

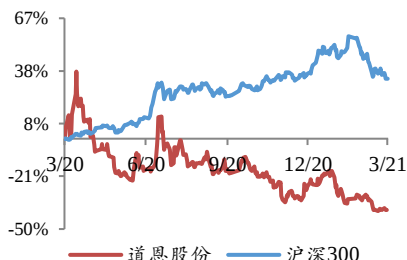
熔喷料贡献大，热塑性弹性体平台式发展可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-03-26

收盘价（元）	20.85
近12个月最高/最低（元）	47.44/20.30
总股本（百万股）	408
流通股本（百万股）	348
流通股比例（%）	85.29
总市值（亿元）	85
流通市值（亿元）	72

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1.《行业周报：碳中和或带来化工行业颠覆性变革和机遇》 2021-03-20

主要观点：

● 事件描述

3月25日，公司发布2020年年度报告。据报告，2020年公司实现营业收入44.22亿元，同比增长61.67%；归母净利润8.55亿元，同比增长414.51%；扣非后归母净利润7.73亿元，同比增长405.78%；加权平均ROE为56.42%，同比提高40.03个百分点；经营活动现金流量净额为8.60亿元，同比增长357.86%。研发费用为1.82亿元，同比增加83.69%；研发费用率为4.11%，同比增加0.49个百分点；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为1.88亿元，同比增长147.25%。

● 改性塑料板块：熔喷料贡献大，业绩增长明显。

公司在改性塑料领域深耕20多年，在国内改性塑料行业排名前列，产品包括增强增韧改性塑料、高光泽改性塑料、阻燃改性塑料和熔喷料。在疫情导致防疫需求大增的情况下，公司积极转产扩能。板块全年实现营业收入35.78亿元，同比增长80.16%。营收占比80.91%；实现毛利润10.73亿元，同比增长281.85%；毛利率为30%，同比上升15.83个百分点。我国塑料改性发展较晚。2004年我国塑料改性化率仅为8%，2011年为11%左右，到2019年我国塑料改性化率突破20%。但较全球塑料改性化率48%仍有不小差距。

未来改性塑料空间巨大，以汽车轻量化需求为例，平均1kg塑料可以替代2-3kg钢等重材料，而且汽车自重每减少10%，可以节省油耗6-8%。根据相关机构研究，发达国家的发达国家在汽车上改性塑料用量达到200kg/辆，而我国车用塑料用量为130kg/辆，叠加新能源汽车发展对轻量化材料提出更多要求，光在汽车行业改性塑料增长空间就会非常明显。目前公司改性塑料产能30万吨/年，另有12万吨/年预计2022年下半年投产及10万吨/年项目在可研阶段，如果全部投产后公司改性塑料产能达到52万吨/年，理论上可为公司带来盈利3.5亿元。

● 热塑性弹性体板块：TPV龙头建成三大平台，产能规划多

公司热塑性弹性体业务目前形成三大生产平台：动态硫化平台、酯化合成平台、氢化平台。动态硫化平台生产TPV、TPI IRHE和DVA，酯化平台生产TPU和TPEE，氢化平台生产HNBR。其中TPV是主要产品。2006年，公司打破美国AES公司、荷兰DSM公司、日本三井公司垄断，建立了国内第一条拥有自主知识产权的TPV生产线，成为国内第一个使用完全预分散——动态全硫化技术生产TPV的国内企业。

2020年公司热塑性弹性体板块实现营业收入4.26亿元，同比增长7.85%。营收占比9.63%；实现毛利润1.7亿元，同比增长25.93%；毛利率为40%，同比上升5.81个百分点。

根据美国 Grand View Research 公司报告，2015 年中国的 TPV 市场规模超过 1.7 亿美元，其中车用 TPV 的市场规模约 1.04 亿美元，预计未来 9 年年均复合增速为 10.9%，2024 年中国 TPV 市场规模有望超 4.3 亿美元。目前公司热塑性弹性体产能 3.5 万吨/年。

未来，公司主要规划产能有 10 万吨/年 TPU 等，理论上可为公司带来盈利 3.5 亿元。

● 色母粒板块：市场空间稳步增长

公司色母粒业务稳步增长，是江北地区最大色母粒工厂。上半年积极进行产品结构调整，重点开发了化纤母粒、黑色母粒和降解母料，得到了客户的认可。深度开发海尔、海信等老客户，提供高品质稳定母粒，同时积极采用业务、技术一体化，准确了解客户需求，进行新客户开发，色母粒销量稳步增加。

根据德国 Ceresana 咨询公司发布的全球塑料母粒的市场报告，2016 年，全球塑料母粒的消费量为 400 多万吨，其中亚太地区色母粒市场占据了全球色母粒市场需求的 40%，预计到 2024 年，全球色母粒市场将以每年 3.7% 的速度增长。

2020H1 公司色母粒业务板块实现营业收入 0.93 亿元，同比减少 19.38%，毛利率为 23.1%，较上年同期上升 4.41 个百分点。2020 年公司色母粒板块实现营收 2.22 亿元，同比增长 21.31%。营收占比 5.02%；实现毛利润 0.56 亿元，同比增长 64.71%；毛利率为 25%，同比上升 6.62 个百分点。子公司青岛润兴凭借其色母粒的技术创新能力，被认定为青岛市高新技术企业、青岛市创新型企业、青岛市企业技术中心。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.74、8.93、10.88 亿元，同比增速为-32.8%、55.4%、21.9%。对应 PE 分别为 14.81、9.53、7.82 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；核心技术和人才流失；市场需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4422	4520	6420	7300
收入同比 (%)	61.7%	2.2%	42.0%	13.7%
归属母公司净利润	855	574	893	1088
净利润同比 (%)	414.5%	-32.8%	55.4%	21.9%
毛利率 (%)	27.8%	23.0%	24.0%	25.0%
ROE (%)	44.5%	23.0%	26.3%	24.3%
每股收益 (元)	2.10	1.41	2.19	2.67
P/E	12.28	14.81	9.53	7.82
P/B	5.46	3.41	2.51	1.90
EV/EBITDA	10.75	14.15	8.18	5.47

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据	6
2 公司分业务经营状况及重大事件	9
风险提示:	18
财务报表与盈利预测.....	19

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况	6
图表 2 公司营收季度变化情况	6
图表 3 公司毛利半年度变化情况	7
图表 4 公司毛利季度变化情况	7
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	7
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	8
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	8
图表 11 公司现金流半年度变化情况	8
图表 12 公司现金流季度变化情况	8
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况	8
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况	8
图表 15 公司净现比半年度变化情况	9
图表 16 公司净现比季度变化情况	9
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况	9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况	9
图表 19 全球塑料改性化历史走势	11
图表 20 我国改性塑料产品组成情况	11
图表 21 我国乘用车历年产量及未来预测	12
图表 22 TPV 与普通橡胶相比性能突出	13
图表 23 全球 TPV 产能分布	13
图表 24 我国 TPV 下游应用布局	14
图表 25 色母粒的一般形态	15
图表 26 色母粒的应用	15
图表 27 我国色母粒产地分布	15
图表 28 我国色母粒产量从 2005 年至今逐年增长	16
图表 29 各系列产品经营数据	16

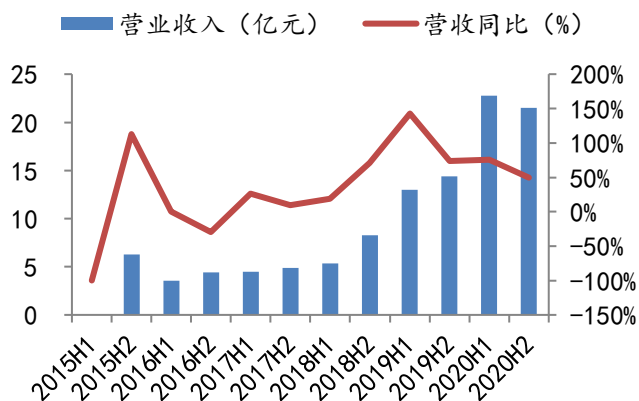
1 公司整体经营状况与财务数据

3月25日,公司发布2020年年度报告。据报告,2020年公司实现营收44.22亿元,同比增长61.67%,其中Q4营收11.16亿元,同比增长50.36%,环比增长8.12%。实现归母净利润8.55亿元,同比增长414.51%,其中Q4归母净利润0.75亿元,同比增加91.24%,环比减少61.41%。全年扣非后归母净利润7.73亿元,同比增长405.78%。整体看,2020年净利润大幅增长的原因是疫情下防疫物资熔喷料销量大幅增加,使得Q2归母净利润达5.16亿元,同比增长了10倍。全年实现毛利润12.27亿元,同比增长165.34%,其中Q4毛利0.82亿元,同比减少35.05%,环比减少69.43%。随着市场防疫物资生产恢复和国内疫情形势好转,公司Q4的经营数据回归常态。公司战略布局逐步向海外延伸,2020年营业收入海外占比为5.47%,2019年为6.79%,受疫情影响占比出现下降,但海外收入额2.42亿元,同比增长了30%。

公司2020年加权平均ROE为56.42%,同比提高40.03个百分点。毛利率为27.75%,同比提高10.84个百分点。净利率为19.65%,同比提高13.16个百分点。三项费用率为3.29%,同比降低2.36个百分点,其中,销售费用率为0.55%,同比降低2.60个百分点,主要是根据新收入准则规定,销售费用中的运费1亿元作为合同履约成本在营业成本中列报,致使销售费用减少;管理费用率为2.24%,同比增加0.50个百分点;财务费用率为0.50%,同比降低0.26个百分点。研发费用为1.82亿元,同比增加83.69%;研发费用率为4.11%,同比增加0.49个百分点;公司继续加强对弹性体、改性塑料、可降解材料研发平台投入,做好动态硫化平台、酯化合成平台、氢化平台技术研发储备。截至2020年末累计取得专利共79项。

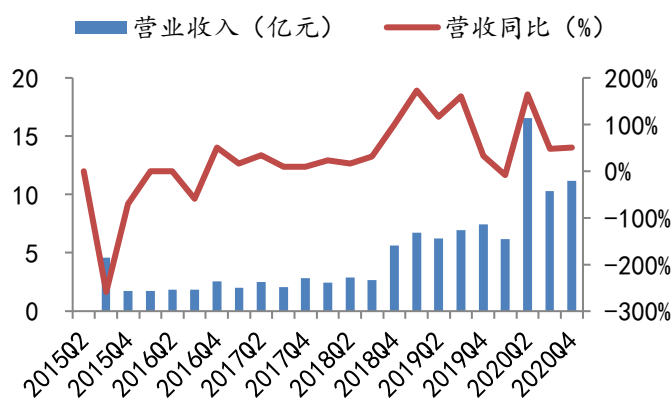
公司经营活动现金流量净额为8.60亿元,同比增长357.86%,主要由Q2贡献,其中Q4为-0.82亿元,同比由正转负。公司购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金金额连年增加,2020年为1.88亿元,为历史最高,同比增长147.25%。净现比为0.99,同比降低6.39%。货币资金为4.12亿元,同比增长87.66%。公司存货周转天数逐渐下降,2020年4个季度分别为62、44、43、40天。

图表1 公司营收半年度变化情况



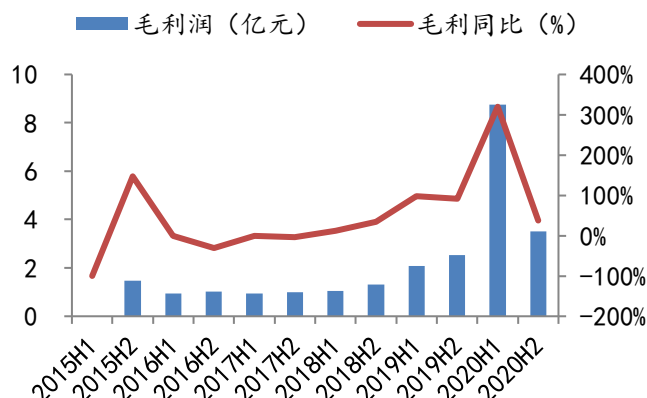
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 公司营收季度变化情况



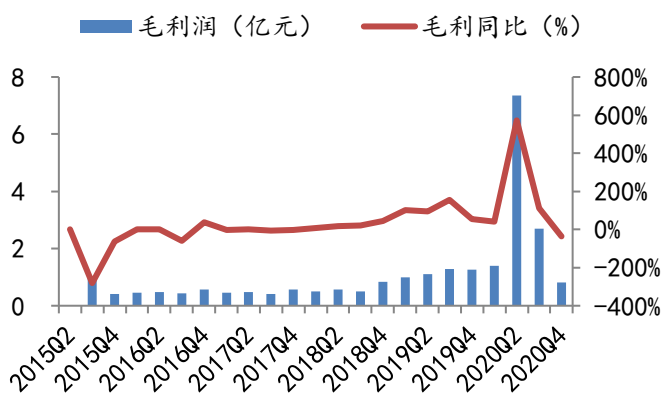
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



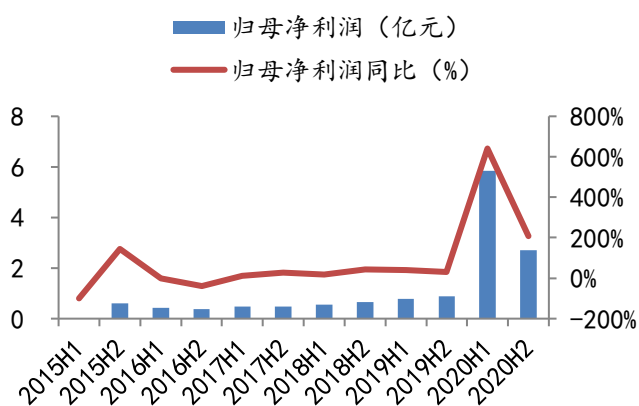
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



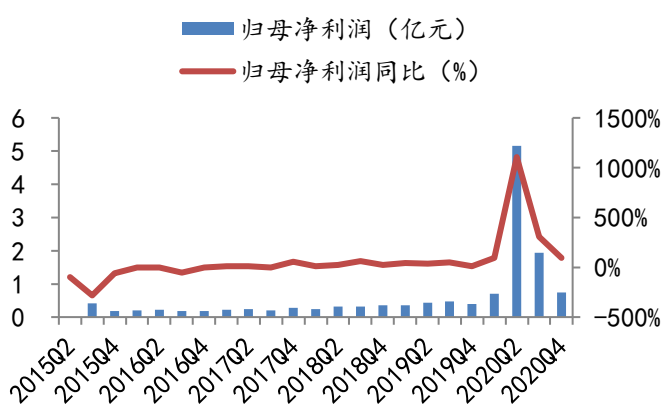
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



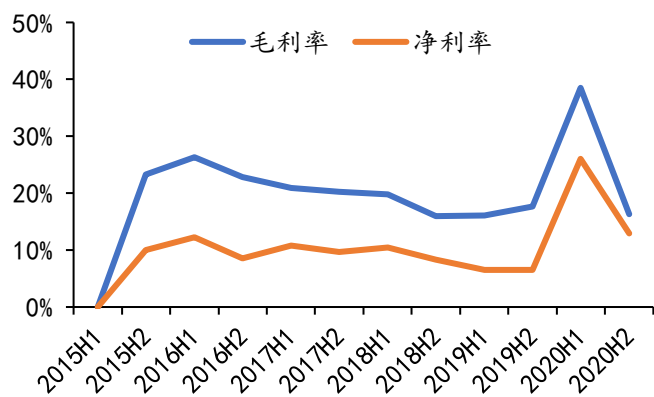
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



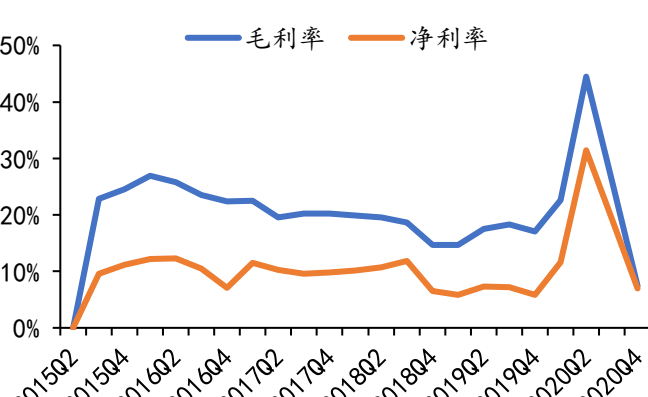
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



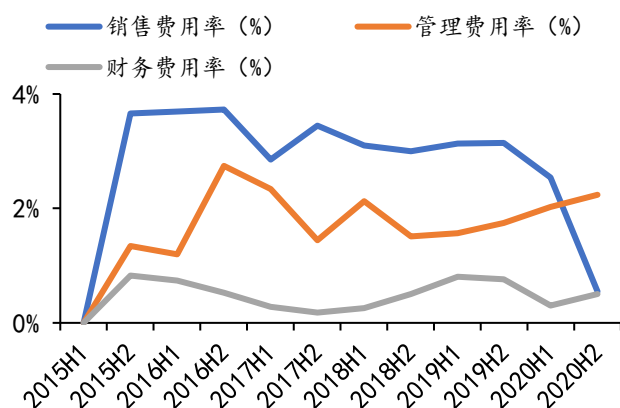
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



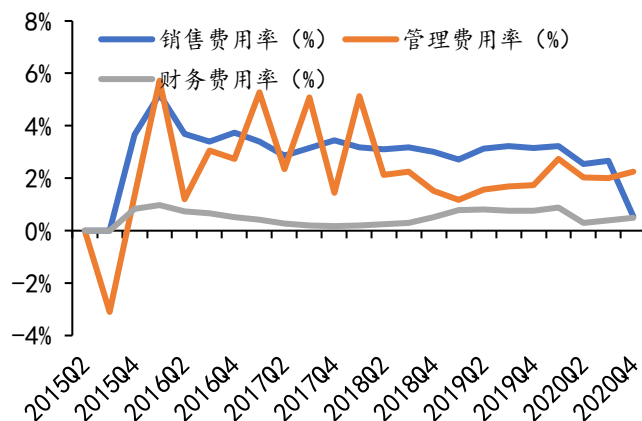
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



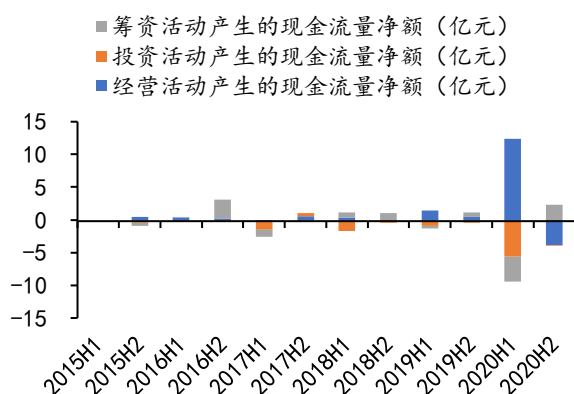
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



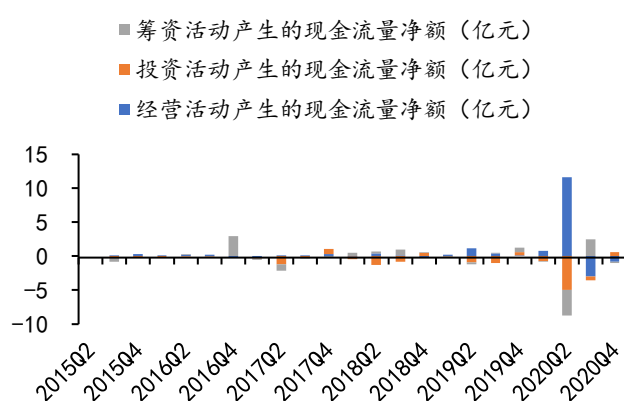
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



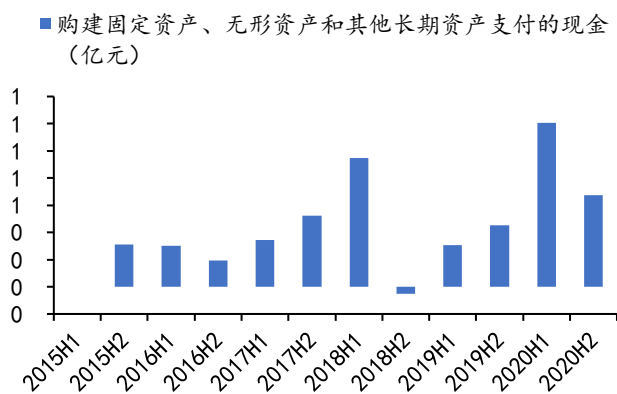
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



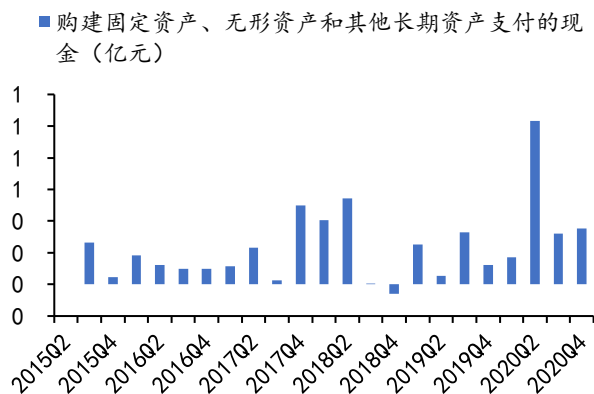
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



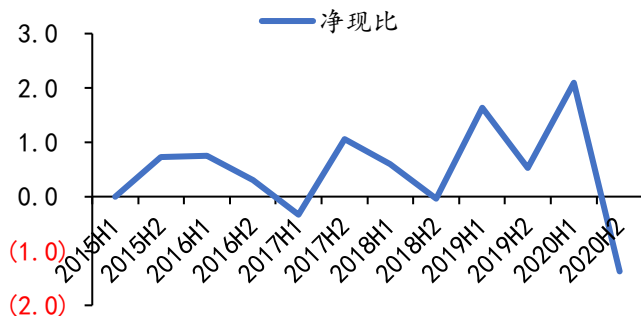
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



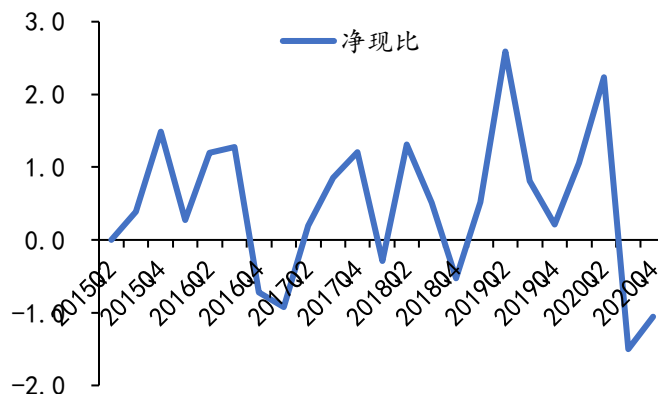
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



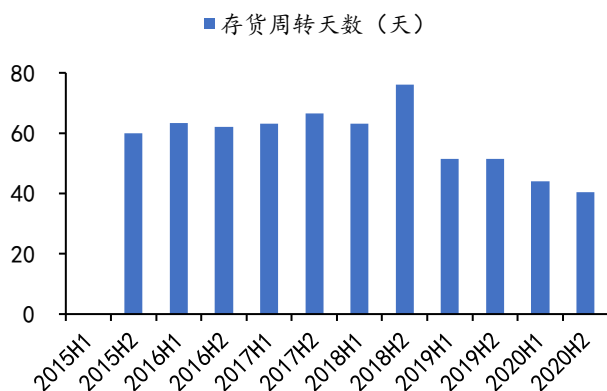
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



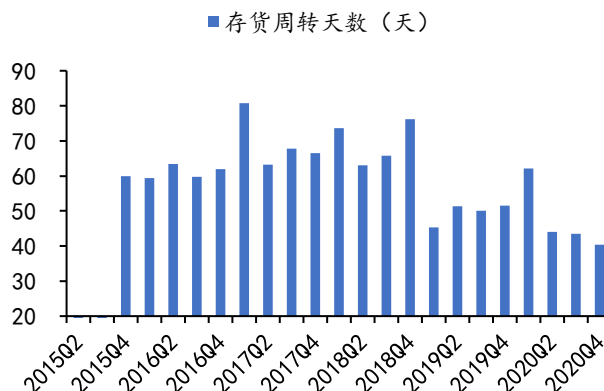
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 公司分业务经营状况及重大事件

2020 年公司改性塑料板块实现营收 35.78 亿元, 同比增长 80.16%。营收占比 80.91%; 实现毛利润 10.73 亿元, 同比增长 281.85%; 毛利率为 30%, 同比上升 15.83 个百分点。改性塑料是公司的传统强项, 公司生产的改性塑料主要供给汽车和电器零部件制造商, 自 2006 年以来, 公司先后成为一汽集团、上海大众、长城汽车、日产汽车、吉利汽车、海尔集团、海信集团、九阳股份等多家国内企业及其零部件配套厂商的供应商, 并形成了稳定的合作关系。2020H1 受益于熔喷专用料需求爆发式增长, 公司积极转产扩能, 为全国 20 多个省份的客户发送了聚丙烯熔喷专用料, 产品全部供给生产防疫物资的终端客户, 改性塑料营收 18.77 亿元, 同比增长 106.18%, 毛利率为 39.82%。

2020 年公司热塑性弹性体板块实现营收 4.26 亿元, 同比增长 7.85%。营收占比

9.63%；实现毛利润 1.7 亿元，同比增长 25.93%；毛利率为 40%，同比上升 5.81 个百分点。公司是国内热塑性弹性体的龙头企业，参与起草热塑性弹性体 TPV 的国家行业标准。公司是国内第一家使用“完全预分散——动态全硫化”技术生产 TPV 的国内企业，成功替代进口材料，推动了我国橡胶工业的发展。2008 年，公司研发的“完全预分散-动态全硫化”制备 TPV 的成套工业化技术被国务院授予“国家科学技术奖技术发明二等奖”，标志着公司成为国内在 TPV 行业中率先实现技术突破和产业化的企业。近年来，公司自主开发的“完全预分散-动态全硫化”制备 TPV 的成套工业化技术，形成了包括产品配方、生产工艺和制造装备在内的成套 TPV 制备工业化技术。2020H1 公司热塑性弹性体业务板块实现营业收入 1.82 亿元，同比减少 7.02%，占公司总营业收入比重为 8.01%，毛利率为 54.51%，较上年同期上升 21.42 个百分点。2020H2 板块营业收入 2.44 亿元，同比增加 22.46%。

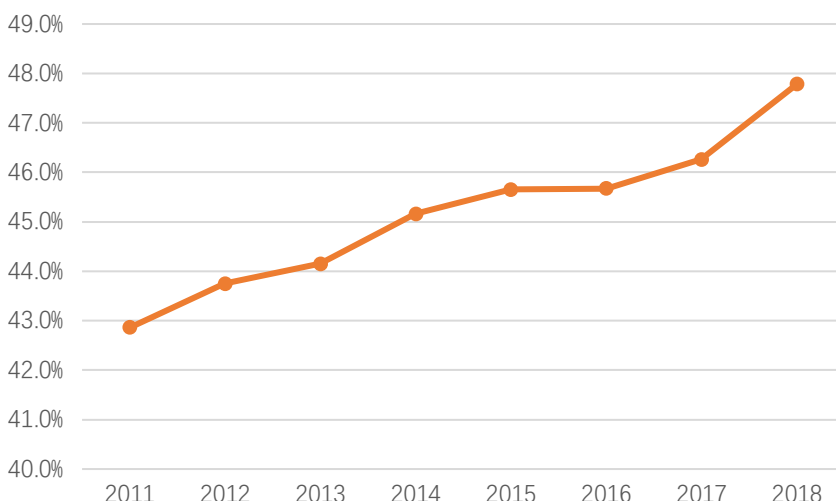
2020 年公司色母粒板块实现营收 2.22 亿元，同比增长 21.31%。营收占比 5.02%；实现毛利润 0.56 亿元，同比增长 64.71%；毛利率为 25%，同比上升 6.62 个百分点。子公司青岛润兴凭借其色母粒的技术创新能力，被认定为青岛市高新技术企业、青岛市创新型企业、青岛市企业技术中心。公司色母粒业务稳步增长，是江北地区最大色母粒工厂。上半年积极进行产品结构调整，重点开发了化纤母粒、黑色母粒和降解母料，得到了客户的认可。深度开发海尔、海信等老客户，提供高品质稳定母粒，同时积极采用业务、技术一体化，准确了解客户需求，进行新客户开发，色母粒销量稳步增加。2020H1 公司色母粒业务板块实现营业收入 0.93 亿元，同比减少 19.38%，毛利率为 23.1%，较上年同期上升 4.41 个百分点。

2.1 改性塑料板块：熔喷料贡献大，业绩增长明显

塑料，是由合成树脂和一系列添加剂组成的材料。塑料改性即通过物理或化学方法改变塑料的性能，改善或实现某些性能，或降低塑料生产成本。由于改性塑料在阻燃性、强度、韧性等多方面相对通用塑料有着显著优势，消费升级的同时，改性塑料替代通用塑料是必然趋势。

全球范围内，塑料改性化率较高。2011 年全球塑料改性化率为 42.9%，到 2018 年已经达到 47.8%。

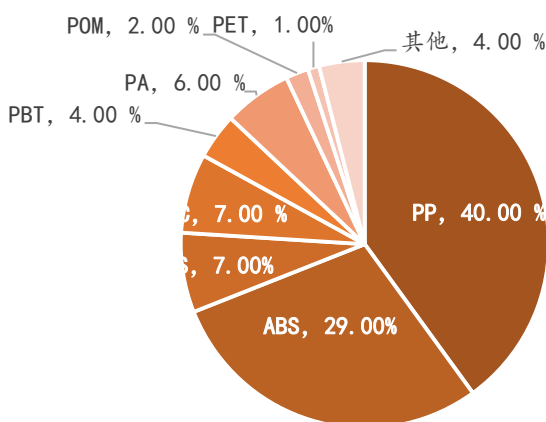
图表 19 全球塑料改性历史走势



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

我国塑料改性发展较晚。2004 年我国塑料改性化率仅为 8%，2011 年为 11% 左右，到 2019 年，我国塑料改性化率突破 20%。但较全球塑料改性化率仍有不小差距。我国改性塑料产品中改性 PP 占比最多，占到 40%。

图表 20 我国改性塑料产品组成情况



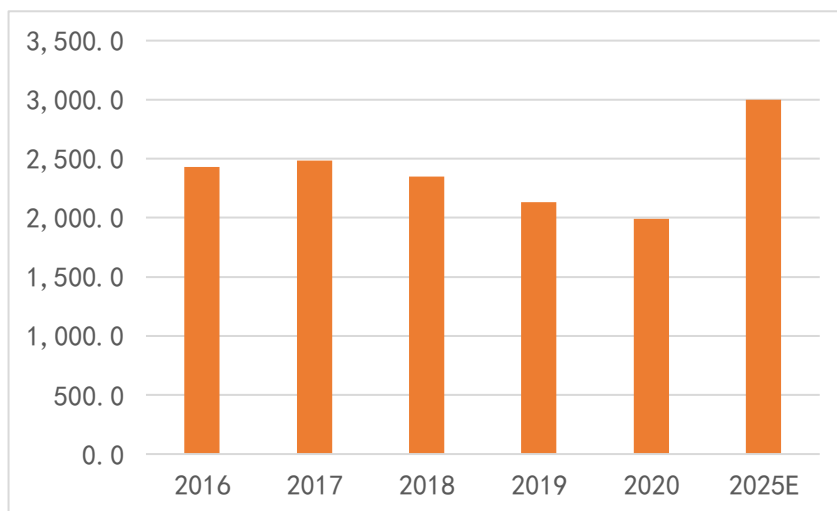
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

改性塑料产品主要应用于家电和汽车两大行业，应用比例超过 60%。现在也逐步向电子电器、通讯器材、健康卫生用品等领域不断开拓，随着市场需求不断提升，应用比例将不断提高。

当前汽车轻量化发展趋势使得汽车行业的改性塑料用量增大，汽车行业已经成为改性塑料需求增速快速的领域。从生产端看，塑料成本较钢等材料更经济。平均 1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢等重材料，而汽车自重每减少 10%，可以节省油耗 6-8%。根据相关机构研究，发达国家的发达国家在汽车上改性塑料用量达到 200kg/辆，而

我国车用塑料用量为 130kg/辆。我国的汽车用改性塑料的空间还很大。

图表 21 我国乘用车历年产量及未来预测



资料来源：中汽协，华安证券研究所

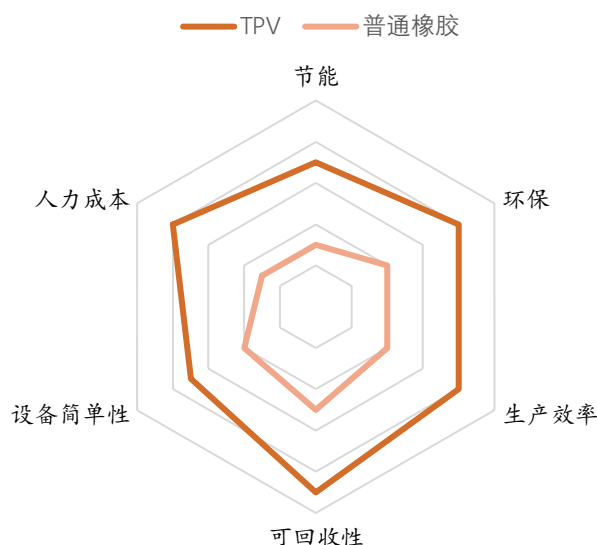
公司有改性塑料产能 30 万吨，在建 12 万吨。公司的改性塑料包括增强增韧改性塑料、高光泽改性塑料、阻燃改性塑料和熔喷料。改性塑料下游客户主要集中在汽车工业、家用电器、医疗卫生、轨道交通、建筑工程等行业。得益于汽车、家电等诸多下游行业的快速发展和对新兴材料需求的不断提高，国内改性塑料市场需求增幅近年来一直保持在较高水平。

2020 年公司生产改性塑料 28.33 万吨，实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 80.18%。上半年公司克服新冠疫情带来的不利影响，积极转产扩能，大幅提升熔喷料产能，为全国 20 多个省份的客户发送了聚丙烯熔喷专用料，入选了“全国疫情防控重点保障企业”。除聚丙烯熔喷专用料外，其他改性塑料产品保持稳定发展。在保证给核心客户海尔、九阳、松下、三星等公司保质保量供货的情况下，开发了小米、利仁、美的和美菱等优质客户，实现了合作双赢。加大对通讯行业、透气膜行业、模块化注塑、新能源汽车改性塑料材料应用领域的开拓力度，取得了实效。研发改进了汽车扰流板吹塑材料、汽车料软触感皮纹布纹材料、防异响材料、笔记本电脑材料、红外线穿透材料、5G 系列产品材料和食品级低气味材料等产品，并实现市场销售。报告期内立项研发新产品 480 个。

2.2 热塑性弹性体板块：国内 TPV 龙头布局三大平台

热塑性弹性体可重复回收利用、能耗低，节约社会资源，符合国家碳中和战略目标。热塑性弹性体在我国发展时间较短，国内技术水平与国际水平还存在一定的差距，属于国家重点扶持的新材料产业。近年来，热塑性弹性体制造商不断进行的产品创新推动了下游应用市场的发展，在不同的应用领域取代传统橡胶。此外，随着全世界燃油经济标准日趋严格，热塑性弹性体的需求越来越受到汽车轻量化的推动。公司热塑性弹性体的主要产品是 TPV，是国内 TPV 龙头企业。

图表 22 TPV 与普通橡胶相比性能突出

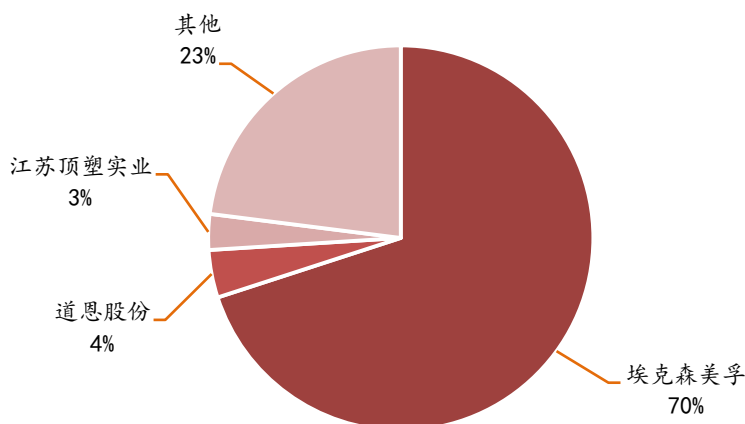


资料来源: wind, 华安证券研究所

据美国 Freedonia 集团统计, 2016 年全球热塑性弹性体市场总需求约为 570 万吨。预计未来几年全球热塑性弹性体市场将以年均 5.5%-6.0% 的速度增长, 到 2020 年市场需求有望超过 700 万吨。中国热塑性弹性体市场总需求超过 200 万吨, 未来年均复合增速为 8%-10%。中国热塑性弹性体约占全球总消费量的 36%, 是全球增速最快的国家之一。十三五期间, 中国热塑性弹性体的平均复合增长率有望保持在 8%-10% 之间。

当前全球 TPV 产能高度集中, 产能主要分布在美国埃克森美孚公司、美国特诺尔爱佩斯 (Teknor Apex)、日本三井、道恩股份、江苏顶塑实业等公司, 其中美国埃克森美孚公司为绝对的国际龙头, 处于绝对领先地位, 市场占比达到了 70% 以上, 而国内道恩股份较为突出, 在全球市场中占比达到 4%。

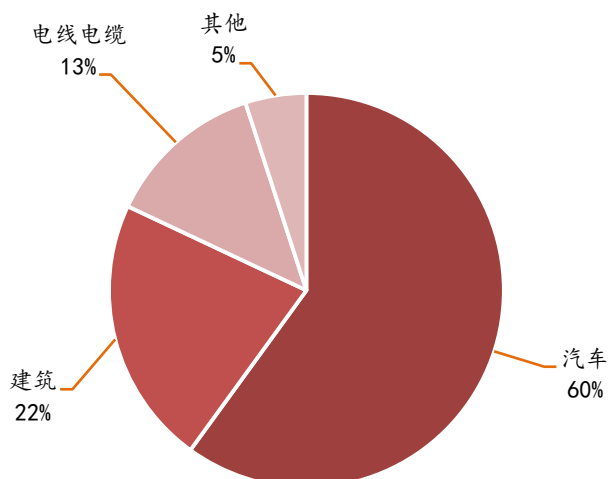
图表 23 全球 TPV 产能分布



资料来源: wind, 华安证券研究所

近几年，我国 TPV 产业发展快速，正在逐步实现国产替代，且在全球占比不断扩大。根据美国 Grand View Research 公司报告，2015 年中国的 TPV 市场规模超过 1.7 亿美元，其中车用 TPV 的市场规模约 1.04 亿美元，预计未来 9 年年均复合增速为 10.9%，2024 年中国 TPV 市场规模有望超 4.3 亿美元。

图表 24 我国 TPV 下游应用布局



资料来源：立鼎产业研究中心，华安证券研究所

2020 年，公司热塑性弹性体产能 3.5 万吨，产量 1.96 万吨，实现营业收入 4.26 亿元，同比增加 7.79%。2006 年，公司打破美国 AES 公司、荷兰 DSM 公司、日本三井公司垄断，建立了国内第一条拥有自主知识产权的 TPV 生产线，成为国内第一个使用完全预分散——动态全硫化技术生产 TPV 的国内企业。2008 年，公司研发的“完全预分散-动态全硫化”制备 TPV 的成套工业化技术被国务院授予“国家技术发明二等奖”，是国内热塑性弹性体领域唯一的获奖技术成果。

TPV 的生产对于设备和工艺要求比较高，公司的关键核心设备动态硫化反应成套装置是公司根据动态硫化反应及其工艺的特殊性，按照自行设计的工艺流程和设备参数要求，委托德国著名机械制造企业专门生产，具有原创性和唯一性。生产效率高、产品品质好且性能稳定，不易被竞争对手仿制。

近年来公司热塑性弹性体业务总体而言呈现稳步发展态势，TPV 产品继续保持了行业龙头地位，引领行业发展，实现了进口替代，树立了行业内优质品牌形象。公司按计划推进在建弹性体项目，提升弹性体产能，早日实现达产达标。公司在保证服务品质的前提下，紧跟市场需求，开发了 IMSS 汽车软质注塑表皮材料、汽车安全气囊框材料、真空成型汽车软质表皮材料、耐油空气滤清器进气管材料、悬浮型拼接运动地板材料、高端建筑防水材料、减震/声学阻尼弹性体材料等多款产品，将产品应用领域继续拓展。公司紧跟市场前沿，通过技术研发创新，开发产品取得了通用全球、福特、沃尔沃、雪铁龙、泛亚等企业牌号认证，2020 年首款搭载 IMSS 技术的别克 GL6 量产，而该款车的仪表板表皮，正是结合了公司先进的热塑性弹性体制备技术和科腾公司开发的注塑软质表皮（IMSS™）技术，使得该车型成为全球首款搭载了这种新材料的量产车型。

2.3 色母粒板块：市场空间稳步增长

色母粒，亦称为色母料、母粒，是把超常量的颜料或染料均匀地载附于树脂之中而得到的聚集体。色母粒是一种新型高分子材料专用着色剂，具有着色效果优越、便于自动计量和运输、节约能源、无粉尘、无污染等优点，广泛应用于塑料制品和化纤制品。

图表 25 色母粒的一般形态



资料来源：cnki，华安证券研究所

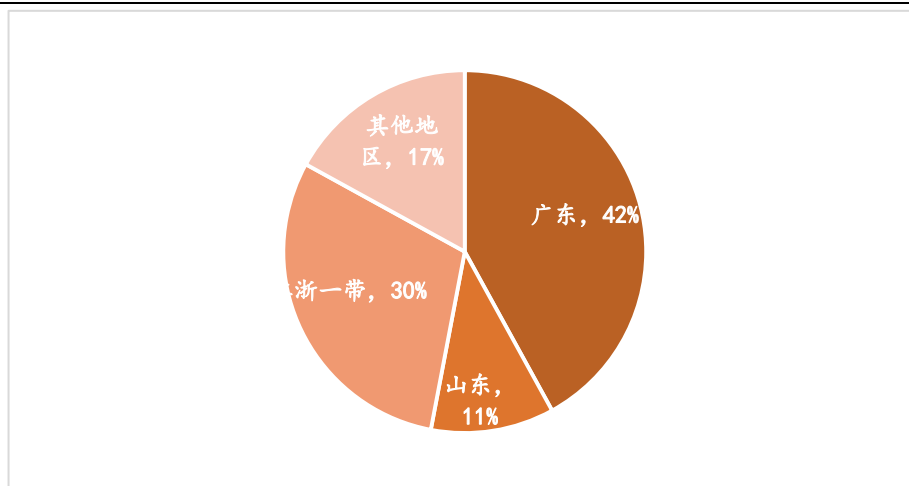
图表 26 色母粒的应用



资料来源：cnki，华安证券研究所

塑料的着色需要着色剂，色母粒的分散性、化学性以及颜色稳定性好，且具有环保、使用方便、便于存储和运输的优良特性，随着下游应用领域的着色要求不断提高，以及环保政策日益严厉，色母粒逐渐成为塑料行业着色的首选材料，应用范围不断拓宽，市场需求不断增长。

图表 27 我国色母粒产地分布

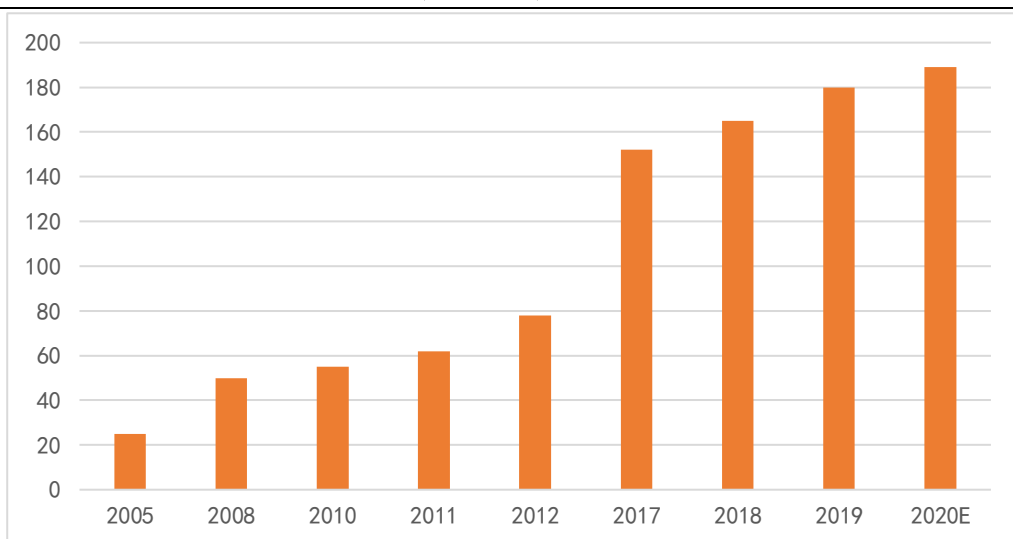


资料来源：中国染料工业协会色母粒专业委员会，华安证券研究所

近年来，下游产业不断发展，为色母粒行业发展创造了良好的条件。其中家电、汽车、建筑等下游行业对色母粒着色要求较高，且用量大，其发展对色母粒行业的发展起到重要的推动作用。根据德国 Ceresana 咨询公司发布的全球塑料母粒的市场报告，2016

年，全球塑料母粒的消费量为 400 多万吨，其中亚太地区色母粒市场占据了全球色母粒市场需求的 40%，预计到 2024 年，全球色母粒市场将以每年 3.7% 的速度增长。

图表 28 我国色母粒产量从 2005 年至今逐年增长



资料来源：中国染料工业协会色母粒专业委员会，华安证券研究所

2020 年公司色母粒产能 3.2 万吨，生产色母粒 2.62 万吨，实现营业收入 2.22 亿元，同比增长 21.17%。公司色母粒业务稳步增长，产能稳步增加。公司进行产品结构调整，重点开发了化纤母粒、黑色母粒和降解母料，得到了客户的认可。深度开发核心客户，提供高品质稳定母粒，增强了客户黏性。对标国际同行业产品，积极采用业务、技术一体化，大力开拓海外业务，色母粒销量稳步增加。2020 年根据客户需求和市场发展趋势，共计开发新品 523 个。

图表 29 各系列产品经营数据

改性塑料系列				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
16H1	1.83	1.43	0.40	22.04
16H2	2.25	1.87	0.38	16.89
17H1	2.27	1.95	0.32	14.25
17H2	2.65	2.29	0.36	13.58
18H1	2.85	2.45	0.41	14.25
18H2	5.44	4.71	0.72	13.24
19H1	9.11	7.87	1.24	13.59
19H2	10.75	9.17	1.57	14.60
20H1	18.77	11.30	7.48	39.82
20H2	17.01	13.75	3.26	19.17
15FY	3.15	2.58	0.57	18.03
16FY	4.08	3.30	0.78	19.05
17FY	4.92	4.24	0.68	13.79

18FY	8.29	7.16	1.13	13.67
19FY	19.86	17.04	2.81	14.17
20FY	35.78	25.05	10.73	30
热塑性弹性体系列				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
16H1	1.16	0.76	0.40	34.61
16H2	1.45	0.94	0.50	34.48
17H1	1.37	0.91	0.46	33.70
17H2	1.46	0.96	0.50	34.25
18H1	1.47	0.99	0.48	32.60
18H2	1.68	1.21	0.47	27.98
19H1	1.96	1.31	0.65	33.09
19H2	1.99	1.29	0.70	35.18
20H1	1.82	0.83	0.99	54.51
20H2	2.44	1.73	0.71	29.26
15FY	1.91	1.31	0.60	31.63
16FY	2.61	1.70	0.90	34.59
17FY	2.83	1.87	0.96	33.94
18FY	3.15	2.20	0.95	30.26
19FY	3.95	2.60	1.35	34.19
20FY	4.26	2.56	1.70	40
色母粒系列				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
16H1	0.54	0.41	0.13	23.56
16H2	0.71	0.58	0.13	18.31
17H1	0.84	0.69	0.15	17.65
17H2	0.69	0.58	0.11	15.94
18H1	0.88	0.75	0.13	14.85
18H2	0.70	0.61	0.09	12.86
19H1	0.78	0.63	0.15	18.69
19H2	1.05	0.86	0.19	18.10
20H1	0.93	0.71	0.21	23.10
20H2	1.29	0.96	0.33	25.58
15FY	1.12	0.86	0.26	23.22
16FY	1.25	0.99	0.26	20.60
17FY	1.53	1.27	0.26	17.08
18FY	1.58	1.36	0.22	13.74
19FY	1.83	1.49	0.34	18.38
20FY	2.22	1.67	0.56	25

资料来源: wind, 华泰证券研究所

风险提示：

项目建设不及预期；原材料价格上涨；产品价格大幅下跌；核心技术和人才流失；市场需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2129	2891	4234	5715	营业收入	4422	4520	6420	7300
现金	412	756	1685	2889	营业成本	3195	3480	4879	5475
应收账款	625	807	1061	1209	营业税金及附加	22	38	55	58
其他应收款	12	9	13	15	销售费用	24	82	104	110
预付账款	73	94	117	136	管理费用	99	91	131	151
存货	394	548	700	793	财务费用	22	17	16	16
其他流动资产	614	677	659	674	资产减值损失	-9	0	0	0
非流动资产	842	703	478	238	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	101	101	101	101	投资净收益	48	9	30	35
固定资产	494	378	205	13	营业利润	930	678	1050	1280
无形资产	113	74	16	-46	营业外收入	71	0	0	0
其他非流动资产	134	150	155	170	营业外支出	0	6	7	8
资产总计	2971	3594	4711	5954	利润总额	1001	672	1043	1272
流动负债	604	633	828	949	所得税	132	78	120	151
短期借款	50	0	0	0	净利润	869	593	922	1121
应付账款	223	271	356	405	少数股东损益	14	19	30	33
其他流动负债	331	362	472	544	归属母公司净利润	855	574	893	1088
非流动负债	366	366	366	366	EBITDA	968	567	866	1075
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.10	1.41	2.19	2.67
其他非流动负债	366	366	366	366					
负债合计	970	999	1194	1315					
少数股东权益	78	97	127	160					
股本	408	408	408	408					
资本公积	97	97	97	97					
留存收益	1419	1993	2886	3974					
归属母公司股东权益	1923	2498	3390	4478					
负债和股东权益	2971	3594	4711	5954					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	860	177	560	806	成长能力				
净利润	855	574	893	1088	营业收入	61.7%	2.2%	42.0%	13.7%
折旧摊销	68	-92	-138	-149	营业利润	366.3%	-27.1%	54.9%	22.0%
财务费用	18	17	16	16	归属于母公司净利	414.5%	-32.8%	55.4%	21.9%
投资损失	-48	-9	-30	-35	获利能力				
营运资金变动	-72	-339	-219	-156	毛利率 (%)	27.8%	23.0%	24.0%	25.0%
其他经营现金流	966	940	1150	1288	净利率 (%)	19.3%	12.7%	13.9%	14.9%
投资活动现金流	-564	233	385	414	ROE (%)	44.5%	23.0%	26.3%	24.3%
资本支出	-187	224	355	378	ROIC (%)	33.7%	20.3%	23.5%	22.0%
长期投资	-55	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-322	9	30	35	资产负债率 (%)	32.7%	27.8%	25.4%	22.1%
筹资活动现金流	-149	-66	-16	-16	净负债比率 (%)	48.5%	38.5%	34.0%	28.4%
短期借款	-324	-50	0	0	流动比率	3.53	4.57	5.11	6.02
长期借款	-29	0	0	0	速动比率	2.75	3.55	4.13	5.04
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	30	0	0	0	总资产周转率	1.49	1.26	1.36	1.23
其他筹资现金流	174	-17	-16	-16	应收账款周转率	7.08	5.60	6.05	6.04
现金净增加额	147	343	929	1204	应付账款周转率	14.32	12.86	13.71	13.51

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.10	1.41	2.19	2.67	P/E	12.28	14.81	9.53	7.82
每股经营现金流薄)	2.11	0.43	1.37	1.98	P/B	5.46	3.41	2.51	1.90
每股净资产	4.71	6.12	8.31	10.98	EV/EBITDA	10.75	14.15	8.18	5.47

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。