

投资评级 **买入** 维持

TPV 产品进入爆发期，研发实力支持公司弹性体品种不断扩展

投资要点:

- 公司是国内热塑性弹性体龙头，核心产品 TPV 具有很高的技术壁垒。**目前公司 TPV 产品下游主要为汽车领域，并已拿到国内外大部分主机厂认证。TPV 是替代传统橡胶的环保、可回收、轻量化重要材料，已成为海外车厂车窗密封件、防尘罩的主流应用材料，在内外饰、车身橡胶件等领域正在逐步替代橡胶。目前国内汽车中 TPV 渗透率估计不足 30%，有广阔的替代空间。公司面对的主要竞争对手为埃克森美孚、三井石油和 Teknor Apex。在国际竞争中，公司在材料性质和价格方面优势明显，已凭借全市场独家的发泡 TPV 产品切入海外车厂。在国内市场中，公司相对于海外竞争对手在技术服务和价格等方面具有绝对优势。TPV 下游应用仍在逐步扩展，在水管、交轨等领域具有广阔的市场开发空间。
- 公司产能扩张加速，2018 年进入爆发期。**公司目前产品供不应求，主要受产能制约，过去年份所有产品均满产满销。未来产能投放速度加快，预计新建 3 万吨（增长 60%）改性塑料将有望在 2017 年内建成；2.1 万吨（增长 160%）TPV 将于 2018 年一季度建成投产。同时两个新增弹性体品种，1 万吨医用热塑性弹性体 TPIIR 和 3000 吨军工特种弹性体 HNBR 预计将于 2018 年一季度建成投产。2018 年是公司产能投放密集期，叠加两个新材料产品量产，将带动 2018、2019 年业绩大幅增长。
- 公司属于技术平台型，在弹性体领域积极布局，不断扩展产品品类。**公司未来布局两大板块，弹性体板块包含热塑性弹性体和特种弹性体，塑料板块包括改性塑料和色母粒。热塑性弹性体品类下，公司的技术实力可以支持品种不断延伸，向 TPU、TPEE 等品类扩展布局。特种弹性体品类下，军工材料 HNBR 于 2018 年开始量产，第三代轮胎阻隔层 DVA 目前正在积极研发中。塑料板块公司寻求差异化，走高端路线，与弹性体品种在汽车领域发挥协同效应，将继续扩大产量。
- 受原材料价格影响，目前改性塑料毛利率处于低位，后期有提升空间。**原材料 PP 价格上涨导致公司一季度改性塑料毛利率下滑至 15%，同比下滑 8.05 个百分点。随着后期改性塑料提价及 PP 价格下降，预计公司整体毛利率将有所改善。一季度弹性体材料毛利率稳健，同比环比均略有上升，一季度达 35.55%。
- 盈利预测与投资建议。**2017-2019 年预测 EPS 分别为 1.41、1.92、2.33 元，公司主营热塑性弹性体业务属于化工新材料类，可比公司 2017 年预测 PE 约为 30-55 倍；公司技术壁垒高，未来发展空间大，给予 2017 年预测 PE55 倍估值，对应目标价 77.55 元，给予“买入”评级。
- 风险提示。**原材料价格大幅上升；下游行业不景气；市场开发进展缓慢；新技术开发存在不确定性。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	626.23	799.68	969.52	1188.00	1418.81
(+/-)YoY(%)	7.83%	27.70%	21.24%	22.53%	19.43%
净利润(百万元)	59.89	79.32	118.11	161.32	195.82
(+/-)YoY(%)	26.93%	32.44%	48.90%	36.58%	21.39%
全面摊薄 EPS(元)	0.71	0.94	1.41	1.92	2.33
毛利率(%)	23.31%	24.38%	25.56%	27.00%	27.32%
净资产收益率(%)	15.29%	10.40%	13.40%	15.47%	15.81%

资料来源：公司招股说明书，2016 年年报，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

股票数据

6 个月内目标价(元)	77.55
06 月 09 日收盘价(元)	59.39
52 周股价波动(元)	18.34-78.88
总股本/流通 A 股(百万股)	84/21
总市值/流通市值(百万元)	4989/1247

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	62.90	42.26	30.91
市净率	6.51	5.62	4.74
市销率	6.24	5.14	4.20
EV/EBITDA	38.9	29.2	21.7
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《受产能限制及原材料价格上涨，一季度净利润平稳增长 10%》2017.04.26

《热塑性弹性体龙头，营收稳定增长》2017.04.25

《技术领先，产品研发接力业绩增长》2017.03.03

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.9	-18.7	-3.2
相对涨幅(%)	-5.7	-17.6	-1.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:张宇
 Tel:(021)23219583
 Email:zy9957@htsec.com
 证书:S0850515080001
 联系人:相姜
 Tel:(021)23219945
 Email:xj11211@htsec.com