普 利 特 (002324.SZ)　塑料行业

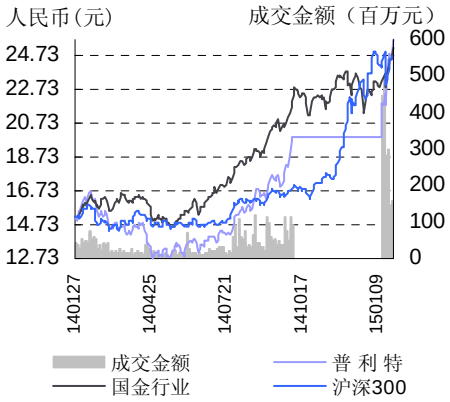
评级：买入　维持评级　　公司研究

市价（人民币）：25.70 元
目标（人民币）：40.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	155.83
总市值(百万元)	6,939.00
年内股价最高最低(元)	25.70/12.73
沪深 300 指数	3574.93
中小板综指	8622.87



相关报告

1.《迈出国际化的重要一步》，2015.1.7

2.《主营收入继续稳健增长,期待质变》，2014.10.24

3.《在预定的发展轨道上继续前行》，2014.8.28

蒋明远　分析师 SAC 执业编号：S1130512040003
(8621)60230216
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

刘波　分析师 SAC 执业编号：S1130511030010
(8621)60230215
liubo@gjzq.com.cn

来吧，重新认识普利特！

公司基本情况(人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.587	0.732	0.781	1.340	1.559
每股净资产(元)	4.69	5.35	5.93	7.07	8.43
每股经营性现金流(元)	-0.24	0.03	0.84	-0.46	0.02
市盈率(倍)	20.83	24.13	25.47	18.96	16.29
行业优化市盈率(倍)	36.94	32.70	46.84	52.64	52.64
净利润增长率(%)	80.10%	24.52%	6.82%	71.46%	16.34%
净资产收益率(%)	12.52%	13.66%	13.17%	18.94%	18.48%
总股本(百万股)	270.00	270.00	270.00	270.00	270.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购 WPR 公司后的协同效应更值得关注**：WPR 公司两项核心技术（塑料回收分离及高性能改性）具有强烈的环保和新材料属性，是美国第三大汽车尼龙供应商，拥有 FORD、GM、Chrysler 共 147 项产品认证。在产品结构、客户资源、市场三方面与普利特形成互补，未来将通过技术、市场、客户的互通互认，产生完美的协同效应。
- **对标 Ticona 为公司未来发展指明方向**：普利特对标 Ticona 的战略目标将引领普利特未来 5-10 年的发展。目前公司在产品结构、下游应用、海外营收比例等方面与 Ticona 都存在较为明显的差距。未来公司有望实现内生增长和并购双轮驱动。普利特对 WPR 公司的收购，迈出了公司海外布局的第一步，代价不高，收获很大。围绕着“全球优秀新材料公司”这个目标，普利特未来在海外或者国内的收购将不会止步。
- **公司的价值将得到重估**：我们认为，一个越走越高端的公司一定是一家可以给到更高估值的公司。市场将会认识到，普利特已经不仅仅是一家普普通通的从事汽车常规塑料改性加工的材料公司，而是一家具有全球化视野、与国际顶尖材料企业同台竞技、不断获得行业内高端客户认可、行业地位与日俱增却又脚踏实地的一家公司，这样的公司在 A 股市场中是具备稀缺性的。而随着市场对普利特公司的认识的越来越深入，公司股价相对行业中其他公司的溢价也会越来越清晰的体现出来。

估值与投资建议

- 我们认为普利特的最佳投资期已经到来。短期看，普利特受益于原油价格下跌，利润将出现明显增厚。稍微看得长一点，普利特与 WPR 公司的合作出现的实质性的进展将让市场更加清晰认识到并购的价值。再看长远一点，我们也期待公司在欧洲等地的并购项目的落地，届时我们可能看到一个在中国、美国、欧洲三地布局，在汽车、电子、通信、医疗等行业多元化拓展，对标泰科那的战略目标初步实现的普利特公司。
- 我们预计 15-16 年 EPS 1.34 元和 1.56 元。维持买入评级，上调目标价至 40.2 元，对应 2015 年 30 倍估值。公司的基本面正在发生深刻的变化，我们继续乐观以待。

风险

- 收购后的管理风险，原材料价格波动风险，行业景气度大幅下滑风险。

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管产资平太供仅档文此

此文档仅供太平资产管理有限公司使用

内容目录

WPR：国际领先的可再生材料供应商 4
普利特收购 WPR，迈出国际化的第一步 4
再生尼龙业务 具有独特竞争优势 5
PET 业务短期有压力，未来有潜力 7
普利特将给威尔曼公司注入发展的新动力 9
收购 WPR 后协同效应的发挥最值得关注 10
对标 Ticona 为公司未来发展指明方向 12
明确提出对标 Ticona 的战略目标 12
现在的差距就是发展的空间 13
从内生增长到并购扩张的必然过程 14
普利特的最佳投资期已经到来 17
公司的价值将得到重估 17
长短皆宜的时点 17
估值及投资建议 17
附录：三张报表预测摘要 19

图表目录

图表 1：交易完成后 WPR 公司的股权结构 4
图表 2：WPR 公司的业务结构示意图 4
图表 3：WPR 公司收入结构 5
图表 4：主要业务的毛利率水平 5
图表 5：Wellman 公司尼龙材料在汽车中的应用 5
图表 6：再生工程塑料（尼龙）业务流程图 6
图表 7：2013 年美国汽车行业尼龙产品使用量及 WPR 销量占比（百万磅） 6
图表 8：传统尼龙产业链与再生尼龙产业链的价值对照 7
图表 9：利用可再生材料制造的发动机周边零部件 7
图表 10：PET 瓶片的生产流程图 8
图表 11：PET 纤维的生产流程图 8
图表 12：再生 PET 瓶片 8
图表 13：再生 PET 纤维 8
图表 14：Wellman Plastics Recycling 公司鸟瞰图 9
图表 15：南卡罗来纳州在美国的地理位置 10
图表 16：优势完美互补 10
图表 17：平均一辆汽车的聚合物使用量（磅） 11
图表 18：普利特与 Wellman 的主要下游整车厂客户 11

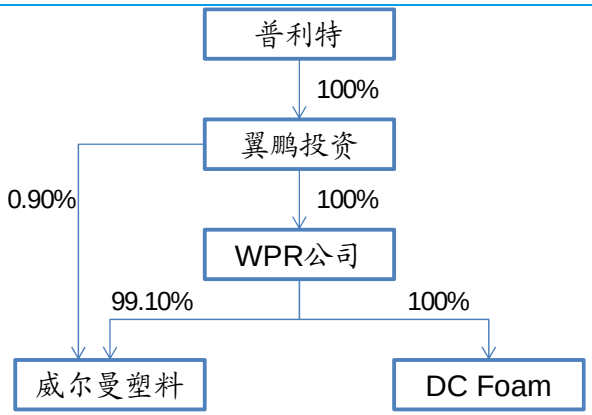
图表 19：普利特与 Ticona 的产品线对照 12
图表 20：泰科那产品的下游应用领域分布广泛 13
图表 21：泰科那销售区域分布 13
图表 22：未来普利特公司发展方向的三个维度 14
图表 23：普利特历年的收入水平（亿元） 15
图表 24：普利特历年的利润水平（亿元） 15
图表 25：公司营业收入与国内乘用车销量对比 15
图表 26：公司收入增长率与国内乘用车增速对比 15
图表 27：普利特主要假设 18

WPR：国际领先的可再生材料供应商

普利特收购 WPR，迈出国际化的第一步

- 普利特通过在上海自贸区成立的翼鹏投资以现金总计 7045.10 万美元收购 WPR 公司及其下属的威尔曼塑料和 DC Foam 公司的全部股权，交易完成后，WPR 公司将成为普利特的全资下属公司。普利特国际化战略迈出了至关重要的第一步。

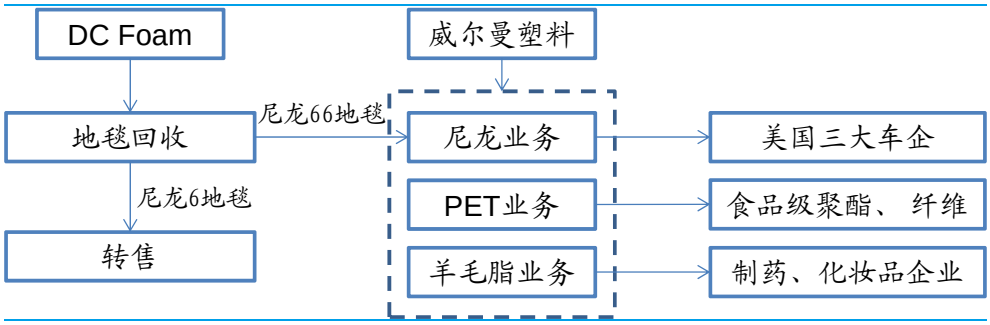
图表1：交易完成后 WPR 公司的股权结构



来源：国金证券研究所 公司公告

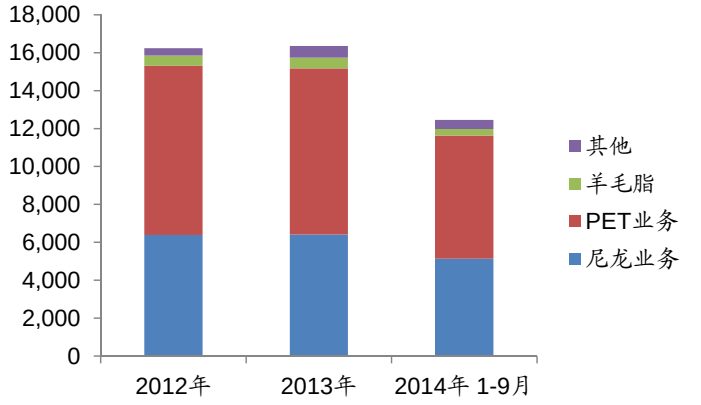
- WPR 公司最早于 1927 年成立于马萨诸塞州，公司成立之初的业务主要是羊毛精梳和羊毛脂业务。1954 年，公司搬迁至南卡罗来纳州的 Johnsonville，并延续至今。
- WPR 公司主要经营资产是下属的两家子公司，威尔曼塑料（Wellman）及 DC Foam。其中威尔曼塑料通过回收尼龙地毯及 PET 瓶片，生产尼龙工程塑料、PET 产品及羊毛脂产品。DC Foam 公司则是一家专业的废旧地毯回收公司。目前 DC Foam 公司在美国东部沿海人口密集的城市（如 Orlando、Durham 等）以及中部城市 Chicago 等共分布有 11 个废旧地毯回收点。2012 年、2013 年及 2014 年 1~9 月，公司分别回收地毯 8,900 万磅、9,050 万磅及 7,800 万磅，生产的尼龙粒子产品分别为 5,071 万磅、5,146 万磅和 4,040 万磅。

图表2：WPR 公司的业务结构示意图

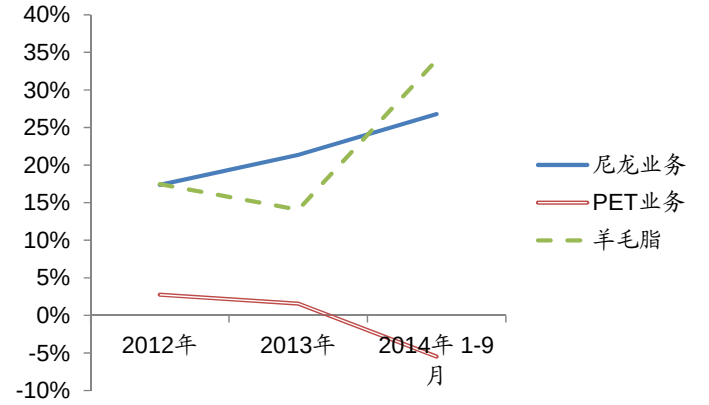


来源：国金证券研究所

图表3：WPR 公司收入结构



图表4：主要业务的毛利率水平



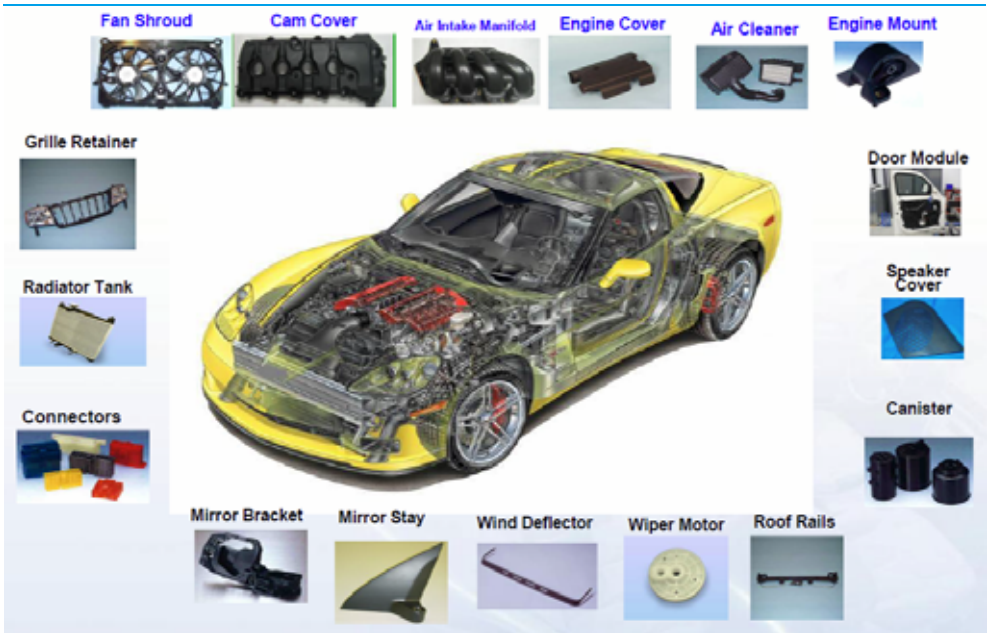
来源：国金证券研究所 公司资料

- WPR 公司的核心技术有两个，一个是塑料的回收再生技术，一个是尼龙工程塑料的改性技术，**具备环保和新材料的双重属性**。在尼龙方面，公司拥有将 PA 及 PP 从废旧地毯中分离出来的独特专利技术，且这项技术不断改进，降低成本及提高尼龙的回收率。在 PET 瓶片方面，公司拥有全美为数不多的 FDA 食品级瓶片再生的技术，做到了从 PET 废瓶再生继续生产 PET 饮料瓶的完美闭合循环。

再生尼龙业务 具有独特竞争优势

- 公司再生尼龙业务的主要业务模式是通过 DC Foam 公司设立的地毯回收点回收废旧地毯，其中一部分尼龙 6 地毯转卖给其他地毯回收加工企业，主要客户包括了沃伦·巴菲特旗下全资子公司、全球最大的地毯生产商及领先的地毯供应商萧氏工业集团（Shaw Industries Group, Inc.）；另外一部分尼龙 66 的地毯则运回 Johnsonville，进行回收加工，并加以改性，得到高性能的尼龙 66 的改性塑料，并提供给博世（Bosch）、德纳（Dana）等全球顶尖汽车零部件企业，生产的产品包括发动机罩盖、发动机冷却风扇及框架、前端模块、发动机进气歧管、空滤、油滤等。目前 Wellman 公司共拥有 147 项北美三大汽车厂（福特、通用、克莱斯勒）的产品认证，其中大部分是尼龙材料。

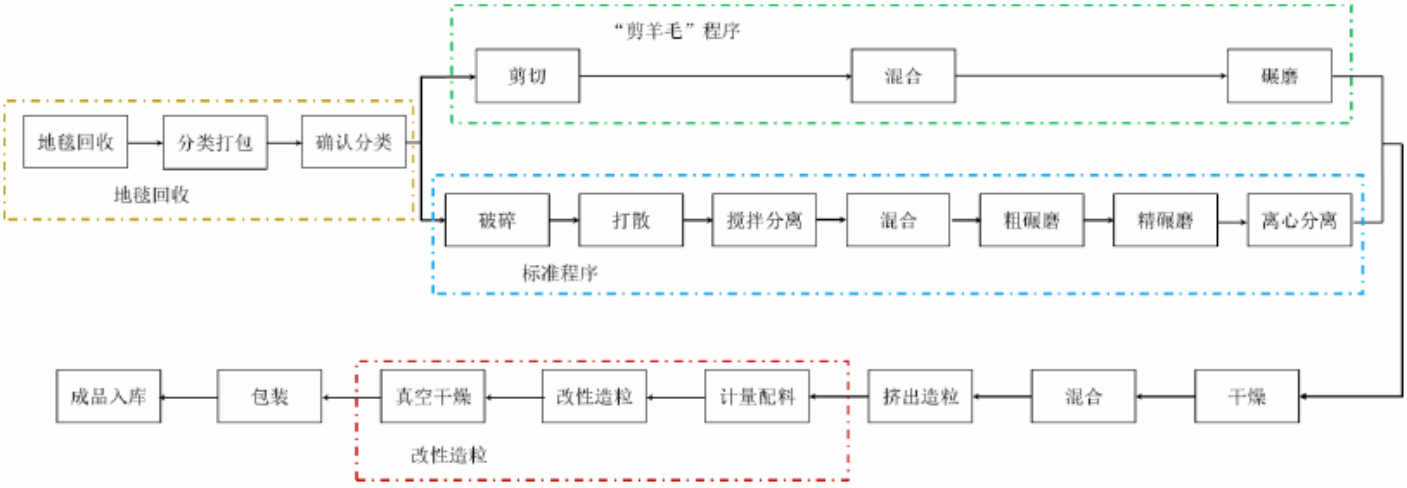
图表5：Wellman 公司尼龙材料在汽车中的应用



来源：国金证券研究所整理

- 公司再生工程塑料业务以尼龙地毯为原料，经过“剪羊毛”或者“粉碎分离”两种不同的工艺，获得高纯度的尼龙材料，再经过熔融挤出后，制成再生 PA6 和 PA66 粒子，最后加入玻纤等材料进行改性，最终产品为 PA6 和 PA66 的改性工程塑料粒子。

图表6：再生工程塑料（尼龙）业务流程图



来源：国金证券研究所 公司资料

- Wellman 公司是全美国仅次于巴斯夫和杜邦的第三大汽车尼龙材料供应商，也是最大的汽车可回收尼龙材料供应商。目前美国三大汽车制造商（福特、通用、克莱斯勒）每年消耗尼龙大约 7 亿磅，其中再生料占比 10%左右。Wellman 在再生料市场的占比达到了 60%左右，是该细分领域的绝对主导厂商。

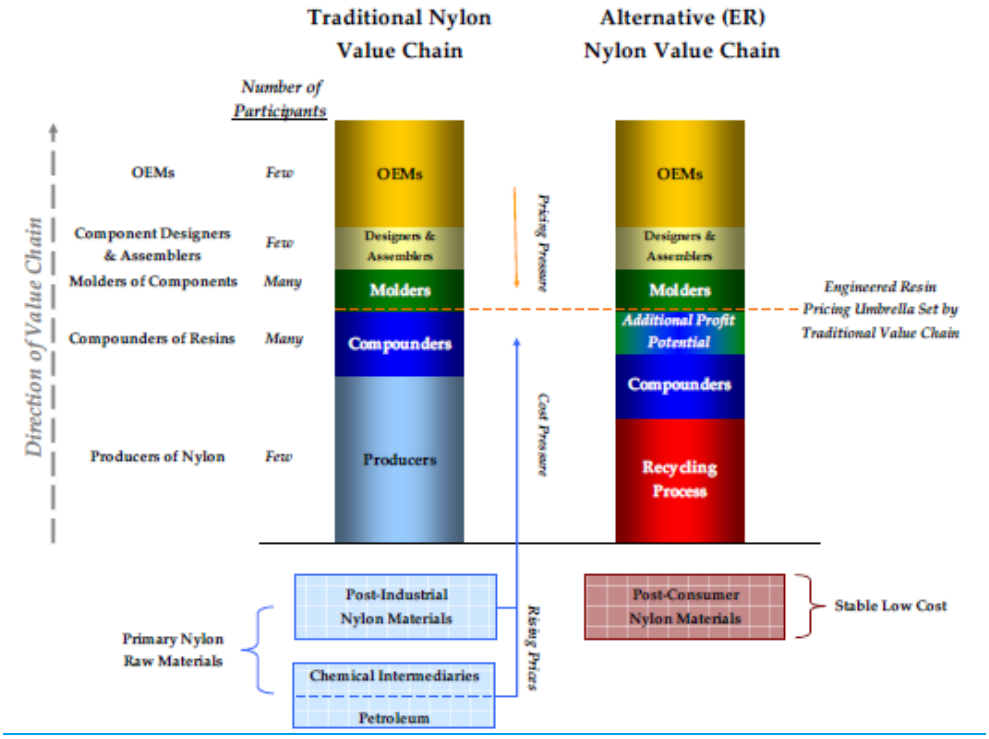
图表7：2013 年美国汽车行业尼龙产品使用量及 WPR 销量占比（百万磅）

产品	汽车行业估计使用量	WPR 公司销量	占比
进气歧管	86	1.5	1.74%
凸轮轴盖	45	8	17.78%
风扇及支架	45	13	28.89%
发动机罩盖	30	1	3.33%
扎带及坚固件	100	0	0.00%
其他	414	18.5	4.47%
合计	720	42	5.83%

来源：国金证券研究所 公司资料

- Wellman 的尼龙材料的市场占有率约为 5.83%，其中在凸轮轴盖和风扇及支架等部件的市场占有率较高。与原生料相比，再生料在环保、成本等方面具有明显的优势。美国福特等汽车企业把绿色环保、循环经济纳入了企业的经营理念之中，是履行社会责任的重要工作内容。2008 年福特汽车公司在新款福特翼虎混合动力车的内饰中率先使用回收材料，全新改良设计的福特 Fusion（国内称蒙迪欧）成为第一款利用再生材料在全球范围内销售的新型车，这在世界范围内也具有里程碑的意义。目前福特公司逐渐成为汽车行业中使用回收材料的领军企业。自 2009 年开始，福特汽车公司要求其内饰品供应商在每个汽车座椅中使用至少 25%的再生面料。在发动机相关部件中，可再生尼龙材料更是被广泛应用。

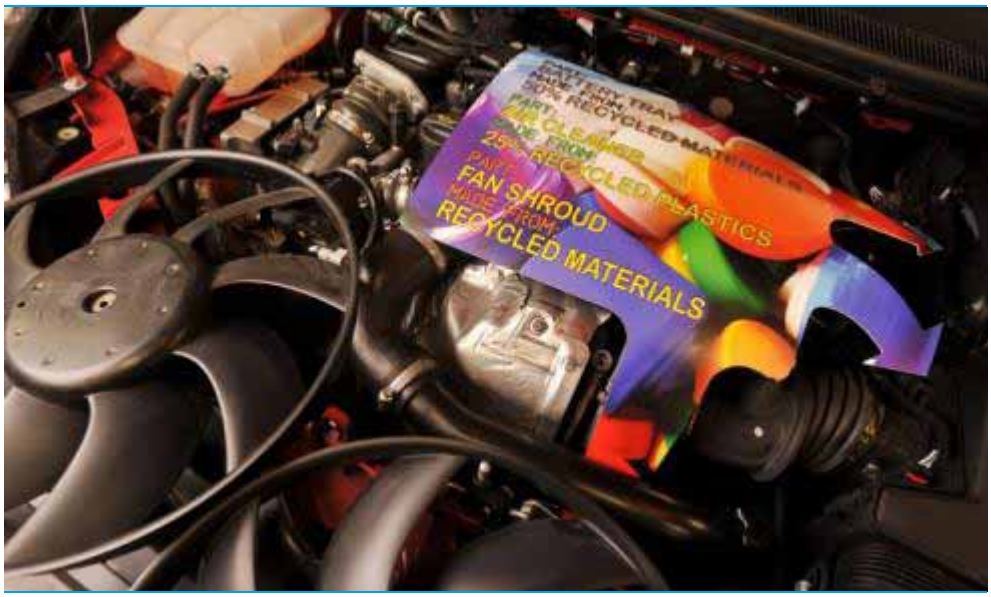
图表8：传统尼龙产业链与再生尼龙产业链的价值对照



来源：国金证券研究所整理

- 全美每年 50 亿磅回收地毯，只有 8%得到回收利用，通过增加地毯回收点的方式可以较为容易的获得更多的废旧地毯，因此原材料的供给不会成为制约 Wellman 公司发展的因素。随着环保和可持续发展的观念深入人心，加之塑料再生技术的不断发展，在满足技术和性能要求的情况下，社会对使用再生料的认同度也将不断加强，这是行业长期良性发展的重要推动力。

图表9：利用可再生材料制造的发动机周边零部件



来源：国金证券研究所

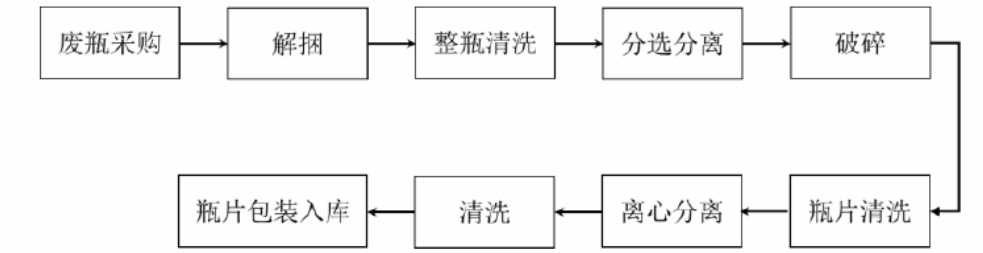
PET 业务短期有压力，未来有潜力

- PET 的回收再利用是 WPR 公司的另外一项主营业务。公司的 PET 业务主要是以废旧塑料瓶为原材料，经整瓶清洗、分选分离、破碎、清洗、分离

脱水、干燥等多道工序后，将无色塑料瓶及有色塑料分别分离出来，并去除 PVC、PP、PE 等塑料，最终产品为 PET 瓶片及 PET 纤维。

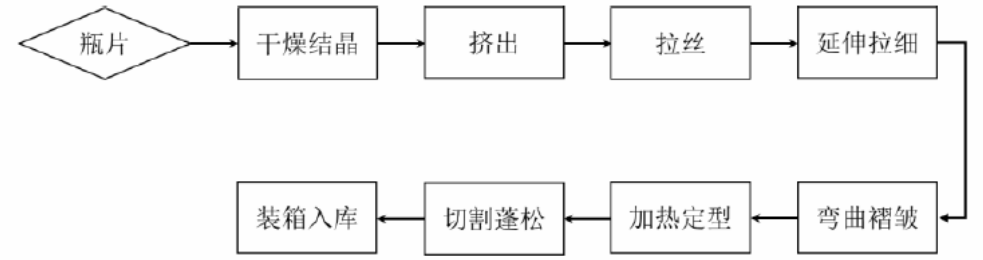
- 其中，PET 瓶片主要用于生产 PET 塑料瓶以及 PET 塑料板等塑料制品，而 PET 纤维则主要用作填充物，如枕芯填充物等。

图表10：PET 瓶片的生产流程图



来源：国金证券研究所 公司资料

图表11：PET 纤维的生产流程图



来源：国金证券研究所

图表12：再生 PET 瓶片

图表13：再生 PET 纤维

来源：国金证券研究所

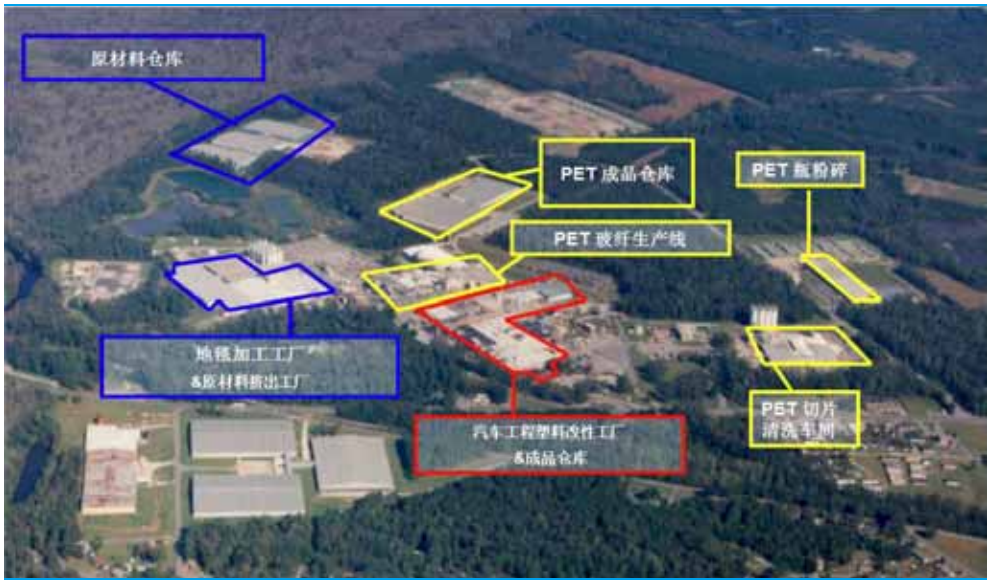
- 公司目前的 PET 瓶年处理能力达到 1.75 亿磅，是北美排名靠前的专业再生 PET 公司。Wellman 公司在废旧 PET 瓶的处理方面具备较强的技术实力，能够通过反复的清洗分离，制造出获得美国 FDA 认证的食品级 PET 产品，并被广泛应用于大型饮料制造企业的饮料瓶的制造，主要客户包括了雀巢、可口可乐、七喜等。公司生产的非食品级 PET 产品的应用领域包括聚酯纤维、薄板及胶片、工业包装纸等。由于 PET 价格不断下跌，特别是由于油价的下跌，新料和回料之间的价差缩小，导致公司再生 PET 业务利润水平较低，并出现了小幅亏损。

- 但是从长期看，PET 业务可以挖掘的潜力较大。普利特在 PET 合金技术方面有较为深入的研究，可以与 WPR 在 PET 合金、PET 纤维方面进行技术和产品对接，提升产品的附加值。另一方面来看，一旦油价上涨，这部分业务的盈利弹性将得到体现。值得一提的是，本次交易主要的估值依据是 EBITDA，由于 2014 年 PET 业务并未产生利润，因此在收购的报价中，该业务估值为 0。未来该项业务一旦通过精细化的管理、深度的产品开发扭转目前的局面，则 PET 业务将成为此次收购的意外惊喜。

普利特将给威尔曼公司注入发展的新动力

- Wellman 公司占地面积 3600 亩，建筑面积达 19.27 万平方米，主要分为 PET 厂区、地毯加工和改性厂区。厂区内有大量的森林，以及已经作硬化处理的地面区块，为公司在美国未来业务的发展留下了充足的空间。

图表14：Wellman Plastics Recycling 公司鸟瞰图



来源：国金证券研究所

- 南卡罗来纳州一直以来是美国的汽车业和化工和塑料行业发展的重要地区。在汽车业方面，南卡四十六个县有四十一个有与汽车行业相关的公司落户，州内三分之一以上的从事汽车相关行业的公司来自海外，如北美独家德国 BMW 宝马公司装配厂，及逾 200 家包括德国博世 （BOSCH）、法国米其林 （MICHELIN）等国际著名汽车零配件供应商等。对于威尔曼而言，周边的成熟的产业链配套对于公司的市场开拓及与下游客户展开更深入的合作非常有利。

图表15：南卡罗来纳州在美国的地理位置

来源：国金证券研究所

- WPR 公司在本次收购之前的实际控制人是 J.H. Whitney VI, L.P，是一家私募股权投资基金公司。该投资基金主要专注于向消费品、医疗、特殊制造以及商务服务等行业具有较强盈利前景的中小企业进行私募股权投资。自 2008 年收购 WPR 公司的股权后，委派现任 CEO Robert（Bob）Fotsch 进行全面精细化的管理，并对原先的地毯回收分离技术进行改进，公司的经营效率和盈利水平得到不断提升。但是由于私募基金的短周期运营的经营特性，近几年对公司几乎没有新的投入，仅仅依靠公司的利润进行滚动发展。未来普利特入主后，将加大在产能、设备等方面的投资，并利用威尔曼的平台，推动普利特目前具有国际竞争力的门板及仪表板材料在美国的认证和本地化生产。而 WPR 公司凭借其在美国的客户认证和产品技术及成本优势，利用普利特在国内的销售能力，将快速打开国内市场空间。在内生增长和协同效应的共同作用之下，我们预计未来两到三年内，威尔曼的收入和利润将实现年均 30%以上的增长。

收购 WPR 后协同效应的发挥最值得关注

- 普利特与 WPR 公司主要业务领域均属车用改性塑料，但在生产技术、产品结构、产品应用、市场分布、主要客户等方面存在各自的独特优势，且完美互补。

图表16：优势完美互补

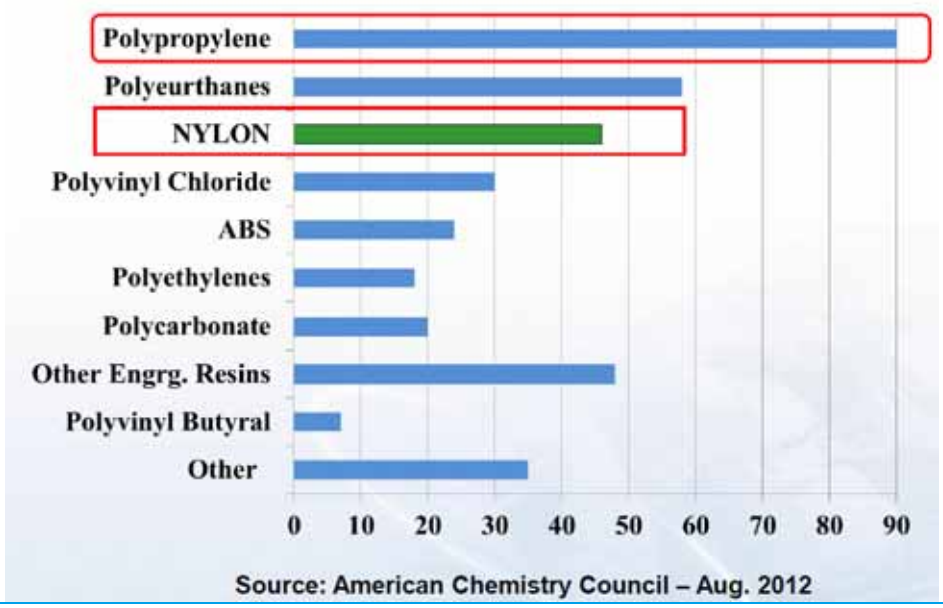
项目	普利特	WPR 公司
技术	利用原生原料生产产品，PP 改性，通用塑料工程化为主	利用再生原料生产产品，PA 改性，再生工程塑料高性能化
产品	聚丙烯（PP）、改性 ABS、PC/ABS 合金	尼龙（PA）、PET
应用	汽车内饰相关部件	汽车发动机周边相关部件/FDA 瓶片
市场	中国国内市场	美国市场
客户	上海大众、一汽—大众、华晨宝马、长安福特、长城等	（北美）通用、福特、克莱斯勒

来源：国金证券研究所整理

- 通过产品、技术、客户等多方面的协同，两家企业将产生 1+1>2 的实际效果。在产品方面，由于 Wellman 已经获得了美国三家汽车企业接近 150 项的材料认证，因此通过将 Wellman 的尼龙材料的国产化，可以非常快速的进入到国内的合资车厂的供应链中。另一方面，利用 Wellman 与美国三大汽车企业的紧密的合作关系，将有助于普利特的产品在美国本土的认证，并最终实现美国本土化的生产。

- 在技术方面，两家企业的合作空间则更加广泛。普利特拥有丰富的聚烯烃、ABS 等通用塑料工程化的技术，而 Wellman 的尼龙改性技术则是普利特一直以来希望突破的。通过此次收购，普利特将在汽车高端工程塑料方面进一步增强实力，成为更加优秀和全面的汽车改性材料供应商。此外普利特将利用自身的技术帮助 Wellman 解决高 PP 含量下的尼龙材料的性能问题，对降低尼龙的分离成本有非常大的帮助。另外，地毯中的 PP 材料目前的回收利用率较低，一般仅作为废料填埋处理。而这一部分的 PP 材料恰好是普利特的原材料，仅此一项，每年就有 1000 吨的变废为宝的空间。

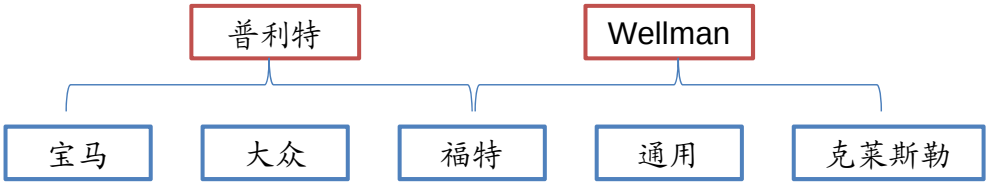
图表17：平均一辆汽车的聚合物使用量（磅）



来源：国金证券研究所整理

- 在客户方面，普利特的主要整车客户包括大众、宝马、福特，WPR 公司的主要客户则是美国三大汽车公司福特、通用和克莱斯勒。彼此之间仅福特有重叠。合并之后，对两家企业而言进入新的整车厂的难度都大幅降低。

图表18：普利特与 Wellman 的主要下游整车厂客户



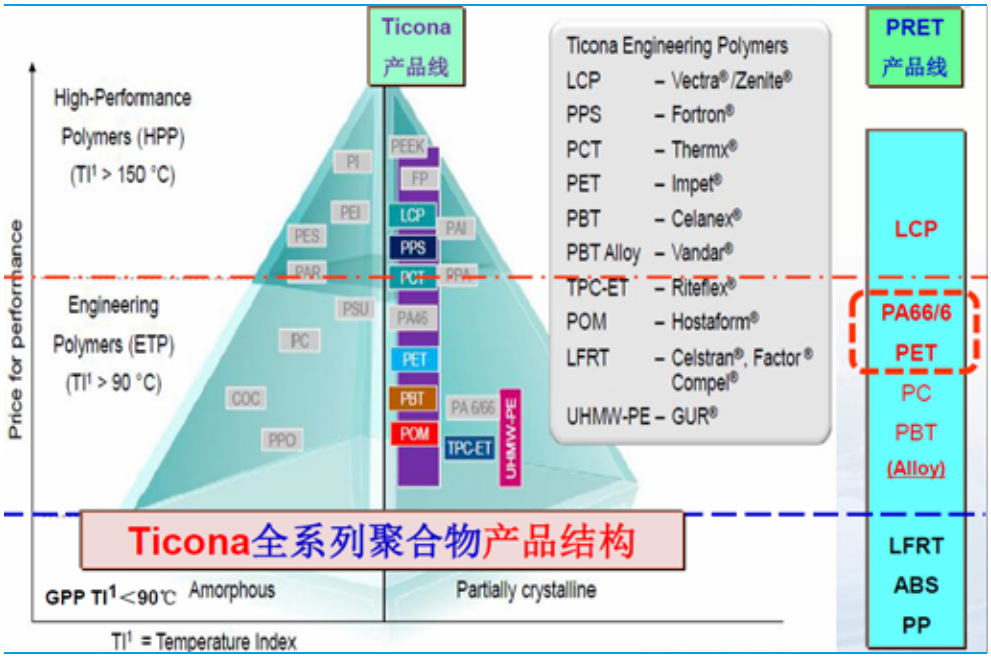
来源：国金证券研究所

对标 Ticona 为公司未来发展指明方向

明确提出对标 Ticona 的战略目标

- 普利特公司在 2013 年的年报中明确提出了对标 Ticona 的战略目标，明确公司未来发展的方向。
- 塞拉尼斯和赫斯特于 1961 年成立了 Ticona（泰科纳）聚合物合资公司，目前泰科纳更名为塞拉尼斯工程材料业务，在塞拉尼斯旗下独立操作。泰科那是全球领先的共聚甲醛、液晶塑料、长纤增强塑料以及超高分子量聚乙烯生产商，是全球改性塑料、复合材料、特种工程塑料行业的龙头公司。其高性能工程塑料产品拥有众多卓越特性，包含耐疲劳、耐蠕变、耐磨擦与磨损，同时具备良好的机械特性，如刚度和强度。旗下的众多产品为全球各产业提供“面向性能的解决方案”。

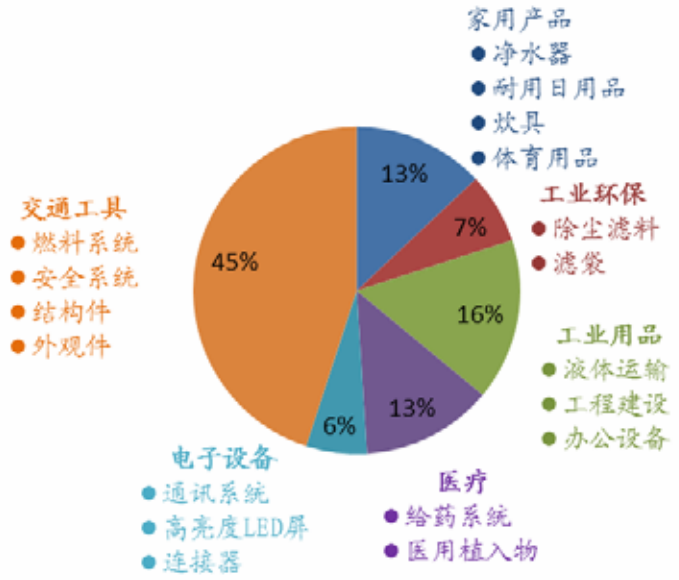
图表19：普利特与 Ticona 的产品线对照



来源：国金证券研究所

- 从产品线上看，Ticona 主要的产品线集中在工程塑料及特种工程塑料的领域， 从下游应用行业来看，包括交通运输、医疗、家电、电子、工业等领域。从销售地区的分布来看，北美、欧洲地区是泰科那收入的主要来源。

图表20：泰科那产品的下游应用领域分布广泛



来源：国金证券研究所

图表21：泰科那销售区域分布

年度	2013（百万美元）	
地区	销售净额	区域占比
北美	487	36%
欧洲及非洲	562	41%
亚太	251	19%
南美	52	4%
合计	1352	100%
同比率增长额/率	1352	7.22%
Calanese/Ticona 占比	6510	20.77%

来源：国金证券研究所

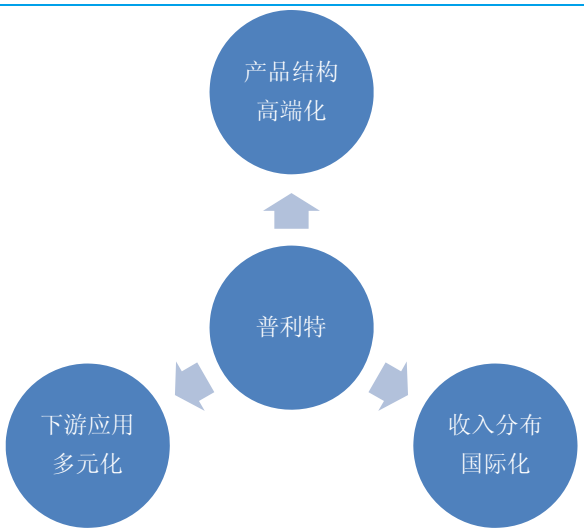
现在的差距就是发展的空间

- 通过与泰科那的对标，我们可以看出两家企业在诸多方面存在较为明显的差距。
- 从产品线来看，普利特的产品线主要集中在通用塑料领域，包括 ABS、PP、PC/ABS 合金等，主要的技术优势在于通用塑料工程化的填充和增强改性。收购 WPR 公司之后，加强了公司在工程塑料领域的实力，尤其是尼龙材料方面的技术和市场优势。在特种工程塑料领域，普利特的 LCP 合成业务才刚刚起步，未来仍然需要在技术、市场等方面进一步加强实力。泰科那的产品线则主要集中在工程塑料、特种工程塑料方面。从品种来看，主要包括了聚酯（PET PBT PCT）、聚甲醛（POM）、超高分子量聚乙烯（UHMW-PE）、液晶高分子材料（LCP）、长纤维增强热塑性塑料（LFRT）等。泰科那产品线更多的是为下游产业提供高性能材料的解决方案。未来普利特公司可能将进一步加强其在工程聚合物以及高性能特种聚合物方面的产品布局，积极寻找可并购的国内外合适企业对象，通过并购重组国内外工程聚合物和高性能特种聚合物领域的领先企业，提升公司在工程聚合物和高性能特种聚合物市场的领先地位。
- 从下游应用行业看，泰科那交通工具（主要是汽车行业）占 45%，其余包括电子电气、医疗、环保等领域，各类高性能材料在下游得到较为广泛的

应用。目前普利特的下游应用行业仍然集中在汽车行业，未来在新领域的应用的开拓是公司未来重要的课题。目前来看，最有可能的方式仍然是并购相关的行业的优势企业，实现快速的市场切入。

- 在市场分布上看，泰科那主要的市场仍然是欧美市场，占据了其收入的近80%，在亚太市场方面，收入规模与普利特相差不大。普利特收购 WPR 公司后，在美国的收入将占公司未来收入的 30%以上。从全球汽车行业的分布来看，欧洲一直是最主要的生产基地。而普利特与宝马、大众等整车厂及弗吉亚、德科斯米尔等零部件企业合作越来越紧密，公司未来在欧洲建立生产研发基地的必要性越来越高，而通过选择合适的并购标的，将大大加快普利特公司在欧洲市场的开拓。

图表22：未来普利特公司发展方向的三个维度

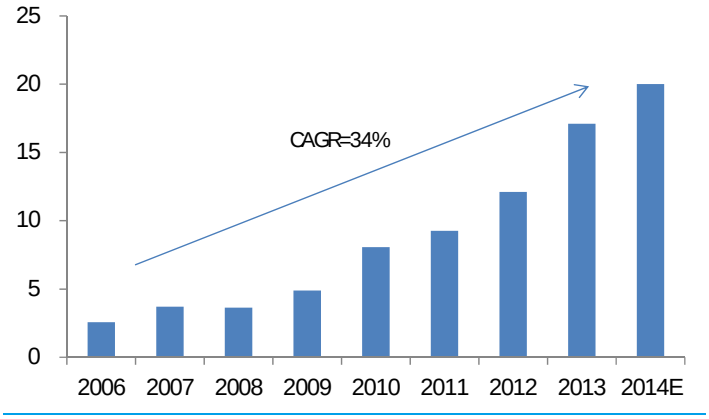


来源：国金证券研究所

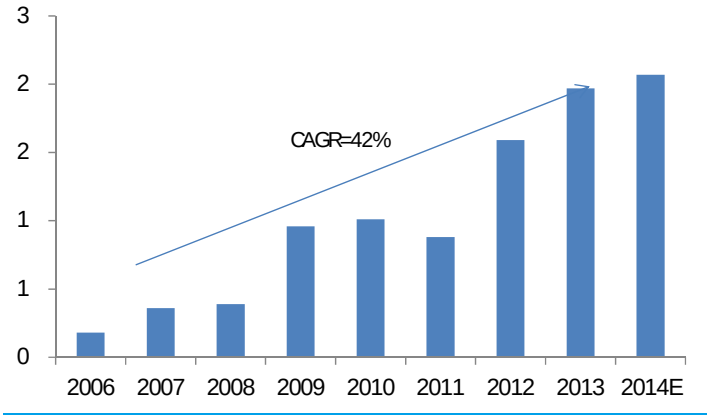
从内生增长到并购扩张的必然过程

- 普利特近 15 年来业务始终呈现持续高速发展的态势，从披露的 2006-2013 年财务数据及我们预测的 2014 年的财务数据来看，公司收入复合增长率 34%，净利润的复合增长率 42%，在所有上市的化工及新材料公司中名列前茅。

图表23：普利特历年的收入水平（亿元）



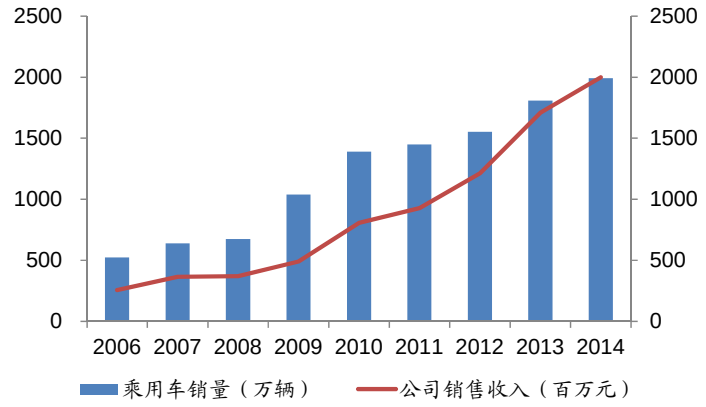
图表24：普利特历年的利润水药（亿元）



来源：国金证券研究所

- 这样优秀的业绩增长一方面与公司的管理水平、市场开拓、技术创新等有着非常密切的关系，另外一方面也与国内近几年乘用车行业快速发展，特别是以大众为主的欧美系车厂在国内快速发展有较大的关系。
- 经过多年的发展，普利特已经从单一的上海大众 ABS 材料供应商发展成为国内领先的汽车内饰改性塑料供应商，在包括门板、仪表板材料领域具备与国际一流跨国公司一较高下的实力。
- 近几年，公司发展越来越走向高端，大众、福特等欧美系整车企业与公司的合作越来越深入；高端品牌中，目前已经成为唯一一家进入宝马供应链的自主改性塑料企业，近期一汽奥迪长玻纤项目的签约也将进一步扩大公司在高端市场的影响力；“2014 年佛吉亚全球战略供应商”的殊荣也意味着未来普利特与全球顶级汽车内饰零部件公司弗吉亚的合作将更加深入。总而言之，普利特近几年的发展正朝着产品高端化、客户高端化、合作深入化、品牌溢价强化的方向前进。

图表25：公司营业收入与国内乘用车销量对比



图表26：公司收入增长率与国内乘用车增速对比

	乘用车增速	公司收入增速
2007	22%	42%
2008	6%	2%
2009	54%	32%
2010	34%	65%
2011	4%	15%
2012	7%	31%
2013	17%	41%
2014	10%	17%

来源：国金证券研究所

- 国内乘用车行业未来的发展速度与之前相比无疑将会下降。这对于普利特而言，既是挑战又是机遇。如何在行业增速下行的背景下继续保持快速的发展是摆在普利特面前的重要任务。所幸的是，国内汽车消费的升级趋势不会停止，代表升级方向的欧美高端车型的销量将保持快速增长。在激烈竞争下的汽车企业的降本压力，也会加剧国产材料对进口材料的替代。这些都是普利特在未来行业发展中面临的机遇。
- 与此同时，启动并购战略及海外战略将打开普利特新的成长路径。通过并购快速获得技术、人才及市场，实现跨越式的发展。但是收购往往也是双

双刃剑，盲目的、跨界的并购失败的概率要远大于熟悉领域的、行业内的并购。普利特对 WPR 公司的收购，迈出了公司海外布局的第一步，代价不高，收获很大，我们相信沿着这个逻辑向下走，普利特未来在海外或者国内的收购将不会止步，但是一定仍然会围绕着“全球优秀新材料公司”这个目标去做。

普利特的最佳投资期已经到来

公司的价值将得到重估

- 公司一直以来都更希望与有品牌议价能力的公司合作，因为只有与这样的公司的深入合作才会有更多的利润和更长远的发展。并在合作中提升公司的产品技术、管理能力、市场影响力。公司这几年的发展道路也越走越高端，比如长玻纤材料的开发、LCP 产品的开发、宝马等高端品牌的开发、弗吉亚全球战略伙伴的名誉、国外市场的开拓等等。
- **我们认为，一个越走越高端的公司一定是一家可以给到更高估值的公司。**市场将会认识到，普利特已经不仅仅是一家普普通通的从事汽车常规塑料改性加工的材料公司，而是一家具有全球化视野、与国际顶尖材料企业同台竞技、不断获得行业内高端客户认可、行业地位与日俱增却又脚踏实地的一家公司，这样的公司在 A 股市场中是具备稀缺性的。而随着市场对普利特公司的认识的越来越深入，公司股价相对行业中其他公司的溢价也会越来越清晰的体现出来。

长短皆宜的时点

- 我们认为，目前的时点对于普利特股票的投资而言是个长短两相宜的时点。从短期看，普利特将受益于原油价格下跌带来的毛利提升。我们预计 2015 年全年的毛利水平将同比 2014 年有 5-6 个点的提升。而由于 2014 年四季度的原油价格的下跌，下游客户也将去库存，而一季度必定又会补库存。因此我们认为，短期看，一季度公司的业绩就将出现较为明显的同比和环比的大幅上升。
- 稍微看得长一点，我们将会看到普利特与 WPR 公司的合作将可能出现一些实质性的进展，两家公司未来产生的化学反应将是我们最关注的，一旦在尼龙材料的国产化取得实质性的进展，未来的盈利空间和新的发展路径将更加清晰的展现。
- 再看长远一点，我们也期待公司在欧洲等地的并购项目的落地。届时我们可能看到一个在中国、美国、欧洲三地布局，在汽车、电子、通信、医疗等行业多元化拓展，对标泰科那的战略目标初步实现的普利特公司。
- 2015 年对于普利特公司而言是至关重要的一年，这一年将是普利特真正扬帆远航海外的元年，中美文化的差异和管理理念的融合对于并购特别是海外并购而言是非常重要的。如何激励和激发美国 WPR 公司的管理层的斗志，是摆在公司面前的重要课题。此外，技术的协同、市场开拓的协同如何真正落实，这些问题的一一解决就是公司股价一个台阶一个台阶上涨的基石。

估值及投资建议

- 目前的时点对于普利特经营层面而言是一个非常舒服的时点，原油价格下跌一方面将带来利润的增厚，另一方面原先一些由于毛利不高而不能接单的项目在目前的原材料价格下面利润已经较为可观。因此对于 2015 年全年的业绩我们有理由更乐观一些。此外美国 WPR 公司今年也将并表，公司的营业收入和利润也将受益于并表，有较为靓丽的表现。
- 我们认为未来三年普利特国内业务的内生增长将维持 20-30%左右，美国 WPR 公司未来两年将保持 30%左右的增长。而两家公司的协同将带来额外的 10%左右的增长。我们预计，普利特 2015-2016 年 EPS 分别为 1.34 元和 1.56 元，对应当前股价的 PE 分别为 19 倍和 16 倍。对于一个站在国际化起点的公司而言，当前股价仍然是较为便宜的。而我们的估值中对双方的合作产生的协同效应并未做过多的预期，而一旦产生实质性的进展，对公司未来的利润结构将产生极为深远的变化。

图表27：普利特主要假设

		2014E	2015E	2016E
车用改性塑料	平均售价（万元/吨）	1.45	1.37	1.4
	销售数量（万吨）	15	19	25
	销售收入（百万元）	2,175	2,603	3,500
	毛利率	19.50%	24.00%	22.00%
TLCP	平均售价(万元/吨）	7	7	7
	销售数量（吨）	50	100	1,000
	销售收入（百万元）	3.5	7	70
	毛利率	5.00%	20.00%	30.00%

来源：国金证券研究所

- 给予普利特买入评级，上调目标价至 40.2 元，对应 2015 年 30 倍估值。公司的基本面正在发生深刻的变化，我们继续乐观以待。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	**926**	**1,212**	**1,710**	**2,179**	**3,760**	**5,070**
增长率		30.8%	41.1%	27.4%	72.6%	34.8%
主营业务成本	-767	-941	-1,351	-1,754	-3,019	-4,129
%销售收入	82.8%	77.6%	79.0%	80.5%	80.3%	81.4%
毛利	159	271	359	424	741	941
%销售收入	17.2%	22.4%	21.0%	19.5%	19.7%	18.6%
营业税金及附加	-2	-5	-9	-11	-19	-25
%销售收入	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-26	-32	-59	-65	-113	-152
%销售收入	2.8%	2.7%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-40	-55	-75	-100	-173	-233
%销售收入	4.3%	4.5%	4.4%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润（EBIT）	91	178	216	248	437	530
%销售收入	9.8%	14.7%	12.6%	11.4%	11.6%	10.5%
财务费用	5	-2	-9	-8	-19	-43
%销售收入	-0.5%	0.2%	0.5%	0.3%	0.5%	0.9%
资产减值损失	-3	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	92	175	208	240	418	487
营业利润率	10.0%	14.5%	12.1%	11.0%	11.1%	9.6%
营业外收支	12	13	31	8	8	8
税前利润	**104**	**188**	**239**	**248**	**426**	**495**
利润率	11.2%	15.5%	14.0%	11.4%	11.3%	9.8%
所得税	-16	-29	-41	-37	-64	-74
所得税率	15.1%	15.6%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	88	159	198	211	362	421
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	**88**	**159**	**198**	**211**	**362**	**421**
净利率	9.5%	13.1%	11.6%	9.7%	9.6%	8.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	88	159	197	211	362	421
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	18	28	33	37	41
非经营收益	-2	0	11	10	18	43
营运资金变动	-176	-244	-229	-29	-542	-501
经营活动现金净流	**-75**	**-68**	**8**	**226**	**-125**	**4**
资本开支	-219	-144	-103	55	-321	-42
投资	107	0	16	-1	0	0
其他	4	-15	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-108**	**-158**	**-87**	**54**	**-321**	**-42**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	43	62	185	-200	576	193
其他	-29	-31	-30	-13	-80	-105
筹资活动现金净流	**14**	**31**	**155**	**-214**	**496**	**88**
现金净流量	**-169**	**-195**	**76**	**66**	**50**	**50**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	367	179	234	300	350	400
应收款项	383	616	812	886	1,427	1,924
存货	192	196	263	240	414	566
其他流动资产	21	28	63	46	77	105
流动资产	962	1,020	1,371	1,472	2,268	2,995
%总资产	72.8%	66.3%	67.7%	72.2%	72.5%	77.5%
长期投资	3	3	0	1	0	0
固定资产	289	413	553	471	465	475
%总资产	21.9%	26.8%	27.3%	23.1%	14.9%	12.3%
无形资产	63	95	95	94	392	391
非流动资产	359	519	653	568	860	868
%总资产	27.2%	33.7%	32.3%	27.8%	27.5%	22.5%
资产总计	**1,321**	**1,538**	**2,025**	**2,040**	**3,127**	**3,863**
短期借款	50	112	297	103	679	871
应付款项	120	106	221	213	366	500
其他流动负债	11	34	55	122	172	214
流动负债	181	252	573	438	1,217	1,585
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	9	19	6	0	0	0
负债	**190**	**271**	**579**	**438**	**1,217**	**1,586**
普通股股东权益	1,131	1,267	1,445	1,602	1,910	2,277
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,321**	**1,538**	**2,025**	**2,040**	**3,127**	**3,863**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.326	0.587	0.732	0.781	1.340	1.559
每股净资产	4.190	4.694	5.353	5.935	7.075	8.434
每股经营现金净流	-0.274	-0.235	0.029	0.836	-0.464	0.015
每股股利	0.100	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	7.78%	12.52%	13.66%	13.17%	18.94%	18.48%
总资产收益率	6.67%	10.31%	9.76%	10.34%	11.57%	10.90%
投入资本收益率	6.51%	10.92%	10.24%	12.35%	14.33%	14.32%
增长率						
主营业务收入增长率	14.72%	30.82%	41.12%	27.41%	72.60%	34.84%
EBIT增长率	-8.66%	96.89%	20.94%	14.84%	76.14%	21.48%
净利润增长率	-12.41%	80.10%	24.52%	6.82%	71.46%	16.34%
总资产增长率	10.86%	16.46%	31.59%	0.79%	53.26%	23.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.6	99.1	110.0	110.0	100.0	100.0
存货周转天数	62.9	75.4	62.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	48.8	35.7	31.7	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	39.2	88.9	80.9	66.5	39.8	30.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.03%	-5.30%	4.38%	-12.30%	17.22%	20.72%
EBIT利息保障倍数	-18.2	78.8	24.2	32.5	23.0	12.3
资产负债率	14.35%	17.62%	28.60%	21.47%	38.92%	41.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**0**	**0**	**2.00**	**1.86**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

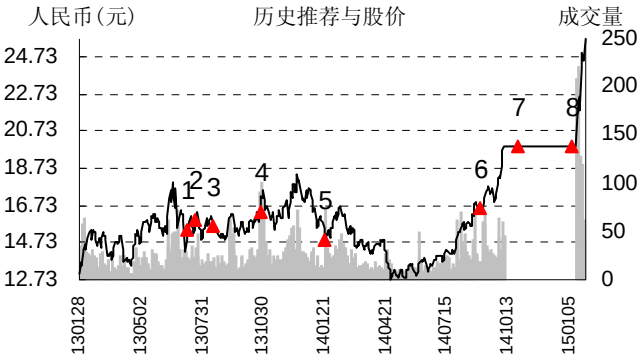
1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-07-11	买入	15.40	25.00 ~ 25.00
2	2013-07-23	买入	15.97	25.00 ~ 25.00
3	2013-08-15	买入	15.65	25.00 ~ 25.00
4	2013-10-25	买入	16.34	25.00 ~ 25.00
5	2014-01-21	买入	14.86	20.00 ~ 20.00
6	2014-08-28	买入	16.55	20.00 ~ 20.00
7	2014-10-24	买入	19.90	N/A
8	2015-01-07	买入	19.90	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61620767

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD