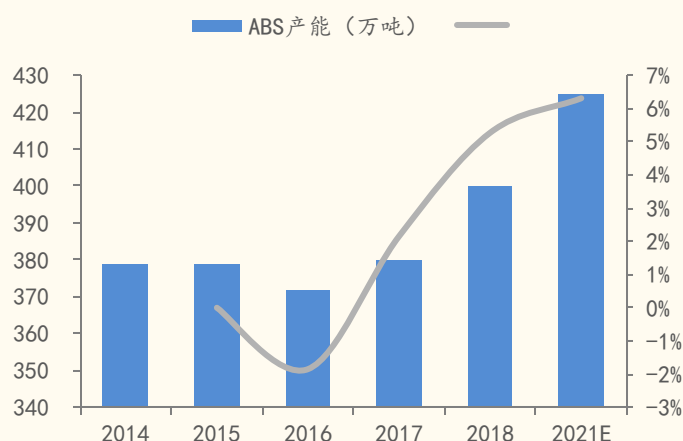
来源：百川资讯，中国石化联合会，国金证券研究所

图表 14：PC 产能及增速



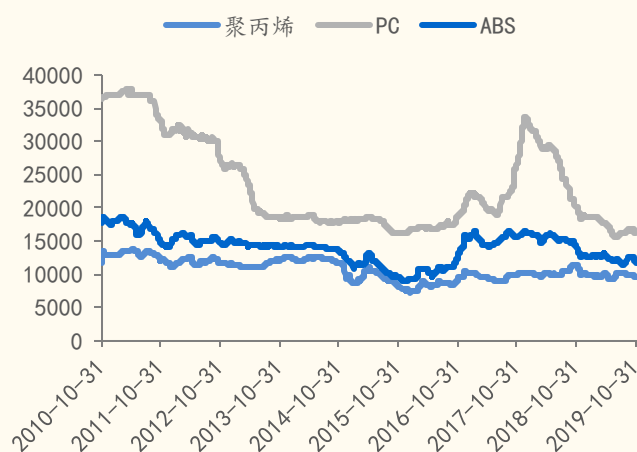
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 15: ABS 产能及增速



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

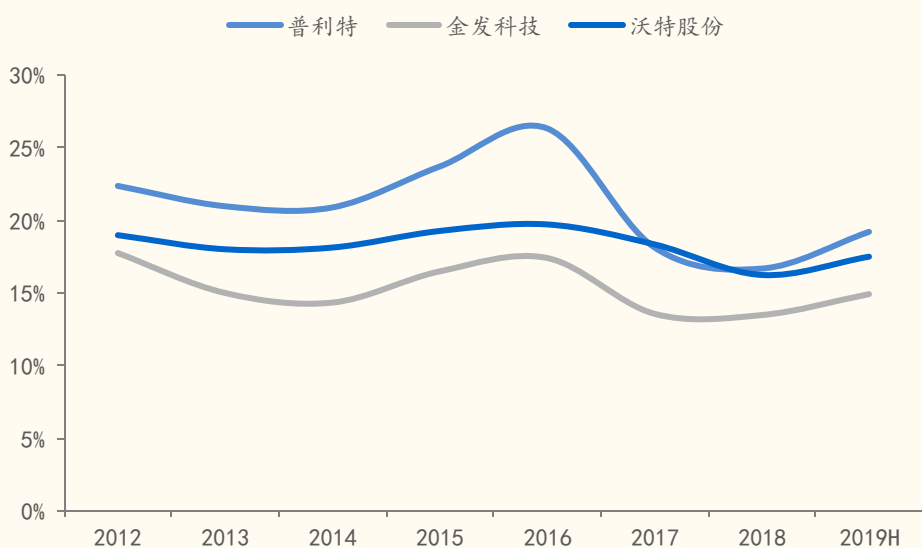
图表 16: 主要原材料价格变动情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 与同行相比, 公司改性塑料毛利率较高。公司作为国内改性塑料领军企业之一, 不断加强与下游车企的合作, 开拓高附加值产品; 同时, 普利特积极推动国际化进程, 依托长玻纤增强材料这一先进的生产技术, 完成向美国子公司 WPR 的技术输出, 实现了长玻纤增强 PP 材料、高端汽车用环保型高性能聚丙烯材料、以及高性能汽车用聚碳酸酯合金材料等在美国的生产转移, 持续推进 PRET 材料北美本地化生产进程。

图表 17: 改性塑料行业上市公司毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 二、外延并购拟进入光稳定剂领域

### 2.1 光稳定剂的基本情况

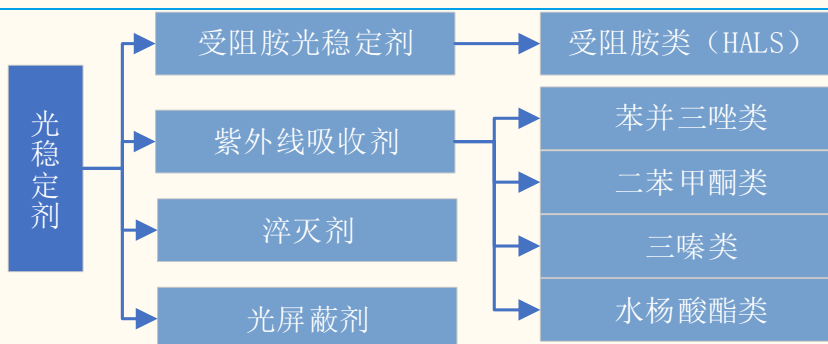
- 光稳定剂是抑制或减缓由光氧化作用引起的高分子材料发生降解的助剂。主要应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶黏剂等高分子材料及其他特殊材料。光稳定剂按其作用机理可分为四类: 1. 自由基捕获剂: 能够有效捕获和清除高分子材料由于光老化而产生的活性自由基, 从而减少了高聚物中的活性自由基, 主要是受阻胺类 (HALS) 光稳定剂; 2. 紫外线吸收剂: 能够吸收太阳光中的紫外线, 并且具有耐光稳定性高的有机化合物; 紫外线吸收剂按化学结构分为二苯甲酮类、苯并三唑类、三嗪类和水杨酸酯类; 3. 淬灭剂; 4. 光屏蔽剂。

图表 18：光稳定剂主要应用领域

|         | 橡胶   | 塑料   | 涂料   | 油品   | 个人护理 |
|---------|------|------|------|------|------|
| 紫外线吸收剂  | 少量应用 | 主要应用 | 少量应用 | 少量应用 | 少量应用 |
| 受阻胺光稳定剂 | 少量应用 | 主要应用 | 少量应用 | 少量应用 | 少量应用 |
| 复合类光稳定剂 | 少量应用 | 主要应用 | 少量应用 | 少量应用 | 少量应用 |

来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

图表 19：光稳定剂分类

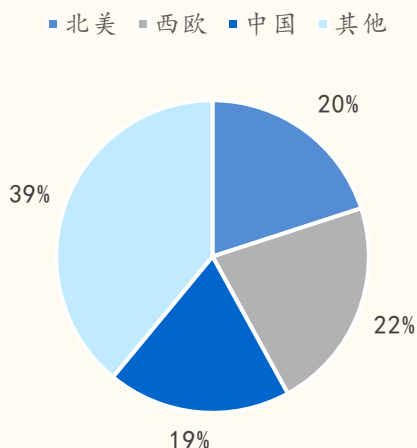


来源：CKNI，国金证券研究所

## 2.2 石化行业发展推动光稳定剂需求

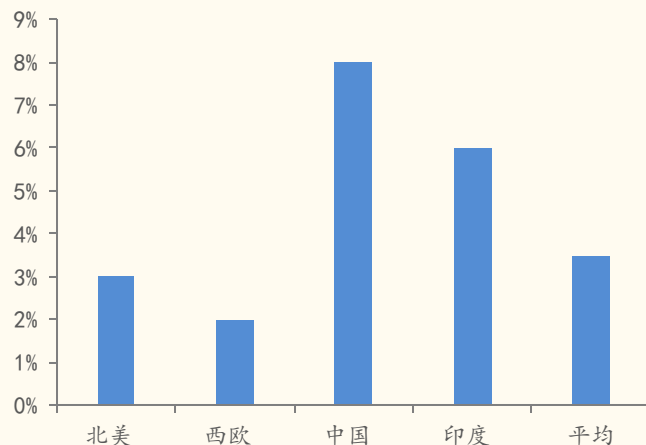
- 根据中国知网及中国化工信息中心数据，当前全球光稳定剂消费量约 6.57 万吨；消费地区主要集中在西欧、美国和中国，这三个地区的消费量占全球总消费量的 60%以上。从消费增速来看，欧美地区的消费增速维持在 2-3%，中国和印度是光稳定剂消费量增长最快的地区，年均增长率分别为 8% 和 6%。

图表 20：2018 年全球光稳定剂消费结构 (%)



来源：中国化工信息中心，CKNI，国金证券研究所

图表 21：2018 年全球光稳定剂需求增速 (%)



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

- 国内石化行业、合成树脂以及塑料加工行业的持续高速发展为光稳定剂的发展提供了巨大的市场。我国炼化一体化项目快速发展，根据中国石化联合会的数据，2020 年前我国累积将新增炼油能力 1.09 亿吨，2020 年后累计新增炼油能力 2.37 亿吨，千万吨级以上的炼化一体化项目大都配套有乙烯装置，对应下游产品以聚乙烯、聚丙烯为主，这将带动助剂行业的需求。
- 近两年，乙烷裂解制乙烯和丙烷脱氢制取丙烯项目纷纷上马，国内煤制烯烃项目也将逐步投产，这都会将带动高分子助剂行业的需求。根据中国石

化联合会统计，预计 2021 年之前，我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨，根据们测算，这将带动光稳定剂新增需求 1.35 万吨。

图表 22：抗氧化剂和光稳定剂增量测算

| 烯烃 |           | 光稳定剂     |          |
|----|-----------|----------|----------|
|    | 新增产能 (万吨) | 添加比例 (%) | 需求量 (万吨) |
| PE | 1167      | 0.05%    | 0.58     |
| PP | 1535      | 0.05%    | 0.77     |
| 合计 |           |          | 1.35     |

来源：草根调研，国金证券研究所整理

备注：每种产品对应的光稳定剂添加比例不一，此添加比例为行业内经验值

图表 23：光稳定剂的添加比例

| 光稳定剂消费领域 | 光稳定剂添加比例 (%) |
|----------|--------------|
| 农膜       | 0.1-0.5      |
| 包装膜      | 0.05-1.2     |
| 注塑       | 0.1-1.0      |
| 型材       | 0.1-3.0      |
| 通用拉丝     | 0.15-0.6     |
| 家电面板     | 0.5-1.0      |
| 鞋材       | 0.3-2.0      |
| 光伏       | 0.15-1.2     |
| 涂覆       | 0.05-0.5     |

来源：国金证券研究所

- 对于受阻胺类产品而言，规模较大的企业是宿迁联盛和振兴化工；而在紫外线吸收剂领域，帝盛集团光稳定剂产品种类丰富，生产的品种有苯并三氮唑类紫外线吸收剂、二苯甲酮类紫外线吸收剂、三嗪类紫外线吸收剂等，在产能规模和品种数量上占领先地位。

图表 24：中国光稳定剂产能统计

| 光稳定剂生产厂家 | 2019 产能 (吨) | 产品类别   | 公司简介                                                                      | 未来扩产计划         |
|----------|-------------|--------|---------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 宿迁联盛     | 20000       | 受阻胺类为主 | 1997 年成立温州塑化助剂厂，2004 年成立安徽联盛化学制品有限公司，2007 年更名为宿迁联盛化学有限公司                  | 未来技改新增 10000 吨 |
| 振兴化工     | 16000       | 受阻胺类为主 | 公司创建于 1988 年，目前拥有南通和宿迁两个生产基地，                                             |                |
| 北京天罡     | 10000       | 受阻胺类为主 | 1991 年成立北京朝阳区花山助剂厂，1998 年更名为北京天罡助剂有限责任公司，现有员工 400 多人，生产基地位于在北京市大兴区与河北省固安县 |                |
| 滨海锦翔     | 10000       | 受阻胺类为主 | 公司是江苏飞翔化工集团子公司，主要生产二苯甲酮类光稳定剂和受阻胺类光稳定                                      |                |

剂

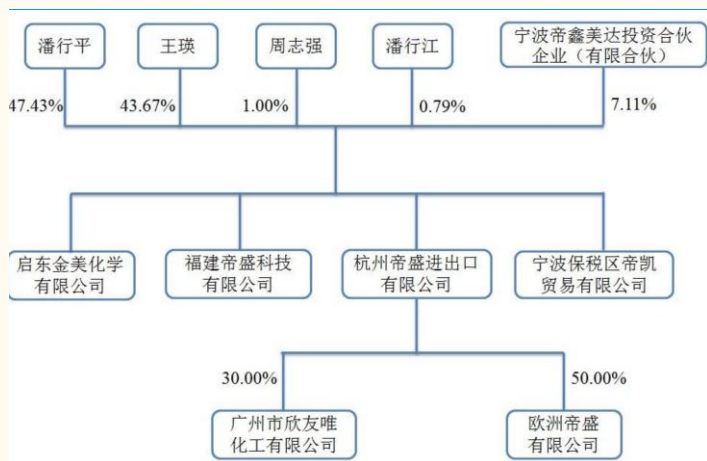
|      |       |            |                                                                                                                                       |                  |
|------|-------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 威海金威 | 5000  | 紫外线吸收剂     | 公司成立于 1994 年 5 月，产品主要以苯并三唑类为主                                                                                                         |                  |
| 利安隆  | 20000 | 受阻胺和紫外线吸收剂 | 通过外延并购方式进入光稳定剂市场，2017 年收购常山科润，2018 年收购衡水凯亚                                                                                            | 衡水凯亚和常山科润扩产      |
| 帝盛集团 | 5600  | 受阻胺和紫外线吸收剂 | 杭州帝盛成立于 1995 年，目前主要制造工厂集中在江苏启东、浙江萧山和福建南平，员工总数 600 多人。光稳定剂产品种类丰富，生产的品种有苯并三氮唑类紫外线吸收剂、二苯甲酮类紫外线吸收剂、三嗪类紫外线吸收剂和 HALS 类光稳定剂，在产能规模和品种数量上占领先地位 | 福建南平 15000 吨产能在建 |

来源：公司官网，草根调研，国金证券研究所；备注：该产能是名义产能，每家实际产能有所差别

### 2.3 拟收购帝盛集团相关标的，布局光稳定剂行业

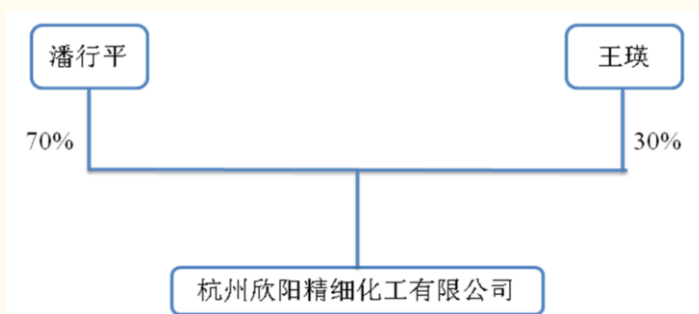
- 2019 年 9 月，普利特拟收购帝盛集团相关标的，布局光稳定剂行业。交易标的为启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、宁波帝凯及欣阳精细 100% 股权，交易标的资产交易价格暂定为 10.70 亿元。潘行平、王瑛等 5 名业绩承诺方共同承诺 2020 年、2021 年、2022 年实现的归属于欣阳精细、启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、宁波帝凯的股东之扣除非经常性损益后的模拟合并净利润分别不低于人民币 0.8 亿元、1.1 亿元、1.3 亿元。启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、宁波帝凯及欣阳精细均为潘行平和王瑛实际控制的公司，共同构成了一家以提供高分子材料抗老化化学助剂产品和服务的企业集团。

图表 25：启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、宁波帝凯的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：欣阳精细的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 帝盛集团是国内紫外线吸收剂的龙头企业。集团产能集中在欣阳精细、启东金美，生产能力共计 5600 吨。福建帝盛于 2018 年开始新建，计划产能 15000 吨，一期产能 10000 吨拟于 2019 年底投产，2020 年有望释放部分产能。

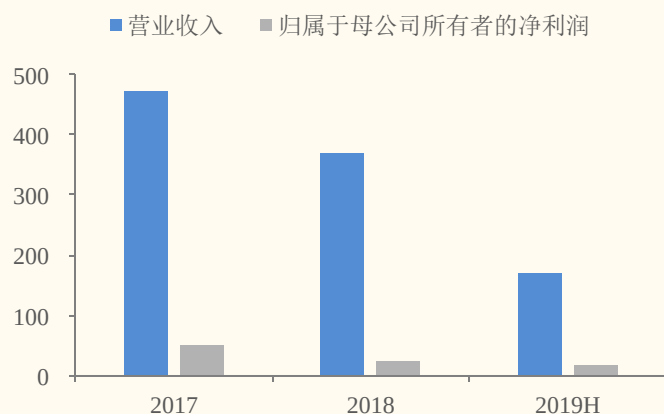
图表 27：帝盛集团产能情况

| 公司名称 | 工厂位置 | 产能        | 备注                             |
|------|------|-----------|--------------------------------|
| 欣阳精细 | 浙江萧山 | 3000 吨    |                                |
| 启动金美 | 江苏启东 | 2000 吨    |                                |
| 福建帝盛 | 福建南平 | 15000（在建） | 一期工程将于 2019 年底投产，二期工程拟列入配套募投项目 |

来源：公司公告，国金证券研究所

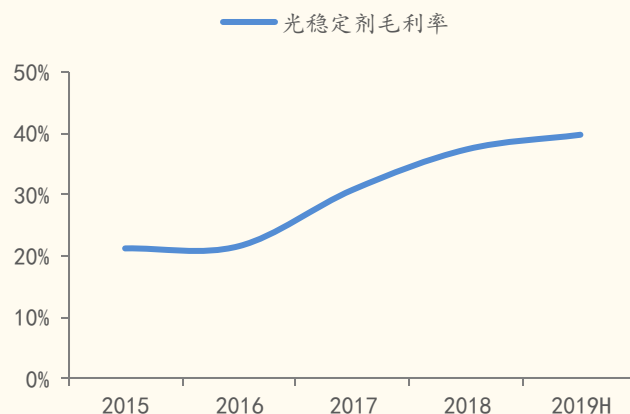
- 近两年标的公司收入及净利润均出现较大下滑，主要是 2018 年受环保影响公司产量下滑，以及 2019 年响水爆炸对启动工厂产生不利影响。对比同行业上市公司利安隆来看，利安隆通过收购常山科润和衡水凯亚进入光稳定剂行业，随着对常山科润和衡水凯亚的整合完成，公司的生产经营情况逐步稳定，随着光稳定剂产品投产，其毛利率水平不断提升。我们认为，帝盛集团在光稳定剂行业拥有技术和人才的积累，公司近两年在环保设备、固废处理、自动化生产方面进行了较多的投入，未来随着生产工艺的逐步改进，公司光稳定剂的毛利率将逐步提升。

图表 28：帝盛集团的营业收入和净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：利安隆光稳定剂毛利率情况



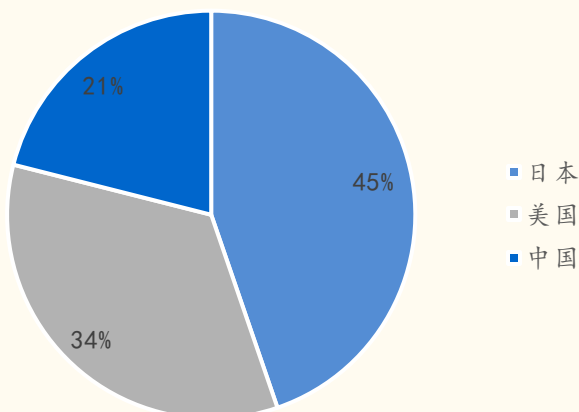
来源：利安隆公告，国金证券研究所

### 三、研发 5G 关键材料 LCP，有望实现多场景渗透

#### 3.1 LCP 性能优异，目前产能主要集中在美国和日本

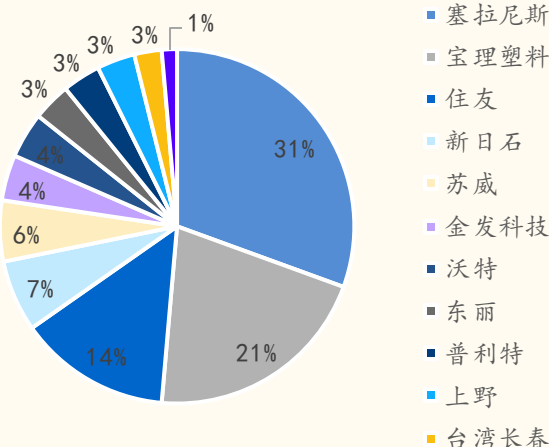
- 液晶高分子（LCP）是指在一定条件下能以液晶相存在的高分子，其特点为分子具有较高的分子量且具有取向有序。LCP 性能优异、介电损耗低，有望在 5G 高频信号传输中加速应用；良好的挠性材料方便组合设计，满足电子产品小型化的趋势要求；良好的机械性能将有望拓展 LCP 在工程领域的应用空间。
- LCP 产能主要集中在日本和美国，行业集中度较高。根据前瞻产业研究院数据，目前全球 LCP 树脂材料产能约 7.6 万吨，主要集中在日本、美国和中国，占比分别为 45%、34%和 21%，从具体生产企业看，目前塞拉尼斯、宝理塑料以及住友三家企业差能超过了 1 万吨，前三家企业产能占比高达 63%，行业中度较高。我国进入 LCP 领域较晚，长期依赖美日进口，近几年来随着普利特、金发科技、沃特股份、聚嘉新材料等企业陆续投产，LCP 材料产能快速增长。

图表 30：全球 LCP 树脂产能占比情况



来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

图表 31：全球 LCP 树脂厂家占比情况

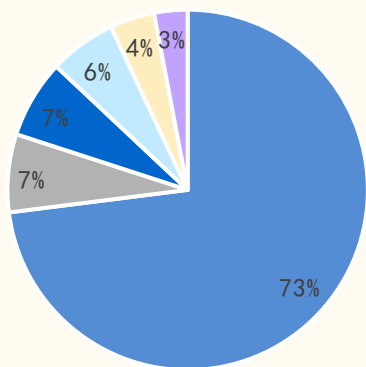


来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

- **LCP 下游应用领域广泛，需求有望保持增长。**根据前瞻产业研究数据，2018 年全球 LCP 需求量约 7 万吨，随着 5G 技术的推进，LCP 市场将保持持续增长的势头，预计到 2020 年，其全球市场规模可达 7.8 万吨。此外，LCP 应用领域有望不断扩宽，在电子电器领域，可应用于高密度连接器、线圈架、线轴、基片载体、电容器外壳等；在汽车工业领域，可用于汽车燃烧系统元件、燃烧泵、隔热部件、精密元件、电子元件等；在航空航天领域，可用于雷达天线屏蔽罩、耐高温耐辐射壳体等领域，未来伴随着应用领域的不断拓宽，LCP 市场规模将不断增长。

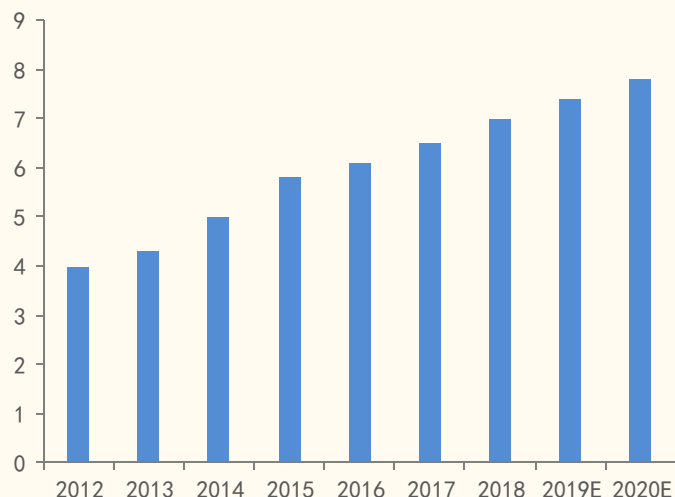
图表 32：LCP 下游应用领域

■ 电子电器 ■ 工业 ■ 消费电子 ■ 汽车 ■ 医疗 ■ 其他



来源：Prism consulting，国金证券研究所

图表 33：LCP 需求及预测（万吨）



来源：前瞻产业研究，国金证券研究所

### 3.2 5G 高频信号传输带动手机天线材料升级，LCP 天线有望快速推广

- **通讯技术不断升级带动手机天线持续更新。**目前主流的天线基材主要是聚酰亚胺(PI)，但是由于 PI 基材的介电常数和损耗因子较大、吸潮性较大、可靠性较差，高频传输损耗严重、结构特性较差，已经无法适应当前高频高速的趋势，因而在信号传输频率不断提升过程中，MPI（改性聚酰亚胺）材料应运而生。由于 PI 在高频传输过程中的限制，生产企业通过将 PI 单体进行含氟量提升等方式对 PI 高聚物进行改性以满足 10-15GHz 的信号传输要求。然而伴随更高频率的毫米波段的逐步应用，MPI 的传输亦将受到

限制，在多层板设计方面不足将逐步凸显，更高频率的信号传输要求将促使 LCP 材料加速推广。

图表 34：通讯技术不断升级带动手机天线持续更新

|         | 1G    | 2G         | 3G                      | 4G                              | 5G                                 |
|---------|-------|------------|-------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| 主要的天线工艺 | 外置天线  | 弹片天线       | FPC、金属框天线               | LDS 天线                          | MPI 天线、LCP 天线                      |
| 天线数量    | 1 根   | 1-2 根      | 4-5 根                   | 7-8 根                           | 16 根以上                             |
| 天线种类    | 主通信天线 | 主通信天线、蓝牙天线 | 主天线（2 根）蓝牙、WiFi、GPS、收音机 | 主天线（2 根）、蓝牙、WiFi、GPS、收音机、NFC 天线 | 主天线（8 根及以上）、蓝牙、WiFi、GPS、NFC、无线充电天线 |

来源：CKNI，国金证券研究所

- **LCP 介电常数和介电损耗极低，在毫米波传输中有效降低信号损耗。**毫米波的绕射能力较差，接近于直线传播，对于智能手机的天线接收方向设计有更高的要求。LCP 产品具有良好的电绝缘性，介电常数极低，具有极小的介电损耗（频率在 60GHz，损耗角正切值只有 0.002-0.004）和导体损耗，在接受和发射毫米波信号时在基板材料上的损耗较小，可以显著提高信号传递的质量。

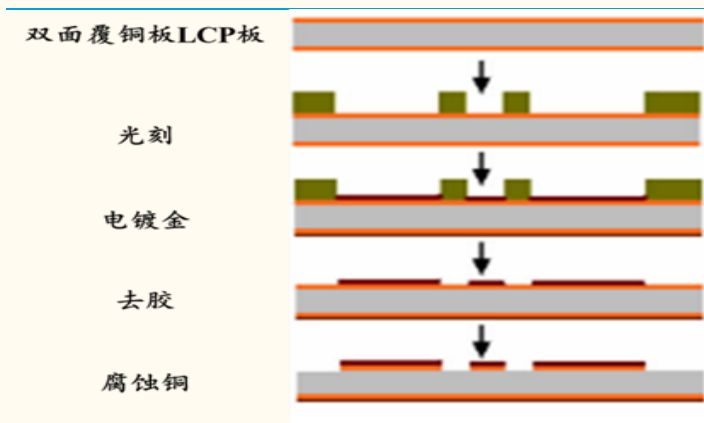
图表 35：LCP 具有低介电常数和介电损耗的性能

|            | 介电常数    | 介电损耗        |
|------------|---------|-------------|
| 聚合物        |         |             |
| 氟聚合物       | 2       | <0.001      |
| 液晶聚合物（LCP） | 2.6-3.0 | 0.001-0.002 |
| 聚酰亚胺（PI）   | 3.2-3.6 | 0.003-0.012 |
| 粘剂         |         |             |
| 丙烯酸胶粘剂     | 2.9-3.5 | 0.02-0.03   |
| 环氧胶粘剂      | 3.1-3.7 | 0.02-0.04   |

来源：国际电子电路展，国金证券研究所

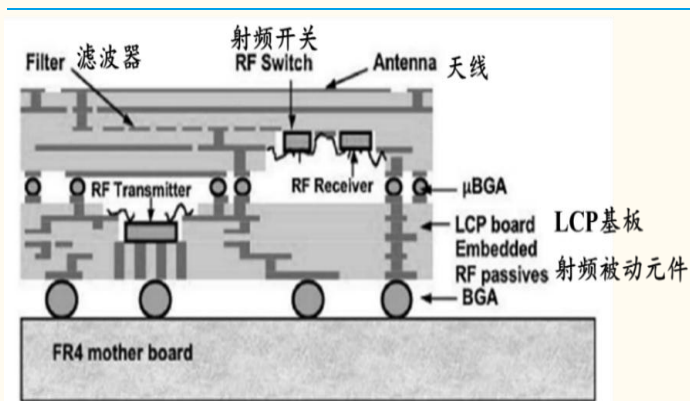
- **LCP 具有挠性，多层结构设计可以有效满足 5G 天线的复杂设计要求。**5G 时代，信号接收端不仅需要能够进行高频信号接收，还应实现 3G、4G 信号的同步接收处理，因而天线设计极为复杂，单层设计远远不能满足要求。而 LCP 为挠性材料，可以进行立体结构应用，通过多层结构设计，不仅能够满足信号接收的复杂要求，同时能够有效地将射频前端的同轴连接器进行整合，减少天线占用空间。可以说 LCP 是良好的 5G 天线使用材料。

图表 36：单层 LCP 基板传输线工艺流程



来源：CKNI，国金证券研究所

图表 37：基于 LCP 基板的 3D SOP 封装



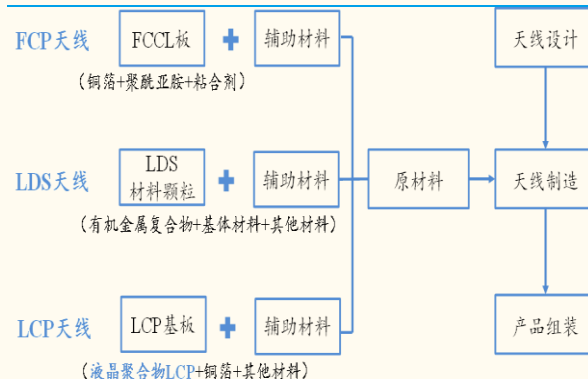
来源：CKNI，国金证券研究所

图表 38: LCP 天线在手机中的应用



来源: 百度图片, 国金证券研究所

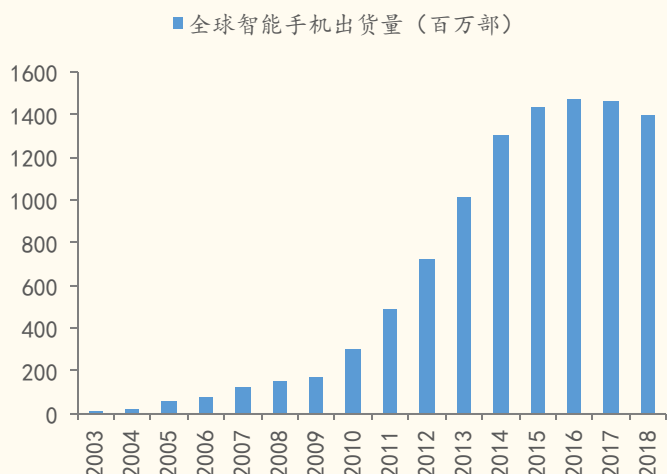
图表 39: 手机天线产业链



来源: 国金证券研究所

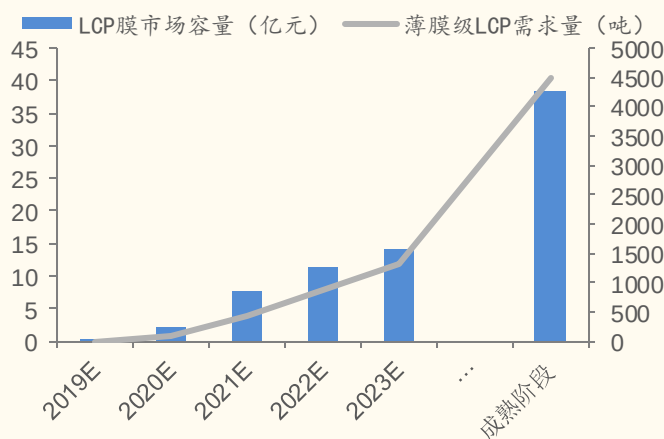
- 伴随 5G 手机销售加速和 LCP 天线的渗透率提升, LCP 材料市场有望进入快速增长期。2017 年苹果 iPhone X 及 iPhone 8 系列使用了 2 个 LCP 天线, 实现了 LCP 天线在手机中的率先应用。苹果作为高端智能手心里的领军品牌之一, 开启了新一代天线的应用先河, 伴随着多个品牌 5G 手机的逐步推广, LCP 天线以其优质的信号传输性能和可弯曲特性将有望在 5G 手机中逐步获得推广。现阶段, LCP 生产企业相对较少, 国内企业仍在持续进行技术优化, 在产品应用前期成本相对较高; 而原 PI 生产企业可以通过技术升级进行 MPI 产品生产, 技术难度相对较小, 成本较低, 因而在 15GHz 下, MPI 的应用仍将持续。但是随着 LCP 天线的成本的不断优化以及 5G 毫米波频段的逐步应用, LCP 天线在手机的渗透率将有望不断提升, 同时 5G 手机经技术沉淀和产品推广, 将逐步进入放量阶段, 渗透率和出口量的双重影响下, LCP 天线需求有望进入爆发阶段, 带动前段薄膜级 LCP 树脂需求持续增长。预期若未来 5G 手机渗透率提升至 80%, LCP 天线渗透率提升至 80%, LCP 需求量将有望超过 4000 吨, 形成接近 40 亿的市场空间。

图表 40: 全球智能手机出货量 (百万部)



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 41: 薄膜级 LCP 在手机天线中的空间预测



来源: IDC, 公开资料, 国金证券研究所

### 3.3 LCP 应用场景多元化渗透

- 注塑级 LCP 是 LCP 的另一种形态, 具有耐高温、天然阻燃、超高机械强度、电绝缘性能好等特性。

图表 42：注塑级 LCP 特点

| 性能      | 特点                            |
|---------|-------------------------------|
| 耐高温     | 满足 SMT 工艺对材料的耐热性要求（气相焊接&红外焊接） |
| 天然阻燃    | UL94 V-0                      |
| 超高的机械强度 | 异常规整的内部结构带来极高的机械强度和模量水平       |
| 电绝缘性能   | RTI 150-220℃，电性能不受影响          |

来源：CKNI，国金证券研究所

- PCB（印刷电路板）是电子元器件电气连接的载体，主要由绝缘基材与导体两类材料构成，在电子设备中起到支撑以及互联的作用。其中挠性电路板又被称为软板，可以任意进行弯折、挠曲，从而能在狭窄的空间中堆嵌大量精密元件。
- 低频信号传输过程中，PCB 基材基本上选择 FR-4 一种介质材料，未来高频高速信号传输场景将不断增加，例如 5G 一开始是 6GHz 频率，其后就到了 28GHz 的毫米波；例如超过 77GHz 的雷达也需要用到高频信号。高频信号的传输对于 PCB 基材有了新的要求，因为频率要高得多，所以材料损耗要小得多。PCB 基材中影响介电常数、介质损耗的主要是树脂类型，由此来看，低损耗材料的 LCP 更有优势。

图表 43：高频应用的案例



来源：CKNI，国金证券研究所

- 其次，随着电子装置的复杂化和小型化发展，PCB 有更多的集成电路，需要更为复杂的多层 PCB，其密度不断增加，尺寸不断缩小。目前使用 LCP 可以制造 25 mm 线宽/线距的 LCP 电路板，包括挠性板、刚挠结合板、封装板和高达 20 层的多层板，相信未来，伴随着电子装置的小型化发展，LCP 基材应用场景会不断扩宽。

图表 44：电力 PCB 和高集成逻辑 PCB 类新型 PCB 的新功能要求

|                                        |   |                                                       |
|----------------------------------------|---|-------------------------------------------------------|
| 在小体积箱体中更高电压下运行趋势                       | ➡ | 增加电压到 800V (电池系统)<br>减少绝缘距离 < 100 μm (信号线)            |
| 元器件节距更小 (约 0.4mm) 和 I/O 更多 (约 3000) 趋势 | ➡ | 增加层数 (约 20 层)，减少导线宽度/间距 (约 70 μm) 和导通孔直径 (约 80-90 μm) |
| 有机基板上的电力电子                             | ➡ | 增加基板上铜截面 (如汇流排线)，及围绕电力线局部各向异性加热                       |
| 高速应用 (车载计算机、雷达) 趋势                     | ➡ | 阻抗控制和高速材料提高到 10Gbps (现在 100Mbps - 1Gbps) 和 77GHz      |

来源：CKNI，国金证券研究所

- **LCP 纤维是第三种产品形态，新产品层出不穷。**2017 年，日本东丽公司宣布已研发出 LCP 纤维产品 Siveras，并在 2018 年开始销售。未来随着更多规格长丝的推出，LCP 纤维将具有更多的性能，应用场景也有望实现更多领域的突破。

图表 45：LCP 纤维用途

| 产品用途        | 产品性质                                  |
|-------------|---------------------------------------|
| 绳索组件及性能增强涂料 | 可增加强度，增强耐化学性、耐磨性及抗疲劳性                 |
| 贯穿式千斤顶材料    | 具有高强度直径比，即使低于冰点温度，撕裂绳也可以撕破各种厚的护套材料和护套 |
| 皮带和软管增强纱    | 具有高强度、低拉伸性和出色的抗疲劳性能，用于皮带和软管增强         |
| 工业用纱        | 可平放或扭曲，减轻假捻影响                         |
| PCB 线路板材料   | 高频条件下具有较低的介电损耗，扩大 PCB 板的频率使用范围        |

来源：CKNI，国金证券研究所

### 3.4 普利特拥有 LCP 聚合技术自主知识产权，是国内首个 LCP 材料供应商

- 公司 LCP 技术来源于 2007 年收购的上海科谷化工产品制造有限公司。科谷公司主要研发、生产热致性液晶高分子聚合物（TLCP），拥有 TLCP 材料从树脂聚合到复合改性的完整技术与生产体系，产品已经可以批量生产。
- 普利特收购上海科谷化工之后投资一亿多元在上海金山建设 LCP 树脂聚合装置，建立 TLCP 材料从树脂聚合到复合改性的完整技术与生产体系，成功开发出超高流动、超低翘曲、高强度、抗静电等一系列高性能 TLCP 材料。2013 年，1 期 2000 吨液晶高分子纯树脂投产，并开始批量供应客户。
- 公司的 LCP 材料除了在传统领域的应用之外，目前正在与下游核心客户一起开发 LCP 相关材料，包括 LCP 薄膜、LCP 纤维等 5G 用关键材料。普利特金山工厂占地 102 亩，未来 LCP 总规划产能 10000 吨。

## 四、一体两翼，打造新材料产业基地

### 4.1 公司业务版图不断完善

- 普利特是一家从事汽车用改性塑料研发、生产、销售的公司。公司主要产品有：聚丙烯系列（PP）、苯乙烯共聚物系列（ABS）、PC/ABS 系列、聚酰胺系列（PA）、液晶高分子系列（LCP）和其他材料，广泛应用于汽车、通讯、电器等各种行业。

图表 46：公司的产品情况

| 产品大类          | 细分产品                                                    |
|---------------|---------------------------------------------------------|
| 聚丙烯系列（PP）     | 增韧改性 PP、增强改性 PP、增冲改性 PP                                 |
| 苯乙烯共聚物系列（ABS） | ASA、吹塑级 ABS、高耐热 ABS、高抗冲 ABS、电镀级 ABS、低光泽 ABS、中等耐热、抗冲 ABS |
| PC/ABS 系列     | 高流动 PC/ABS、电镀级 PC/ABS、通用 PC/ABS、低光泽 PC/ABS、耐候 PC 合金     |
| 聚酰胺系列（PA）     | PA 合金、PA6、PA66                                          |
| 液晶高分子系列（LCP）  | 基本级 LCP、高强度级 LCP、低翘曲级 LCP、电镀级 LCP                       |
| 其他材料          |                                                         |

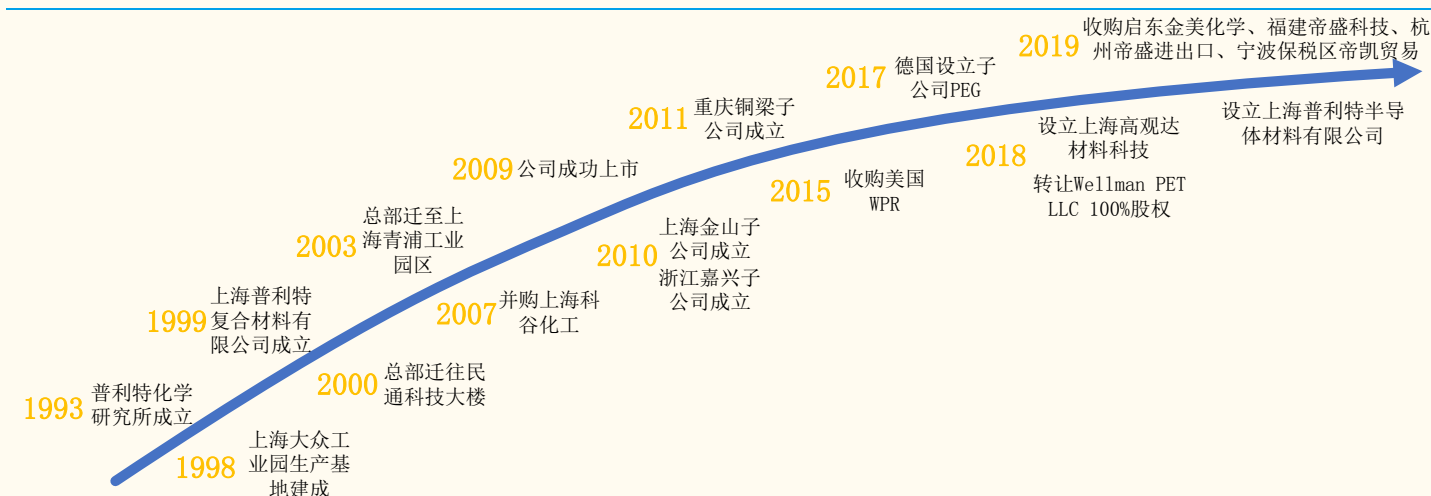
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司的发展可以分为如下几个阶段：
  - **1993-1999：研究所转型有限公司，初步形成研产销一体。**公司前身为普利特化学研究所，于 1993 年成立，1998 年在上海大众工业园建立了第一个生产基地，形成了一体化的研产销结构，1999 年上海普利特复合材料有限公司正式成立。
  - **1999-2009：完善公司架构，稳步推动产品发展。**公司 2000 年总部迁往民通科技大楼，2003 年总部迁至上海青浦工业园区，公司架构不断

完善。2007 年并购上海科谷化工，实现液晶高分子材料（TCLP）项目的技术市场转移。

- **2009-2015：设立三地子公司，不断扩大生产规模。**2009 年公司成功上市，依托强大的融资实力，2010 年 8 月，公司在上海金山设立全资子公司上海普利特化工新材料有限公司，2010 年 11 月，在浙江嘉兴设立全资子公司浙江普利特新材料有限公司，2011 年 12 月，在重庆铜梁设立全资子公司重庆普利特新材料有限公司。
- **2015-至今：拓宽国外市场，迈向国际化企业。**2015 年，收购美国最大的塑料再生企业之一威尔曼塑料回收公司 (Wellman Plastics Recycling LLC，简称 WPR)，2016 年，浙江普利特新材料有限公司 II 期开工建设，2017 年，在德国投资设立全资子公司 PRET Europe GmbH（普利特(欧洲)有限责任公司），稳步推动全球战略布局。

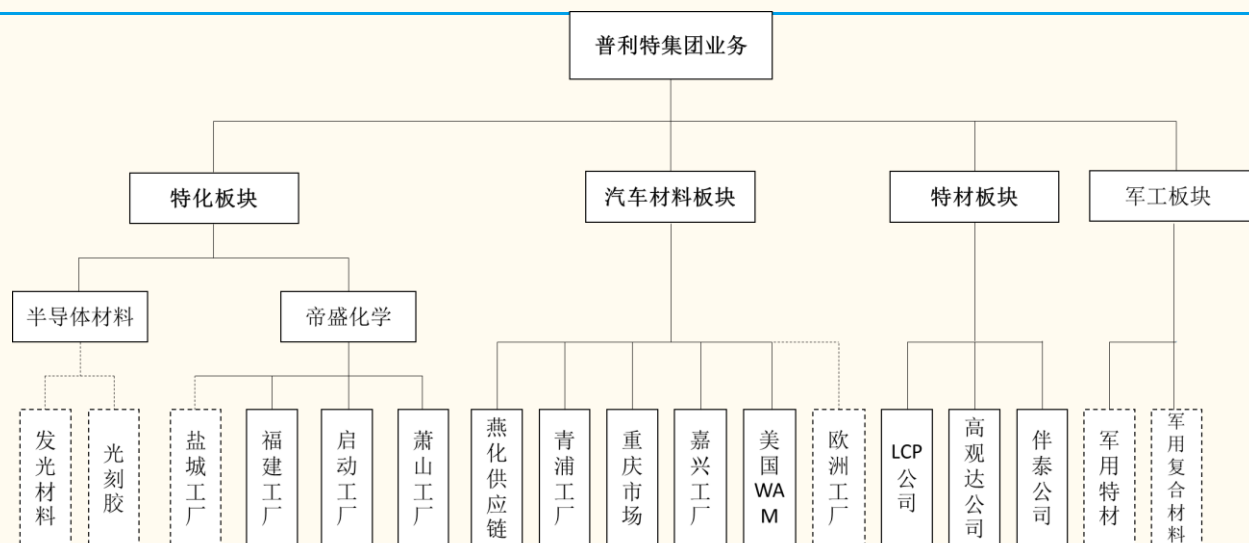
图表 47：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司以汽车复合材料为主体，特殊化学品与特种工程材料为两翼，军工新材料应用为动力，业务可分为汽车材料板块、特化板块、特材板块、军工板块等。

图表 48：普利特业务板块介绍

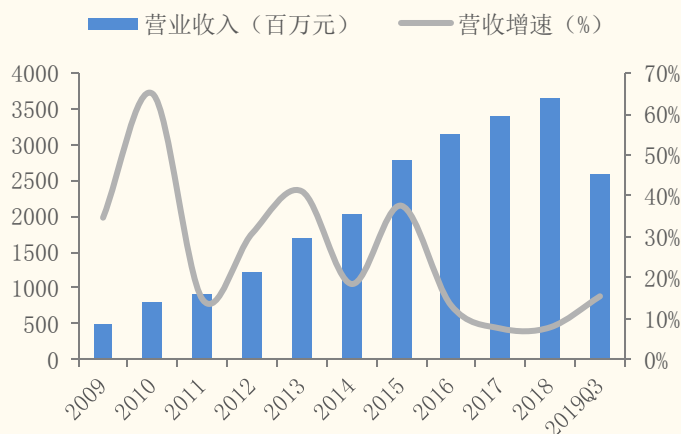


来源：公司公告，国金证券研究所整理

## 4.2 收入稳定增长，净利润呈现一定波动

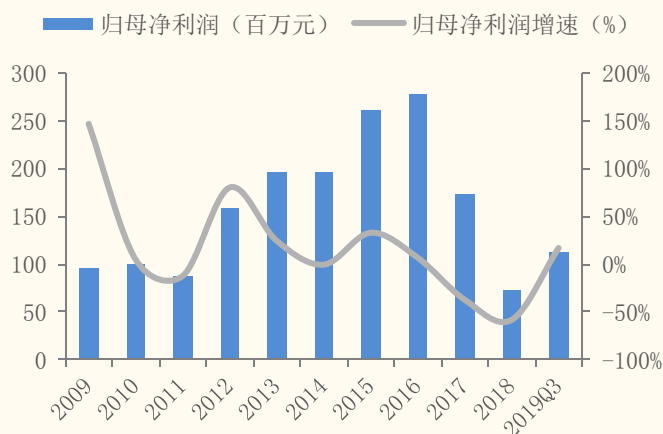
- 上市以来，公司营业收入逐年增长，但净利润受原材料价格的影响呈现周期性波动，2019 年前三季度公司实现营业收入 25.90 亿元，同比下滑 3.70%，收入下滑的主要原因是终端消费的持续走低；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 16.89%，业绩同比增长的原因是受益于原材料价格下跌，公司改性塑料的毛利率有所改善。

图表 49：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 50：公司归母净利润及增速

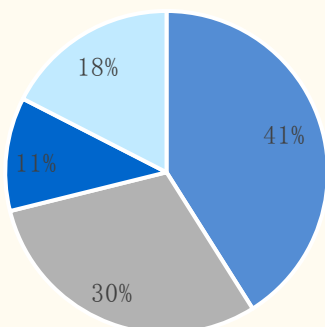


来源：Wind，国金证券研究所

- 从收入结构来看，2019 年上半年公司改性塑料业务收入占比 82%，主要产品可以细分为改性聚烯烃类、塑料合金类和改性 ABS 类。从毛利构成来看，公司改性塑料业务毛利占比 69%，其中改性聚烯烃类占比 32%，塑料合金类占比 28%，改性 ABS 类占比 9%。

图表 51：2019H 公司营业收入构成 (%)

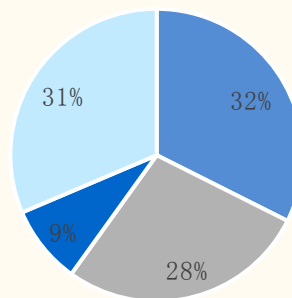
■ 改性聚烯烃类 ■ 塑料合金类 ■ 改性ABS类 ■ 其他类



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：2019H 公司毛利构成 (%)

■ 改性聚烯烃类 ■ 塑料合金类 ■ 改性ABS类 ■ 其他类



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司汽车复合材料产能扩张有序，2018 年嘉兴工厂二期“年产 15 万吨汽车用高性能环保型塑料复合材料生产项目（10 万吨改性 PP、3 万吨 ABS、2 万吨 PC/ABS 合金）”投产，截止目前公司改性塑料总产能超过 40 万吨，未来公司将逐步优化普利特全球现有产能，通过新建重庆普利特二期产能、WPR 新建产能等方式逐步形成产能 50 万吨以上改性材料产能。

**图表 53：公司主要产品产能情况**

| 布局分布   | 地理位置    | 主要业务   | 产能              |
|--------|---------|--------|-----------------|
| 集团总部   | 上海青浦    | 管理总部   | 规划建设赵巷新材料产业基地   |
| 青浦工厂   | 上海青浦    | 研发中试基地 | 5 万吨            |
| 嘉兴工厂   | 浙江嘉兴    | 改性材料   | 27 万吨（预留 10 万吨） |
| 重庆工厂   | 重庆铜梁    | 改性材料   | 8 万吨（2 万吨待建）    |
| 美国工厂   | 美国南卡州   | 改性材料   | 5 万吨（5 万吨待建）    |
| 北美营销中心 | 美国底特律   | 改性材料   | /               |
| 欧洲公司   | 德国达姆施塔特 | 欧洲市场   | 规划中             |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 五、核心假设与盈利预测

- 公司的汽车改性塑料业务迎来拐点，伴随着 LCP 材料的研发突破，公司有望在 LCP 业务领域逐步放量，暂不考虑拟收购标的，我们预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 1.64 亿元、2.04 亿元和 2.57 亿元；EPS 分别为 0.31 元、0.39 元和 0.49 元，当前市值对应 PE 分别为 43.35、34.88 和 27.71。考虑到公司改性塑料业务迎来拐点，且有可能突破 5G 用 LCP 材料，我们给予公司 2020 年 40 倍 PE，目标价 15.6 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 54：公司主要产品盈利预测**

|        |         | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 改性聚烯烃  | 收入（百万元） | 1624  | 1707  | 1652  | 1627  | 1676  | 1726  |
|        | 收入增速（%） |       | 5.1%  | -3.2% | -1.5% | 3.0%  | 3.0%  |
|        | 毛利（百万元） | 424   | 328   | 271   | 309   | 323   | 340   |
|        | 毛利率（%）  | 26.1% | 19.2% | 16.4% | 19.0% | 19.3% | 19.7% |
| 塑料合金   | 收入（百万元） | 1074  | 1131  | 1167  | 1204  | 1253  | 1309  |
|        | 收入增速（%） |       | 5.3%  | 3.2%  | 3.2%  | 4.0%  | 4.5%  |
|        | 毛利（百万元） | 237   | 189   | 182   | 229   | 238   | 262   |
|        | 毛利率（%）  | 22.1% | 16.7% | 15.6% | 19.0% | 19.0% | 20.0% |
| 改性 ABS | 收入（百万元） | 385   | 465   | 504   | 547   | 591   | 638   |
|        | 收入增速（%） |       | 20.8% | 8.4%  | 8.5%  | 8.0%  | 8.0%  |
|        | 毛利（百万元） | 139   | 73    | 64    | 87    | 118   | 147   |
|        | 毛利率（%）  | 36.0% | 15.6% | 12.8% | 16.0% | 20.0% | 23.0% |

来源：国金证券研究所

**图表 55：同行上市公司估值对比**

| 序号 | 股票代码   | 股票名称 | 股价（元） | EPS（万得一致预测均值） |       |       | PE    |       |       |
|----|--------|------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|    |        |      |       | 2019E         | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 1  | 600143 | 金发科技 | 7.27  | 0.41          | 0.48  | 0.55  | 17.61 | 15.22 | 13.32 |
| 2  | 002886 | 沃特股份 | 24.03 | 0.38          | 0.54  | 0.79  | 63.09 | 44.42 | 30.50 |
|    |        | 中位数  |       |               |       |       | 40.35 | 29.82 | 21.91 |
|    |        | 平均数  |       |               |       |       | 40.35 | 29.82 | 21.91 |
|    | 002324 | 普利特  | 13.50 | 0.31          | 0.39  | 0.49  | 43.35 | 34.88 | 27.71 |

来源：Wind，国金证券研究所

## 六、风险提示

- **改性塑料需求下滑：**公司改性塑料业务受到国内宏观经济形势影响较大，若宏观经济增速大幅低于预期，公司改性塑料需求端可能会受到一定影响。
- **拟收购标的业绩不及预期：**光稳定剂的新增需求取决于烯烃项目的投产进度，若烯烃项目的投产进度不及预期，对光稳定剂的需求端有一定的影响，公司的拟收购标的存在业绩不及预期风险。
- **5G 推广进度不及预期：**若 5G 推广进程不及预期，对 LCP 的需求会有一定的影响。
- **LCP 研发不及预期：**当前 LCP 的技术和产能主要集中在日本和美国企业的手中，企业研发和技术攻关存在一定的不确定性。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 3,158  | 3,397  | 3,666  | 3,742  | 3,920  | 4,130  |
| 增长率          |        | 7.6%   | 7.9%   | 2.1%   | 4.7%   | 5.4%   |
| 主营业务成本       | -2,326 | -2,781 | -3,054 | -3,007 | -3,111 | -3,217 |
| %销售收入        | 73.7%  | 81.9%  | 83.3%  | 80.4%  | 79.4%  | 77.9%  |
| 毛利           | 831    | 616    | 611    | 735    | 808    | 912    |
| %销售收入        | 26.3%  | 18.1%  | 16.7%  | 19.6%  | 20.6%  | 22.1%  |
| 营业税金及附加      | -29    | -14    | -18    | -18    | -19    | -20    |
| %销售收入        | 0.9%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 销售费用         | -117   | -115   | -126   | -138   | -145   | -153   |
| %销售收入        | 3.7%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.7%   | 3.7%   | 3.7%   |
| 管理费用         | -241   | -278   | -105   | -100   | -104   | -110   |
| %销售收入        | 7.6%   | 8.2%   | 2.9%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.7%   |
| 研发费用         | 0      | 0      | -227   | -238   | -263   | -289   |
| %销售收入        | 0.0%   | 0.0%   | 6.2%   | 6.4%   | 6.7%   | 7.0%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 444    | 209    | 135    | 240    | 277    | 340    |
| %销售收入        | 14.1%  | 6.1%   | 3.7%   | 6.4%   | 7.1%   | 8.2%   |
| 财务费用         | -67    | -47    | -64    | -60    | -56    | -55    |
| %销售收入        | 2.1%   | 1.4%   | 1.7%   | 1.6%   | 1.4%   | 1.3%   |
| 资产减值损失       | -67    | -6     | -16    | -7     | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | -1     | -2     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| %税前利润        | n.a    | n.a    | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   |
| 营业利润         | 309    | 159    | 65     | 197    | 245    | 309    |
| 营业利润率        | 9.8%   | 4.7%   | 1.8%   | 5.3%   | 6.2%   | 7.5%   |
| 营业外收支        | 24     | 44     | 13     | 1      | 1      | 1      |
| 税前利润         | 333    | 202    | 78     | 198    | 246    | 310    |
| 利润率          | 10.5%  | 5.9%   | 2.1%   | 5.3%   | 6.3%   | 7.5%   |
| 所得税          | -55    | -28    | -7     | -34    | -42    | -53    |
| 所得税率         | 16.5%  | 13.8%  | 9.4%   | 17.0%  | 17.0%  | 17.0%  |
| 净利润          | 278    | 174    | 71     | 164    | 204    | 257    |
| 少数股东损益       | 0      | 0      | -1     | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 278    | 174    | 72     | 164    | 204    | 257    |
| 净利率          | 8.8%   | 5.1%   | 2.0%   | 4.4%   | 5.2%   | 6.2%   |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 278  | 174  | 71   | 164   | 204   | 257   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 131  | 71   | 96   | 78    | 78    | 85    |
| 非经营收益    | 46   | 36   | 51   | 79    | 64    | 63    |
| 营运资金变动   | -329 | -461 | -24  | 191   | -43   | -44   |
| 经营活动现金净流 | 126  | -180 | 193  | 512   | 303   | 362   |
| 资本开支     | -147 | -56  | -62  | -158  | -158  | -158  |
| 投资       | -5   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 3    | 17   | -42  | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | -149 | -39  | -104 | -158  | -158  | -158  |
| 股权募资     | 0    | 18   | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 55   | 301  | 31   | -179  | 12    | -26   |
| 其他       | -49  | -70  | -76  | -135  | -147  | -168  |
| 筹资活动现金净流 | 6    | 249  | -40  | -314  | -136  | -194  |
| 现金净流量    | -17  | 30   | 49   | 41    | 10    | 11    |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 127   | 153   | 202   | 243   | 252   | 263   |
| 应收款项     | 1,369 | 1,654 | 1,657 | 1,633 | 1,710 | 1,802 |
| 存货       | 572   | 582   | 573   | 615   | 636   | 658   |
| 其他流动资产   | 92    | 118   | 76    | 81    | 83    | 85    |
| 流动资产     | 2,160 | 2,507 | 2,507 | 2,571 | 2,681 | 2,807 |
| %总资产     | 62.8% | 65.3% | 64.0% | 63.3% | 63.1% | 63.1% |
| 长期投资     | 9     | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产     | 792   | 865   | 944   | 1,024 | 1,096 | 1,161 |
| %总资产     | 23.0% | 22.5% | 24.1% | 25.2% | 25.8% | 26.1% |
| 无形资产     | 468   | 446   | 449   | 459   | 468   | 478   |
| 非流动资产    | 1,279 | 1,331 | 1,411 | 1,488 | 1,570 | 1,645 |
| %总资产     | 37.2% | 34.7% | 36.0% | 36.7% | 36.9% | 36.9% |
| 资产总计     | 3,439 | 3,837 | 3,918 | 4,059 | 4,251 | 4,452 |
| 短期借款     | 620   | 1,023 | 1,135 | 990   | 1,002 | 976   |
| 应付款项     | 382   | 324   | 377   | 447   | 463   | 480   |
| 其他流动负债   | 105   | 123   | 40    | 187   | 229   | 284   |
| 流动负债     | 1,107 | 1,470 | 1,551 | 1,625 | 1,694 | 1,740 |
| 长期贷款     | 180   | 72    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 其他长期负债   | 28    | 38    | 35    | 4     | 4     | 4     |
| 负债       | 1,316 | 1,581 | 1,587 | 1,630 | 1,699 | 1,745 |
| 普通股股东权益  | 2,123 | 2,256 | 2,328 | 2,427 | 2,549 | 2,704 |
| 其中：股本    | 270   | 271   | 406   | 528   | 528   | 528   |
| 未分配利润    | 1,084 | 1,231 | 1,275 | 1,373 | 1,496 | 1,650 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 负债股东权益合计 | 3,439 | 3,837 | 3,918 | 4,059 | 4,251 | 4,452 |

**比率分析**

|            | 2016   | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标       |        |         |         |         |        |        |
| 每股收益       | 1.029  | 0.643   | 0.178   | 0.311   | 0.387  | 0.487  |
| 每股净资产      | 7.864  | 8.331   | 5.730   | 4.594   | 4.827  | 5.119  |
| 每股经营现金净流   | 0.466  | -0.665  | 0.476   | 0.970   | 0.574  | 0.685  |
| 每股股利       | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.125   | 0.155  | 0.195  |
| 回报率        |        |         |         |         |        |        |
| 净资产收益率     | 13.09% | 7.72%   | 3.11%   | 6.78%   | 8.02%  | 9.52%  |
| 总资产收益率     | 8.08%  | 4.54%   | 1.85%   | 4.05%   | 4.81%  | 5.78%  |
| 投入资本收益率    | 12.67% | 5.37%   | 3.54%   | 5.83%   | 6.47%  | 7.67%  |
| 增长率        |        |         |         |         |        |        |
| 主营业务收入增长率  | 13.29% | 7.59%   | 7.89%   | 2.09%   | 4.74%  | 5.36%  |
| EBIT增长率    | 25.00% | -53.01% | -35.15% | 77.54%  | 15.41% | 22.69% |
| 净利润增长率     | 6.74%  | -37.31% | -58.49% | 127.42% | 24.30% | 25.88% |
| 总资产增长率     | 17.85% | 11.58%  | 2.10%   | 3.60%   | 4.74%  | 4.71%  |
| 资产管理能力     |        |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数   | 122.5  | 136.3   | 128.7   | 127.9   | 127.9  | 127.9  |
| 存货周转天数     | 76.3   | 75.7    | 69.0    | 75.0    | 75.0   | 75.0   |
| 应付账款周转天数   | 44.8   | 35.6    | 32.0    | 33.8    | 33.8   | 33.8   |
| 固定资产周转天数   | 78.9   | 68.5    | 91.3    | 92.5    | 90.5   | 87.5   |
| 偿债能力       |        |         |         |         |        |        |
| 净负债/股东权益   | 31.74% | 41.77%  | 40.04%  | 30.80%  | 29.39% | 26.37% |
| EBIT利息保障倍数 | 6.6    | 4.5     | 2.1     | 4.0     | 5.0    | 6.2    |
| 资产负债率      | 38.26% | 41.20%  | 40.51%  | 40.15%  | 39.97% | 39.20% |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0           | 0           | 0           | 1           | 3           |
| 增持 | 0           | 0           | 1           | 3           | 4           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>2.00</b> | <b>1.75</b> | <b>1.57</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH