

全球改性塑料领军企业，可降解塑料、医疗健康板块看点十足

——金发科技（600143）首次覆盖

买入（首次）

2021 年 06 月 18 日

投资要点：

化工新材料品类最齐全企业之一，营销网络遍布全球，业绩增长稳健：金发科技成立于 1993 年，主营改性塑料产品。基于在改性塑料领域积淀的技术及研发实力，近十年公司持续向新材料及其上游延伸，产品结构不断优化。现公司主要产品涵盖改性塑料、完全生物降解塑料、特种工程塑料、碳纤维基复合材料、轻烃及氢能源和医疗健康高分子材料等。公司在国内外多地设立子公司及联营公司数十家，营销网络遍布全球，并采取直销的模式以便于为客户提供高性价比定制化新材料解决方案，现公司已与国内外多家知名企业达成战略合作关系。2015 年至今公司业绩始终保持稳健增长态势，2020 年在疫情之下公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润均实现了逆势增长，分别同比增长 19.72% 和 268.64%。

全球改性塑料领先企业，产销量国内断层领先：公司成立至今在改性塑料领域深耕近 30 载。现已成为亚太地区规模最大、产品品类最丰富的改性塑料生产企业，产品性能达国际领先水平。公司在海内外设有生产基地，现有改性塑料合计产能 205.8 万吨，改性塑料业务也是公司主要的营收及盈利来源。随着国内汽车轻量化趋势的推进以及在家电等其他领域应用的多样化，我国塑料整体改性化率正不断提升，对于改性塑料的需求也将保持增长态势，公司作为改性塑料领域龙头企业，产品订单量也随之拉升。2020 年，公司改性塑料产销分别为量 158.88 万吨和 154.66 万吨，分别同比增长 23.26% 和 22.36%，在国内改性塑料企业中处于断层领先的地位。

最强限塑令落地背景下，完全生物降解塑料成新材料板块最亮点：2020 年，公司新材料板块产品销量和营业收入分别同比增长 37.59% 和 36.46%。2020 年我国陆续出台了多项限塑政策并于 2021 年开始全面实施，可降解塑料作为传统不可降解一次性塑料制品的完美替代品，市场需求在限塑令的推动下快速攀升，我们预计到 2025 年国内可降解塑料需求将增长至 284 万吨。公司是国内最早布局可降解塑料的企业之一，产品涵盖 PBAT/PBS、PLA 及其改性材料，现有合计产能 13.1 万吨，另有 3 万吨 PLA 产能预计在 2021 年内投产，以及 18 万吨产能将根据市场需求陆续推进投产。面对可降解塑料这片正在开发的蓝海，作为业内优先布局的领军者，公司可降解塑料业务的发展潜力十足。

基础数据

总股本（百万股）	2,573.62
流通A股（百万股）	2,573.62
收盘价（元）	19.81
总市值（亿元）	509.83
流通A股市值（亿元）	509.83

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

黄侃

执业证书编号：

S0270520070001

电话：

02036653064

邮箱：

huangkan@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	35061.17	42991.13	49401.66	55933.19
增长率（%）	20	23	15	13
净利润（百万元）	4587.70	5325.28	6166.91	7108.39
增长率（%）	269	16	16	15
每股收益（元）	1.78	2.07	2.40	2.76
市盈率（倍）	11.50	9.91	8.56	7.42
市净率（倍）	3.55	2.62	2.00	1.58

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

危机之下高效拓展医疗健康业务，完善产品结构打造全新业绩增长点：在2020年全球新冠疫情爆发，医疗物资紧缺的背景下，公司积极组建专业技术团队改线生产防疫产品及其耗材，在短时间内便开发出了符合多项标准的高性能熔喷布和口罩等产品，且产品品质优良认证齐全，销往全球6大洲30余个国家，全年为公司贡献了超27亿元的营收。为使医疗健康板块成为公司可持续的收入来源，公司另外在建设了医疗器械灭菌中心的同时，有在建年产400亿只丁腈手套扩产项目，并力争于2021年末全部建成投产。若手套项目投产顺利，未来可为公司带来超百亿元的营收及数十亿元的利润增长。

盈利预测与投资建议：基于公司的产业布局以及对公司各项业务板块行业景气度，我们预计公司2021-2023年营业收入分别为429.91/494.02/559.33亿元，归母净利润分别为53.25/61.67/71.08亿元，EPS分别为2.07/2.40/2.76，对应2021年6月18日20.50的收盘价的P/E分别为9.91/8.56/7.42。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：原材料价格波动风险；PLA及其他新材料产品产线建设进度不及预期风险；丁腈手套及其他医疗产品需求不及预期风险。

正文目录

1 公司简介	5
1.1 公司背景及股权结构	5
1.2 公司主营业务概述	5
1.3 公司财务情况分析	7
2 汽车轻量化助力改性塑料增长，企业龙头地位坚不可摧	9
2.1 改性塑料性能优良，产量与需求量俱增	9
2.2 轻量化趋势下改性塑料倍受青睐，新能源汽车系改性塑料需求增长“主力”	11
2.3 公司系改性塑料龙头企业，产销均处领先地位	13
3 最严限塑令落地实施，政策驱动可降解塑料进入黄金时期	14
3.1 我国一次性塑料产品消耗量巨大，升级版限塑令各省落地实施	14
3.2 国内政策推动效果显著，可降解塑料供求双向快速增长	17
3.3 公司可降解塑料销量随限塑令落地实现显著增长	21
4 加码布局医疗健康领域，形成全新业绩增长点	22
5 公司市场估值分析	24
6 盈利预测及假设	25
7 风险提示	26
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司主营产品	6
图表 4: 主营业务分板块营收（亿元）	7
图表 5: 2020 主营业务毛利贡献率	7
图表 6: 分地区营收（亿元）	7
图表 7: 营业收入及同比增长率	8
图表 8: 归母净利润及同比增长率	8
图表 9: 销售毛利率及净利率（%）	8
图表 10: 三费率（%）	8
图表 11: 研发费用、研发费用率及同比增长率（亿元/%）	9
图表 12: 改性塑料工艺流程	9
图表 13: 改性塑料产品构成	9
图表 14: 我国改性塑料产量、塑料改性化率逐年提升	10
图表 15: 改性塑料市场规模及其增长率（亿元）	10
图表 16: 改性塑料下游领域	10
图表 17: 家电、汽车领域需求量（万吨）	10
图表 18: 改性塑料在汽车中的应用	11
图表 19: 主要改性塑料产品在汽车中的具体应用	11
图表 20: 汽车产量、新能源汽车产量及占比	12
图表 21: 汽车改性塑料需求量预测	12
图表 22: 改性塑料板块产能情况	13
图表 23: 同行业公司产销量对比	14
图表 24: 产能、产量和销量（万吨）	14
图表 25: 公司改性塑料业务盈利情况	14
图表 26: 公司改性塑料销量分布（万吨）	14
图表 27: 我国外卖行业发展趋势	15
图表 28: 我国快递行业发展趋势	15

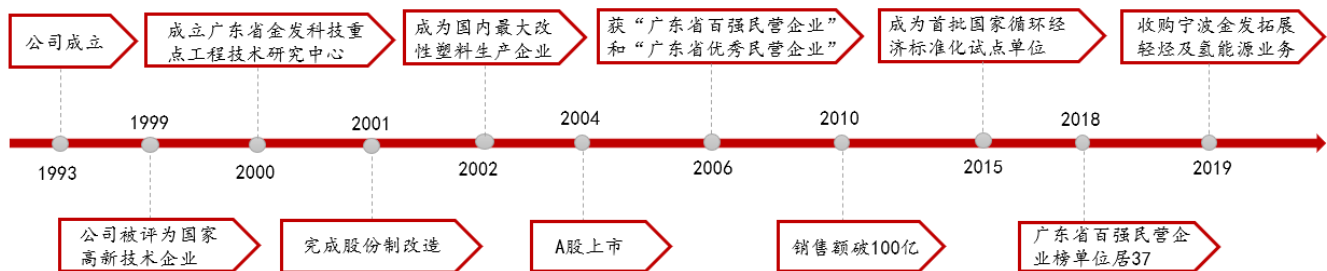
图表 29: 自 2020 年各部门升级版限塑政策	15
图表 30: 已发布升级版限塑政策省市及发布月份	17
图表 31: 可降解塑料生产流程及应用	17
图表 32: 各类合成生物降解塑料的产能占比	18
图表 33: 全球各国家或地区可降解塑料需求占比	18
图表 34: 我国生物降解塑料市场规模及需求量	19
图表 35: 我国一次性制品可降解塑料需求量预测 (万吨)	19
图表 36: 国内外可降解塑料主要产能分布及在建情况	20
图表 37: 完全生物可降解塑料产量、销量及产销率	21
图表 38: 完全生物降解塑料营收及毛利率	21
图表 39: 2015-2020 年中国口罩行业产值情况	23
图表 40: 2020 年主要国家及地区人均手套消费量 (双/人/年)	23
图表 41: 全球各材质手套销量 (亿双)	23
图表 42: 可比公司估值情况 (截至 6 月 11 日)	24
图表 43: 公司未来 3 年营收预测	25

1 公司简介

1.1 公司背景及股权结构

金发科技成立于1993年11月，主营改性塑料产品。2001年5月，公司完成股份制改造更名为广州金发科技股份有限公司。2002年，公司已发展成为国内最大改性塑料生产企业，生产规模扩大至70余条生产线。2004年，金发科技成功在上交所挂牌上市（股票代码：600143）。2010年，公司销售收入突破百亿。此后十余年间，公司积极进行业务拓展并扩大生产，目前公司已全球化工新材料行业产品种类最齐全的企业之一、是亚太地区规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

金发科技实际控制人为公司董事长袁志敏，持股比例为19.83%。公司董事熊海涛、李南京以及公司副董事长兼总经理宋子明分别持有公司股份的8.40%、3.53%和2.76%。公司另外在广州、珠海、佛山、清远、上海、绵阳、宁波、江苏、天津、香港、美国、印度等海内外多地设立了50余家子公司及联营企业以便开展各项业务、提升影响力。

图表2：公司股权结构



资料来源：WIND、万联证券研究所

1.2 公司主营业务概述

公司主营化工新材料的研发、生产和销售，划分为改性塑料、完全生物降解塑料、特种工程塑料、轻烃及氢能源、环保高性能再生塑料、高性能碳纤维复合材料以及医疗健康产品七个板块。

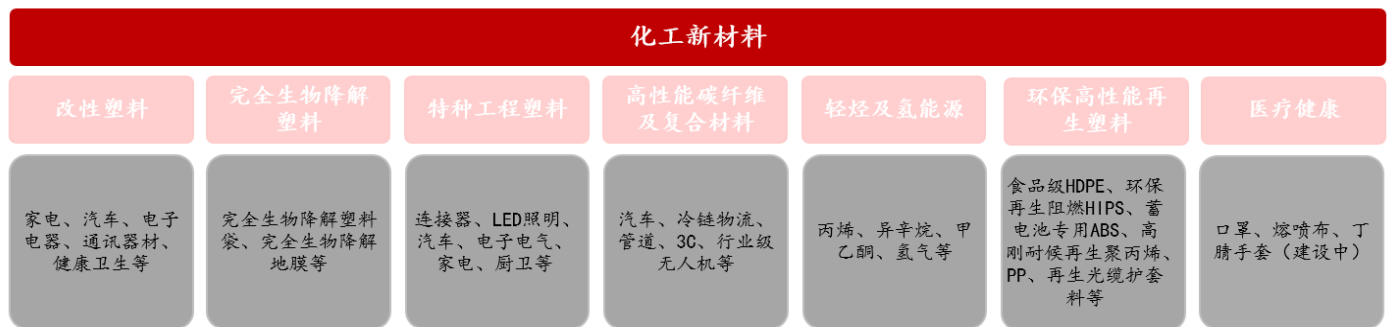
改性塑料：金发科技自1993年成立之初就开始从事改性塑料产品的生产、研发和销售。20余年间，公司改性塑料的品类和技术也随着改性塑料行业的发展以及“以塑代钢”、“以塑代木”的推进而逐步拓宽升级，现改性塑料板块产品主要包括改性塑料和环保高性能再生塑料两类。目前公司在我国多地以及美国、印度、欧洲等海外地区均有布局改性塑料产能，改性塑料合计产能约为205.8万吨/年，是亚太地区规模最大、产品种类最齐全的改性塑料生产企业，公司现有13.25万吨改性塑料产能，预计于2021年年内陆续投产，届时公司改性塑料总产能将达到216.45万吨/年。另外公司现有环保高性能再生塑料产能28.5万吨/年，以及19.4万吨/年在建产能，预计于2021-2022年末陆续投产。

新材料产品：公司新材料板块产品包括完全生物降解塑料、特种工程塑料、高性能碳纤维及复合材料。完全生物降解塑料的积极倡导者之一，位于全球完全生物降解塑料生产商的领跑阵营，具备完整掌握共聚酯合成、反应挤出、合金化改性及终端应用核心技术的龙头企业；特种工程塑料方面，目前公司是国内特种工程塑料品种最多、产业化规模最大的企业，并具有一定的国际影响力；高性能碳纤维及复合材料方面，公司拥有省级研发平台及年产1.5万吨的热塑性复合材料生产能力，主要生产线均为自主开发。

绿色石化产品：公司绿色石化板块包含丙烯、异辛烷、甲乙酮及液化气。公司计划通过这一板块实现从高分子材料向上游原材料石油化工领域的延伸，最终打通“丙烷-丙烯-聚丙烯-改性聚丙烯”全产业链，现板块内年产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正处于稳步推进状态，该项目建成后将助力公司达成年产180万吨丙烯及聚丙烯产能的目标并实现降本增效。

医疗健康产品：2020年在全球疫情爆发的背景下公司基于多年沉淀的高分子材料生产技术成功开发出了熔喷布、口罩等医疗防护产品及其原材料，公司就此拓展出了医疗健康业务板块。公司各类医疗健康产品认证齐全、品质优良、性价比高，因而迅速占领了海内外市场，成为了公司的全新利润增长点。

图表3：公司主营产品

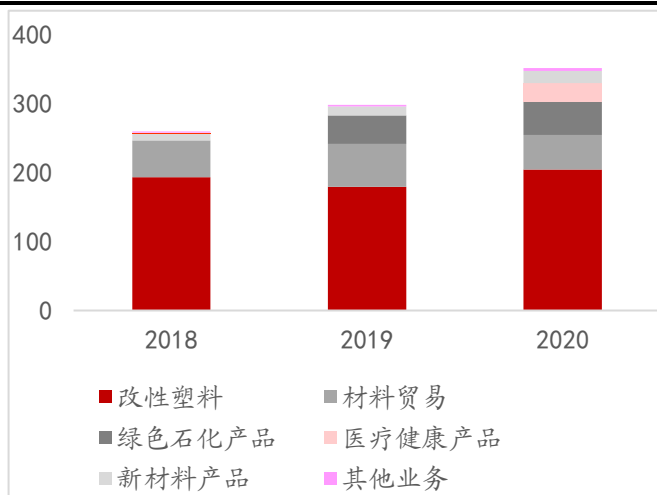


资料来源：公司公告、万联证券研究所

改性塑料业务是公司主要业务板块，新材料板块发展迅猛。2020年公司改性塑料板块

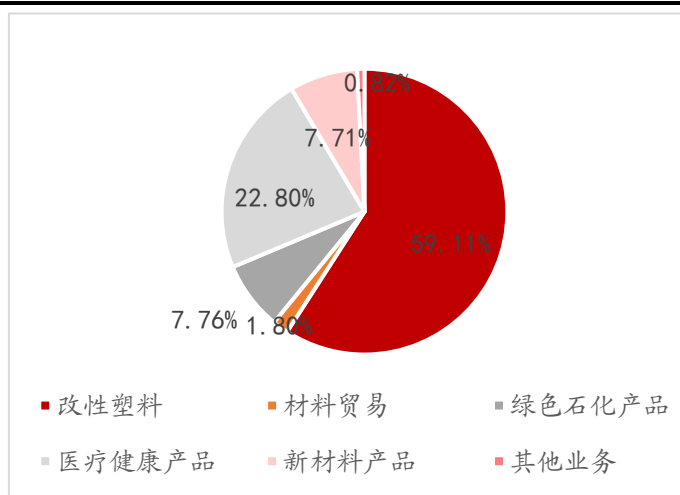
实现营业收入204.08亿元，同比增长17.09%；毛利率为26.17%，同比增长7.28%，板块毛利贡献率为59.11%。新材料产品实现营业收入17.56亿元，同比大幅增长36.46%，主要系板块内完全生物降解塑料销量随政策推动而实现了大幅增长，特种工程塑料、高性能碳纤维及复合材料等产品也取得了全新进展。此外，2020年公司在疫情下进军医疗健康板块，快速开发出了熔喷布、口罩等产品，板块全年实现营业收入为27.1亿元，毛利贡献率则高达22.80%，在所有业务板块中居第二位。

图表4：主营业务分板块营收（亿元）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

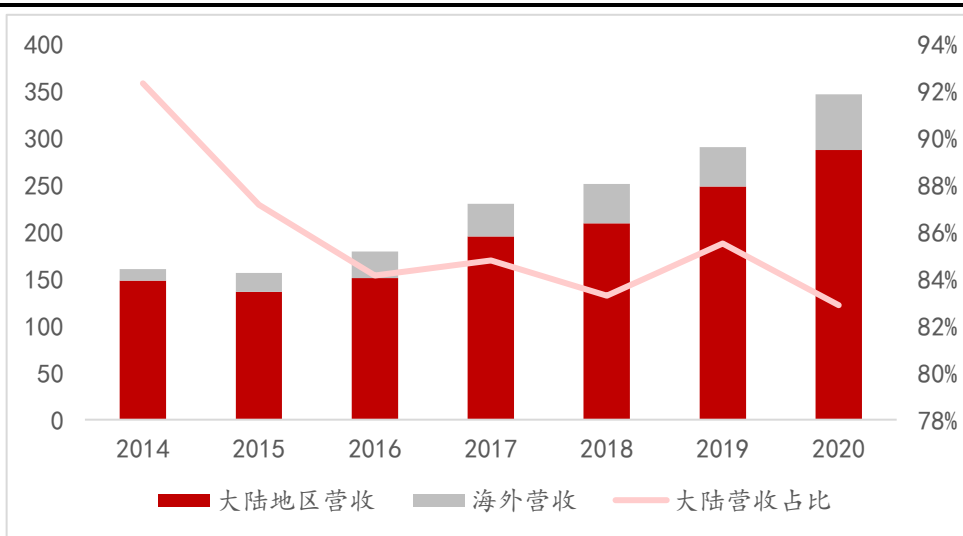
图表5：2020主营业务毛利贡献率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

分地区来看，公司营收主要来自于国内，但2020年大陆营收占比有所下降。2020年公司实现大陆地区营收287.06亿元，同比增长15.63%，营收占比较上期下降3.38pct。实现海外营收59.31亿元，同比增长40.90%。主要系公司所生产的各项防疫物资出口需求较大，拉涨海外营收占比。

图表6：分地区营收（亿元）



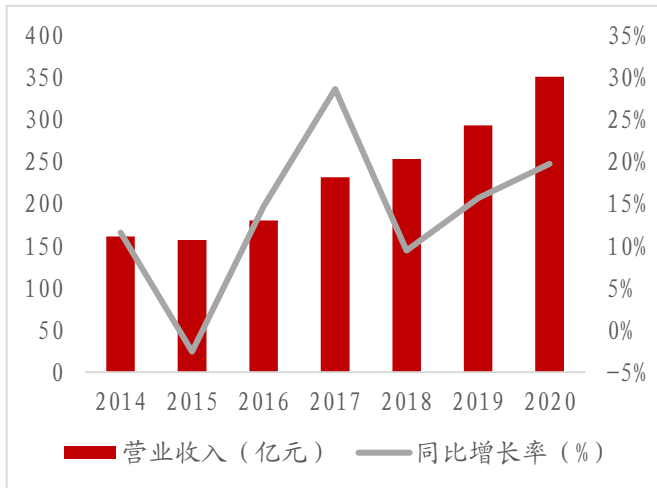
资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

1.3 公司财务情况分析

产品结构持续优化，业绩达历史最优水平。公司从改性塑料出发，并在此基础上进行

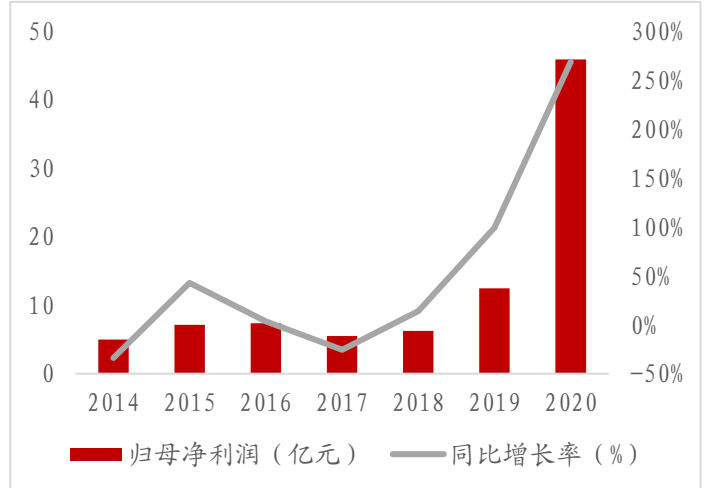
技术和产品延伸，逐步实现了从单一改性塑料到多品种化工新材料的蜕变，产品结构不断向产业高端和高附加值的方向延伸，整体业绩稳步增长。2020年，公司短时间内研发出了符合标准的高毛利医疗健康产品，使公司业绩实现了大幅增长。全年共计实现营业收入350.61亿元，同比增长19.72%；实现归母净利润45.88亿元，同比增长268.64%；销售毛利率与销售净利率分别为25.77%和13.15%，达到了公司上市以来的最高水平。

图表7：营业收入及同比增长率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

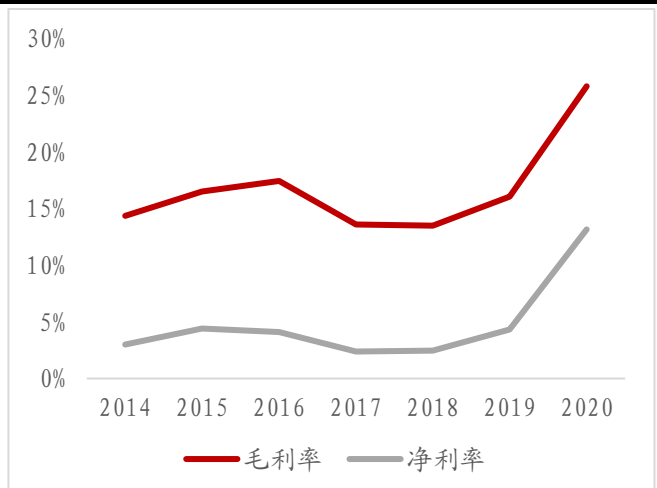
图表8：归母净利润及同比增长率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

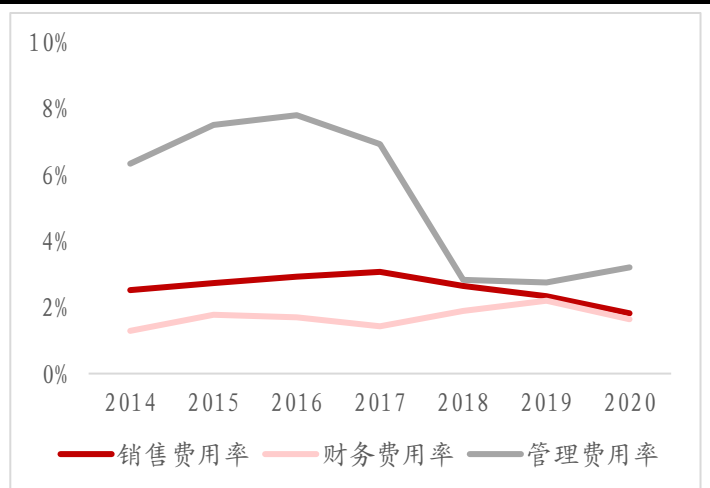
费用率方面，公司近年来销售费用和财务费用水平较为稳定，2020年销售费用率为1.82%，较2019年下降0.52pct，主要由于2020年起公司将运输费用由销售费用计入营业成本；财务费用率为1.64%，较上年下降0.56pct；2020年管理费用为3.21%，较上年小幅上升0.46pct。

图表9：销售毛利率及净利率 (%)



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表10：三费率 (%)

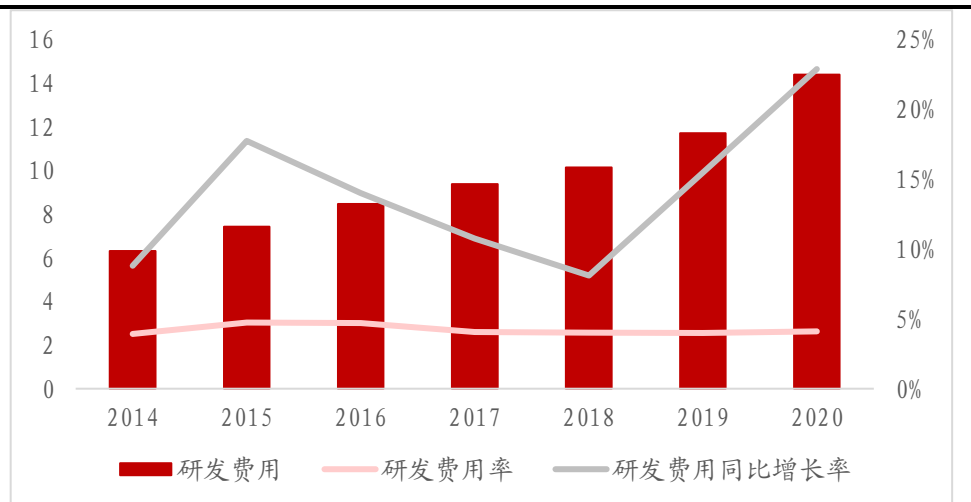


资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

公司注重技术研发与产品更新，拥有强大的研发和创新能力作为技术导向型企业十分注重自身研发实力的提升，现已成功打造了1个中央研究院、3个国际研发中心、5个分技术中心、5个化工新材料孵化基地和1个国家产业创新中心的“13551”研发体系。研发投入方面，公司始终贯彻以4%的营业收入作为研发投入的理念。近年来公

司研发投入不断增加，2020年为14.39亿元，同比增长22.89%；研发团队方面，截至2020年末，公司研发人员1081名，占总人数比例16.47%，硕士及以上学历占比11.18%；基于公司坚实的研发实力，公司已经在改性塑料、完全生物降解塑料和特种工程塑料等业务板块取得了多项专利，截至2020年末，公司已累计申请国内外专利共计3763项，其中发明专利为2775项。

图表11：研发费用、研发费用率及同比增长率（亿元/%）



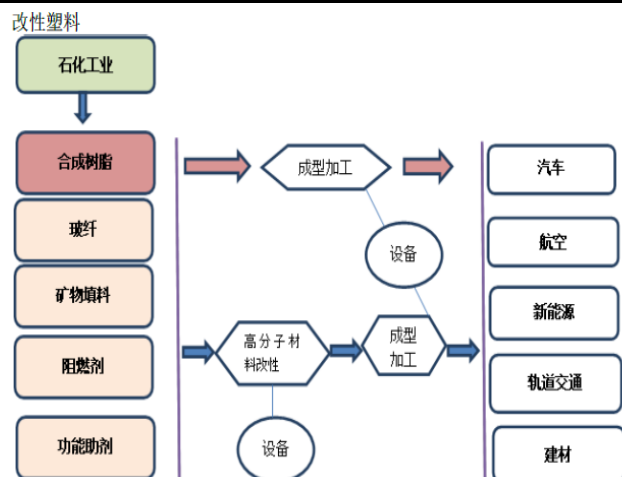
资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

2 汽车轻量化助力改性塑料增长，企业龙头地位坚不可摧

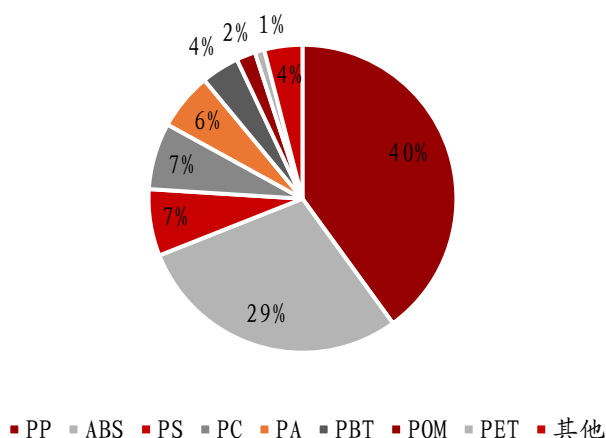
2.1 改性塑料性能优良，产量与需求量俱增

改性塑料性能优良、应用广泛。改性塑料是通过增强、增韧、填充和共混等物理、化学或机械方法对树脂进行加工，从而使树脂性能得到优化，并获取一定其他特殊性能的塑料制品。改性后的塑料不仅能够达到钢材的强度，还具有密度小、高韧度、耐腐蚀、高抗冲性、耐磨抗震、阻燃、抗老化等优点，因而被广泛应用于汽车、航空航天、家用电器、轨道交通、建筑耗材等多个领域。现阶段我国改性塑料产品主要以改性PP、改性ABS、改性PS为主，三者产量分别占据了改性塑料市场40%、29%和7%的比重，改性PET和改性POM的占比则相对较小。

图表12：改性塑料工艺流程



图表13：改性塑料产品构成



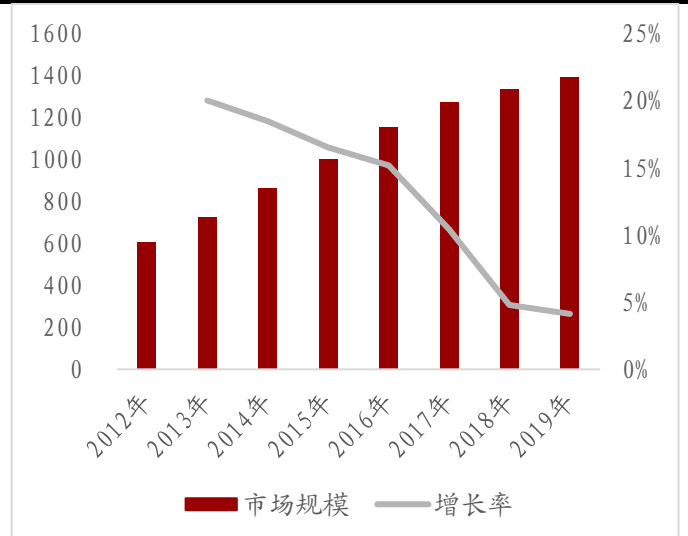
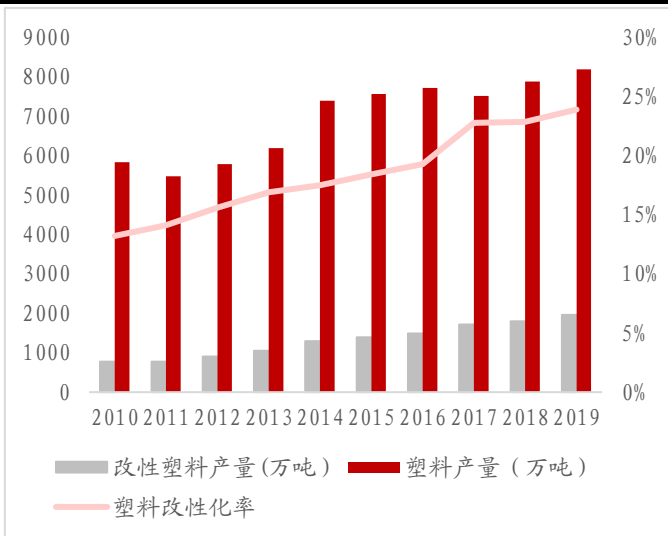
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

我国改性塑料市场规模持续扩充，产量及改性化率逐年提升。伴随我国经济快速发展及“以塑代钢”、“以塑代木”的不断推进，改性设备及技术不断成熟，改性塑料工业体系亦不断完善，大大促进了塑料加工业的升级与发展。产量方面，2010年我国改性塑料产量仅为770万吨，2019年已增长至1955万吨，复合增速约10.9%；塑料整体改性化率则从2010年的13.21%增长至了2019年的23.89%，已超世界平均水平（约20%）。国内改性塑料的市场规模也已从2012年的605亿元增加至了2019年的1390亿元，不足十年间增长率超129.75%。从年增速来看，尽管近两年出现了增速放缓现象，但改性塑料市场仍具备一定增长动力，年增速维持在4%左右。

图表14：我国改性塑料产量、塑料改性化率逐年提升

图表15：改性塑料市场规模及其增长率（亿元）



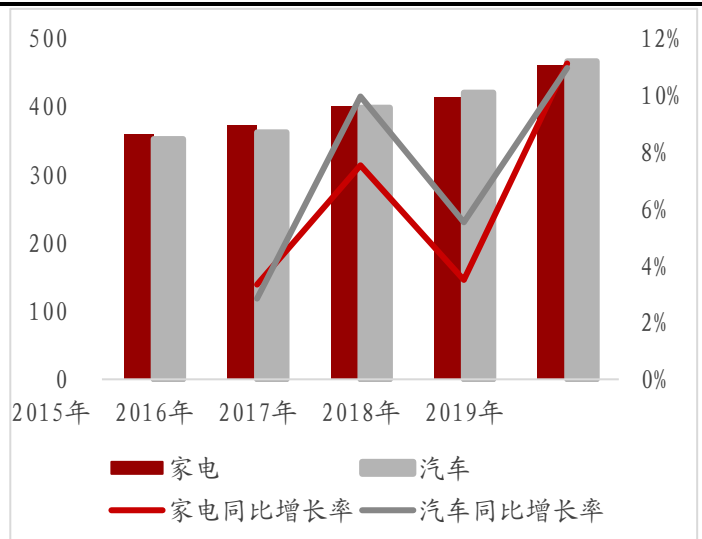
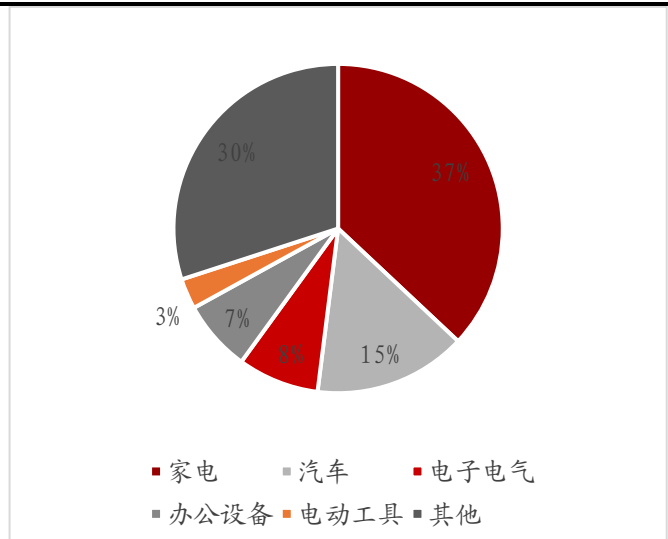
资料来源：国家统计局、智研咨询、万联证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

家电和汽车为改性塑料主要应用领域。改性塑料的下游应用领域包括家电、汽车、电子电气、办公设备和电动工具等，其中家电和汽车分别占37%和15%。近年来，家电与汽车领域对改性塑料的需求不断增加且应用场景更加多样化。2019年家电领域对改性塑料需求量为460万吨，同比增长11.11%；汽车领域为466万吨，同比增长10.95%。

图表16：改性塑料下游领域

图表17：家电、汽车领域需求量(万吨)



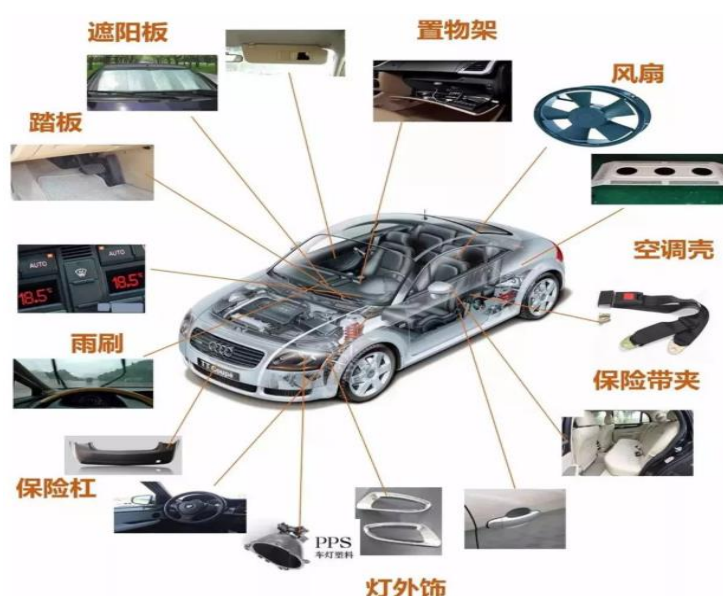
资料来源：新材料在线、万联证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

2.2 轻量化趋势下改性塑料倍受青睐，新能源汽车系改性塑料需求增长“主力”

汽车轻量化已成为发展必然趋势。中国汽车工程学会在《节能与新能源汽车技术路线图2.0》中表明，2035年乘用车轻量化系数至少降低25%，在当今的汽车市场环境，严格的碳排放法规和激烈的竞争共同导致整个汽车供应链的快速变化。根据数据显示，1kg改性塑料可以替代2-3kg钢等密度较大的材料，而整车重量每降低10%，油耗降低6%-8%，因此从环保角度考虑汽车减重也可谓是迫在眉睫，而改性塑料则是实现汽车轻量化的关键。

图表18：改性塑料在汽车中的应用



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

现阶段PP(聚丙烯)材料及改性PP被大量应用在汽车内饰件、外饰件及引擎罩下部件中，是汽车上所有塑料材料中用量最大的品种。发达汽车工业国家单车PP材料使用量占到整车塑料的30%左右，改性塑料在汽车内饰塑料用量中所占的比例已经增加到60%以上，可以减轻零部件约40%的质量，同时可以使零部件采购成本降低40%左右。

图表19：主要改性塑料产品在汽车中的具体应用

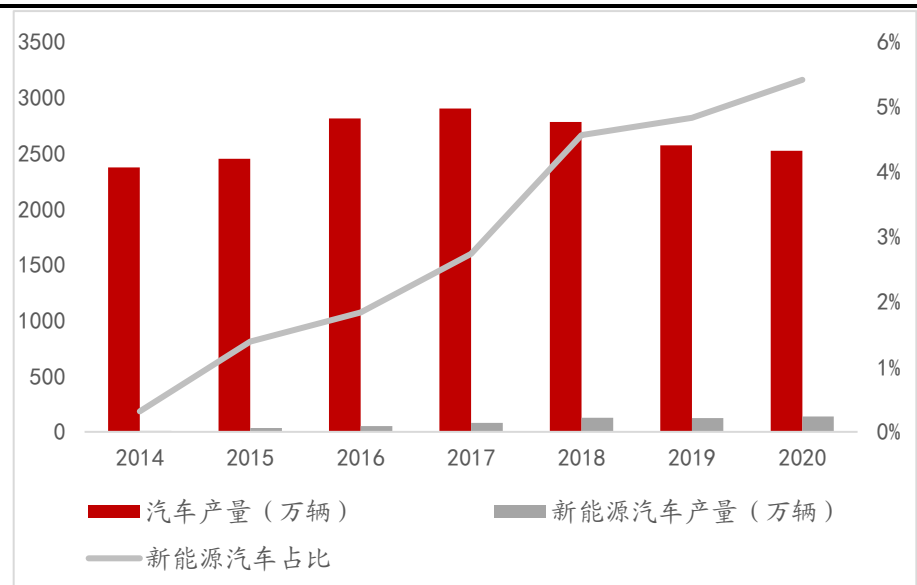
塑料种类	应用领域	
改性 PP	汽车外饰	保险杠、踏步框、挡泥板、外饰结构等
	汽车内饰	仪表板、转向柱、门板、立柱，空调系统
	发动机周边	空调外壳、发动机冷却风扇框架
改性尼龙 PA	汽车外饰	车灯零部件
	汽车内饰	门槛装饰条、方向盘气囊盒

	发动机周边	汽车进气歧管、脚踏板、引擎盖、发动机罩盖、水室等
改性 ABS	车灯零部件	
改性 PC/ABS	汽车格栅、仪表板骨架	
改性 PBT	车灯部件，耐水解汽车接插件	
汽车用 ASA 材料	进气格栅、后视镜外壳	

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

新能源汽车产业的发展助力改性塑料市场扩大。我国目前正大力发展新能源汽车产业，国务院办公厅印发《关于印发新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，在发展愿景中指出：到2025年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。政策推动下，我国新能源汽车产量与占比在汽车整体产量下滑的大行业背景下持续增加。2020年全年新能源汽车产量达136.6万辆，占比达5.42%，均创历史新高。而对于新能源汽车最大的续航里程问题，借助改性塑料实现轻量化是最优质的解决方案。因此未来新能源汽车将成为改性塑料的重要应用领域之一。

图表20：汽车产量、新能源汽车产量及占比



资料来源：中汽协、万联证券研究所

预计到2025年，我国汽车领域改性塑料需求量将达1180.24万吨，其中新能源汽车改性塑料需求量达236.21万吨。假设2025年我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%；改性塑料使用量达到德系车0.4吨/辆标准。则新能源汽车产量将在2025年将达到590.53万辆，CAGR约为45.66%；2025年新能源汽车改性塑料需求量将达236.21万吨，CAGR约为73.22%；汽车领域整体改性塑料需求量将达1180.24万吨，CAGR约为22.47%。

图表21：汽车改性塑料需求量预测

	2021	2022	2023	2024	2025
汽车产量（万辆）	2623.40	2702.10	2783.17	2866.66	2952.66
新能源汽车普及率	5%	7.07%	10.00%	14.14%	20.00%

新能源汽车产量 (万辆)	131.17	191.07	278.27	405.28	590.53
新能源汽车改性塑料需求量 (万吨)	26.23	45.44	78.68	136.25	236.21
汽车改性塑料需求量 (万吨)	524.68	642.56	786.92	963.72	1180.24

资料来源：万联证券研究所测算

2.3 公司系改性塑料龙头企业，产销均处领先地位

公司改性塑料产能居全国第一，稳步布局国外市场。公司作为国内改性塑料领域的首家上市公司，生产规模亚太地区位居榜首，产品种类齐全，其中高性能车用环保产品和无卤阻燃系列产品品质已达到国际领先水平。且公司在海外内多个国家及地区均设有生产基地，现公司改性塑料合计产能为205.8万吨/年。其中国内改性塑料产能共185.4万吨，平均产能利用率约73.50%，另有13.35万吨产能预计在2021年内陆续投产。海外产能则分布在公司印度、美国、欧洲以及马来西亚的生产基地，共计20.4万吨。2020年公司改性塑料产品海内外总产能利用率为69.2%，较2019年同比增加2.11pct。

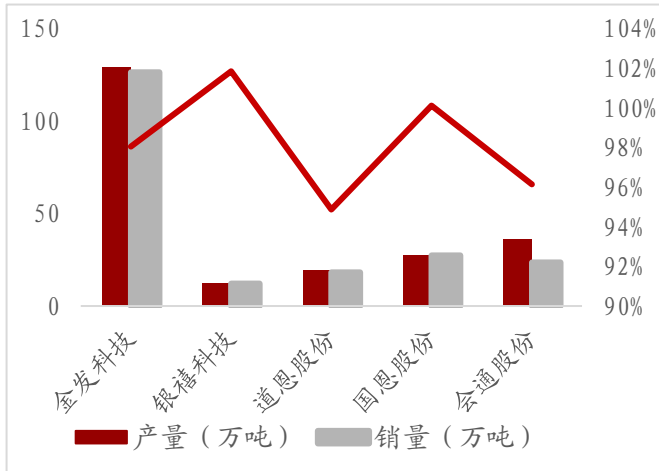
图表22：改性塑料板块产能情况

	设计产能 (万吨)	产能利用率 (%)	在建产能及预计完成时间
华南厂区	75	77%	2021 年内月新增 4 万吨
华东厂区	52.9	81%	2021 年 8 月新增 5 万吨
华北厂区	20.8	65%	2021 年 6 月新增 1.85 万吨
华西厂区	19.2	57%	
华中地区	17.5	64%	2021 年 7 月新增 2.5 万吨
印度	13.4	39%	2021 年 6 月新增 1 万吨
美国	0.9	34%	2021 年 6 月新增 0.8 万吨
欧洲	3.5	5%	
马来西亚	2.6	17%	2021 年 8 月新增 0.6 万吨
合计	205.8	69%	

资料来源：公司公告、万联证券研究所

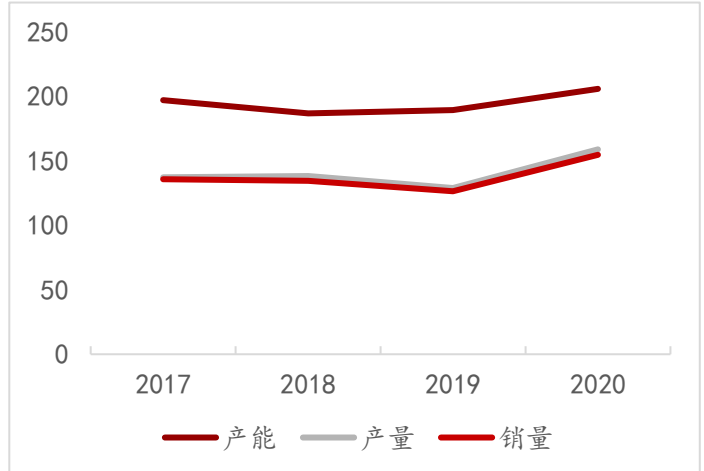
公司改性塑料产销量在行业内处于断层领先水平，板块盈利水平持续提升。生产模式方面，公司改性塑料主要采取“以销定产”的模式，以客户的需求为导向进行产品高端定制。销售模式方面，公司的营销网络遍布全球，主要采取于客户直接对接的直销模式。公司现与下游客户合作稳定，订单量稳重有升，产品产销量得以持续增长，2020年公司实现改性塑料产量158.88万吨，同比增长23.26%；销量154.66万吨，同比增长22.36%，在国内同行业中处于领跑地位。公司改性塑料毛利及毛利率连续三年增长，2020年达26.17%处于行业领先水平。营收及盈利水平方面，作为公司主营业务，改性塑料板块对公司的毛利贡献率保持在50%以上，是公司的主要盈利来源。2020年疫情期间改性塑料业务板块实现逆增长，营收204.08亿元，同比增长11.74%，主要系疫情期间公司成功研发出了口罩专用熔喷聚丙烯材料，有效拉动改性塑料营收增长。最后从产品细分领域来看，车用材料是公司改性塑料销量最大的下游领域，考虑到汽车轻量化趋势和新能源汽车对轻量化材料提出的更多需求，预计公司未来改性塑料业务将继续为公司提供稳定营收及盈利来源，且仍存在一定增长空间。

图表23: 同行业公司产销量对比



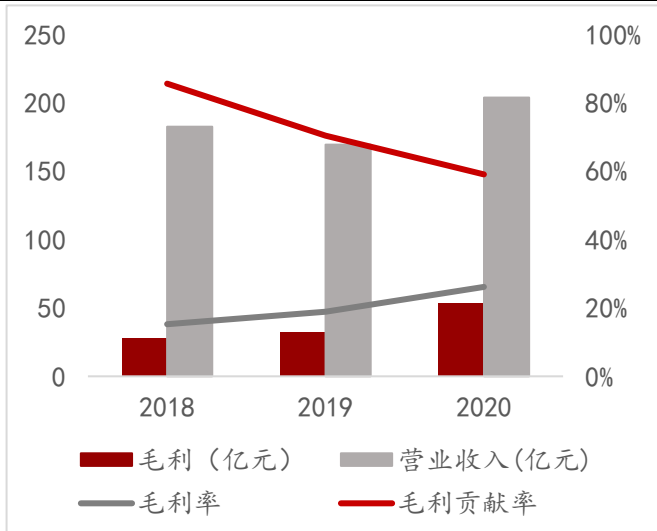
资料来源: 公司公告、WIND、万联证券研究所

图表24: 产能、产量和销量 (万吨)



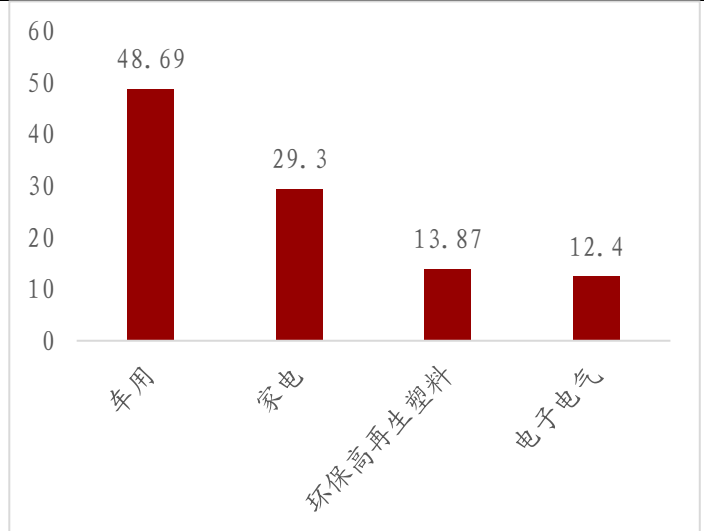
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表25: 公司改性塑料业务盈利情况



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表26: 公司改性塑料销量分布 (万吨)



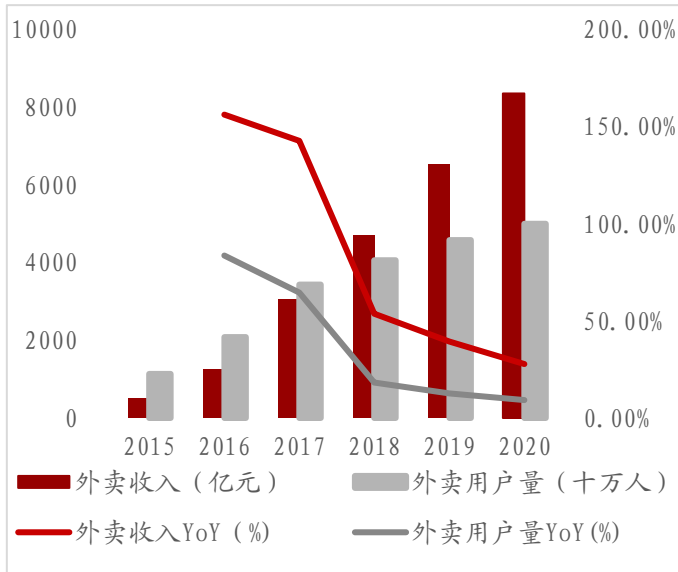
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3 最严限塑令落地实施, 政策驱动可降解塑料进入黄金时期

3.1 我国一次性塑料产品消耗量巨大, 升级版限塑令各省落地实施

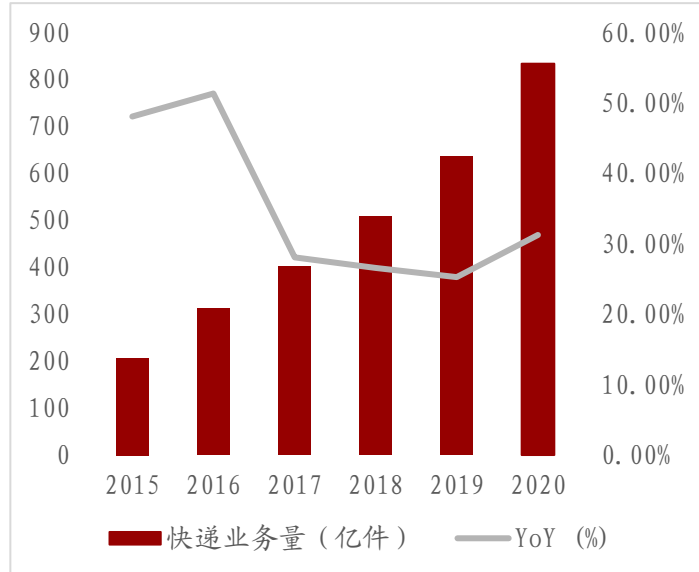
我国是一次性塑料制品消耗大国, 且随着快递和外卖行业的发展, 每年一次性塑料制品消耗量仍在快速增长。2020年, 我国外卖用户数量接近5亿人、消耗一次性餐盒数量约四百五十亿个; 快递数量首超八百亿件。以平均每个餐盒20g、塑料餐盒占比75%、平均每份快递包装消耗塑料20g计算, 则2020年我国仅快递包装和一次性餐盒消耗塑料量就达到了227.5万吨。此外, 我国每年消耗农用地膜70余万吨、平均每天消耗一次性塑料袋数量超30亿个。保守估计, 我国每年仅一次性塑料制品消耗量或将超950万吨, 且这个数字依旧在增长。以这些一次性塑料制品废弃物为基准, 则我国每年将至少产生95万吨难以降解的塑料垃圾, 为生态环境造成了巨大压力。因此近年我国整治不可降解塑料造成的白色污染问题的呼声越来越高。

图表27: 我国外卖行业发展趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

图表28: 我国快递行业发展趋势



资料来源: 中国邮政快递报, 万联证券研究所

2020年1月, 国家发改委联合生态环境部发布了《关于进一步加强塑料污染治理的意见》(以下简称《意见》)。《意见》中指出, 限塑政策将分三阶段执行, 要求到2020年在部分地区、部分领域率先开展部分塑料制品的销售和使用; 到2022年一次性塑料制品消费量明显减少同时推广替代品; 到2025年, 我国塑料污染将得到有效控制。2020年7月, 发改委、生态环境部等九部门联合发布的《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》中要求各省市于2020年8月中旬前出台省级实施方案, 将限塑政策管理责任具体落实到各属地。此后各省市开始密集出台《进一步加强塑料污染治理实施方案》。其中海南省早已于2019年发布了《海南省全面禁止生产、销售和使用一次性不可降解塑料制品实施方案》, 2020年又印发了《海南省全面禁止生产、销售和使用一次性不可降解塑料制品补充实施方案》。海南省升级为“禁塑令”的实施方案于2020年8月1日起部分实施, 2020年12月1日起在全省范围内全面施行, 现阶段重点行业“禁塑”试点工作已取得初步成效, 同时也为其他省市起到了良好的带头示范作用。截至2020年12月, 我国大陆地区所有省市及自治区升级版限塑令已全部发布完毕。

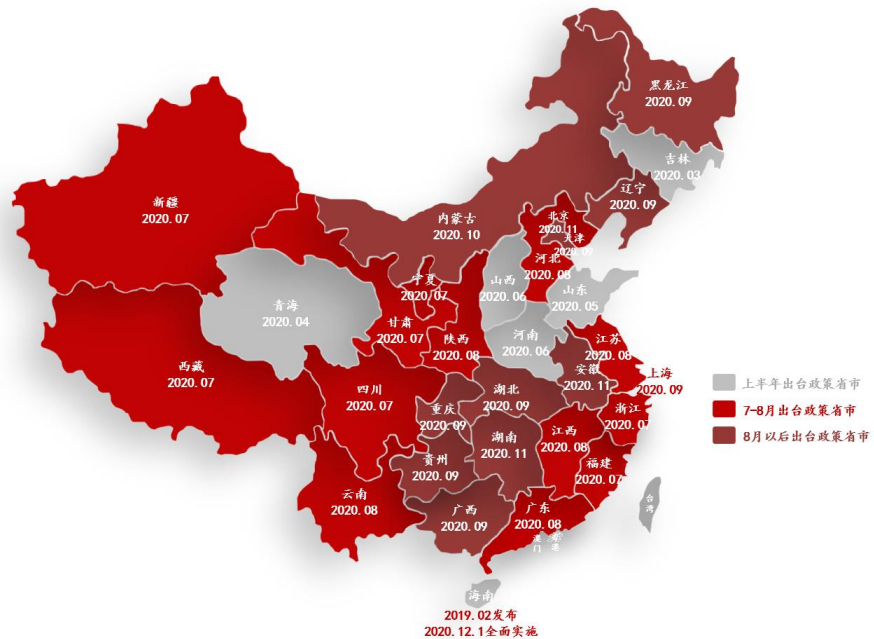
图表29: 自2020年各部门升级版限塑政策

政策名称	内容
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》 国家发改委、生态环境部 2020.1.19	到2020年, 率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。 到2022年, 一次性塑料制品消费量明显减少, 替代产品得到推广, 塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升; 在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域, 形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。 到2025年, 塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立, 多元共治体系基本形成, 替代产品开发应用水平进一步提升, 重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低, 塑料污染得到有效控制。
《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录(征求意见稿)》 国家发改委	禁止生产、销售的塑料制品: 厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋; 厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜; 以医疗废物为原材料的塑料制品; 一次性发泡塑料餐具; 一次性塑料棉签; 含塑料微珠的日化产品; 禁止、限制使用的塑料制品: 不可降解塑料袋; 不可降解一次性塑料餐

2020.4.10	具；不可降解一次性塑料吸管；宾馆酒店一次性塑料制品；快递塑料包装（不可降解塑料包装袋、不可降解一次性塑料编织袋、不可降解的塑料胶带）
农用薄膜管理办法 农业农村部等 2020.4.24	2020年9月1日起施行 总则第六条 禁止生产、销售、使用国家明令禁止或者不符合强制性国家标准的农用薄膜。鼓励和支持生产、使用 全生物降解农用薄膜 。
《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》（2020年修订） 生态环境部 2020.4.29	2020年9月1日起施行 第六十九条： 国家依法禁止、限制生产、销售和使用不可降解塑料袋等一次性塑料制品；商品零售场所开办单位、电子商务平台企业和快递企业、外卖企业应当按照国家有关规定向商务、邮政等主管部门报告塑料袋等一次性塑料制品的使用、回收情况；国家鼓励和引导减少使用、积极回收塑料袋等一次性塑料制品，推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品。 第七十条： 旅游、住宿等行业应当按照国家有关规定推行不主动提供一次性用品；机关、企业事业单位等的办公场所应当使用有利于保护环境的产产品、设备和设施，减少使用一次性办公用品。
《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》 发改委、生态环境部、工信部等九部门 2020.7.10	强调落实属地管理责任。 要求各地提高政治站位，进一步增强紧迫感和责任感，于 8月中旬前 出台 省级实施方案 ，细化分解任务，层层压实责任；督促省会城市、计划单列市、地级以上城市等结合本地实际，重点围绕2020年底阶段性目标，提出推进措施，确保如期完成目标任务。 要求对减塑重点领域落实落细工作措施。 要求各地于8月底前启动商场超市、集贸市场、餐饮行业等重点领域执法检查。中央有关部门将于年底前组织联合专项行动进行督导检查。 明确按照禁限管理细化标准把握2020年底阶段性目标任务 ，明确禁限不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、一次性塑料吸管等一次性塑料制品的政策边界和执行要求。
关于批准发布《一次性可降解餐饮具通用技术要求》等2项国家标准的公告 国家市场监督管理总局 2020.11.9	实施日期：2020.12.31 标准名称由《塑料一次性餐饮具通用技术要求》改为《一次性可降解餐饮具通用技术质量要求》；修改了分类办法，将一次性可降解餐饮具按照耐热性进行分类；修改了降解性能要求适用范围、检验方法和技术指标。 标准编号： GB/T 18006.3-2020 标准名称： 一次性可降解餐饮具通用技术要求 代替标准号： 部分代替：GB/T 18006.1-2009 2020-12-31 标准编号： GB/T 21661-2020 标准名称： 塑料购物袋 代替标准号： GB/T 21661-2008 2020-12-31
《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法（试行）》 商务部 2020.11.27	商务部负责指导全国商品零售场所开办单位、电子商务平台企业、外卖企业一次性塑料制品使用、回收情况报告工作。 商务部建立全国统一的一次性塑料制品使用、回收报告系统，及时接收、处理报告信息。 一次性塑料制品细化标准由国家相关规定予以规范， 一次性塑料制品范围根据国家相关规定动态调整。
《民航行业塑料污染治理工作计划（2021-2025年）》 民航局 2021.5.26	自 2022年起 ，一次性不可降解塑料袋、一次性不可降解塑料吸管、搅拌棒、餐/杯具、包装袋均在年旅客吞吐量200万（含）人次以上机场相关区域及国内客运航班内禁止提供， 民航直属单位实施更为积极的禁限塑举措 ，自 2021年7月起禁止主动提供上述一次性不可降解塑料制品 ，充分发挥引领作用。 2023年起实施范围将进一步扩展至全国机场及国际客运航班。 ，全国机场不可降解塑料胶带、一次性不可降解塑料雨布、缠绕膜等货物包装用品使用量大幅下降。

资料来源：各政府部门网站、万联证券研究所

图表30: 已发布升级版限塑政策省市及发布月份

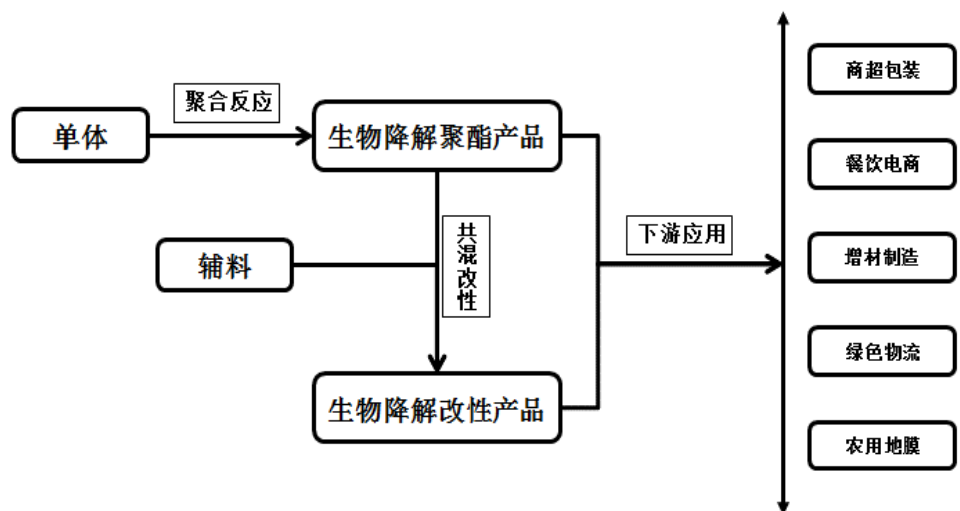


资料来源: 各省市政府部门网站、万联证券研究所

3.2 国内政策推动效果显著, 可降解塑料供求双向快速增长

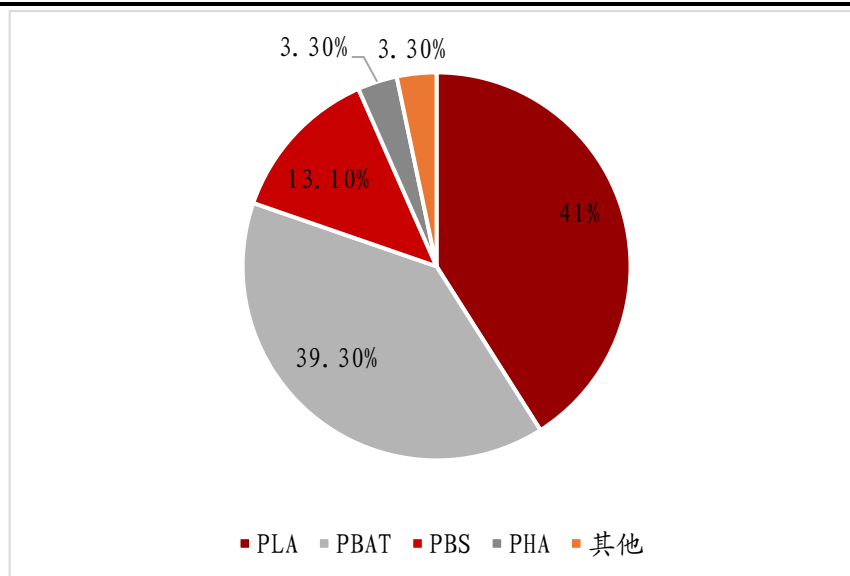
可降解塑料是指一类其制品的各项性能可满足使用要求, 在保存期内性能不变, 而使用后在自然环境条件下能降解成对环境无害的物质的塑料。它可以在相对较短的时间内自主降解成无污染的小分子, 性能与不可降解塑料相近, 是不可降解塑料的完美替代品, 可应用于商超包装、餐饮电商、农用地膜等多个领域。可降解塑料主要分为三类, 即淀粉改性塑料、光热降解塑料和生物降解塑料。第三类生物降解塑料是最优最环保的可降解塑料。其中以PLA和PBAT为主的生物降解塑料是目前可降解塑料中的主流应用。

图表31: 可降解塑料生产流程及应用



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

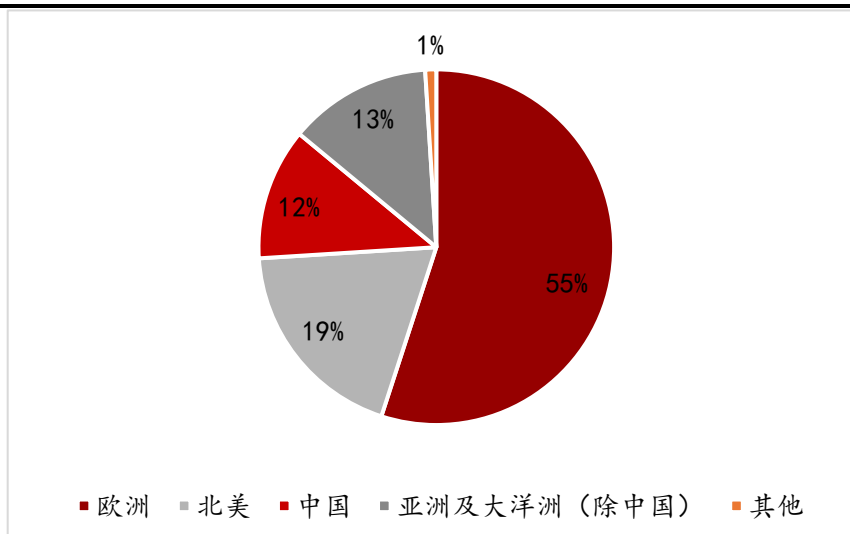
图表32: 各类合成生物降解塑料的产能占比



资料来源: 智研咨询、万联证券研究所

纵观全球限塑进程, 未来亚洲生物可降解塑料市场有望超越欧洲。从2001年起, 欧洲各国即陆续推出限塑政策, 推动了可降解塑料的发展, 近年欧、美、日等发达国家和地区相继制订和出台了有关法规, 通过局部禁用、限用、强制收集以及收取污染税等措施限制不可降解塑料的使用, 大力发展全生物降解新材料, 以保护环境、保护土壤。从全球可降解塑料需求分布情况来看, 目前欧洲可降解塑料需求最大, 占比为55%。亚洲(除中国)及大洋洲地区需求占比为13%, 我国占比则为12%。2019年至2020年, 亚洲地区多个国家发布了限塑政策, 包括中国、巴基斯坦、印度、菲律宾、泰国、阿尔及利亚等国家, 未来一段时期亚洲地区生物降解塑料需求量将快速增长, 并有望取代欧洲成为生物降解塑料最大消费市场。根据欧洲生物塑料协会2019年9月发布的最新数据显示, 截至2019年9月, 全球生物塑料年产能为211.4万吨, 其中生物降解塑料(包括PBAT、PBS、PLA、PHA、淀粉基降解塑料和其他生物降解塑料)占比为55.5%, 为117.4万吨。预计随着亚洲地区可降解塑料需求的快速增长, 全球生物降解塑料产能将在近几年实现快速扩充。

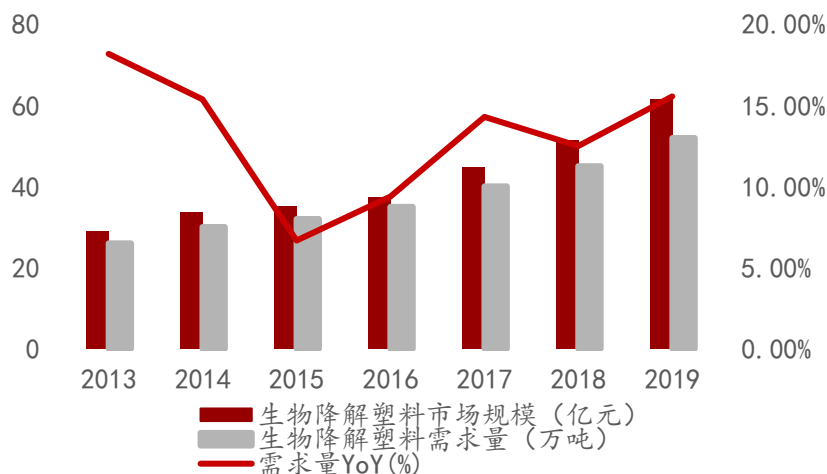
图表33: 全球各国家或地区可降解塑料需求占比



资料来源: IHS、万联证券研究所

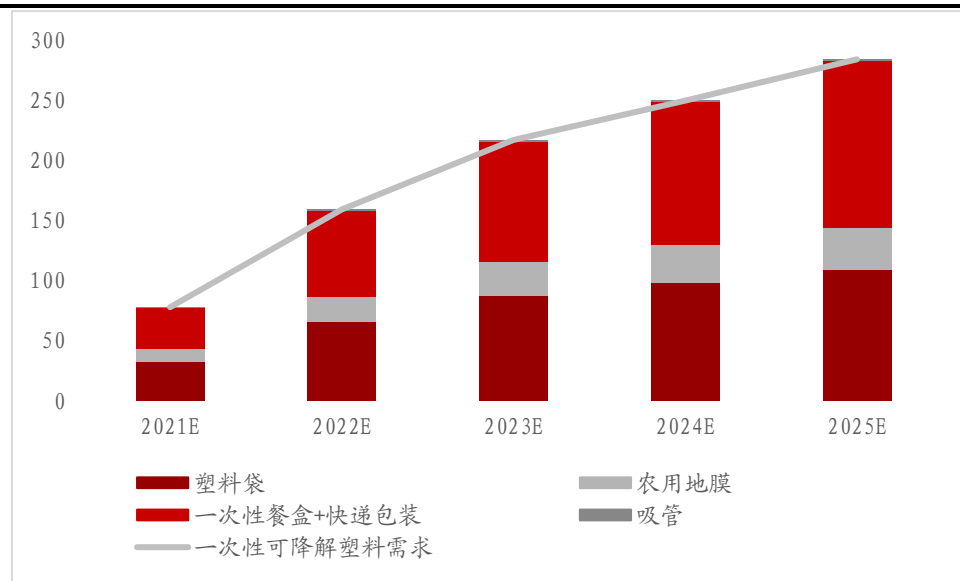
考虑到我国正处于大力推广禁塑令阶段，不可降解一次性塑料的禁用将为其替代品创造巨大的上升空间，可降解塑料或将是所有替代品中最具发展潜力的。据智研咨询数据显示，2019年我国生物降解塑料需求量为52万吨，市场规模为61.47亿元。我们预计，到2025年限塑政策执行至第三阶段时，我国可降解塑料需求量将达到284万吨，届时我国可降解塑料市场规模有望达到400亿元左右。

图表34：我国生物降解塑料市场规模及需求量



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表35：我国一次性制品可降解塑料需求量预测（万吨）



资料来源：万联证券研究所测算

国内企业积极布局可降解塑料，未来合计新增产能超百万吨。目前我国正处于限/禁塑政策推广初期，对于PLA、PBAT/PBS等主要可降解塑料的需求正快速增长，由于我国早期布局可降解塑料的企业较少，尤其PLA等产品部分需求需依赖进口，因此可降解塑料需求的爆发导致了目前市场存在显著的供不应求现象，且产品价格也位于较高水平。面对正处于开发阶段的蓝海市场，我国现已有多家企业开始布局可降解塑料产能，预计2021-2022年我国将陆续投产可降解塑料产能。同时随着国内可降解塑料技术的愈发成熟，以及规模逐渐扩张带来的降本效应，可降解塑料的生产和使用成本也将逐步下调，产品供需结构也将逐步改善。

图表36: 国内外可降解塑料主要产能分布及在建情况

可降解塑料 种类	国内/ 外	公司	现有产能 (万吨/年)	预计新增产能 (万吨/年)	投产时间
PLA	国外	美国 NatureWorks	15		
		荷兰 TotalCorboin	7.5		
		芬兰 Hycail	0.5		
		荷兰 Synbra	0.5		
	国内	安徽丰原	3	30	2021 年 10 月底
				30	2022 年 10 月底
		浙江海正	4.5	5	2030 年
		金丹科技		1	
		金发科技		3	2021 年 第四季度
		马鞍山同杰良	1		
		吉林中粮	1		
		新疆望京龙		10	2022 年 12 月
		山东同邦		20	
		会通股份		5	
				30	
		浙江友诚		20	
PBAT/PBS	国外	意大利 Novamont	10		
		巴斯夫	7.4	3	2022 年
	国内	金发科技	13.1	18	后续根据市场情况 推进投产
		新疆蓝山屯河	12		
		瑞丰高材		6	2021.9
				6	2022.3
		万华化学		6	2022 年
		彤程新材		6 (与巴斯夫合作)	
		宇能新源		6	2021 年底
		道恩股份		12	2022 年
		新疆天业、 东华科技		50	一期 10 万吨 2022 年投产
		金丹科技		6	2022.9
		恒力石化	3.3	90	2022 年中期
		联创化工		36	
		长鸿高科 60 万吨 PBAT/PBS/PBT 灵 活柔性生产项目		一期 10	2021.7
				二期 18	建设周期 9 个月
		惠州博科 环保新材料		6	2022 年底
		华阳集团		20	

			30	
			10 PBAT	
		广安宏源科技	20 PBAT 20 PBS	
		旭阳集团	6	
		华峰集团	60	
		三房巷	12	
		同德化工	12	2022. 12
		内蒙古华恒	6	
		阳煤化工	6 PBAT	2022. 3
			1 PBAT 改性	
		湖北宜化	6	

资料来源：公司公告、公司官方网站、链塑网、万联证券研究所

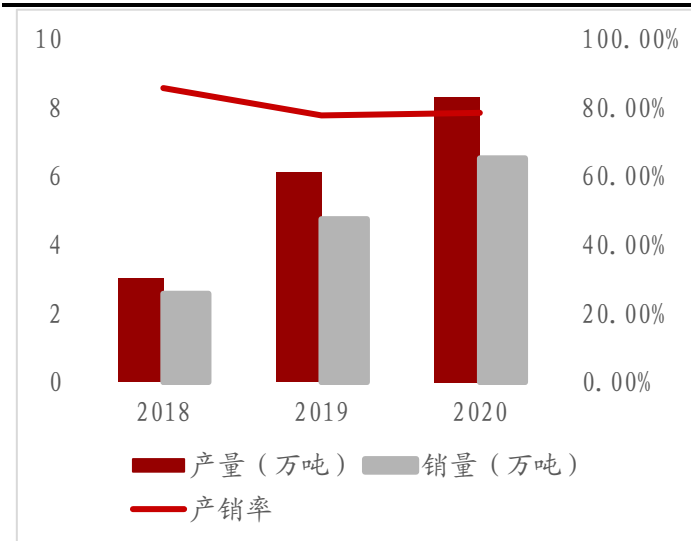
3.3 公司可降解塑料销量随限塑令落地实现显著增长

公司是国内最早布局可降解塑料的企业之一。金发科技于2001年成立完全生物降解塑料项目部，2011年子公司珠海万通化工完全生物降解塑料聚酯（PBSA，丁二酸丁二醇酯-己二酸丁二醇酯共聚物）装置投产，年产能为3万吨。此后在此基础上，公司又陆续成功开发了Flex系列、Bio系列、AFR系列等三大系列完全生物降解高性能塑料产品，涵盖了完全生物降解、生物基等不同市场需求的产品。目前公司已完整掌握可降解塑料的共聚酯合成、反应挤出、合金化改性及终端应用的核心技术，能够很好的满足国内外市场客户应用端的差异化需求，是全球全降解塑料领域产品最为齐全的企业之一。

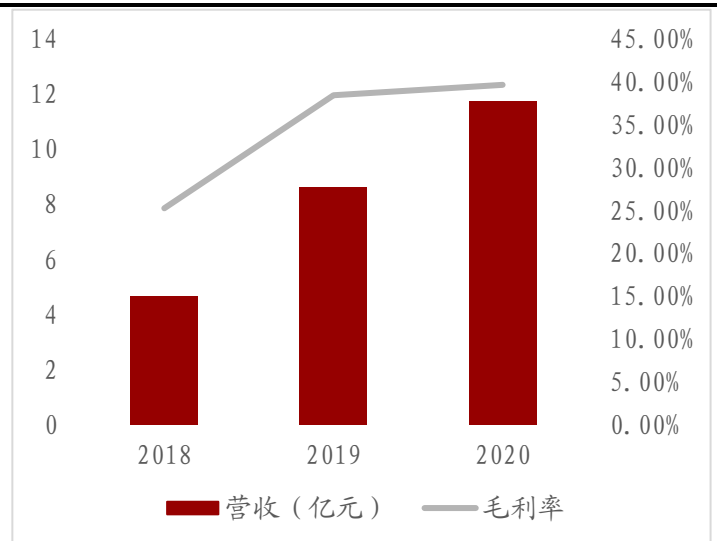
随国内限塑令落地持续扩产，板块发展潜力十足。公司现有PBAT设计产能13.1万吨/年，并具有对应的改性生产线，另有18万吨/年产能将根据市场需求推进投产；同时公司有PLA在建产能3万吨/年预计2021年第四季度投产。2020年公司完全生物降解塑料产量8.31万吨，同比增长36%；产能利用率高达117%；销量为6.52万吨，同比增长37.26%；产销率同比增长1pct。实现营业收入11.73亿元，同比增长35.92%。我国限塑令的落地使公司可降解产品业绩实现了快速增长。目前国内生物降解塑料迎来黄金时期，金发科技作为早早布局的企业，技术实力及生产实力均在国内同行企业中处于领先地位，未来随着新增产能和产品的投产，可降解塑料业务将会为公司创造更多利润，也将成为公司各项业务中最有看点和发展潜力的一部分。

图表37：完全生物可降解塑料产量、销量及产销率

图表38：完全生物降解塑料营收及毛利率



资料来源：公司公告、万联证券研究所



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4 加码布局医疗健康领域，形成全新业绩增长点

危情之下组建专业技术团队改线生产医疗健康产品，品类丰富产能快速提升。在2020年新冠疫情在全球大面积爆发，医疗物资紧缺的背景下，公司基于其在高分子及改性塑料领域的技术实力，组建了一支高水平技术团队开始生产熔喷布等医疗耗材及其原材料产品，并延伸到了口罩、防护服、防护面罩、干湿消毒巾等等医疗健康产品，现各项产品日均产能情况为：熔喷布100吨/天，平面口罩3500万片/天，立体口罩1000万片/天，防护服2万件/天，手术衣和隔离衣5万件/天。

产品品质获权威认证，出口多国形成全新利润增长点。熔喷布方面，公司凭借自身研发优势成功开发了多种标准要求的高性能熔喷布产品；口罩等防护产品方面，公司产品已取得国内、欧盟以及美国市场专业认证。2020年，公司医疗健康产品销往了全球6大洲共30余个国家和地区，共计实现销售收入27.10亿元，板块整体毛利率高达76.06%，其中口罩更是销量达到了22.45亿只之高。可见医疗健康板块成为了公司营收、盈利的全新增长点。

拓展建设医用丁腈手套生产线，打造全系列医疗健康产品线。从公司过去整体业务版图及产业布局来看，拓展医疗健康板块业务源自偶然，为延续这一偶然带来的机遇，使医疗健康板块形成可持续的收入，公司现正在现有医疗产品结构的基础上，扩建年产400亿只丁腈手套共计96条生产线，2021年一季度内其中16条生产线已实现投产，并力争于2021年年末实现96条产线的全部投产及规模化销售。以投产后手套售价0.6元/只，产能利用率50%进行保守估计，则丁腈手套未来有望为公司营收带来超百亿元的增长。

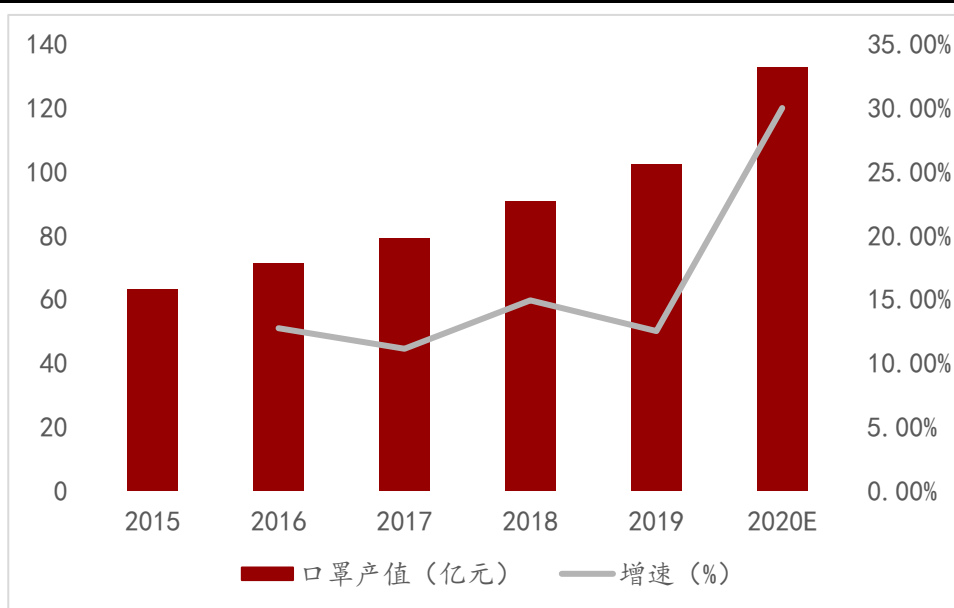
海外疫情形势依旧严峻，医疗健康板块短期维持高收入趋势明确。2021年国内疫情已得到有效控制，医疗物资紧缺程度明显缓解。但与此同时海外欧美国家疫情依旧十分严峻，临近国家印度疫情也在2021年再度爆发，整体来看海外国家依旧对抗疫物资有较大需求。公司在印度、美国、欧洲以及马来西亚均设有生产基地，有助于医疗健康产品在海外展开销售。因此2021年公司医疗健康板块整体维持相对较高收入及盈利水平这一趋势是较为明确的。

社会卫生健康意识提升，看好医疗健康板块长期发展。目前市场对于疫情过后公司口

罩、手套等产品销售收入的可持续性存在一定质疑声音。对此我们的观点是，疫情后医疗健康板块依旧能够为公司贡献可观的销售收入，但板块毛利率存在下滑可能。具体原因包括以下几点：

- 首先是口罩方面，从我国口罩产值变化趋势来看，疫情之前我国口罩年产值增速便多年维持在12%以上，说明国内市场对于口罩的需求是持续增长的，尽管2020年受疫情影响而快速拉升的口罩产值增速难以维持，但回归理性后的口罩发展趋势依旧是向上的，叠加公司口罩产品质量或多方认证销路广泛，因此我们认为在疫情过后公司口罩订单量有望先回归至较疫情期间较低的水平，并在此基础上保持平稳增长。

图表39：2015-2020年中国口罩行业产值情况

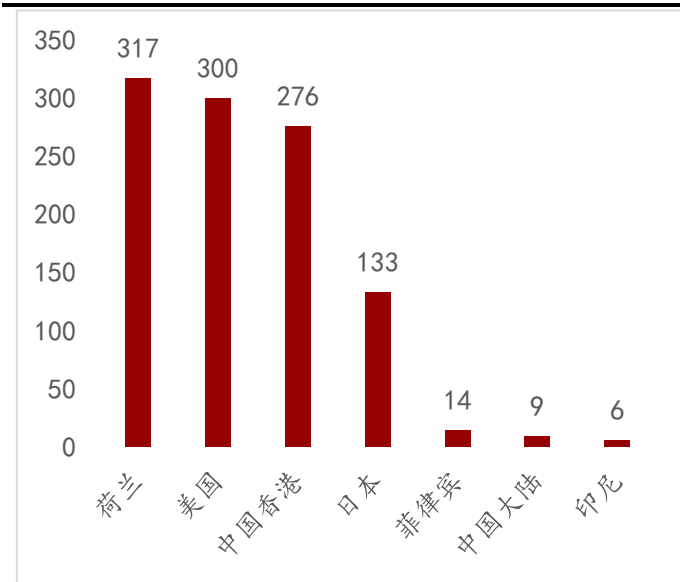


资料来源：国家及各省市地区卫健委、前瞻产业研究院、万联证券研究所

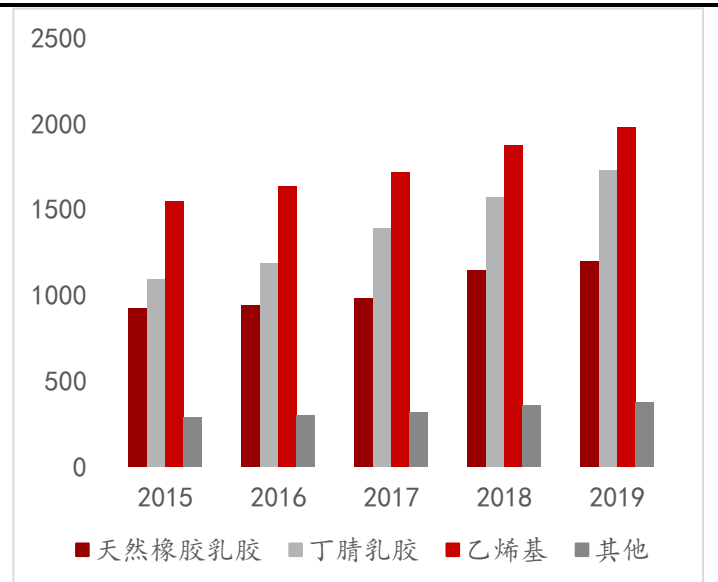
- 其次是公司在建产能丁腈手套方面，从主要国家及地区手套人均消费量来看，我国大陆地区人均消费量处于较低水平，与发达国家相比仍有较大提升空间，本次大范围爆发的公共卫生事件让我国居民对于日常卫生健康意识得到显著提升，对于手套的消费和需求量也将随之提高。而公司所生产的丁腈手套销量仅次于乙烯基（PE）手套，系各材质手套中需求增速最快的，年增速维持在10%以上，即使是在疫情之后也具备充足的发展潜力。公司此次建设年产能高达400亿只，待产品在市场铺开并取得质量认证，将长期为公司贡献销售收入并成为医疗健康板块主要收入来源，但由于丁腈手套盈利水平不及口罩、熔喷布等其他防疫物资，因此我们认为随着防疫产品市场价格回归理性以及公司手套产品的陆续投产，医疗健康板块的盈利水平存在下滑可能。

图表40：2020年主要国家及地区人均手套消费量（双/人/年）

图表41：全球各材质手套销量（亿双）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

- 最后，公司现阶段也已为医疗健康板块的后续发展做出了诸多努力。在积极扩产之余，公司医疗器械产品灭菌中心已经建设完成，可对一、二、三类医疗器械进行无菌处理，有助于公司进一步完善医用无菌体系认证。公司同时计划持续丰富医疗健康产品种类，继续开拓欧洲、北美以及东南亚市场，打造出金发医疗健康自主品牌。

5 公司市场估值分析

考虑到近几年内公司主营业务及业绩增长将主要集中在改性塑料及可降解塑料和医疗健康板块，因此我们从两大方向中共选取了5只可比标的：瑞丰高材、道恩股份、金丹科技、英科医疗和蓝帆医疗与公司进行估值对比。可以发现，改性塑料及可降解塑料板块可比公司PE（TTM）均值为39.58，医疗健康板块可比公司PE（TTM）均值为4.83。目前金发科技的PE（TTM）10.03。而公司作为改性塑料龙头企业以及最早布局可降解塑料的企业之一，同时在碳纤维、LCP等高端新材料领域有所布局，因此我们认为公司估值还有一定增长空间。

图表42：可比公司估值情况（截至6月11日）

所属板块	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2021Q1EPS	PE (TTM)
改性塑料、 可降解塑料	300243.SZ	瑞丰高材	29.53	0.14	27.99
	002838.SZ	道恩股份	74.87	0.17	8.75
	300829.SZ	金丹科技	90.36	0.25	81.99
		均值			39.58
医疗健康	300677.SZ	英科医疗	364.77	10.86	3.44
	002382.SZ	蓝帆医疗	207.40	1.69	6.22
		均值			4.83
	600143.SH	金发科技	2.45	0.30	10.03

资料来源：WIND，万联证券研究所

6 盈利预测及假设

我们对公司2021-2023年主营业务收入假设如下

改性塑料产品：公司主营产品改性塑料多个厂区2021年有少量新增产能陆续投产，环保高性能塑料也将在2021-2022年陆续有产能投产。预计2021-2023年公司改性塑料板块营收增速为18.82%/1.77%/3.10%。

新材料产品：板块内可降解塑料正处于行业快速发展阶段，公司PBAT等产品持续有扩产扩建计划；特种工程塑料部分LCP、高温尼龙及PA10T/PA6T将陆续投产/扩产，高性能碳纤维及复合材料方面经营情况也正持续改善。我们预计公司2021-2023年合成新材料产品板块营收增速将分别为75.01%/35.38%/17.51%。

绿色石化产品：考虑到公司从事绿色石化板块业务子公司宁波金发盈利能力正持续改善，且公司正不断优化生产工艺，优化板块生产销售结构，同时“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”建设顺利，我们预计2021-2023年公司绿色石化板块营收增速分别为24.13%/3.75%/18.39%。

医疗健康产品：在公司已有熔喷布、口罩、防护服等防疫产品的基础上，公司还有在建年产400亿只医用手套产能，将在2021年二季度起陆续投产，公司预计于2021年末完成所有手套产线建设，我们预计2021-2023年公司医疗健康板块营收增速分别为66.05%/98.00%/40.73%。

贸易品：预计贸易品板块营收及盈利水平2021-2023年保持相对稳定水平。预计2021-2023年公司贸易品部分增速分别为5.0%/5.0%/5.0%。

图表43：公司未来3年营收预测

(单位：亿元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
货币类型	CNY			
改性塑料产品				
营业收入	204.08	242.50	246.79	254.44
营收增速	17.09%	18.82%	1.77%	3.10%
毛利率(%)	26.17%	22.24%	22.69%	23.14%
新材料产品				
营业收入	17.56	30.73	41.61	48.89
营收增速	36.46%	75.01%	35.38%	17.51%
毛利率(%)	39.66%	37.72%	38.37%	38.15%
绿色石化产品				
营业收入	47.95	59.52	61.75	73.11
营收增速	16.93%	24.13%	3.75%	18.39%
毛利率(%)	14.61%	15.34%	15.10%	15.18%
医疗健康产品				
营业收入	27.10	45.00	89.10	125.39
营收增速	-	66.05%	98.00%	40.73%
毛利率(%)	76.06%	52.00%	36.53%	32.64%

贸易品				
营业收入	49.68	52.16	54.77	57.51
营收增速	-20.09%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	3.28%	3.00%	3.00%	3.00%
总计				
营业收入	346.37	429.91	494.02	559.33
同比增长	19.72%	24.12%	14.91%	13.22%
毛利率(%)	23.86%	23.17%	23.37%	23.47%

资料来源: WIND、万联证券研究所

基于公司的产业布局以及对公司各项业务板块行业景气度,我们预计公司2021-2023年营业收入分别为429.91/494.02/559.33亿元,归母净利润分别为53.25/61.67/71.08亿元, EPS分别为2.07/2.40/2.76,对应2021年6月18日20.50的收盘价的P/E分别为9.91/8.56/7.42。首次覆盖,给予“买入”评级。

7 风险提示

原材料价格波动风险; PLA及其他新材料产品产线建设进度不及预期风险、丁腈手套及其他医疗产品需求不及预期风险。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35061	42991	49402	55933
%同比增速	20%	23%	15%	13%
营业成本	26025	33028	37854	42805
毛利	9036	9963	11547	13128
%营业收入	26%	23%	23%	23%
税金及附加	211	236	279	316
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	637	915	1018	1142
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	1124	1204	1446	1639
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	1439	1720	1993	2257
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	576	253	243	206
%营业收入	2%	1%	0%	0%
资产减值损失	-21	0	0	0
信用减值损失	-34	0	0	0
其他收益	244	341	366	420
投资收益	32	45	56	60
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-8	0	0	0
资产处置收益	-3	0	-2	-2
营业利润	5261	6021	6989	8046
%营业收入	15%	14%	14%	14%
营业外收支	-58	0	0	0
利润总额	5204	6021	6989	8046
%营业收入	15%	14%	14%	14%
所得税费用	594	654	772	884
净利润	4609	5367	6217	7162
%营业收入	13%	12%	13%	13%
归属于母公司的净利润	4588	5325	6167	7108
%同比增速	269%	16%	16%	15%
少数股东损益	22	42	50	53
EPS（元/股）	1.78	2.07	2.40	2.76

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.78	2.07	2.40	2.76
BVPS	5.77	7.84	10.23	12.99
PE	11.50	9.91	8.56	7.42
PEG	0.04	0.62	0.54	0.49
PB	3.55	2.62	2.00	1.58
EV/EBITDA	7.31	7.82	6.72	5.61
ROE	31%	26%	23%	21%
ROIC	20%	17%	17%	16%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3871	2781	5908	10180
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4160	6301	6587	7431
存货	3998	6088	5582	5681
预付款项	369	509	568	648
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2268	2381	2364	2397
流动资产合计	14666	18060	21009	26338
长期股权投资	1577	1577	1577	1577
固定资产	10898	13439	15432	17258
在建工程	1259	1720	2200	2709
无形资产	2444	3017	3469	3912
商誉	320	320	320	320
递延所得税资产	186	186	186	186
其他非流动资产	1104	1115	1111	1108
资产总计	32455	39433	45305	53408
短期借款	2610	2612	2618	2625
应付票据及应付账款	4213	4927	4969	5596
预收账款	0	0	0	0
合同负债	423	826	379	428
应付职工薪酬	333	378	450	503
应交税费	295	645	566	679
其他流动负债	4340	4438	4504	4605
流动负债合计	9603	11214	10868	11810
长期借款	6213	6213	6213	6213
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	196	196	196	196
其他非流动负债	1426	1426	1426	1426
负债合计	17439	19050	18704	19646
归属于母公司的所有者权益	14842	20167	26334	33443
少数股东权益	174	216	267	320
股东权益	15016	20384	26601	33762
负债及股东权益	32455	39433	45305	53408

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	6217	4518	7928	8865
投资	-36	0	0	0
资本性支出	-2814	-5368	-4589	-4386
其他	54	30	56	60
投资活动现金流净额	-2796	-5338	-4533	-4327
债权融资	0	0	0	0
股权融资	9	0	0	0
银行贷款增加（减少）	10161	2	6	7
筹资成本	-810	-273	-273	-273
其他	-11774	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2414	-271	-267	-266
现金净流量	931	-1090	3128	4272

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场