

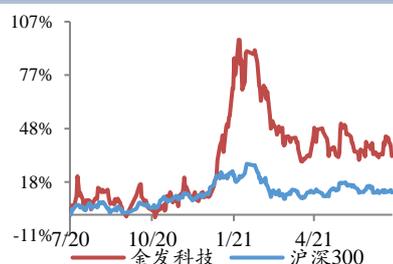
收购宝来新材料 51% 股权，强化塑料领域话语权

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-25

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 19.95 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 29.65/14.83 |
| 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） | 513 |
| 流通市值（亿元） | 513 |

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

联系人：王鹏

执业证书号：S0010121020019

电话：18810636601

邮箱：wangpeng@hazq.com

相关报告

1. 量价齐升，业绩大增，多项目助力公司成长 2021-04-28
2. 改性塑料平台公司逐步兑现，可降解塑料市场大展拳脚 2021-03-30
3. 净利润大幅增长，医疗健康业务带来新增量 2020-09-25

主要观点：

● 事件描述：

7月25日，公司发布关于受让辽宁宝来新材料有限公司部分认缴出资权及增资的公告。

● 收购完成后，公司将以 51% 股权控股宝来新材料

宝来新材料由宝来集团于 2020 年 1 月 20 日发起设立。

本次收购前，宝来新材料注册资本为 32.1 亿元。其中宝来集团认缴注册资本 29.1 亿元，股权比例 90.65%；盘锦鑫海认缴注册资本 3 亿元，股权比例 9.35%。

本次收购完成后，宝来新材料注册资本增加至 36.8 亿元。其中金发科技出资额 18.8 亿元，股权比例 51.09%；宝来集团出资额 15 亿元，股权比例 40.76%；盘锦鑫海认缴金额 3 亿元，股权比例 8.15%。

图表 1 宝来新材料增资前后股东和股权结构变化

| | 增资前 | | 增资后 | | |
|----------|-------|------|-------|-------|------|
| | 宝来集团 | 盘锦鑫海 | 金发科技 | 宝来集团 | 盘锦鑫海 |
| 注册资本（亿元） | 32.1 | | 36.8 | | |
| 股东名称 | 宝来集团 | 盘锦鑫海 | 金发科技 | 宝来集团 | 盘锦鑫海 |
| 股权比例（%） | 90.65 | 9.35 | 51.09 | 40.76 | 8.15 |

资料来源：wind，华安证券研究所

● 布局 ABS 一体化产业链，强化公司塑料领域话语权

宝来新材料在建 60 万吨/年 ABS 及其配套装置项目，于 2020 年 6 月 15 日开工建设，计划建设期 2 年。

图表 2 宝来新材料在建项目情况

| 项目 | 装置 |
|----------------------------|--------------------------|
| 宝来新材料年产 60 万吨 ABS 及其配套装置项目 | 60 万吨/年 ABS 装置 |
| | 60 万吨/年丙烷脱氢（PDH）装置 |
| | 26 万吨/年丙烯腈（AN）装置 |
| | 10 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）装置及配套 |
| | 配套项目 |

资料来源：wind，华安证券研究所

根据在建项目设计方案，ABS、丙烯腈、MMA 等装置拟采用中石油等国内先进技术，PDH 装置拟采用 Lummus 技术。ABS 乳液接枝本体 SAN 掺混法生产工艺较为灵活，通过局部工艺技术的改进和工艺配方的优化，可以实现整个装置的产能和品质升级。

项目实现从丙烷脱氢-丙烯腈-ABS 的一体化产业链。另外苯乙烯、丁二烯、

蒸汽等由宝来集团下属的宝来利安德巴塞尔石化有限公司“隔墙”供应，仓储运输服务由宝来集团下属的辽宁海航实业有限公司提供，其他公用工程以及辅助设施由宝来集团或其下属公司提供，具体由各方以公平市场价格原则，另行签订协议约定。

ABS 具有耐冲击、耐热、耐低温、耐化学品、易加工成型和光泽性好等优异的综合性能，广泛应用于汽车、电子、家用电器等行业。2020 年国内 ABS 产能 425 万吨/年，表观消费量 525 万吨/年，国内市场供不应求，具有良好的市场前景。

ABS 作为五大通用塑料之一，与公司改性塑料的主要产品应用领域互相补充，可以进一步增强公司在塑料领域的市场占有率和话语权。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 45.41、55.13、69.55 亿元，同比增速为-1%、21.4%、26.2%。对应 PE 分别为 11.48、9.46、7.5 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

原料和产品价格大幅波动、在建项目进度和产能投放不及预期、下游需求放缓等。

● 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 | 4541 | 5513 | 6955 |
| 净利润同比 (%) | 268.6% | -1.0% | 21.4% | 26.2% |
| 毛利率 (%) | 25.8% | 23.5% | 23.8% | 23.9% |
| ROE (%) | 30.9% | 23.4% | 22.1% | 21.8% |
| 每股收益 (元) | 1.78 | 1.76 | 2.14 | 2.70 |
| P/E | 9.62 | 11.48 | 9.46 | 7.50 |
| P/B | 2.97 | 2.69 | 2.09 | 1.64 |
| EV/EBITDA | 7.31 | 7.98 | 7.16 | 5.91 |

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 | 12015 | 12988 | 16161 | 营业收入 | 35061 | 38203 | 44355 | 54331 |
| 现金 | 3871 | 1762 | 2490 | 5300 | 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 | 215 | 41 |
| 其他流动资产 | 2209 | 2219 | 2219 | 2219 | 资产减值损失 | -21 | -2 | 0 | -1 |
| 非流动资产 | 17789 | 22652 | 26302 | 29387 | 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 | 14531 | 17223 | 19297 | 营业利润 | 5261 | 5132 | 6250 | 7896 |
| 无形资产 | 2444 | 3259 | 3809 | 4316 | 营业外收入 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 2869 | 3285 | 3693 | 4196 | 营业外支出 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 32455 | 34668 | 39290 | 45548 | 利润总额 | 5204 | 5132 | 6250 | 7896 |
| 流动负债 | 9603 | 7199 | 6221 | 5421 | 所得税 | 594 | 515 | 650 | 838 |
| 短期借款 | 2610 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 4609 | 4617 | 5600 | 7058 |
| 应付账款 | 2936 | 2000 | 2800 | 2000 | 少数股东损益 | 22 | 77 | 87 | 103 |
| 其他流动负债 | 4057 | 5199 | 3421 | 3421 | 归属母公司净利润 | 4588 | 4541 | 5513 | 6955 |
| 非流动负债 | 7836 | 7836 | 7836 | 7836 | EBITDA | 6881 | 7255 | 7979 | 9185 |
| 长期借款 | 6213 | 6213 | 6213 | 6213 | EPS (元) | 1.78 | 1.76 | 2.14 | 2.70 |
| 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 | 338 | 441 | | | | | |
| 股本 | 2574 | 2574 | 2574 | 2574 | | | | | |
| 资本公积 | 2903 | 2903 | 2903 | 2903 | | | | | |
| 留存收益 | 9365 | 13906 | 19419 | 26373 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 14842 | 19383 | 24895 | 31850 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 32455 | 34668 | 39290 | 45548 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 6217 | 7895 | 6624 | 7941 |
| 净利润 | 4588 | 4541 | 5513 | 6955 |
| 折旧摊销 | 1255 | 2063 | 1864 | 1665 |
| 财务费用 | 420 | 500 | 435 | 435 |
| 投资损失 | -32 | -33 | -54 | -54 |
| 营运资金变动 | -232 | 748 | -1222 | -1164 |
| 其他经营现金流 | 5037 | 3870 | 6823 | 8223 |
| 投资活动现金流 | -2796 | -6894 | -5461 | -4697 |
| 资本支出 | -2814 | -6927 | -5515 | -4751 |
| 长期投资 | -36 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 54 | 33 | 54 | 54 |
| 筹资活动现金流 | -2414 | -3110 | -435 | -435 |
| 短期借款 | -4325 | -2610 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 1188 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 721 | -500 | -435 | -435 |
| 现金净增加额 | 931 | -2109 | 728 | 2809 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 19.7% | 9.0% | 16.1% | 22.5% |
| 营业利润 | 273.0% | -2.5% | 21.8% | 26.3% |
| 归属于母公司净利润 | 268.6% | -1.0% | 21.4% | 26.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 25.8% | 23.5% | 23.8% | 23.9% |
| 净利率 (%) | 13.1% | 11.9% | 12.4% | 12.8% |
| ROE (%) | 30.9% | 23.4% | 22.1% | 21.8% |
| ROIC (%) | 19.8% | 17.2% | 16.7% | 16.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 53.7% | 43.4% | 35.8% | 29.1% |
| 净负债比率 (%) | 116.1% | 76.6% | 55.7% | 41.1% |
| 流动比率 | 1.53 | 1.67 | 2.09 | 2.98 |
| 速动比率 | 1.07 | 1.08 | 1.36 | 2.08 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.08 | 1.10 | 1.13 | 1.19 |
| 应收账款周转率 | 8.51 | 10.44 | 12.12 | 14.84 |
| 应付账款周转率 | 8.87 | 14.61 | 12.07 | 20.67 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.78 | 1.76 | 2.14 | 2.70 |
| 每股经营现金流 | 2.42 | 3.07 | 2.57 | 3.09 |
| 每股净资产 | 5.77 | 7.53 | 9.67 | 12.38 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 9.62 | 11.48 | 9.46 | 7.50 |
| P/B | 2.97 | 2.69 | 2.09 | 1.64 |
| EV/EBITDA | 7.31 | 7.98 | 7.16 | 5.91 |

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, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 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。

联系人: 王鹏, 天津大学化工硕士、应用化学学士, 4 年能源化工央企工作经历, 多次担任项目投资评估及市场研究负责人。

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。