

普利特 (002324.SZ)

5G 引领 LCP 需求，材料平台起航

国内新材料产业领先企业。普利特成立于 1999 年，以汽车用改性塑料起家，2015 年收购美国 WPR 进军全球市场，客户包括奔驰、宝马、上汽大众等国内外知名车企。目前公司主营分为电子新材料、汽车材料和特殊化学品三大板块，广泛用于汽车、通讯、电器等行业。2021 年引入战略投资者恒业华信，合作助力公司加速布局电子新材料板块，紧抓 5G 时代 ICT 新材料机遇，公司定位全球优秀的新材料平台型公司。

5G 天线材料及频段上迁驱动 LCP 需求提升。5G 对高频高速的需求推动天线柔性电路板基材从 PI 向 LCP/MPI 过渡。随着以 iPhone 12 为代表的机型支持 5G 且天线采用 LCP 方案，叠加快速连接器等零部件也开始应用 LCP，单机 LCP 用量预计进一步提升。LCP 在 15GHz 以上频率及多层（4 层以上）软板优势（比 MPI）明显，未来各国 5G 频段由 Sub-6G 向毫米波过渡可能成为 LCP 材料大规模应用的另一重要动力。

汽车轻量化加速改性塑料渗透。中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指出到 2035 年乘用车轻量化系数至少降低 25%，汽车轻量化成为未来发展趋势。增加汽车塑料用量可以降低整车成本、重量、提高续航里程、实现节能环保。根据华盛顿塑料行业协会、前瞻产研院，2019 年国外单车用塑料占总车重约 20%，中国只有约 13%。根据我们测算，保守估计 2024 年国内乘用车塑料需求规模有望超过 400 吨，价值量超过 600 亿元。

LCP 树脂国产化已起航。LCP 天线产业链技术瓶颈在 LCP 树脂及薄膜工艺。LCP 树脂对 LCP 薄膜制造具有重要影响。普利特注塑级树脂已广泛应用于电子连接器等领域，薄膜级和纺丝级 LCP 树脂产品已成功研发，正在与知名客户联合开发应用产品，LCP 薄膜有望用于 5G 天线、可穿戴设备等，LCP 纤维产品在开发军工、航空航天领域应用。目前 LCP 改性树脂年产能 3000 吨，计划产能 10000 吨，LCP 国产替代放量望增厚营收空间。

普利特引领 LCP 树脂国产化，电子新材料放量在即。公司是国内为数不多的具备 LCP 树脂规模量产能力的厂商。产能持续扩张，与客户合作研发，引入战略投资，有望充分受益 5G 驱动 LCP 需求齐升。我们预计公司 2020E/2021E/2022E 将实现营收 41.68/45.70/51.17 亿元，归母净利润 4.52/4.96/6.15 亿元，对应 PE 38.0x/34.6x/27.9x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新材料产品研发不及预期、下游需求及客户拓展不及预期、原材料价格波动影响盈利能力。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,666	3,600	4,168	4,570	5,117
增长率 yoy (%)	7.9	-1.8	15.8	9.6	12.0
归母净利润（百万元）	72	165	452	496	615
增长率 yoy (%)	-58.5	128.0	173.9	9.9	24.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.09	0.20	0.53	0.59	0.73
净资产收益率 (%)	3.0	6.8	16.1	15.5	16.6
P/E（倍）	237.2	104.0	38.0	34.6	27.9
P/B（倍）	7.4	7.2	6.1	5.4	4.7

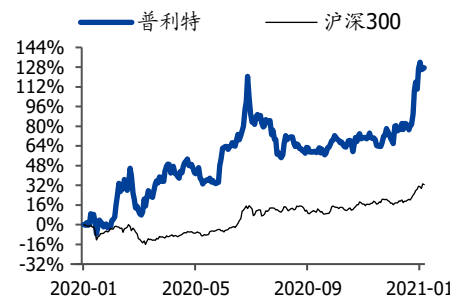
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	塑料
最新收盘价	20.30
总市值(百万元)	17,154.55
总股本(百万股)	845.05
其中自由流通股(%)	58.43
30 日日均成交量(百万股)	10.00

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002
邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680520010001
邮箱：shelingxing@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2507	2552	3073	3471	3971
现金	202	215	559	673	867
应收票据及应收账款	1649	1551	1654	1861	2076
其他应收款	8	12	11	14	14
预付账款	52	59	70	71	87
存货	573	621	685	758	833
其他流动资产	24	94	94	94	94
非流动资产	1411	1340	1423	1456	1508
长期投资	5	14	21	29	37
固定资产	917	827	890	905	946
无形资产	133	130	133	138	135
其他非流动资产	356	369	378	383	390
资产总计	3918	3892	4496	4927	5479
流动负债	1551	1453	1500	1544	1598
短期借款	1105	992	992	992	992
应付票据及应付账款	319	326	380	400	460
其他流动负债	128	135	128	152	146
非流动负债	36	43	46	46	46
长期借款	0	0	3	3	3
其他非流动负债	35	43	43	43	43
负债合计	1587	1496	1546	1590	1644
少数股东权益	3	5	2	-2	-9
股本	406	528	845	845	845
资本公积	460	338	180	180	180
留存收益	1411	1466	1724	1967	2215
归属母公司股东权益	2328	2391	2949	3339	3844
负债和股东权益	3918	3892	4496	4927	5479

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	193	353	458	400	518
净利润	71	164	449	492	609
折旧摊销	80	85	75	84	93
财务费用	64	57	65	65	68
投资损失	0	-3	0	0	-1
营运资金变动	-24	24	-131	-240	-252
其他经营现金流	3	26	0	0	0
投资活动现金流	-104	-71	-158	-117	-145
资本支出	65	53	75	25	45
长期投资	0	-9	-8	-8	-8
其他投资现金流	-39	-26	-91	-100	-109
筹资活动现金流	-44	-270	44	-170	-178
短期借款	82	-113	0	0	0
长期借款	-72	0	3	0	0
普通股增加	135	122	317	0	0
资本公积增加	-135	-122	-158	0	0
其他筹资现金流	-55	-156	-117	-170	-178
现金净增加额	49	13	345	114	194

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3666	3600	4168	4570	5117
营业成本	3054	2911	3185	3519	3880
营业税金及附加	0	20	21	23	26
营业费用	126	137	142	146	164
管理费用	105	115	171	187	194
研发费用	227	180	146	155	184
财务费用	64	57	65	65	68
资产减值损失	16	-29	-29	-27	-31
其他收益	9	33	16	23	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	0	0	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	65	182	483	526	663
营业外收入	14	3	15	19	13
营业外支出	1	4	3	2	2
利润总额	78	181	496	543	673
所得税	7	17	47	50	64
净利润	71	164	449	492	609
少数股东损益	-1	-1	-3	-4	-6
归属母公司净利润	72	165	452	496	615
EBITDA	219	319	619	669	804
EPS (元/股)	0.09	0.20	0.53	0.59	0.73

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	7.9	-1.8	15.8	9.6	12.0
营业利润 (%)	-59.2	181.0	165.9	8.7	26.1
归属母公司净利润 (%)	-58.5	128.0	173.9	9.9	24.0
获利能力					
毛利率 (%)	16.7	19.1	23.6	23.0	24.2
净利率 (%)	2.0	4.6	10.8	10.9	12.0
ROE (%)	3.0	6.8	16.1	15.5	16.6
ROIC (%)	3.6	6.2	12.9	12.6	13.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.5	38.4	34.4	32.3	30.0
净负债比率 (%)	41.5	34.2	17.1	11.5	4.7
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.2	2.2	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	10.6	9.0	9.0	9.0	9.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.20	0.53	0.59	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.42	0.54	0.47	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	2.75	2.83	3.30	3.76	4.36
估值比率					
P/E	237.2	104.0	38.0	34.6	27.9
P/B	7.4	7.2	6.1	5.4	4.7
EV/EBITDA	82.9	56.3	28.5	26.2	21.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、深耕车用改性塑料二十余载，内生外延积极布局新材料.....	5
1.1 国内新材料产业领先企业.....	5
1.2 股权结构集中，董事长懂技术也懂公司.....	8
1.3 技术积累驱动业绩放量，盈利能力持续提升.....	9
二、5G 驱动 LCP 需求提升，改性塑料助力汽车轻量化.....	12
2.1 受益 5G，LCP 市场空间广阔望增厚营收.....	12
2.2 汽车轻量化提升改性塑料需求，加速高端客户认证.....	16
三、竞争格局及公司核心竞争力.....	20
3.1 LCP 材料技术壁垒高，国产替代正当时.....	20
3.2 汽车材料布局全球，客户认证周期长合作稳定.....	22
3.3 规模化抵御原材料价格波动，恒信华业战略入股.....	24
四、盈利预测及估值分析.....	25
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 普利特发展历程.....	5
图表 2: 公司产品及应用领域.....	5
图表 3: 公司产品及应用领域.....	6
图表 4: 公司聚焦三大类 LCP 树脂材料.....	6
图表 5: 普利特汽车材料板块业务情况.....	7
图表 6: 公司重要客户.....	8
图表 7: 公司服务客户.....	8
图表 8: 普利特股权结构及子公司情况 (截至 2021.1.8).....	8
图表 9: 公司营收情况.....	9
图表 10: 公司归母净利润情况.....	9
图表 11: 产品营收及结构 (百万元).....	10
图表 12: 地区营收及结构 (百万元).....	10
图表 13: 产品毛利率情况.....	10
图表 14: 公司毛利率及净利率情况.....	10
图表 15: 公司费用率情况.....	11
图表 16: 公司研发费用情况.....	11
图表 17: 公司研发投入情况.....	11
图表 18: 普利特现金流净额及营收质量情况 (亿元).....	11
图表 19: LCP 应用领域及主要特性.....	12
图表 20: 2019 年 LCP 下游应用占比情况.....	13
图表 21: 2019 年 LCP 需求按地域划分.....	13
图表 22: LCP 产业链流程.....	13
图表 23: LCP 薄膜主要终端应用.....	14
图表 24: iPhone X 中应用了两根 LCP 天线.....	14
图表 25: LCP 膜与 PI 膜性能比较.....	14
图表 26: 频率越高, LCP 与 MPI 介电损耗差距越大.....	14
图表 27: 全球各国 5G 频段授权情况 (按频段分).....	15
图表 28: LCP 纤维用于大飞机射频天线.....	16

图表 29: 部分国家禁售燃油车时间表.....	16
图表 30: 塑料的特性及在汽车制造业中应用优势.....	17
图表 31: 改性塑料在汽车轻量化解决方案中的应用.....	18
图表 32: 塑料在汽车中的应用.....	18
图表 33: 车用塑料品种占比.....	18
图表 34: 2018 年欧洲塑料市场需求细分情况.....	19
图表 35: 中国乘用车用塑料市场规模测算.....	20
图表 36: 主流厂商制膜技术.....	20
图表 37: 按耐热性分的三种类型 LCP.....	21
图表 38: 2019 年全球 LCP 树脂产能分布 (吨/年).....	21
图表 39: 从原油到合成树脂的产业流程.....	24
图表 40: 改性聚烯烃毛利率受原油价格波动影响大 (美元/桶).....	24
图表 41: 普利特业绩拆分 (亿元).....	26
图表 42: 可比公司估值比较 (总市值取 2021/1/13 收盘价, 普利特盈利预测为国盛电子测算; 可比标的盈利预测取 Wind 一致预期).....	27

一、深耕车用改性塑料二十余载，内生外延积极布局新材料

1.1 国内新材料产业领先企业

上海普利特复合材料股份有限公司成立于1999年，前身是同济大学普利特化学研究所，公司2009年12月在深圳中小板上市，业务包括电子新材料、汽车材料和特殊化学品三大板块。公司以汽车用改性材料起家，在全球拥有5家工厂，上海青浦、上海金山、浙江嘉兴、重庆铜梁分别建设大规模生产基地，快速提高产能。2015年1月，普利特收购了美国WPR Holdings LLC及其下属公司全部股权，迈出了国际化业务第一步，工厂已实现全球布局。目前正积极拓展电子新材料及特殊化学品业务，致力于打造全球优秀的新材料平台型公司。

图表1: 普利特发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

聚焦电子新材料、特殊化学品、汽车材料三大板块。自2020年起，公司主要经营发展分为三大产业板块，分别为电子新材料板块、特殊化学品板块和汽车材料板块。公司共拥有六大类上千种产品，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（TLCP）、特种工程材料等，广泛用于汽车、通讯、电器等各种行业。

图表2: 公司产品及应用领域

产品	应用举例	主要应用范围
PP聚丙烯		汽车: 仪表板、门板、立柱、座椅护板、保险杠、防擦条、底护板、方向盘、杂物箱、冷却风扇、门护板、空气滤清器、发动机下部件以及其他内外饰件; 家用电器及电子产品: 小型家用电器外壳、微波炉门体的密封材料、冰箱置物架、室外机体壳、洗衣机内筒、洗衣机控制盘盖、线控器壳等。
ABS苯乙烯共聚物		汽车: 门板、尾灯壳体、前格栅、车门把手、天窗把手、后视镜、引流板、电子电器控制壳体和面板、仪表盘饰框等; 家用电器及电子产品: 电话机、吸尘器、各种音视频设备及附件、电脑显示器等各种电子电器的外壳。
PA聚酰胺		汽车: 散热器格栅、发动机下部件、齿轮、盖箱、轴套、叶轮、进气管、气缸盖罩、发动机罩盖、冷却风扇、内饰件等; 家用电器及电子产品: 插座、开关、接插线、变压器线圈骨架、电动工具外壳等电子电气产品零件等。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 3: 公司产品及应用领域

产品	应用举例	主要应用范围
PC/ABS合金		汽车: 仪表板骨架、尾灯壳体、车门把手、天窗把手、转向柱护套、仪表装饰框、反光镜外壳、出风口等; 家用电器及电子产品: 电视机、手机、复印机、DVD、计算机、显示器等家电、通讯和办公设备外壳以及扫描仪、打印机等电子产品零部件。
LCP液晶高分子		电子产品: 表面贴装电子部件接插件、SIM卡接口等 耐高温部件: 例如代替陶瓷用作高温灯座、发光二极管的外壳等; 高强度部件: 代替金属材料, 使用于要求高强度的场合; 广泛应用于电子工业、通讯产业、汽车工业、航空航天、光缆、化学工业、等领域。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

电子新材料板块:

为紧抓 5G 和 AI 等新的市场机会, 公司高度重视电子新材料行业的未来发展趋势, 不断拓展电子新材料板块业务, 积极开发应用于高速高频高通量通讯电子、新能源、智能交通等领域的电子新材料产品, 目标成为汽车电子、消费电子和通讯电子等产品应用领域的上游高端新材料供应商。

注塑级 LCP 树脂已量产出货, 薄膜和纤维产品正在下游验证中。5G 通信领域加速发展, LCP 市场有望达到万吨级规模。公司经过 13 年的自主开发, 目前已拥有液晶高分子材料 (TLCP) 技术完全的自主知识产权以及美国 PCT 专利, 并建有 TLCP 材料从树脂聚合到复合改性的完整技术与生产体系。公司 LCP 树脂材料主要聚焦注塑级树脂、薄膜级树脂、纺丝级树脂三大方向, 其中注塑级 LCP 树脂材料已批量供货至下游客户, LCP 薄膜和 LCP 纤维产品已订购相关专业量产设备。

图表 4: 公司聚焦三大类 LCP 树脂材料

产品种类	主要下游应用
注塑级 LCP 树脂材料	电子连接器、发动机零部件、精密器械等
薄膜级 LCP 树脂材料	5G 高频高速通信的手机天线、中继线、3D 摄像头、智能手表等
纺丝级 LCP 树脂材料	5G 通信、替代芳纶纤维等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加深电子新材料布局, 投资光刻胶产业。控股子公司上海普利特半导体材料欲打造普利特半导体、电子通信与显示、新能源等领域的新材料产业的孵化、投资、并购整合及运营管理平台。普利特半导体目前投资了光刻胶产业领域, 光刻胶作为光刻过程核心材料, 有望受益下游功率半导体、传感器、存储器等整体需求增长。

汽车材料板块:

汽车材料领域, 公司主要产品为改性复合材料, 是加工生产汽车用复合材料部件的原材料, 公司向整车制造商和其零部件制造商提供改性材料的整体解决方案和材料产品, 并参与从汽车车型开发阶段到最终量产的整个流程, 为客户提供材料相关技术解决方案和服务。基于汽车行业未来发展趋势, 公司主要目标客户群包括各大高端品牌车型厂商和新能源车企。

参与主机厂新车型前期开发设计, 紧密贴合客户需求。普利特积极参与主机厂新车型的前期开发与设计, 紧密配合零部件厂家的产品分析与零件试验。在推动汽车轻量化方面,

公司多种研发技术被国内外主机厂采用，未来汽车轻量化趋势下，公司该方面业务有望快速增长。汽车低散发材料方面，公司在汽车用改性塑料材料低气味、低TVOC领域处于优势地位。高性能汽车内饰材料方面，公司材料已经在合资品牌主流车型上获得大力推广应用，打破外资企业数十年在该领域的垄断。

图表 5: 普利特汽车材料板块业务情况

公司技术及材料	汽车领域用途	应用情况	公司技术地位
微发泡材料技术、低密度材料技术、薄壁化材料技术、以塑代钢技术等	汽车轻量化	目前这些技术已在国内外主机厂相关领域得到广泛应用	行业领先地位
汽车低散发材料	汽车用改性塑料材料低气味、低TVOC		行业优势地位
低密度内饰材料和高性能爆破仪表盘材料	高性能汽车内饰材料	在合资品牌主流车型上获得大力推广和应用	打破数十年同类材料外资垄断

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

特殊化学品板块:

公司特殊化学品产品主要为光稳定剂，主要应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维和胶黏剂等高分子材料制品。光稳定剂是一种高分子材料添加剂，能屏蔽或吸收紫外线的能量，猝灭单线态氧及将氢过氧化物分解成非活性物质等功能，使高分子聚合物在光的辐射下，能排除或减缓光化学反应可能性，阻止或延迟光老化的过程，从而达到延长高分子聚合物制品使用寿命的目的。

外延收购加快扩大产业布局。2020年，普利特收购宿迁市振兴化工 80% 股权，振兴化工是一家高分子材料助剂中光稳定剂及其中间体研发、生产和销售的化工企业。收购振兴化工有助于普利特快速完善光稳定剂产品结构，提升普利特在光稳定剂行业的竞争能力和市场地位。

积极布局新材料板块其他领域。公司特种工程材料已进入高端笔记本、电子通讯、新能源、汽车交通等专业领域的龙头企业；公司的气凝胶材料也已在航母动力舱的防火材料、新能源汽车动力电池组模块里防火隔热材料的应用中发挥着重要的作用，目前已批零供货行业内相关知名企业。

客户资源优质。凭借先进的技术、优质的产品和客户服务能力，公司与国内外知名汽车制造商建立了战略伙伴关系，“PRET 高性能复合材料+Wellman Ecolon 绿色环保材料”整体解决方案已应用于宝马、奔驰、通用、福特、克莱斯勒、上汽大众等国内外知名汽车品牌车型，并成为延锋伟世通、佛吉亚、江森等优质汽车零部件企业的主要合作伙伴和优秀供应商。进入知名客户供应链验证了公司产品可靠性，同时为将来打入新客户奠定了良好基础。

图表6: 公司重要客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表7: 公司服务客户

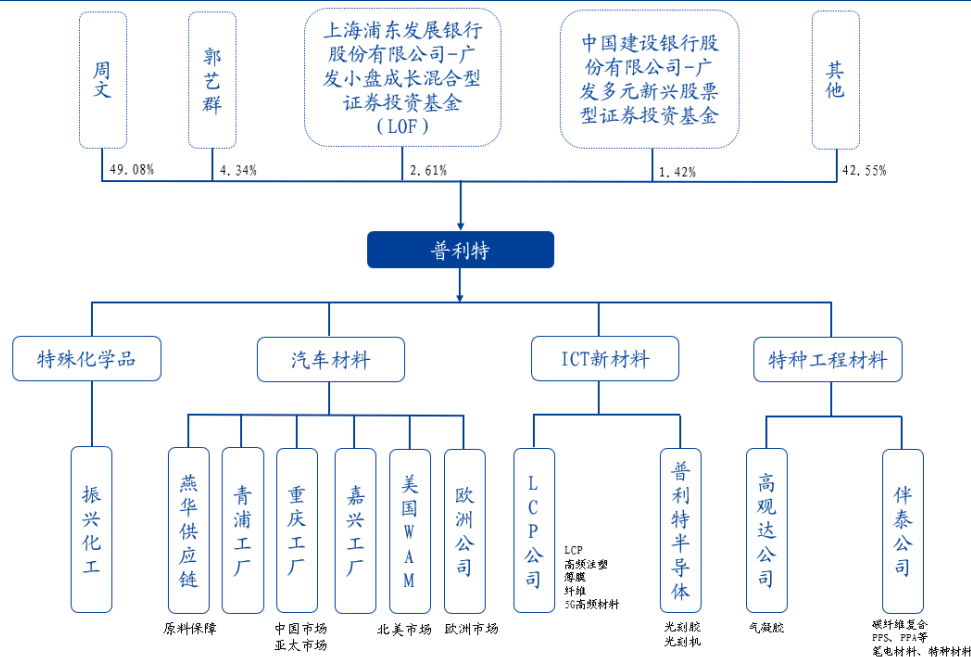


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 股权结构集中, 董事长懂技术也懂公司

董事长同时是核心技术团队成员。目前公司第一大股东为周文, 持股占比 49.08%, 同时也是公司的实际控制人, 与持股 4.34%的第二大股东郭艺群为夫妻关系。周文是高级工程师, 曾任职上海大众汽车有限公司材料工程师, 1995年起担任上海普利特化学研究所总经理, 1999年起,担任公司董事长兼总经理。周文曾获上海市科学技术进步一等奖、上海市科学技术进步技术发明二等奖, 在车用复合材料领域具有超过 30 年经验, 丰富的产业经验和多年的公司管理经验将有助于引领公司持续创新发展。

图表8: 普利特股权结构及子公司情况 (截至 2021.1.8)



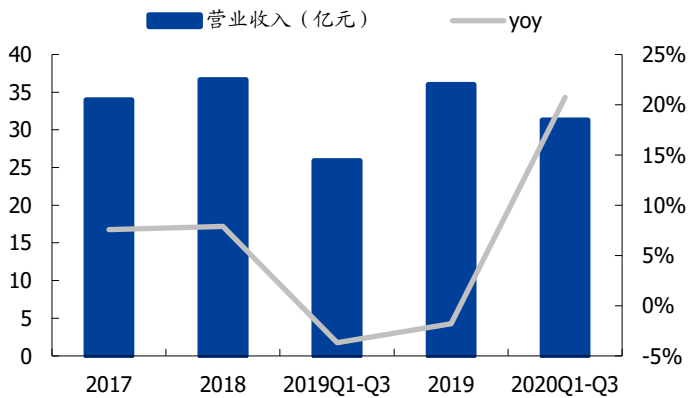
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 技术积累驱动业绩放量，盈利能力持续提升

高效研发业务灵活，净利润大幅增长。普利特 2020 年前三季度实现营收 31.27 亿元，同比增长 20.74%，2020 年初，尽管疫情对汽车行业带来不利冲击，但公司年初积极配合国内需求，成功开发出口罩专用熔喷聚丙烯材料，对 2020 年上半年利润有积极贡献。随着国内疫情改善，公司汽车材料业务 2020 年二季度开始恢复增长。公司 2019 年实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 128.00%，2020 年前三季度归母净利润达 3.7 亿元，同比再次大幅增长 226.30%。净利润的增长主要得益于油价下跌，使得公司主要原材料成本下降。此外，公司控股子公司浙江燕华供应链管理有限公司对聚丙烯进行商品期货套期保值，实现期现结合，有效规避了风险。

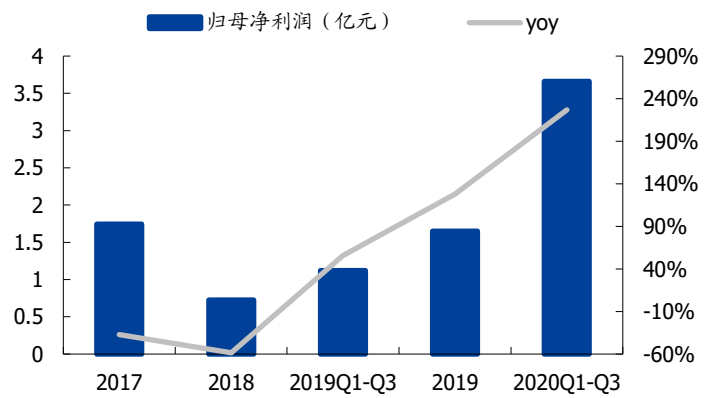
充分受益汽车产业长期发展。近年来随着汽车轻量化理念的普及，以及新能源产业发展，改性材料的需求量将持续增加。随着公司继续积极拓展市场、研发新材料、新产品，普利特凭借产品价格、质量等高性价比优势，致力于进一步完成材料进口替代的目标，提高国内市场份额。公司改性材料符合未来汽车产业长期发展逻辑，有望充分受益汽车产业发展带来的材料需求提升。

图表 9: 公司营收情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

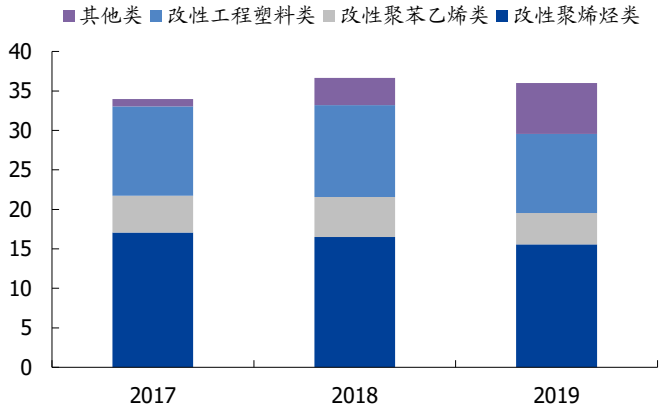
图表 10: 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

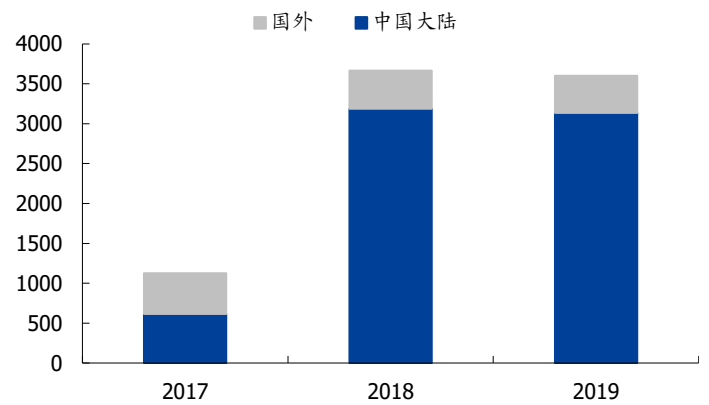
按地区划分来看，2017-2019 年中国大陆营收分别达 6.16 亿元、31.86 亿元及 31.37 亿元，实现了大幅增长。而美国市场营收不断下降，2017-2019 年同比下降 9.04%，22.26% 及 3.39%，主要受到国际油价一波三折，中美贸易摩擦升级的影响。

图表 11: 产品营收及结构 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

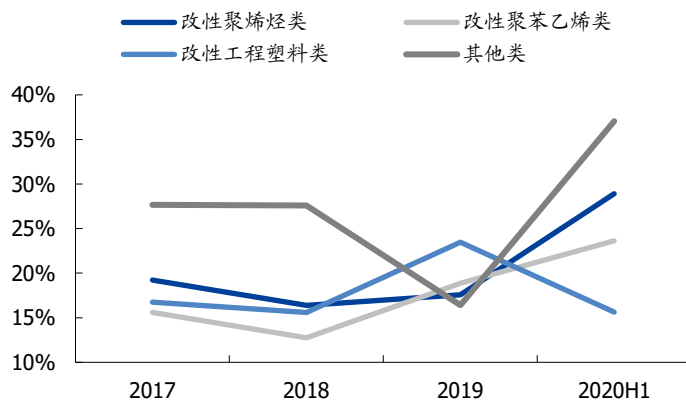
图表 12: 地区营收及结构 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

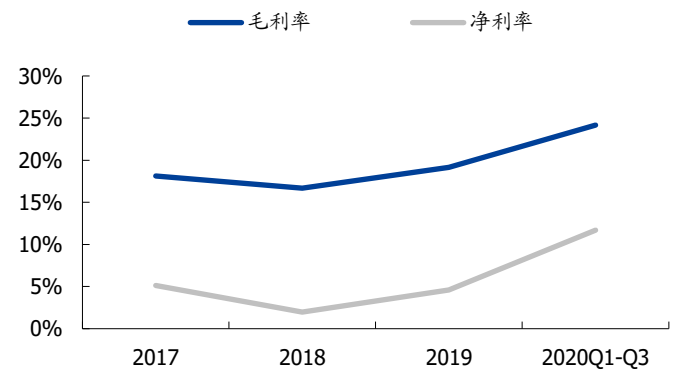
产品结构动态变化, 净利率提升。公司产品的原料合成树脂的价格与国际原油价格相关性较高。国家原油价格受到全球政治经济影响, 波动较大, 另一方面供给侧结构性改革政策, 也对公司尚有原材料价格造成冲击, 因此公司原材料价格波动性较大, 成本到产品价格传导具有延后性, 因此公司各类产品毛利率波动较大。整体上看, 公司毛利率呈上升趋势, 净利率随着公司不断加强费用开支管理, 2020年前三季度提升至 11.7%。

图表 13: 产品毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

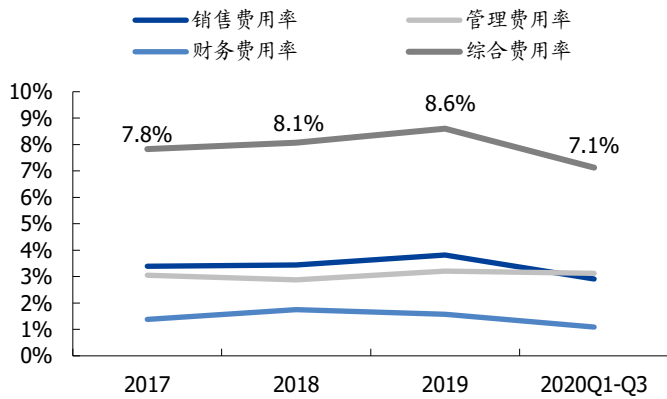
图表 14: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

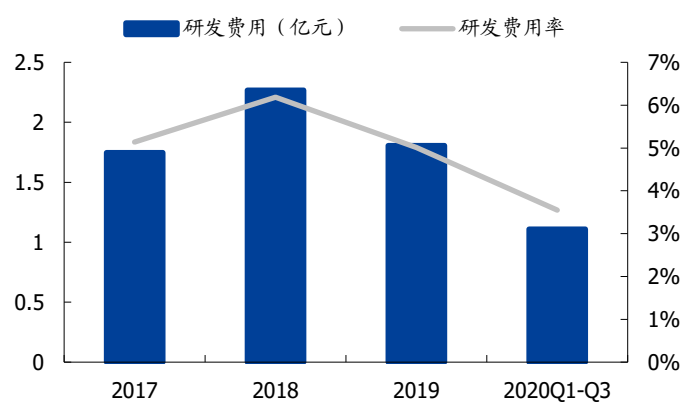
精益求精, 费用率稳中有降。2017年以来, 剥离研发费用率后的三费费用率总体较为稳定, 2020年前三季度, 三费费用率约 7.1%。2019年公司大力拓展新业务, 因此销售费用增加较快, 销售费用率略有上升。未来随着公司营收规模进一步扩大, 叠加公司对费用支出的优秀把控能力, 三费费用率有望稳中有降。

图表 15: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司持续大力进行研发投入。公司始终非常重视研发, 2017-2019年三年研发费用总计达到5.8亿元, 研发费用率约为5%水平。2018年研发费用及费用率较高主要是因为公司2018年研发项目较多, 2019年开始部分研发项目陆续结题, 逐步进入研发成果向营收转换阶段。未来随着公司持续研发, 与客户密切合作不断拓展产品品类, 满足下游需求, 导入更多客户, 有望进一步提升自身竞争力, 巩固甚至提升行业地位。

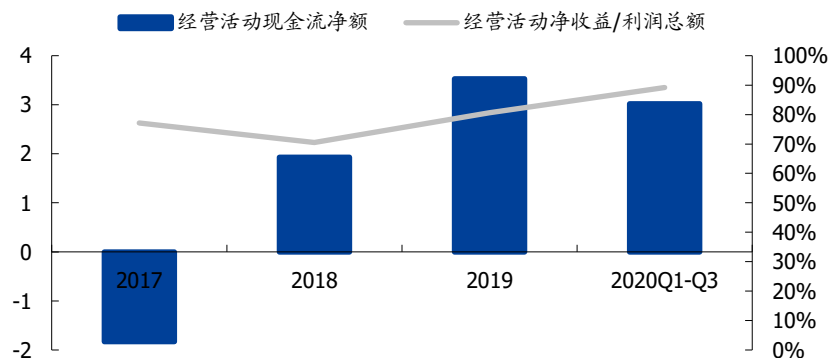
图表 17: 公司研发投入情况

	2017	2018	2019
研发费用 (亿元)	1.75	2.27	1.80
yoy		29.8%	-20.4%
研发费用率	5.1%	6.2%	5.0%
研发人员数量 (人)	214	222	210
研发人员数量占比	15.6%	17.4%	17.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

现金流及收益质量不断提升。2017年公司经营性现金流为负主要系当年银行承兑票据贴现减少和销售额增长应收帐款增加、年末备货增加等原因所致。2018年以来, 公司经营性现金流水平及占利润比持续提升, 体现公司收益质量不断向好。

图表 18: 普利特现金流净额及营收质量情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、5G 驱动 LCP 需求提升，改性塑料助力汽车轻量化

2.1 受益 5G，LCP 市场空间广阔望增厚营收

LCP 材料低介电损耗等优良性能在 5G 领域前景广阔。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又具有取向有序，是一种新型高性能特种工程塑料。LCP 材料性能优异，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；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 纤维具有高强度、高模量、耐高温三大特征，可广泛应用于通信线缆、5G 通信材料和集成电路类载板、声学线材、军工、航空航天安防等领域，在很多领域可以替代芳纶纤维，具有广阔的市场前景。

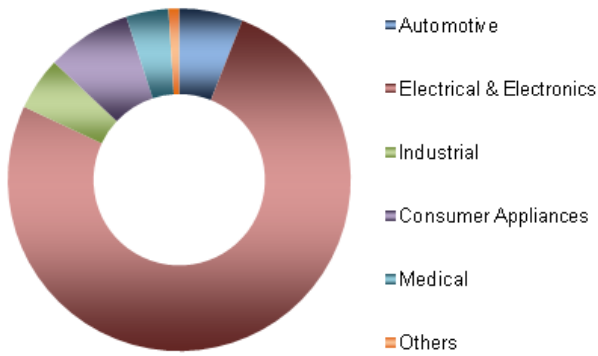
图表 19: LCP 应用领域及主要特性

应用领域	具体产品	主要特性
电子/电气	高线度接插件	极好的加工性能，适宜薄壁制件
	线圈架、开关	极好的尺寸稳定性
	连接器、光纤	耐红外线和耐气相焊接高温
	载波芯片	热变形温度高
	印刷电路板	优异阻燃性
航空航天	表面贴装技术部件	高耐温性、材料回收效率高
	宇航器面板零部件	耐热阻燃、尺寸稳定性好
	雷达天线屏蔽罩	屏蔽性能好、比强度高
医用材料	飞机零部件	耐辐射，耐高温
	消毒托盘	耐蒸汽特性、高强度和韧性
	牙医器具	高流动性、表面光滑
工业用品	外科手术器械	抗蠕变、抗辐射，抗化学腐蚀
	打印机、复印机、传真机	低可燃性、优良电消散特性
	汽车精密部件及仪器零件	耐热性好、摩擦系数小
包装、薄膜	汽车车身面板	比强度高
	食品及液体包装	租个性能良好
特种纤维	微波炉容器	优良的耐辐射、抗老化特性
		高强度、高模量

资料来源：沃特股份招股说明书，国盛证券研究所

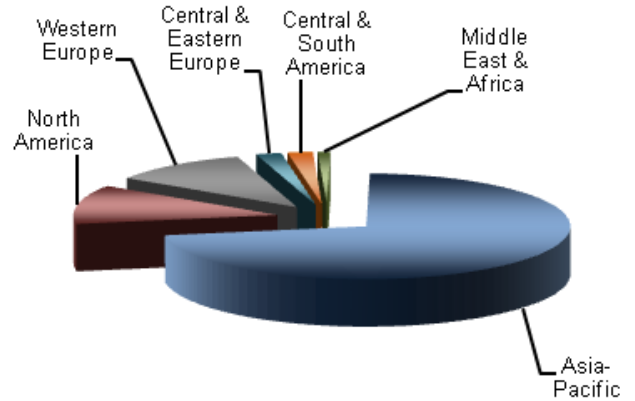
亚太地区 LCP 消耗量占比最大，中国电子电气 LCP 需求贡献最大。根据 Prisma，2016 年全球 LCP 需求量达到 3.38 万吨，其中 73% 应用于电气电子领域。2019 年电子电气仍是全球 LCP 需求占比最大的下游领域。按地区来看，亚太地区 2019 年 LCP 需求占全球超过 75%，其中中国电子电气需求贡献最大。

图表 20: 2019 年 LCP 下游应用占比情况



资料来源: Prisma Consulting, 国盛证券研究所

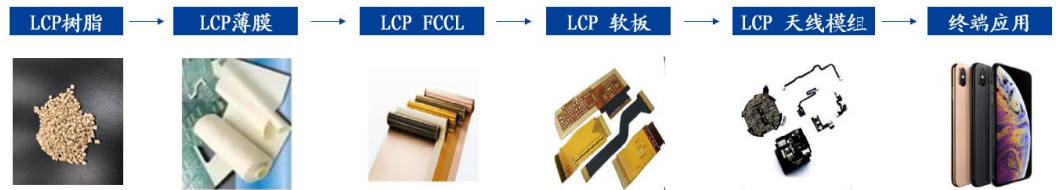
图表 21: 2019 年 LCP 需求按地域划分



资料来源: Prisma Consulting, 国盛证券研究所

从 4G 到 5G, 天线薄膜材料经历从 PI 到 LCP 过渡。LCP 薄膜等材料非直接用于终端产品中, 而是作为原材料, 首先与铜箔贴合, 形成 LCP FCCL, 覆铜板经过进一步加工, 形成 LMP 软板, 模组厂再将软板制成模组, 最终应用到手机等终端。常见的天线用膜材包括 PI、MPI (改性 PI)、LCP。4G 手机天线的柔性电路板基材主要是 PI, 5G 对高频高速的需求推动基材从 PI 向 LCP/MPI 过渡。

图表 22: LCP 产业链流程



资料来源: 宁波聚嘉新材料, 国盛电子整理, 国盛证券研究所

5G 是 LCP 应用发展重要推动力。5G 由于需要提供更快的传输速度, 所使用的频率将向高频率频道转移, 从而无法避免的会将其信号的衍射能力 (即绕过障碍物的能力) 降低, 为减少信号在传输过程中的损失, 5G 通信对天线材料的介电常数、介电损耗因子要求更高。dk 值 (介电常数)、df 值 (介电损耗常数) 越小的材料, 信号传输速度越快、损失越少, LCP/MPI 相对 PI 具有低 dk, df 特点, 同时吸水率低 (基材吸水后 dk\df 将显著变大), 因此被广泛用于 5G 智能手机、基站天线等。

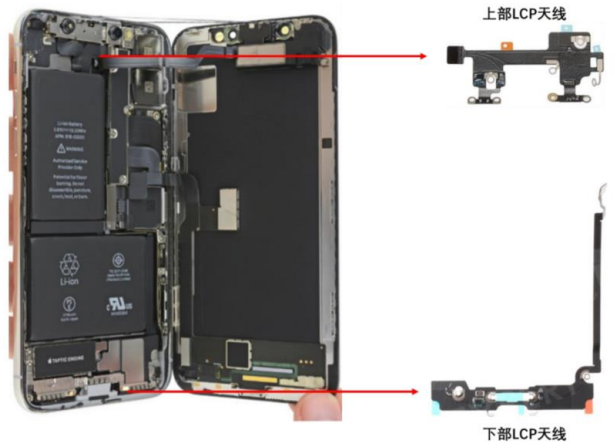
5G 手机、可穿戴、5G 基站、毫米波雷达通信等驱动 LCP 需求提升。目前 LCP 材料已被广泛应用于 5G 手机天线、5G 基站柔性发射单元、可穿戴设备等终端产品中。以 iPhone 为例, LCP 材料最早出现在 iPhone 8 中, iPhone 8/8plus 中使用了一块 LCP 软板, iPhone X 中应用了两根 LCP 天线, 随着 iPhone 12 支持毫米波频段, 其 LCP 软板需求有望再次增加。此外, LCP 材料在手机内的应用已经由天线拓展到快速连接器等部件, 有望驱动 LCP 需求进一步提升。

图表 23: LCP 薄膜主要终端应用



资料来源: 宁波聚嘉新材料, 国盛证券研究所

图表 24: iPhone X 中应用了两根 LCP 天线

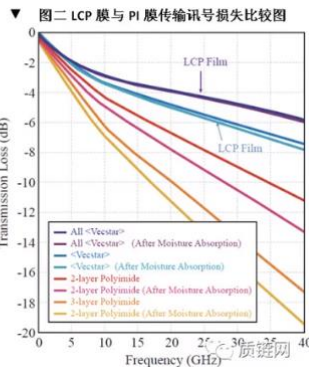


资料来源: iParts expert, 国盛证券研究所

LCP 在 15GHz 以上频率及多层 (4 层以上) 软板优势明显。15GHz 以下, LCP 与 MPI 介电损耗差距并不显著, 由于 LCP 成本较高, MPI 应用略占优势, 但是在 15GHz 以上频段, LCP 在阶段损耗方面具有显著优势。此外, MPI 在多层软板制造中工艺难度较大, 因此通常在 4 层以上软板中, LCP 应用优势更明显。

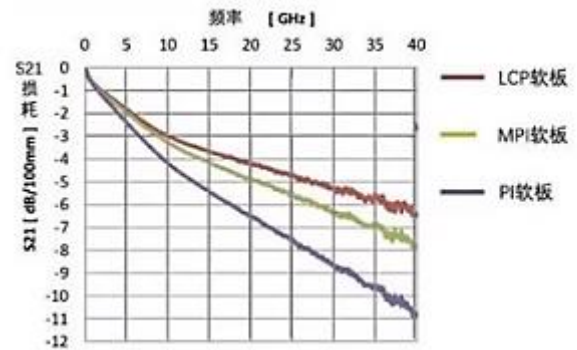
图表 25: LCP 膜与 PI 膜性能比较

性能	LCP	PI(Kapton)
吸水率 (23°C/24Hr%)	0.04	2.9
CTE(PPM/°C)	16	18
介电常数 (3 GHz)	2.9	3.5
逸散因子	0.002	0.01
熔点 (°C)	280°-350 (TLC)	
耐 280°C Soldering	OK	OK
抗拉强度 (MPa)	330	250
杨氏系数 (GPa)	3	3.5
耐折疲劳性 (MIT 法)	>500 万次	>500 万次
氧透过性 (cc • 20μ/m ² • day • atm)	0.3	490
水气透过性 (g • 20μ/m ² • day • atm)	0.13	105



资料来源: 宁波聚嘉新材料, 国盛证券研究所

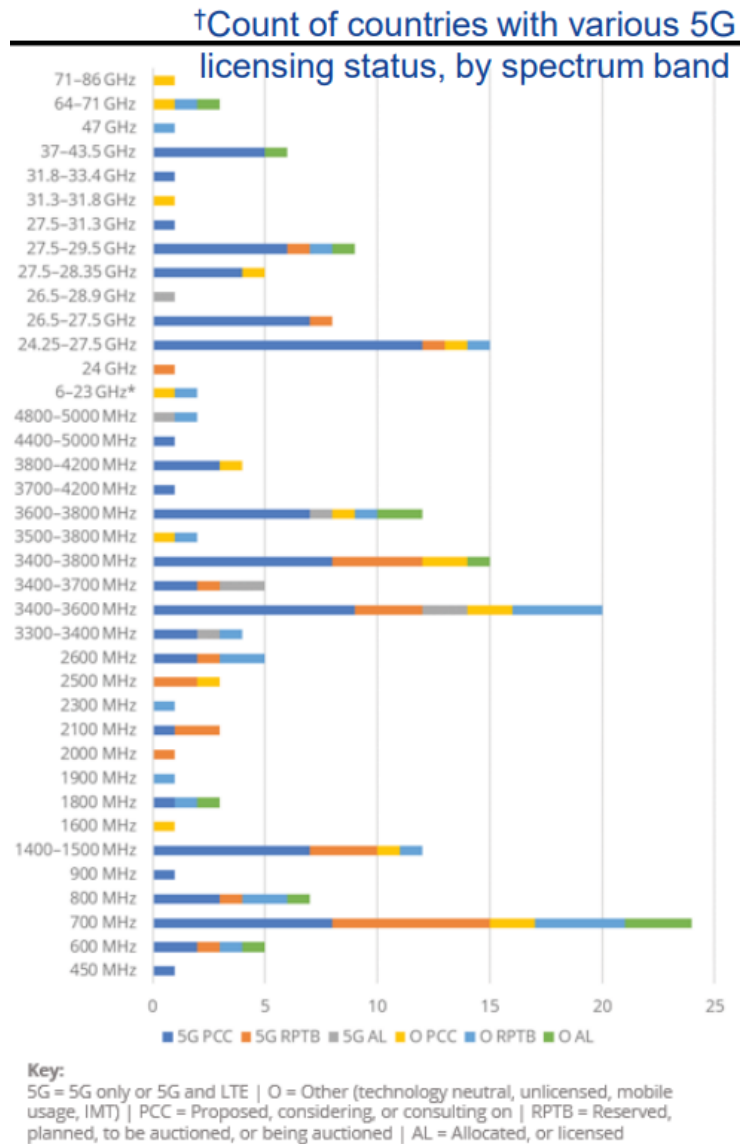
图表 26: 频率越高, LCP 与 MPI 介电损耗差距越大



资料来源: 宁波聚嘉新材料, 国盛证券研究所

5G 频段上升有望成为 LCP 材料用量大规模上升的另一驱动力。目前多数国家 (中国、欧洲各国等) 5G 通信主要发展 Sub-6G 频段, 未来逐渐向毫米波过渡。美国由于 Sub-6G 频段被军方占用, 因此选择直接发展毫米波。根据 GSA, 700MHz、3400~3800MHz 和 24~29.5GHz 为目前全球各国 5G 部署热点频段。LCP 材料由于在 15GHz 以上性能显著优于 MPI, 未来 5G 频段向上迁移有望成为 LCP 材料大规模上升的重要动力。

图表 27: 全球各国 5G 频段授权情况 (按频段分)



资料来源: GSA, 国盛证券研究所

普利特是国内为数不多具备 LCP 树脂规模量产能力的厂商，与下游紧密合作开发产品。LCP 树脂由于具有较高技术壁垒，长期内全球市场由美日厂商主导。普利特是目前国内为数不多的具备量产能力的公司。公司对 LCP 业务具有完全自主知识产权，拥有美国 PCT 专利，已建成 LCP 纯树脂年产能 2000 吨（相当于改性树脂产能 3000 吨，未来规划产能 10,000 吨），拥有 LCP 产品从树脂聚合到复合改性的完整技术与生产体系，已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 LCP 材料。目前公司正在与下游行业重要客户联合研发 LCP 薄膜和 LCP 纤维等应用于 5G 通信的手机天线、中继线、3D 摄像头、智能手表等领域的具体产品。

除手机天线外，LCP 材料还可以应用于军工及航空航天领域。以 B737NG 大飞机为例，机身配有多种不同用途的天线，如 VHF 通信系统，用于飞机/飞机，飞机/地面之间的通信，频段范围为 118.00-136.975MHz；下滑道天线接收自 328.6 MHz 到 335.4 MHz 的频率。因此军工及航空航天天线材料领域，LCP 也有广阔空间。LCP 纤维是 LCP 材料的高端形态，具有高强度、高模量、耐高温三大优良特性。公司出资设立东莞普利特，经营 LCP 纤维事业，目标是开发应用于通信线缆、5G 通信和集成电路类载板、声学线材、军工、航空航天等领域的高性能 LCP 纤维。

图表 28: LCP 纤维用于大飞机射频天线



资料来源: My Fleet, 国盛证券研究所

2.2 汽车轻量化提升改性塑料需求，加速高端客户认证

环保节能需求推动汽车电气化，新能源汽车快速增长。由于各国政府对能源和环境问题的高度重视，纷纷提出禁售燃油车计划，汽车电气化几乎是必然趋势。Katusa Research 数据显示，中国、美国和德国将成为电动汽车主要推广国家，到 2040 年电动汽车年均销售量可达到 6000 万辆。

图表 29: 部分国家禁售燃油车时间表

燃油车仅售国家/地区	政策发布时间	政策实行时间	禁售车型
荷兰	2017 年	2030	传统燃油车
美国加州	2015 年 8 月	2030	传统燃油车
挪威	2016 年 5 月	2025	非电动车
德国	2016 年中	2030	传统内燃机燃油车
印度	2017 年 4 月	2030	传统燃油车
法国	2017 年 7 月	2040	传统燃油车
英国	2017 年 7 月	2035	燃油车、油电混动汽车
日本	2020 年 12 月	约 2035	传统燃油车

资料来源: 维基百科, 国盛证券研究所

塑料及其复合材料是重要的汽车轻质材料。塑料及其复合材料具有良好的物理性能、耐化学腐蚀性、设计自由度大、着色性好、加工性能好等优点，因而在汽车工业中被广泛应用。但绝大多数塑料品种必须经过改性，才能达到车用标准。目前汽车塑料的改性方式主要包括大型石化厂商在生产合成树脂时直接改性和改性塑料厂商对塑料基材进行专业改性。改性后的汽车塑料保持了塑料的独特性能，对汽车减重、环保、安全、美观、舒适、节能、耐用等起到重要作用。

图表 30: 塑料的特性及在汽车制造业中应用优势

塑料特性	在汽车制造业中的应用优势
环保节能	使用塑料多的汽车重量轻、节油效果好，同时大多塑料可回收利用，符合汽车工业节能减排的趋势。
密度小，单位体积重量轻	每 100 克的塑料可代替其他材料 200—300 克，可减少汽车自重，增加有效载荷。
抗冲击性	按照单位重量计算材料的拉伸强度，塑料的抗冲击性不逊于金属，有些塑料如工程塑料、碳纤维增强的塑料等还远远高于金属。
耐磨、避震、吸音性能	对电、热、声都有良好的绝缘作用，可被广泛地用来制造汽车内部的电绝缘、避震耐磨、隔热以及吸音等零部件。
加工性能好	复杂制品可一次成型，能采用各种成型法大批量生产，生产效率高、成本较低、经济效益显著，如果以单位体积计算，生产塑料零部件的费用仅为有色金属的 1/10。
设计自由度大	可制成透明、半透明或不透明的制品，外观多种多样，表面可制成具有特色的花纹。
着色性好	可按需要制成各种各样的颜色。
弹性变形特性	能吸收大量的碰撞能量，对强烈撞击有较大的缓冲作用，对车辆和乘员起到保护作用。
耐腐蚀性强	对酸、碱、盐、汽油等化学物质的腐蚀具有抵抗能力，局部受损不会腐蚀，用来制备汽车燃油箱、发动机和底盘上的一些零件。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

塑料助力新能源汽车轻量化。新能源汽车能够有效降低燃油消耗量，达到节能效果。而目前新能源汽车需要普及过程中一个痛点是续航里程问题，一方面，汽车厂商通过使用第三代化合物半导体材料等方式直接提升续航里程，另一方面，汽车轻量化也是间接提升续航里程的重要方法。根据美国环保部 2018 年的报告，每使用 45kg 塑料替代其他材料，则汽车能量有效性提升 2%。同时，1kg 的塑料可以替代 2—3kg 钢等更重的材料，而汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%—8%，因此增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量，进而推进新能源汽车快速发展。

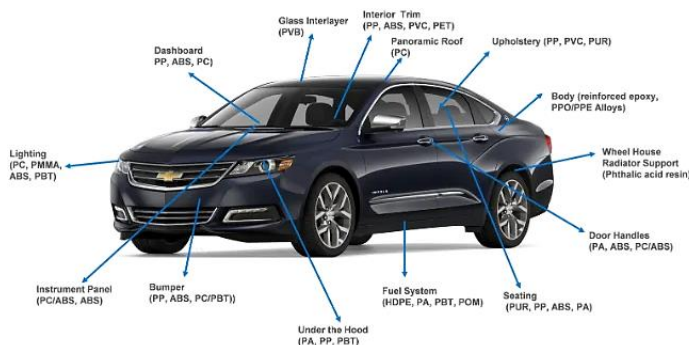
图表 31: 改性塑料在汽车轻量化解决方案中的应用

应用范围	应用特点	零部件	常用改性塑料
内饰件	以安全、环保、舒适为应用特征,以减轻碰撞时对人体伤害,提高汽车的安全系数,强调美观耐磨、隔音、防震、低气味。	仪表盘	改性 PP、玻璃纤维毡增强热塑性复合材料 (GMT)、PVC 合金 (仪表盘表皮材料以 PVC/ABS 为主)
		门内板	ABS、PP、PP 发泡、TPU、玻璃纤维增强不饱和聚酯片状模塑料 (SMC) 天然纤维/PP
		座椅	GMT
		地板	GMT
		脚踏板	GMT
		车顶盖	PC 合金 (PC/PBT)、SMC
		发动机罩	SMC、GMT
外饰件	以塑代钢,可减轻汽车重量,达到节能的目的。	行李舱盖	SMC
		前翼子板	SMC
		尾板	SMC
		后背门	GMT
		底盘耐磨零件	改性 PBT、改性 POM
		保险杠	PP、PC/ABS、PC/PBT、PP 发泡材料、TPO、玻纤增强 PP 材料
		燃油箱	超高分子量高密度聚乙烯、共聚 PA、EVOH 树脂
结构功能件	减轻重量,降低成本,简化工艺,满足特殊使用功能。	进气歧管	玻纤增强 PA
		发动机周边零件	PA66
		离合器执行系统	长纤维增强黑色尼龙 LFRT
		车身	碳纤维复合材料
		底盘	碳纤维复合材料

资料来源: 公司公告, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

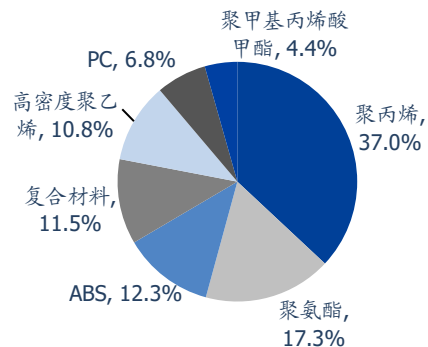
聚丙烯是车用塑料中占比最大的品种。目前车用塑料品种主要包括聚丙烯 (PP)、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物 (ABS)、聚酰胺 (PA)、聚碳酸酯 (PC)、聚甲醛 (POM)、聚对苯二甲酸丁二醇酯 (PBT)、加强型聚氨酯 (PRT) 和聚氯乙烯 (PVC) 等。根据前瞻产业研究院, 车用塑料中聚丙烯占比最高, 达 37%, 其次是聚氨酯, 占比 17.3%, ABS 树脂占 12.3%。

图表 32: 塑料在汽车中的应用



资料来源: ADAPT, 国盛证券研究所

图表 33: 车用塑料品种占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

“以塑代钢”是汽车行业发展趋势。随着汽车向轻量、节能方向发展，汽车塑料由于有助于节能、改善功能、简化制造工序与工艺，从而成为汽车工业未来发展趋势。随着材料技术、加工装备、模具技术以及塑料成型工艺不断进步，未来车用塑料件占比将不断提升。根据 JDPower 和 knauf automotive，欧洲的单车平均使用塑料占总体车重份额自 2005 年的 13%，根据华盛顿塑料行业协会，美国 2019 年单车平均使用塑料占总体车重份额超过 20%。

2018 年欧洲汽车用塑料市场规模超过 500 万吨。根据 PlasticsEurope Market Research Group 和 Conversio Market & Strategy GmbH，2018 年欧洲塑料市场总规模达到 5120 万吨，其中下游应用最大的领域是包装，占比接近 40%，建筑建材用塑料占比约 20%，车用塑料占比第三，约 10%，即需求量超过 500 万吨。

图表 34: 2018 年欧洲塑料市场需求细分情况



资料来源: PlasticsEurope Market Research Group, Conversio Market & Strategy GmbH, 国盛证券研究所

国产单车车用塑料零部件占比低于发达国家。根据 JDPower，前瞻产研院，2005 年中国单车平均使用塑料占总体车重份额约 8%，欧洲为 13%，目前欧美能达到约 20%水平，中国只有约 13%，国产车塑料零部件占比持续提升将是未来发展趋势。

国内政策大力推进汽车轻量化，明确汽车轻量化目标。2016 年中国汽车工程学会发布节能与新能源汽车技术路线图 1.0，指出汽车轻量化技术是汽车行业未来重点发展目标之一，要在 2025 年，力争整车质量平均减轻 20%。2020 年 10 月，《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》发布，指出到 2035 年预计燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。国内车用塑料占比未来有望加速追赶欧美水平。

中国乘用车用塑料市场规模 2024 年有望达到 600 亿。根据我们测算，假设单车塑料用量为 160kg 不变的情况下，保守估计 2024 年国内乘用车对应的塑料需求规模有望超过 400 吨，价值量超过 600 亿人民币。

图表 35: 中国乘用车用塑料市场规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车产量(万辆)	2,136	2051	2301	2387	2438	2518	2643
单车塑料用量(kg)	160	160	160	160	160	160	160
中国乘用车塑料用量(万吨)	341.8	328.1	368.2	381.9	390.1	402.8	422.9
车用塑料平均单价(万元)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
中国乘用车塑料市场规模(亿元)	512.6	492.1	552.3	572.8	585.1	604.2	634.3

资料来源: 盖世汽车研究院, 国盛证券研究所

普利特在中国市场具备先发优势, 未来有望受益汽车轻量化及高端品牌汽车中国生产。公司在车用改性塑料市场已经深耕超过 20 年, 多年来积累了一大批包括宝马、奔驰、福特、上汽大众等国内外知名汽车品牌厂商客户。近年来, 公司加大在高端品牌汽车厂商的材料认证力度, 普利特作为国内汽车用改性材料领先企业, 将同时受益汽车轻量化趋势, 高端品牌汽车中国本地化生产, 驱动公司业务增长。

三、竞争格局及公司核心竞争力

3.1 LCP 材料技术壁垒高, 国产替代正当时

LCP 薄膜核心技术由日本厂商控制。LCP 产业链各环节中, 目前 LCP 薄膜加工工艺和 LCP 树脂是产能及价格制约关键点。刚性强, 排列规整, 冷却成膜后存在各向异性问题, 导致平行方向和垂直方向力学性能不一致。因此需要打乱分子取向, 得到各向同性的均匀薄膜。目前全球 LCP 薄膜制造核心技术由日本村田、可乐丽等公司掌握, 二者的 LCP 产品起步早, 具有稳定量产能力, 目前已经有非常成熟的市场化应用。

图表 36: 主流厂商制膜技术

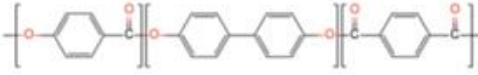
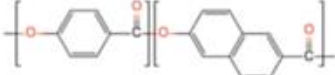
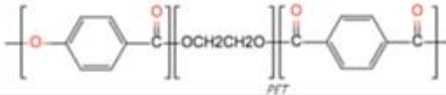
公司	国家	LCP 成型技术
村田	日本	双轴延伸二次加工方式
可乐丽	日本	吹胀成膜法
住友化学	日本	X、Y 方向二次延伸成膜方式

资料来源: JPCA 日本电子电路工业会, 国盛证券研究所

LCP 树脂对于 LCP 薄膜制造具有重要影响。除了 LCP 薄膜制造, LCP 树脂也是 LCP 天线材料产业两大制约环节之一。不同 LCP 产品对树脂要求不同, 较大分子量的树脂强度高, 粘度大, 但不易制膜, 小分子量的树脂粘度合适, 易制膜, 但材料焦脆且强度差, 因此 LCP 树脂分子量大小及分子量分布的精确控制对 LCP 薄膜制造有重要影响。LCP 薄膜制造需要用均匀、力学强度好的薄膜级树脂。

LCP 按照耐热性不同, 可以分为三种, LCP 天线所需薄膜级树脂对应 II 型。按照热分解温度, LCP 分为三种, 分别为耐热性最高的 I 型、耐热性中等的 II 型和耐热性低的 III 型。其中 II 型 LCP 耐热性虽然低于 I 型, 但是加工性能更好, 因此在制备 LCP 天线中应用最多。

图表 37: 按耐热性分的三种类型 LCP

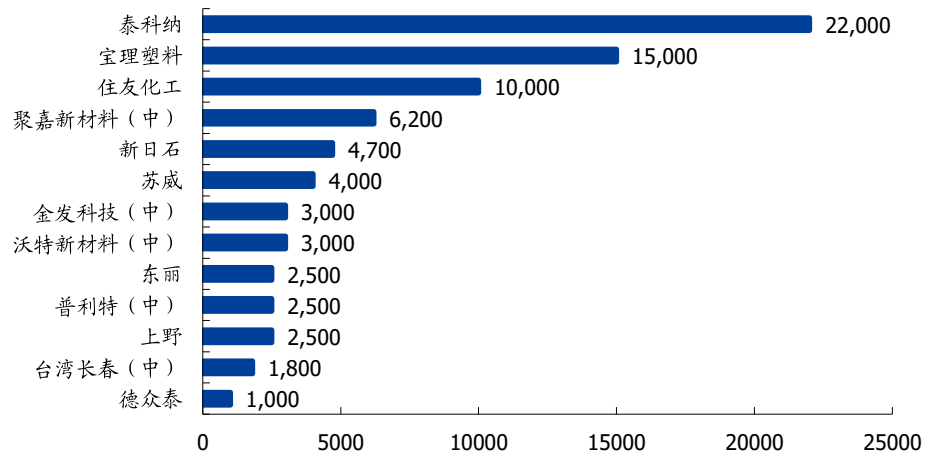
Type	Chemical Struct	HDT*	Commercial Grade
Ekonol (Type I)		300°C ~	SumikaSuper Xydar
Vectra (Type II)		240 ~ 280°C	Vectra
X7G (Type III)		~ 210°C	Rodrun Novaccurate

* HDT : Heat Deformation Temperature

资料来源: 住友化工, 国盛证券研究所

LCP 树脂产能主要集中在日本、美国、中国。根据前瞻产研院, 2019 年全球 LCP 树脂材料产能约为 7.6 万吨, 产能主要集中在日本、美国和中国, 分别占 45%, 34%和 21%。美日企业起步较早, 产品种类更加完善, 全球龙头泰科纳 LCP 系列产品已覆盖 I 型、II 型和 III 型, 并在 2010 年收购了杜邦 LCP 生产线 Zenite, 目前产能全球第一, 达到 2.2 万吨/年。

图表 38: 2019 年全球 LCP 树脂产能分布 (吨/年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

LCP 树脂国产化已起航。目前 LCP 树脂生产技术主要掌握在美国、日本企业手中。国内 LCP 领域起步, 以普利特为代表的内资厂商正在加速国产化突破, 普利特注塑级树脂已广泛应用于电子连接器等领域, 薄膜级与纺丝级树脂正在与下游行业知名客户联合开发具体应用产品。

普利特已成功研发薄膜级 LCP 树脂, 正在开发 LCP 薄膜。公司从 2007 年开始投资 LCP 行业, 收购上海科谷, 在上海金山设立 LCP 改性工厂, 目前一期 LCP 改性树脂产能 3000 吨。公司注塑级 LCP 树脂材料主要应用于连接器等材料领域, 2019 年产销约 400 吨。公司已开发出适合于薄膜和纺丝的 LCP 树脂产品。目前正在与下游行业知名客户联合开发 LCP 薄膜和 LCP 纤维应用产品。薄膜级 LCP 树脂材料可应用于 5G 高频高速通信的手机天线、中继线、3D 摄像头、智能手表等领域; 纺丝级 LCP 树脂材料在 5G 通信、替代芳纶纤维等方面市场潜力巨大。此外, 公司还在开发 LCP 材料在军工领域的应用。

持续扩产 LCP 树脂，规划产能一万吨。2020 年 1 月，公司公告对外投资 2200 万元，简历合资公司东莞普利特，主营 LCP 树脂及纤维的研发、生产与销售，公司目标是开发应用于通信线缆、5G 通信和集成电路类载板、声学线材、军工、航空航天等领域的高性能 LCP 纤维。普利特计划将 LCP 改性树脂产能由目前的 3000 吨/年提升至 10000 吨/年。

合资成立东莞普利特，拓展 LCP 纤维事业。2020 年，公司公告对外投资设立东莞普利特，公司联合两位 LCP 纤维行业合伙人，借助其 LCP 纤维制备技术及市场资源，结合普利特自身的 LCP 树脂及行业应用资源，共同开发 LCP 纤维及应用产品，进一步提升公司在 LCP 产业的竞争力。

3.2 汽车材料布局全球，客户认证周期长合作稳定

汽车材料业务继续全球布局。目前普利特已经完成了亚太、北美及欧洲市场的业务覆盖。亚太市场，公司在上海青浦、重庆、嘉兴拥有三个工厂；北美市场，公司在底特律有营销中心，同时在南卡罗来纳州有收购的 Wellman 公司工厂；欧洲市场，公司在德国达姆施塔特设立了营销中心。经过长期发展，公司已建立完整的管理体系，未来公司将紧跟市场变化，积极研发。同时，公司将通过一级合伙人和二级合伙人机制，扩大人才团队，目标成为全球化优秀新材料公司。

收购 WPR，进入北美知名汽车商供应链。2015 年公司收购美国塑料再生企业购 WPR 公司及其下属的威尔曼塑料和 DC Foam 全部股权，WPR 公司通过回收利用再生原料生产改性塑料产品，主要产品包括工程塑料树脂、羊毛脂产品及 PET 等产品，主要应用于汽车发动机周边部件，客户包括（北美）通用、福特、克莱斯勒等。收购 WPR 一方面使普利特加速海外市场拓展，还有利于普利特掌握相关技术，在国内车用改性塑料国产化需求不断提升的过程中抢先布局，充分受益国产车塑料用量占比提升及外资品牌国内建厂需求提升。

WPR 公司资源循环利用概念符合环保趋势，有利于公司产品推广。当前，环保与再利用已经成为全球车厂积极推进的更新方向。WPR 公司产品绿色环保、资源循环利用的概念，以及产品成本优势，有利于普利特在中国国内欧系汽车品牌及中国本土品牌车型上加速推广。

研发实力深厚，新专利技术抗菌材料正快速进入下游推广。新冠疫情使得车厂开始对抗菌材料更加重视。公司针对新冠疫情为健康汽车配套开发抗菌级汽车内外饰材料，取得重大技术突破，并配合下游客户及主机厂协同研究，共同探索和制定汽车行业抗菌标准要求。未来将快速推广至下游汽车产业中加以应用。

汽车应用客户认证周期长，合作关系稳定。汽车行业进入门槛较高，配套体系成熟。作为配套产品进入汽车行业，需要通过汽车行业国际质量体系认证，汽车产品认证周期较长，少则六个月，长则两年以上。因此新产品、新材料的进入周期比较长，对供应商产品质量、供货稳定性等要求较高。此外由于不同厂商对同类改性产品配方要求差异较大，因为一旦通过认证，汽车零部件制造商和原材料供应商会建立长期的合作关系。公司与宝马的合作，从材料认证到批量生产供应历时近 6 年时间。目前已在宝马全球供应清单中拥有多项材料认证。

加速高端汽车品牌认证，受益高端品牌中国本土化生产。公司近年来在高端品牌汽车厂商做了大量材料认证等前期工作，未来高端品牌汽车中国本地化生产，普利特作为国内领先企业，将提高材料供应。同时公司部分改性材料产品已用于新能源汽车材料中。

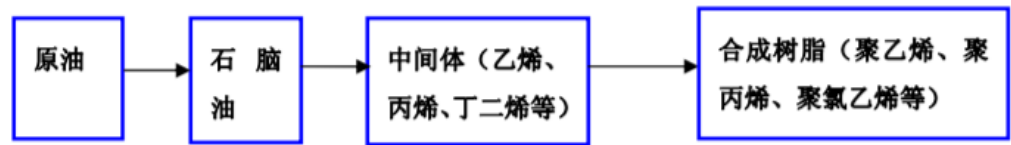
内生外延相结合发展。内生外延丰富产品，扩大业务规模，一方面公司大力投入研发新产品，技术上追赶国际厂商水平，另一方面，公司考虑适时进行投资并购。2015年收购北美 WPR 公司，2020年收购宿迁市振兴化工 80% 股权，振兴化工是国内受阻胺类光稳定剂及其中间体生产的老牌企业，产品技术成熟、客户资源丰富。收购振兴化工有利于公司快速完善光稳定剂产品结构。未来公司将继续发展特种化学品板块，扩大特化产品的覆盖范围，外延收购方式将助力公司快速占领更多细分市场。

3.3 规模化抵御原材料价格波动，恒信华业战略入股

原材料价格波动对改性塑料行业盈利能力影响大。改性塑料以合成树脂作为主要原料。合成树脂由原油经裂解、重整、再经过聚合得到。原油价格变动是影响合成树脂成本变化的主要原因，通过对比 OPEC 一揽子原油价格与公司改性聚烯烃毛利率可以看出，原油价格变动与毛利率变化相关性较强，且当成本价格上升后，传导到客户的价格变化有延迟，因此毛利率对原油价格变化的反应有延迟，通常原油价格下降一段时间后，才反映在公司毛利率的提升。

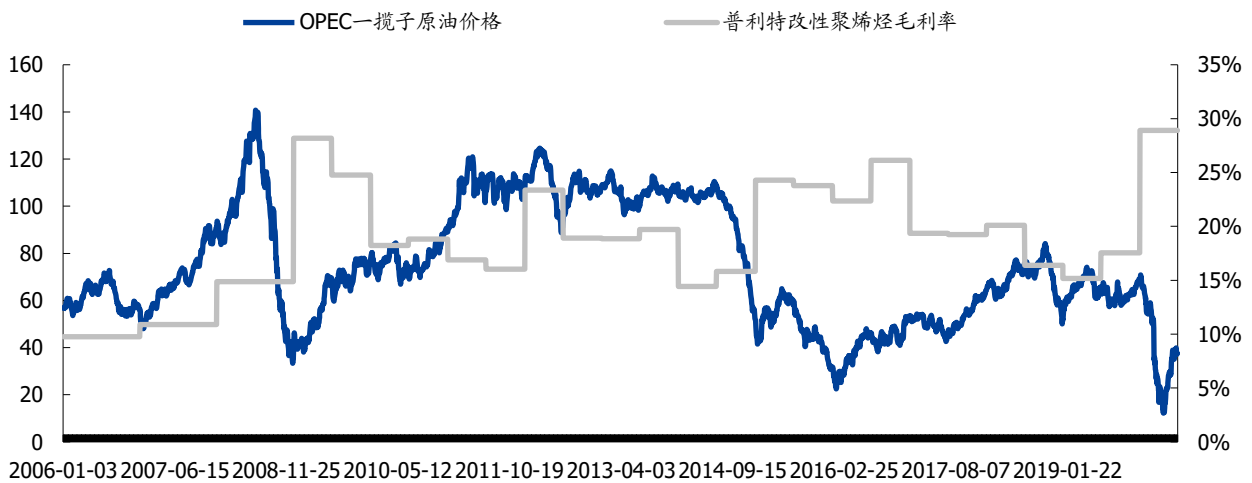
规模化企业承受成本上升压力能力更强。原油价格的波动会通过产业链传导最终影响到改性塑料产品的成本，若原油价格上涨过快，改性塑料生产企业面临生产成本上升的压力，规模化企业可以通过集中采购，降低单位采购成本，此外还具备向客户提价的能力，因此抵御原材料价格波动的能力更强。

图表 39: 从原油到合成树脂的工艺流程



资料来源：普利特招股说明书，国盛证券研究所

图表 40: 改性聚烯烃毛利率受原油价格波动影响大 (美元/桶)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

成立供应链管理公司，加强原材料供应管理。2018 年上半年普利特与合作伙伴成立了浙江燕华供应链管理有限公司，主要针对公司原材料供应进行系统化管理。同时利用期货工具，对原材料开展套期保值业务，锁定原材料成本。

引入战略投资者恒信华业，拓展 ICT 领域上游材料。2021 年普利特引入战略投资者恒信华业，第一大股东周文拟转让其持有的 4225 万股（占总股本 5%）给“华业战略二号私募股权投资基金”及“华业战略三号私募股权投资基金”。恒信华业在 ICT 领域具有丰富的投资经验和产业资源，通过在 5G 通信设备、新型消费终端、智能汽车、半导体等相关的上游材料领域建立战略合作关系，推动普利特在电子新材料领域的产业升级和业务拓展，实现公司业绩提升。

四、盈利预测及估值分析

受疫情影响聚丙烯熔喷专用料业务大增。改性聚烯烃类产品 2020 年营收及毛利率大幅提升主要是因为疫情期间，公司新增聚丙烯熔喷专用料业务，以及收购宿迁振兴化工增加对应营收。未来随着疫情好转，聚丙烯熔喷专用料业务营收增速贡献将有限。

汽车轻量化需求及高端客户认证推动汽车材料业务稳步增长。汽车轻量化是全球汽车行业未来发展趋势，我国政策也鼓励到 2035 年乘用车轻量化系数至少降低 25%，推动国内车用塑料占比提升，我们测算到 2024 年中国车用改性塑料市场规模有望超过 600 亿元。公司深耕汽车改性塑料超过 20 年，已积累一批国内外知名车企客户，近年来公司持续在高端客户（包括新能源车企）做大量前期认证工作，未来随着新能源车占比提升，公司一方面受益国产车单车改性塑料占比提升，另一方面也有望受益高端车企中国本土化生产。

LCP 业务已起步，公司加速布局电子新材料。受 5G 驱动，LCP 需求望提升。LCP 天线制造瓶颈在于 LCP 树脂和 LCP 薄膜工艺，其中 LCP 树脂对 LCP 薄膜制造有重要影响。普利特是国内为数不多的具备 LCP 树脂规模量产能力的厂商，注塑级树脂已广泛应用于电子连接器等领域，薄膜级与纺丝级树脂目前正在与下游行业知名客户联合开发 LCP 薄膜和 LCP 纤维应用产品。引入电子新材料领域优秀战略投资者，公司将加快电子新材料布局。

LCP 望增厚营收推高毛利。公司目前 LCP 改性树脂年产能 3000 吨，未来年产能计划提升到 10000 吨，随着 LCP 产品的研发及应用，我们预计 LCP 产品营收未来两年有望放量，其他类产品毛利率也将提升。我们预计公司 2020E/2021E/2022E 年将实现营收 41.68/45.70/51.17 亿元，归母净利润 4.52/4.96/6.15 亿元。

图表 41: 普利特业绩拆分 (亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
改性聚烯烃类					
收入	16.52	15.58	23.20	25.52	28.07
yoy	-3.24%	-5.69%	48.93%	10.00%	10.00%
毛利率	16.39%	17.56%	25.00%	23.00%	22.00%
改性聚苯乙烯类					
收入	5.04	3.96	3.30	3.42	3.59
yoy	8.27%	-21.35%	-16.71%	3.50%	5.00%
毛利率	12.75%	18.85%	23.50%	22.00%	22.00%
改性工程塑料类					
收入	11.67	10.03	8.80	9.11	9.56
yoy	3.19%	-14.06%	-12.23%	3.50%	5.00%
毛利率	15.59%	23.47%	17.00%	17.50%	18.00%
其他类					
收入	3.43	6.43	6.38	7.65	9.95
yoy	262.86%	87.38%	-0.87%	20.00%	30.00%
毛利率	27.58%	16.41%	27.50%	30.00%	37.00%
合计					
收入	36.66	36.00	41.68	45.70	51.17
yoy	7.89%	-1.79%	15.77%	9.64%	11.98%
综合毛利率	16.68%	19.14%	23.57%	23.00%	24.17%
归母净利润					
	0.72	1.65	4.52	4.96	6.15
yoy	-58.49%	128.00%	173.89%	9.88%	24.00%

资料来源: Wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

选取 A 股塑料行业可比公司估值分析, 普利特在 2020-2022 年相对估值略有优势。考虑公司正在转型新材料平台, 大力拓展电子新材料业务, 我们选取电子材料公司做可比公司估值分析, 可以看到普利特相对估值显著低于电子材料行业平均。因此首次覆盖给予普利特“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值比较 (总市值取 2021/1/13 收盘价, 普利特盈利预测为国盛电子测算; 可比标的盈利预测取 Wind 一致预期)

		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
普利特	塑料、LCP	171.6	4.5	5.0	6.2	38.0	34.6	27.9
金发科技	塑料、LCP	559.5	44.1	28.0	30.6	12.7	20.0	18.3
沃特股份	塑料、LCP	32.1	0.5	0.6	0.7	65.0	57.1	52.2
均值						38.6	37.2	32.8
鼎龙股份	CMP 抛光垫、抛光液	181.9	3.2	3.8	5.2	57.6	47.3	35.2
安集科技	CMP 抛光液、 光刻胶去除剂	155.1	1.3	1.6	2.1	118.8	98.5	75.6
兴森科技	PCB 样板、IC 载板	154.0	5.2	4.5	5.8	29.6	34.2	26.5
菲利华	石英纤维	186.6	2.4	3.2	4.1	77.6	59.0	45.2
南大光电	高纯金属 有机化合物(MO 源)	145.5	1.2	1.6	2.3	125.0	90.1	64.5
雅克科技	特种气体	301.1	4.4	5.6	7.2	68.7	53.5	41.6
昊华科技	特种气体	215.8	6.4	7.5	8.7	33.9	28.6	24.9
均值						73.0	58.7	44.8

资料来源: Wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

五、风险提示

新材料产品研发不及预期: 公司正在与客户合作研发 LCP 薄膜和 LCP 纤维应用产品, 应用于 5G 高频高速通信的手机天线、中继线、3D 摄像头、智能手表以及 5G 通信、替代芳纶纤维等领域。但 LCP 薄膜等产品技术壁垒较高, 如果公司新材料产品研发不及预期, 将对公司业绩增长产生不利影响。

下游需求及客户拓展不及预期: 公司 LCP 业务有望受益 5G 手机天线、5G 频段提升, 市场需求提升, 如果 5G 带来的下游需求提升不及预期, 有可能影响公司业绩。公司汽车产品业务近年来持续在高端品牌 (包括新能源品牌) 汽车厂商做大量材料认证等前期工作, 汽车厂商对产品认证要求高、周期长, 如果客户拓展不及预期, 将对公司业绩增长产生不利影响。

原材料价格波动影响盈利能力: 改性塑料行业受原油价格波动影响较大, 若原油价格上涨过快, 公司面临生产成本上升的压力, 如公司不能有效控制原油价格波动对原材料成本带来的不利影响, 盈利能力有可能下降。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com