

2022年10月28日

# 光华股份 (001333.SZ)

## 投资要点

- ◆ **下周二 (11月1日) 有一家主板上市公司“光华股份”询价。**
- ◆ **光华股份 (001333) :** 公司长期专注于粉末涂料用聚酯树脂的研发、生产和销售；产品广泛用于建材、一般工业、家电、家具、汽车、3C 产品等各个领域。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 7.38 亿元/8.39 亿元/13.14 亿元，YOY 依次为 7.85%/13.70%/56.60%，三年营业收入的年复合增速 24.30%；实现归母净利润 0.92 亿元/1.07 亿元/1.63 亿元，YOY 依次为 120.67%/16.95%/51.63%，三年归母净利润的年复合增速 57.58%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 6.73 亿元，同比增长 7.57%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比下降 20.09%。根据初步预测，2022 年 1-9 月公司预计实现归母净利润 0.97 亿元至 1.08 亿元，较上年同期下降 15.50% 至 24.11%。
- ① **投资亮点：** 1、公司是粉末涂料用聚酯树脂领域的龙头企业之一，具有较强的规模化生产能力，有望受益于国家环保政策的持续推进与“漆改粉”的加速推广。截至目前，公司已拥有 180 多个聚酯树脂产品型号，可满足下游对耐候、防腐、装饰等差异化需求；同时，公司是国内具备万吨以上的规模化生产能力的三大厂商之一，报告期内公司聚酯树脂销量分别为 7.11 万吨、9.66 万吨及 10.55 万吨，连续多年位居全行业第二，并于 2020 年公司实现 10.60% 的市场份额。从行业情况来看，主要由聚酯树脂制得的粉末涂料相较于普通溶剂型涂料及水性涂料具有无污染、利用率高、能耗低、不含有机溶剂等优点；2021 年 12 月国务院发布《“十四五”节能减排综合工作方案》，明确要求到 2025 年，溶剂型工业涂料使用比例降低 20%，为粉末涂料的发展带来机遇。公司作为国内粉末涂料用聚酯树脂头部供应商之一，未来将有望受益于规模效应下行业集中度的强化，以及环保政策助推下粉末涂料的渗透加速。2、公司拥有长期稳定的优质客户资源，为新增产能的消化奠定了良好基础。公司自 2014 年设立以来，依托产品技术等多方面的综合优势，陆续与阿克苏诺贝尔、佐敦涂料、千江高新等国内外知名粉末涂料生产厂商建立了长期稳定的业务联系，合作年限基本在 5 年以上。当前下游的粉末涂料行业正处于快速发展期，对于核心原材料聚酯树脂的需求量逐步提升；报告期内，公司的产能利用率达 100% 以上，产销量也均超过 95%，聚酯树脂产品已处于相对饱和的状态。在此背景下，公司拟投资 4.26 亿元建设“年产 12 万吨粉末涂料用聚酯树脂建设项目”，将原有的 9.90 万吨产能增加至 21.90 万吨；该募投项目现已提前建设，截至 2022 年 6 月末，相关在建工程金额为 1.65 亿元，预计新增产能的释放将助推公司业绩向好。
- ② **同行业上市公司对比：** 公司专注于粉末涂料专用聚酯树脂系列产品；根据主营结构的相似性，选取神剑股份为光华股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年神剑股份的收入规模为 25.91 亿元、可比 PE-TTM 为 111.16X、销售毛利率为 15.04%。相较而言，公司的营收规模虽低于可比公司，但盈利能力优于可比公司；双方可能存在较大差异性，可比性较为有限。
- ◆ **风险提示：** 已经开启动询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风

## 新股覆盖研究

### 股价

#### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	96.00
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.78	6.38	3.06
绝对收益	-6.84	-18.98	-34.65

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.cn

#### 相关报告



险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

### 公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	737.7	838.8	1,313.5
同比增长(%)	7.85	13.70	56.60
营业利润(百万元)	102.6	121.3	182.2
同比增长(%)	132.13	18.19	50.24
净利润(百万元)	91.7	107.3	162.6
同比增长(%)	120.67	16.95	51.63
每股收益(元)	1.05	1.12	1.69

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、光华股份 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	6
(四) 募投项目投入 .....	6
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	7
(六) 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 2014-2020 年中国主要涂料品种总产量及粉末涂料市场情况 .....	5
图 6: 2013-2020 年我国粉末涂料用聚酯树脂、环氧树脂市场情况 .....	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	7
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	7

## 一、光华股份

公司长期专注于粉末涂料用聚酯树脂的研发、生产和销售。聚酯树脂是粉末涂料的主要原材料，粉末涂料是一种环境友好型涂料，与普通溶剂型涂料及水性涂料不同，具有无污染、利用率高、能耗低、不含有毒溶剂等优点，已广泛用于建材、一般工业、家电、家具、汽车、3C产品等各个领域。

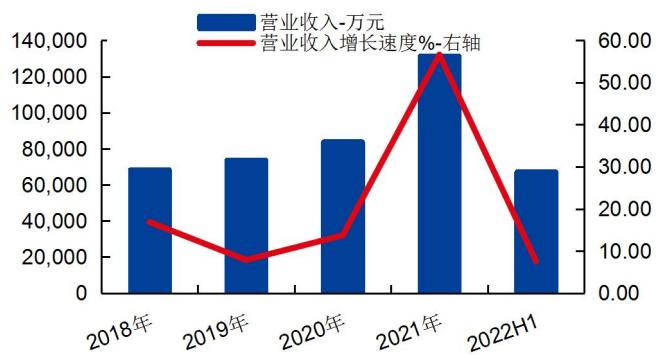
经过多年经营的积累和持续的市场拓展，公司建立了辐射全国的营销网络体系，已与阿克苏诺贝尔、千江高新、广东睿智、老虎涂料、佐敦涂料、PPG等国内外专业粉末涂料生产商建立了长期稳定的合作关系，公司产品已销往东南亚、欧洲、美洲、非洲等多个国家。

### (一) 基本财务状况

公司2019-2021年分别实现营业收入7.38亿元/8.39亿元/13.14亿元，YOY依次为7.85%/13.70%/56.60%，三年营业收入的年复合增速24.30%；实现归母净利润0.92亿元/1.07亿元/1.63亿元，YOY依次为120.67%/16.95%/51.63%，三年归母净利润的年复合增速57.58%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入6.73亿元，同比增长7.57%；实现归母净利润0.72亿元，同比下降20.09%。

2021年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为户外型聚酯树脂（11.13亿元，87.95%），户内型聚酯树脂（1.52亿元，12.05%）。报告期内，户外型聚酯树脂产品始终为公司的核心产品及首要收入来源，其销售收入占比维持在75%以上；整体来看，公司的业务结构并未发生重大改变。

图1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

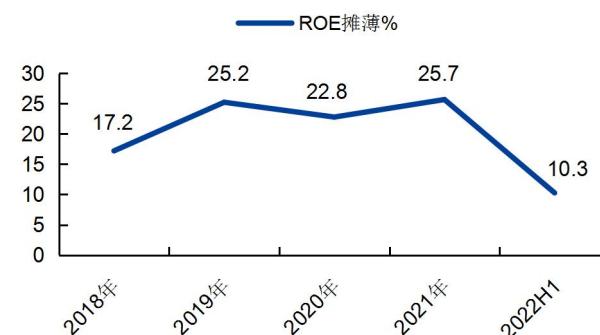
图2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

**图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化**


资料来源: wind, 华金证券研究所

**图 4: 公司 ROE 变化**


资料来源: wind, 华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司主营业务为粉末涂料用聚酯树脂的研发、生产和销售；根据业务类型，公司归属于聚酯树脂细分行业。

聚酯树脂是生产粉末涂料的主要原材料，其性能直接决定了粉末涂料的性能品质，可分为：纯环氧型、环氧/聚酯混合型、纯聚酯型。我国混合型和纯聚酯粉末涂料体系起步较晚，20世纪80年代初，海外聚酯粉末体系开始进入中国，国内企业开始了解、消化、发展这项技术，工业化生产开始起步。90年代至2000年以后，随着海外企业在中国投资建厂，及下游行业对聚酯树脂质量要求的提高，我国聚酯树脂行业进入快速发展期，形成了一批如中法实业、神剑股份等聚酯树脂年产量达万吨级的中国企业。

行业从国内需求端来看，聚酯树脂生产行业的发展状况受粉末涂料行业的发展情况及发展趋势所决定。2017年至2020年，我国热固性粉末涂料销量分别为160.50万吨、176万吨、192万吨、212万吨，年复合增长率达9.72%，中国涂料工业协会《中国粉末涂料涂装产业白皮书2022》预计2022-2026年，中国粉末涂料市场增速仍将以5%-10%的增速持续增长，2026年中国粉末涂料市场规模将达到554亿元，发展前景广阔。

**图 5: 2014-2020 年中国主要涂料品种总产量及粉末涂料市场情况**


资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 华金证券研究所

**图 6: 2013-2020 年我国粉末涂料用聚酯树脂、环氧树脂市场情况**


资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 华金证券研究所

随着粉末涂料市场的快速发展，作为主材料的聚酯树脂市场前景长期看好，在市场需求和政策推动下，粉末涂料用聚酯树脂也保持高速增长。另一方面，由于成本、性能、环保等因素，聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例逐步上升，越来越多地取代了环氧树脂等用料。近年来，使用聚酯树脂生产的粉末市场份额已近 50%。2017 年至 2020 年我国聚酯树脂市场销售总量分别为 68.6 万吨、78.7 万吨、88.1 万吨、99.5 万吨，复合增长率为 13.20%。国内热固性粉末涂料中纯聚酯树脂的所占比重不断提高，也是聚酯树脂增长速度高于粉末涂料增长速度的重要原因。

从聚酯树脂的市场竞争格局来看，市场化程度高，行业集中度不断提高；2020 年前 10 大聚酯树脂生产企业销量占市场总量达 67.40%。行业内形成两类有明显竞争优势的企业，一类是以神剑股份、广州擎天及光华股份等为代表具有明显竞争优势的国内企业，其已具备万吨以上的规模化生产能力，产品品种比较齐全，对下游市场需求变化具有快速响应能力，产品竞争力持续增强，市场占有率达到逐步提高。另一类是以帝斯曼公司 (DSM)、湛新公司 (Allnex) 为代表的国外聚酯树脂公司，其技术储备较为丰富，在部分高端功能性粉末涂料市场具有优势。头部企业之间竞争激烈，产能及规模扩张较快，中小企业由于资金实力、技术能力等方面与大企业存在一定差距，市场份额逐步被挤占。

### (三) 公司亮点

1、公司是粉末涂料用聚酯树脂领域的龙头企业之一，具有较强的规模化生产能力，有望受益于国家环保政策的持续推进与“漆改粉”的加速推广。截至目前，公司已拥有 180 多个聚酯树脂产品型号，可满足下游对耐候、防腐、装饰等差异化需求；同时，公司是国内具备万吨以上的规模化生产能力的三大厂商之一，报告期内公司聚酯树脂销量分别为 7.11 万吨、9.66 万吨及 10.55 万吨，连续多年位居全行业第二，并于 2020 年公司实现 10.60% 的市场份额。从行业情况来看，主要由聚酯树脂制得的粉末涂料相较普通溶剂型涂料及水性涂料具有无污染、利用率高、能耗低、不含有机溶剂等优点；2021 年 12 月国务院发布《“十四五”节能减排综合工作方案》，明确要求到 2025 年，溶剂型工业涂料使用比例降低 20%，为粉末涂料的发展带来机遇。公司作为国内粉末涂料用聚酯树脂头部供应商之一，未来将有望受益于规模效应下行业集中度的强化，以及环保政策助推下粉末涂料的渗透加速。

2、公司拥有长期稳定的优质客户资源，为新增产能的消化奠定了良好基础。公司自 2014 年设立以来，依托产品技术等多方面的综合优势，陆续与阿克苏诺贝尔、佐敦涂料、千江高新等国内外知名粉末涂料生产厂商建立了长期稳定的业务联系，合作年限基本在 5 年以上。当前下游的粉末涂料行业正处于快速发展期，对于核心原材料聚酯树脂的需求量逐步提升；报告期内，公司的产能利用率达 100% 以上，产销量也均超过 95%，聚酯树脂产品已处于相对饱和的状态。在此背景下，公司拟投资 4.26 亿元建设“年产 12 万吨粉末涂料用聚酯树脂建设项目”，将原有的 9.90 万吨产能增加至 21.90 万吨；该募投项目现已提前建设，截至 2022 年 6 月末，相关在建工程金额为 1.65 亿元，预计新增产能的释放将助推公司业绩向好。

### (四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

**1、年产 12 万吨粉末涂料用聚酯树脂建设项目：**本项目的实施将有利于公司发挥规模效应、降低生产成本并进一步优化生产工艺、丰富产品种类。根据招股书预测，募投项目建成后正式投产，建成后 3 年达产率分别为 30%、60% 及 100%，对应每年新增产能分别为 3.6 万吨、3.6 万吨及 4.8 万吨；预计新增年均销售收入 135,929.49 万元，税后内部收益率为 17.10%，税后投资回收期（含建设期）为 8.49 年。

**2、研发中心建设项目：**本项目拟通过设立新的研发实验室，购置检测等设备设施，引进专业技术人才，建成集技术研发、功能试验等为一体的高性能粉末涂料聚酯树脂材料产品研发试验平台。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	年产 12 万吨粉末涂料用聚酯树脂建设项目	42,648.67	38,240.99	24 个月
2	研发中心建设项目	7,084.09	7,084.09	12 个月
3	补充流动资金项目	32,000.00	32,000.00	-
	合计	81,732.76	77,325.08	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 13.14 亿元，同比增长 56.60%；实现归属于母公司净利润 1.63 亿元，同比增长 51.63%。根据初步预测，2022 年 1-9 月公司预计实现营业收入 9.00 亿元至 9.80 亿元，较上年同期下降 6.77% 至增长 1.52%；预计实现归属于母公司股东的净利润区间为 0.97 亿元至 1.08 亿元，较上年同期下降 15.50% 至 24.11%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润区间为 0.93 亿元至 1.04 亿元，较上年同期下降 17.55% 至 26.27%。

公司专注于粉末涂料专用聚酯树脂系列产品；根据主营结构的相似性，选取神剑股份为光华股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年神剑股份的收入规模为 25.91 亿元、可比 PE-TTM 为 111.16X、销售毛利率为 15.04%。相较而言，公司的营收规模虽低于可比公司，但盈利能力优于可比公司；双方可能存在较大差异性，可比性较为有限。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值（亿元）	PE-TTM	2021 年收入(亿元)	2021 年收入增速	2021 年归属母公司净利润（亿元）	2021 年净利润增长	2021 年销售毛利率	2021 年 ROE 摊薄
002361.SZ	神剑股份	40.90	111.16	25.91	38.62%	0.84	0.70%	15.04%	3.47%
001333.SZ	光华股份	/	/	13.14	56.60%	1.63	51.63%	20.94%	25.66%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

主要原材料价格波动的风险，下游市场需求增长不如预期、市场容量有限的风险，受下游行业波动影响的风险，供应商相对集中的风险，限电措施对公司生产经营造成不利影响的风险，应

应收账款余额较大的风险，毛利率及经营业绩波动的风险，偿债风险及流动性风险，存货跌价风险，核心技术可能泄密及技术人才可能流失的风险，实际控制人控股比例较高可能引致不当控制的风险等风险。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn