

2023年09月27日

 分析师
 陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

深耕车用改性塑料领域，双基地布局打开成长空间

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,121	1,201	1,484	1,731
同比	15%	7%	24%	17%
归属母公司净利润（百万元）	91	108	141	168
同比	12%	18%	30%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.85	1.00	1.31	1.56
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.85	13.41	10.29	8.62

关键词: #产能扩张 #比同类公司便宜

投资要点

- 北交所改性塑料小巨头，“汽车+家电”双轮驱动。**1) 禾昌聚合专注改性塑料生产二十余年，截至23H1公司拥有改性塑料产能11.4万吨，另有8.1万吨产能处于建设及爬坡状态，其中改性聚丙烯是公司的核心产品。公司下游产品应用领域以汽车零部件和家电为主，2022年两者收入占比分别为65%/30%。2) 公司业绩稳健增长，2018-2022年营收/归母净利润CAGR分别达27%/17%，改性塑料粒子毛利率稳定在20%左右，业绩稳定性表现优于同行。
- 需求侧：车用塑料需求向好，家电塑料基本盘稳固。**1) **汽车：**改性塑料在汽车零部件中应用广泛，其中改性聚丙烯是最主要品类。目前我国单车改性塑料用量约175kg，与国外相比仍有较大提升空间，同时新能源汽车轻量化需求提升，对于改性塑料需求更强。向后看，随着国内汽车产量回暖+新能源车渗透率提升，车用塑料需求有望持续扩容。2) **家电：**家电塑料几乎全部需要改性，品类相比汽车更为广泛。向后看，随着地产后周期企稳，家电用塑料需求有望边际回升。
- 供给侧：内资企业崛起正当时，公司细分领域竞争优势突出。**1) 改性塑料行业呈三层次竞争格局，外资垄断中高端市场，行业集中度极低，公司属于内资企业第二梯队。2) 内资企业在成本和需求响应方面具备天然优势，随着改性工艺技术突破，内资逐步渗透高端应用领域，未来中间梯队有望走出部分优质企业。3) 与同业相比，公司业务更为聚焦，产品上深耕改性PP赛道，与利民实业、新泉股份、乐金熊猫等优质客户实现深度绑定，毛利率水平和稳定性表现整体优于同业。
- 华东+西北双基地布局，改性塑料产能持续释放。**1) **江苏宿迁：**项目总投资1.6亿元，新增改性塑料产能5.6万吨/年，包括10余条改性生产线、4条MB母粒生产线等，目前处于试运营阶段，预计在2023年下半年释放部分产能，预计2025年实现满产。2) **陕西宝鸡：**项目总投资3000万元，新增改性塑料产能2.5万吨/年，主要用于服务西北地区的汽车产业链客户，目前已正式生产运营，预计2025年实现完全达产。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.1、1.4、1.7亿元，以9月22日收盘价计算，对应公司市盈率分别为13.4、10.3、8.6倍。西北宝鸡+华东宿迁项目逐步投产，下游汽车、家电需求稳步提升，看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产能爬坡进度不及预期，下游需求不及预期，原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.45
一年最低/最高价	8.82/14.49
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	898.28
总市值(百万元)	1,447.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.82
资产负债(% ,LF)	33.03
总股本(百万股)	107.62
流通 A 股(百万股)	66.79

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢陈淑彬和何亦桢的指导。

1. 公司概况：深耕改性塑料领域，业绩稳中向好

专注改性塑料生产二十余年，跻身行业中游地位。禾昌聚合成立于 1999 年，总部位于江苏苏州，主要从事改性塑料的研发、生产和销售，下游产品应用领域以汽车零部件为主，同时涵盖家电、通信、电动工具、电气、交通运输等领域。公司于 2010 年改组为禾昌聚合材料股份有限公司，于 2015 年在全国股转系统挂牌。2021 年 5 月，禾昌聚合满足创新层标准，正式进入新三板创新层，2021 年 11 月公司成功转入精选层，同月平移至北交所上市。

主营业务：专注改性塑料粒子及片材生产，下游主要供应汽车和家电领域。改性塑料是公司的主营业务，其中改性聚丙烯是公司的核心产品，公司根据下游客户差异化的应用场景，选择不同的材料、配方、工艺，向客户提供定制化的产品和服务，产品主要应用于汽车和家电领域，其中 2022 年汽车行业营收占比约为 65%，家电行业占比约 30%。

2. 行业拆解：需求端持续扩容，供给端仍有巨大提升空间

公司属于改性塑料行业，位于产业链中游。1) 改性塑料行业是以各种未经改性和加工的通用塑料、工程塑料和特种工程塑料等合成树脂作为主要原料，在其基础上添加适当的改性剂，并通过填充、共混、增强等工艺，获得具有新结构特征的塑料制品。2) 改性塑料产业链的上游是石化行业，主要提供聚丙烯、聚乙烯等基材以及其他助剂材料。上游市场供给相对充足，但价格受油价波动的影响较大。3) 改性塑料下游应用场景广泛，包括汽车、家电、电子电器、办公设备等传统领域，以及轨道交通、精密仪器、航空航天、新能源等高新技术领域。其中家电和汽车是改性塑料产品应用最多的两个市场，2022 年我国家电和汽车领域占改性塑料消费量的比重分别达 37% 和 15%。我们测算，到 2025 年我国车用改性塑料需求量有望达 615 万吨，2022-2025 年 CAGR 达 8.63%、国内四大家电改性塑料需求总量或达 789 万吨，2022-2025 年 CAGR 为 3.19%。

行业呈现结构性过剩特征：低端产品竞争激烈，但高端产品仍是蓝海。1) 国内改性塑料企业主要集中于通用型的中低端产品市场，行业内主要表现为初级产品多、中级产品质量不稳定、高级产品缺乏的特点。2) 大型外资企业依托研发和资金优势，在我国高性能改性塑料领域占据了主要市场，截至 2022 年已经在内设立改性塑料生产基地的国外大企业有巴斯夫、杜邦、索尔维、陶氏等。3) 内资企业在成本和需求响应方面具备天然优势，随着改性工艺技术突破，近年来内资逐步渗透高端应用领域，未来中间梯队有望走出部分优质企业。

3. 产业布局：华东+西北双基地布局，改性塑料产能持续释放

华东宿迁基地：募投项目下半年建成，预计未来两年逐步满产。**西北宝鸡基地：**面向西北打造终端市场供应点，积极推进宝鸡 2.5 万吨产能投放。

表1：公司宿迁项目及宝鸡项目建设情况

项目名称	投资额 (万元)	建设产能 (万吨)	建设进度	预计满产 时间	备注
宿迁项目	16000	5.6	试运营阶 段	2025年	主要包括家电用改性 PP、长纤维增 强热塑性材料 (LFT) 在内的改性 PP 以及改性工程塑料、改性 ABS 等其他高性能复合材料
宝鸡项目	3000	2.5	正式生产 运营	2025年	主要包括矿物填充改性聚丙烯、玻 纤增强聚丙烯等高性能复合材料

数据来源：公司招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年改性聚丙烯营收分别为 9.5/12.0/14.3 亿元，毛利率分别为 18%/18%/19%；其他改性塑料粒子营收分别为 1.6/1.8/2.1 亿元，毛利率分别为 27%/28%/28%；塑料片材营收分别为 0.8/0.8/0.8 亿元，毛利率分别为 3%/3%/3%；其他业务收入分别为 0.2/0.2/0.2 亿元。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.0/14.8/17.3 亿元，同比增速分别为 7.2%/23.6%/16.6%。2023-2025 年归母净利润分别为 1.1/1.4/1.7 亿元，同比增速分别为 18.2%/30.3%/19.4%，EPS（摊薄）分别为 1.00/1.31/1.56 元。

参照公司 2021 年招股说明书披露信息，我们选取 6 家国内改性塑料行业的代表企业作为可比公司，分别为会通股份、南京聚隆、普利特、道恩股份、国恩股份、金发科技，上述公司 2022 年改性塑料业务收入占比分别为 95%/95%/84%/76%/72%/63%，与公司业务存在较高相似度。根据东吴证券研究所预测数据和 Wind 一致预期，以 2023 年 9 月 22 日收盘价计算，2023-2025 年可比公司平均市盈率分别为 18.8、11.9 和 8.8 倍，我们预测公司 2023-2025 年市盈率分别为 13.4、10.3 和 8.6 倍，低于行业平均水平。考虑到西北宝鸡+华东宿迁项目产能逐步释放，以及下游汽车、家电行业需求提升，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、产能爬坡进度不及预期风险：公司在陕西宝鸡及江苏宿迁均有新增产能，由于改性塑料行业属于以销定产模式，若后续新客户开拓不顺利、或订单下达不足，可能导致新增产能无法有效释放，从而影响公司业绩表现。

2、下游需求不及预期风险：汽车及家电行业整体已进入成熟期，需求边际变化受宏观环境影响较大，目前国内宏观经济复苏节奏仍存在不确定性，或导致下游产品需求拉动不及预期。

原材料价格大幅波动风险：改性塑料上游原料主要为大宗石化原料，市场供给相对充足，但价格受油价波动的影响较大，如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致公司毛利率波动。

禾昌聚合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,138	1,223	1,462	1,734	营业总收入	1,121	1,201	1,484	1,731
货币资金及交易性金融资产	134	158	158	222	营业成本(含金融类)	940	989	1,212	1,405
经营性应收款项	795	847	1,043	1,212	税金及附加	4	6	7	8
存货	197	205	249	288	销售费用	12	12	15	18
合同资产	0	0	0	0	管理费用	18	19	24	28
其他流动资产	12	12	12	13	研发费用	42	44	54	63
非流动资产	197	244	238	217	财务费用	0	2	2	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	2	2	3
固定资产及使用权资产	100	180	179	164	投资净收益	(2)	(3)	(4)	(5)
在建工程	53	15	8	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	26	28	30	33	减值损失	(6)	(6)	(7)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	100	123	162	197
其他非流动资产	16	18	18	18	营业外净收支	1	0	1	1
资产总计	1,335	1,467	1,701	1,951	利润总额	102	123	163	198
流动负债	414	452	545	628	减:所得税	10	15	22	30
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	48	58	68	净利润	91	108	141	168
经营性应付款项	336	353	433	502	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	2	归属母公司净利润	91	108	141	168
其他流动负债	49	49	53	56					
非流动负债	8	10	10	10	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	1.00	1.31	1.56
长期借款	0	0	0	0	EBIT	102	124	165	200
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	119	147	188	224
租赁负债	3	3	3	3					
其他非流动负债	6	7	7	7					
负债合计	422	462	555	638	毛利率(%)	16.17	17.67	18.34	18.80
归属母公司股东权益	913	1,005	1,145	1,313	归母净利率(%)	8.15	8.99	9.48	9.71
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	913	1,005	1,145	1,313	收入增长率(%)	14.74	7.15	23.56	16.60
负债和股东权益	1,335	1,467	1,701	1,951	归母净利润增长率(%)	12.14	18.17	30.32	19.44

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(84)	94	13	64	每股净资产(元)	8.48	9.34	10.64	12.20
投资活动现金流	49	(72)	(21)	(7)	最新发行在外股份 (百万股)	108	108	108	108
筹资活动现金流	27	3	7	6	ROIC(%)	10.06	10.94	12.62	13.16
现金净增加额	(8)	25	(1)	64	ROE-摊薄(%)	10.01	10.74	12.28	12.79
折旧和摊销	16	23	23	24	资产负债率(%)	31.62	31.49	32.65	32.68
资本开支	(63)	(68)	(17)	(2)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.85	13.41	10.29	8.62
营运资本变动	(195)	(49)	(164)	(143)	P/B (现价)	1.59	1.44	1.26	1.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>