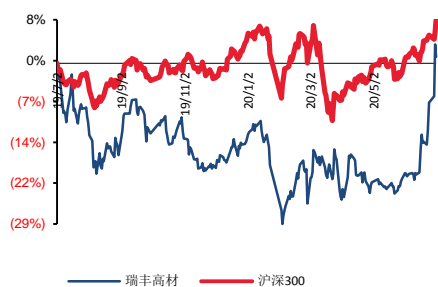


材料 材料 II

布局 6 万吨 PBAT 可降解塑料项目，再造个瑞丰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	232/187
总市值/流通(百万元)	2,068/1,665
12 个月最高/最低(元)	9.10/6.32

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 3.4 亿元, 用于年产 6 万吨生物可降解高分子材料 PBAT 项目及补充流动资金。

主要观点:

1. PVC 助剂领先企业, 在建产能陆续进入收获期

公司成立于 2001 年, 深耕 PVC 助剂行业, 主营 ACR 加工助剂、ACR 抗冲改性剂、MBS 抗冲改性剂的研发、生产和销售。PVC 助剂产品主要用于塑料加工和改性, 赋予产品优良的加工性、抗冲性和耐候性等化学物理性能。公司 ACR 加工助剂和抗冲改性剂主要应用于 WPC 地板、SPC 地板、PVC 墙板、厨具卫浴板材制品、家具制品材料等全屋装饰材料制品, 以及 PVC 管材、型材、板材、木塑等制品; 公司 MBS 抗冲改性剂产品主要应用于透明和不透明片材制品、PVC 管材型材制品、医药和消费品包装材料、WPC 和 SPC 地板墙板等装饰材料的耐磨层及印刷层材料、磁卡材料以及其他功能膜材料等领域。目前公司综合年产能 12 万吨, 位居行业前列, 其中 ACR 产品产能 7 万吨, MBS 产品产能 3 万吨, MC 产品产能 2 万吨 (2020 年 H2 将贡献增量), 其中 MBS 产能国内第一。同时, 公司年产 4 万吨 MBS 抗冲改性剂项目一期工程 (年产 2 万吨) 预计 2020 年 Q3 投产, 二期 2 万吨年底动工, 全部建成后公司 MBS 总产能 7 万吨/年, 跃居世界第一。公司临沂瑞丰年产 4 万吨 MC 抗冲改性剂项目二期工程 (年产 2 万吨) 和年产 2 万吨环氧氯丙烷工程受疫情和工艺方案调整的影响, 竣工投产时间有所延期, 顺利的话, 有望 2020 年内投产。

2019 年公司助剂产品产量 83937 吨, 同比+3.39%; 销量 84729 吨, 同比-0.85%。公司拥有国内客户近 3000 家, 产品出口欧美、南亚、东南亚、东亚等 60 多个国家和地区。2019 年, 公司实现营业收入 12.13 亿元, 同比-16.06%; 归母净利润 7453 万元, 同比-17.37%。2020 年一季度, 公司实现营业收入 2.04 亿元, 同比-36.11%; 归母净利润 1111 万元, 同比-48.34%, 主要受疫情影响, 预计二季度逐渐恢复正常。2019 年我国 PVC 表观消费量 1961.86 万吨, 同比+3.34%; 受疫情影响, 2020 年 1-4 月份, PVC 表观消费量 651.23 万吨, 同比下降 0.96%, 主要是 2、3 月份下降较多, 4 月份恢复正增长。随着新增产能的陆续投放, 公司将进入收获期。

2. 布局可降解塑料行业, 有望再造个瑞丰

2020 年 6 月 14 日，我们发布了可降解塑料行业专题，看好可降解塑料的巨大发展空间。据统计，中国每年约消耗购物袋 400 万吨、农膜 246 万吨、外卖包装 260 万吨，且随着快递、外卖业务的快速发展，塑料需求持续增长。而对于这些领域，特别适用可降解塑料。假设替代 10%，即可新增 90 万吨以上可降解塑料需求。我们认为随着技术进步、规模化生产、成本下降、环保理念提升，可降解塑料未来成长空间 10 倍以上。

PBAT 是由对苯二甲酸、己二酸和丁二醇经缩聚而得，是一种新型的生物降解塑料，因其结构中既有脂肪族链段又有芳香族链段，它含有柔性的脂肪链，适合成膜。PBAT 的石油基成本更低，投资强度更小，技术工程更加成熟，未来有望成为最大的可降解塑料品类。

公司投建的年产 6 万吨 PBAT 生物降解塑料项目，目前已经完成立项和可研报告，正在做环评、安评等手续，有望 2021 年下半年投产。根据公司可研测算，该项目达产后预计年均新增营业收入 11.52 亿元，净利润 10,741.99 万元，投资回收期为 4.29 年（含建设期 1.5 年，税后指标），税后财务内部收益率为 36.57%。

3、盈利预测及评级

假设投产顺利，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.81 亿元、1.33 亿元、3.01 亿元，对应 EPS 0.35 元、0.57 元、1.29 元，PE 25.7X、15.6X、6.9X。考虑公司为 PVC 助剂行业龙头之一，新增产能陆续投放，同时布局 PBAT 可降解塑料项目，业绩弹性大，有望再造个瑞丰，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：下游需求下滑，产品价格波动，项目投产进度低于预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1213	1294	1947	3072
(+/-%)	-16.1%	6.64%	50.46%	57.79%
净利润(百万元)	75	81	133	301
(+/-%)	-17.37%	8.14%	64.85%	126.22%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.35	0.57	1.29
市盈率(PE)	27.74	25.66	15.56	6.88

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

财务报表预测
利润表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
营业收入	1213	1294	1947	3072
营业成本	920	981	1464	2204
毛利	294	313	483	868
%营业收入	24%	24%	25%	28%
税金及附加	7	8	12	19
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	115	123	185	292
%营业收入	10%	10%	10%	10%
管理费用	65	70	105	165
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	5	5	8	13
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	12	14	15	16
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	3	0	0	0
信用减值损失	1	2	2	2
其他收益	9	8	8	8
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	95	100	164	369
%营业收入	8%	8%	8%	12%
营业外收支	-4	-2	-2	-2
利润总额	91	99	162	368
%营业收入	8%	8%	8%	12%
所得税费用	17	18	30	67
净利润	75	81	133	301
归属于母公司的净利润	75	81	133	301
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.32	0.35	0.57	1.29

现金流量表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	122	-25	-36	0
投资	0	0	0	0
资本性支出	-89	-89	-89	-89
其他	36	0	0	0
投资活动现金流净额	-54	-89	-89	-89
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-74	46	142	112
筹资成本	-31	-11	-16	-23
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-105	35	125	89
现金净流量	-37	-80	0	0

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
货币资金	80	0	0	0
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	318	416	625	987
存货	74	96	143	216
预付账款	24	25	37	56
其他流动资产	3	3	4	6
流动资产合计	499	540	810	1265
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	193	193	193	193
无形资产	65	65	65	65
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	18	18	18	18
其他非流动资产	124	212	300	388
资产总计	899	1028	1387	1929
短期借款	193	239	381	492
应付票据及应付账款	89	87	130	196
预收账款	9	10	15	23
应付职工薪酬	12	13	19	29
应交税费	5	5	8	13
其他流动负债	51	55	81	123
流动负债合计	361	409	635	876
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	371	420	645	887
归属于母公司的所有者权益	675	756	889	1189
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	675	756	889	1189
负债及股东权益	1046	1175	1534	2076

基本指标

	2019	2020	2021	2022
EPS	0.32	0.35	0.57	1.29
BVPS	2.91	3.25	3.82	5.12
PE	27.74	25.66	15.56	6.88
PEG	—	3.15	0.24	0.05
PB	2.63	2.74	2.33	1.74
EV/EBITDA	14.36	21.49	14.13	6.75
ROE	11%	11%	15%	25%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。