

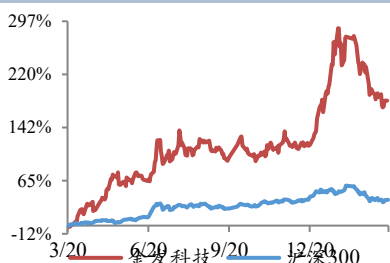
改性塑料平台公司逐步兑现，可降解塑料市场大展拳脚

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-30

收盘价（元） 22.20
近 12 个月最高/最低（元） 30.48/7.73
总股本（百万股） 2,574
流通股本（百万股） 2,574
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 571
流通市值（亿元） 571

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. 净利润大幅增长，医疗健康业务带来新增量 2020-08-11

主要观点：

● 事件描述

3月29日，公司发布2020年报。据报告，2020年公司实现营业收入350.61亿元，同比上升19.72%；归母净利润45.88亿元，同比增长268.64%，加权平均净资产收益率为36.21%，比上年度增加24.09个百分点；经营活动现金流净额为62.17亿元，同比上升127.03%。

图表 1 公司在建项目/产能汇总

项目	建设地点	建设内容	预计投产时间
改性塑料	华南	4万吨/年	2021年4月
	华东	5万吨/年	2021年8月
	华北	1.85万吨/年	2021年6月
	华中	2.5万吨/年	2021年7月
	印度	1万吨/年	2021年6月底
	美国	0.8万吨/年	2021年6月底
	马来西亚	0.6万吨/年	2021年8月
环保高性能再生塑料	-	12万吨/年	2021年12月
		7.4万吨/年	2022年12月
完全生物降解塑料	-	PBAT 6万吨/年	2021年3月底
		PLA 3万吨/年	2021年12月底
特种工程塑料	珠海	PA10T/ PA6T/ 1万吨/年	0.4万吨于2021年7月
轻烃及氢能源	宁波	一期：60万吨/年PDH，40万吨PP、40万吨/年PP/改性PP	2023年二季度
医疗健康	清远	250亿只一次性医用检查丁腈手套、20亿只一次性医用外科丁腈手套、130亿只一次性民用防护丁腈手套	力争2021年底

资料来源：wind，华安证券研究所

● 改性塑料板块：行业龙头，抓住疫情需求，贡献最多毛利和收入

公司在国内的改性塑料产能 185.4 万吨/年，2020 年平均开工率 73.5%。在建 13.35 万吨拟于 2021 年投产，总产能将逼近 200 万吨/年，产能稳居全国第一。此外，公司在印度、美国、欧洲、马来西亚布局有 20.4 万吨/年，稳步布局全球市场。

2020 年改性塑料产品板块实现营收 204.08 亿元，同比增长 17.09%。营收占比 58.21%；实现毛利润 53.42 亿元，同比增长 62.17%，毛利润占比 59.12%；毛利率为 26.17%，同比上升 7.28 个百分点。改性塑料业务一如既往贡献了公司最多的营收，但与 2019 年相比，改性塑料营收占比有所下滑。公司生产的改性塑料包括车用材料、家电材料、环保再生材料和电子电气材料。在疫情发生后，公司利用在改性塑料领域积累多年的技术人才优势迅速科研攻关，及时向市场推出熔喷聚丙烯材料、驻极母粒和聚丙烯透气膜专用料等防疫相关材料。2020 年公司销售改性塑料 154.66 万吨，其中新领域销售超 50 万吨，熔喷材料对板块贡献较大。

我们认为，未来改性塑料空间巨大，以汽车轻量化需求为例，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需求，在汽车行业的改性塑料增长空间就会非常明显。此外，在碳中和背景下，符合绿色、低碳、“循环”等属性的再生塑料市场将迎来巨大的发展机遇期。公司环保高性能再生塑料 28.5 万吨/年，在建 19.4 万吨/年，预计 2022 年底前全部投产，将为公司带来新业绩。

● 新材料板块：多年沉淀，顺利切入化工新材料赛道。

新材料产品板块实现营收 17.56 亿元，同比增长 36.55%。营收占比 5.01%；实现毛利润 6.97 亿元，同比增长 59.86%，毛利润占比 7.71%；毛利率为 39.66%，同比上升 5.76 个百分点。

完全生物降解塑料：起步早，技术稳。

公司完全生物降解塑料产能 7.1 万吨/年，2020 年开工率 117%。为解决“白色污染”，2020 年开始我国加码“禁塑令”，不可降解一次性塑料的禁止使用为生物降解塑料创造巨大空间。公司从 2004 年开始开展生物降解塑料研发及产业化工作，迄今成为全球领先、亚洲唯一完整掌握聚合、改性及终端应用核心技术的生物降解塑料生产企业，在 2014 年即成为欧洲市场第二大完全生物降解塑料原材料供应商，产品取得多国政府认证。一般可降解塑料需要改性或复合后使用，大规模使用的商超购物袋即通过 PBAT 和 PLA 复合而成。公司在建 PBAT 产能 6 万吨/年、在建 PLA 产能 3 万吨/年，2021 年底前投产。公司降解技术和产能将乘政策东风为公司贡献利润。

特种工程塑料：静待 5G 需求爆发。

公司特种工程塑料产能 1.5 万吨/年，在建高温尼龙树脂产能 1.5 万吨/年，其中 0.4 万吨产能于 2021 年 7 月投产。针对不同应用领域公司推出不同特种工程塑料，包括 LED 照明和显示领域的耐高温尼龙基 LED 支

架材料、在 Type-C、DDR5 等连接器领用的高性能无卤阻燃增强 PA10T 材料；以塑代钢的高刚性半芳香聚酰胺材料等。公司研发生产的 LCP 被誉为 5G 时代的“超级工程塑料”，介电损耗极低、可弯折性和尺寸稳定性更好，完美契合 5G 通信领域需求。公司 LCP 产能 0.6 万吨/年，全球第五，静待 5G 需求彻底爆发。

碳纤维及复合材料板块：未来潜力无限。

公司碳纤维及复合材料产能 1.5 万吨/年，开工率 43%。高性能碳纤维及复合材料是实现结构材料轻量化的重要技术方向，尤其在工业无人机领域有巨大市场。据中金企信国际咨询预测，2023 年我国复合材料制品产量将达到 556 万吨，2019-2023 年年均复合增长率约为 4.18%。

● 轻烃及新能源板块：完善上游产业链，增强综合竞争力。

板块实现营收 47.95 亿元，同比增长 16.92%。营收占比 13.68%；实现毛利润 7.01 亿元，同比增长 10.39%，毛利润占比 7.76%；毛利率为 14.61%，同比下降 0.87 个百分点。

2019 年收购宁波海越公司（更名为“宁波金发”）使公司产业链延伸至上游 C3，现拥有丙烷脱氢装置（60 万吨/年）、异辛烷装置（60 万吨/年）、甲乙酮装置（4 万吨/年）、气分装置（100 万吨/年）等生产装置及公用辅助设施和码头等。在建“120 万吨/年聚丙烯热塑性弹性体 PTPE 及改性新材料一体化项目”一期建设已开始，一期投资 62 亿元，建设内容包括：60 万吨/年 PDH 装置、40 万吨 PP 装置、40 万吨 PP/改性 PP 复合装置、2.5 万吨/年 PSA 提氢装置等。

● 医疗健康板块：后起之秀，成为新盈利点。

医疗健康板块实现营收 27.10 亿元，营收占比 7.73%；实现毛利润 20.61 亿元，毛利润占比 22.81%；毛利率为 76.06%。

2020 年受疫情影响，全球医疗物资需求激增。公司依托在高分子材料多年的技术积淀和创新能力，向高分子材料领域的医用耗材拓展，开发出熔喷布、口罩、丁腈手套等产品。公司现有平面口罩单日产能 3500 万片，立体防护口罩单日产能接近 1000 万片；防护服单日产 2 万件，手术衣和隔离衣 5 万件。另外，公司 400 亿只/年丁腈手套项目预计 2021 年底前投入。

凭借公司产品认证齐全、品质稳定、性价比高，医疗健康板块将为公司带来新的利润增长。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入分别为 382.03 亿元、443.55 亿元、543.31 亿元，归母净利润分别为 45.42、55.74、70.95 亿元，同比增速为-1%、22.7%、27.3%。对应 PE 分别为 12.58、10.25 和 8.05 倍。

● 风险提示

政策不及预期风险；新建产能不能按时投产风险；原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险。

● 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	35061	38203	44355	54331
收入同比（%）	19.7%	9.0%	16.1%	22.5%
归属母公司净利润	4588	4542	5574	7095
净利润同比（%）	268.6%	-1.0%	22.7%	27.3%
毛利率（%）	25.8%	23.5%	23.8%	23.9%
ROE（%）	30.9%	23.4%	22.3%	22.1%
每股收益（元）	1.78	1.76	2.17	2.76
P/E	9.62	12.58	10.25	8.05
P/B	2.97	2.95	2.29	1.78
EV/EBITDA	7.31	11.25	9.89	7.40

资料来源：wind，华安证券研究所

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	14666	16461	23420	34636	营业收入	35061	38203	44355	54331
现金	3871	6207	12923	23774	营业成本	26025	29222	33800	41345
应收账款	4120	3661	3661	3661	营业税金及附加	211	191	217	266
其他应收款	99	100	100	100	销售费用	637	1012	1220	1521
预付账款	369	350	350	350	管理费用	1124	1051	1220	1494
存货	3998	3923	4167	4531	财务费用	576	349	148	-116
其他流动资产	2209	2219	2219	2219	资产减值损失	-21	0	3	3
非流动资产	17789	18209	15934	11118	公允价值变动收益	8	0	0	0
长期投资	1577	1577	1577	1577	投资净收益	32	33	54	54
固定资产	10898	10898	8747	4362	营业利润	5261	5134	6319	8055
无形资产	2444	2444	1908	967	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	2869	3289	3702	4212	营业外支出	74	0	0	0
资产总计	32455	34670	39354	45754	利润总额	5204	5134	6319	8055
流动负债	9603	7199	6221	5421	所得税	594	515	657	855
短期借款	2610	0	0	0	净利润	4609	4619	5662	7200
应付账款	2936	2000	2800	2000	少数股东损益	22	77	88	105
其他流动负债	4057	5199	3421	3421	归属母公司净利润	4588	4542	5574	7095
非流动负债	7836	7836	7836	7836	EBITDA	6881	5192	5228	5517
长期借款	6213	6213	6213	6213	EPS (元)	1.78	1.76	2.17	2.76
其他非流动负债	1622	1622	1622	1622					
负债合计	17439	15034	14056	13256					
少数股东权益	174	251	339	445					
股本	2574	2574	2574	2574					
资本公积	2903	2903	2903	2903					
留存收益	9365	13907	19481	26577					
归属母公司股东权益	14842	19384	24958	32053					
负债和股东权益	32455	34670	39354	45754					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	成长能力				
经营活动现金流	6217	5832	3932	4413	营业收入	19.7%	9.0%	16.1%	22.5%
净利润	4588	4542	5574	7095	营业利润	273.0%	-2.4%	23.1%	27.5%
折旧摊销	1255	0	-887	-2003	归属于母公司净利	268.6%	-1.0%	22.7%	27.3%
财务费用	420	500	435	435	获利能力				
投资损失	-32	-33	-54	-54	毛利率 (%)	25.8%	23.5%	23.8%	23.9%
营运资金变动	-232	748	-1222	-1164	净利率 (%)	13.1%	11.9%	12.6%	13.1%
其他经营现金流	5037	3869	6883	8362	ROE (%)	30.9%	23.4%	22.3%	22.1%
投资活动现金流	-2796	-385	3218	6874	ROIC (%)	19.8%	17.2%	16.7%	16.8%
资本支出	-2814	-418	3164	6820	偿债能力				
长期投资	-36	0	0	0	资产负债率 (%)	53.7%	43.4%	35.7%	29.0%
其他投资现金流	54	33	54	54	净负债比率 (%)	116.1%	76.6%	55.6%	40.8%
筹资活动现金流	-2414	-3110	-435	-435	流动比率	1.53	2.29	3.76	6.39
短期借款	-4325	-2610	0	0	速动比率	1.07	1.69	3.04	5.49
长期借款	1188	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.08	1.10	1.13	1.19
资本公积增加	3	0	0	0	应收账款周转率	8.51	10.44	12.12	14.84
其他筹资现金流	721	-500	-435	-435	应付账款周转率	8.87	14.61	12.07	20.67
现金净增加额	931	2337	6715	10852	每股指标 (元)				
					每股收益	1.78	1.76	2.17	2.76
					每股经营现金流薄)	2.42	2.27	1.53	1.71
					每股净资产	5.77	7.53	9.70	12.45
					估值比率				
					P/E	9.62	12.58	10.25	8.05
					P/B	2.97	2.95	2.29	1.78
					EV/EBITDA	7.31	11.25	9.89	7.40

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。