

## 布局5G产业链的改性塑料企业

### 投资要点

- **改性塑料企业, 布局5G产业链。**公司2017年6月上市, 主要从事改性工程塑料、改性通用塑料以及高性能功能高分子材料的研发、生产、销售和技术服务。公司液晶高分子(LCP)材料、聚四氟乙烯材料(PTFE)、改性PPE系列产品以及碳纤维、碳纳米管复合材料在业内具有领先的技术水平。2014年7月, 公司购买三星LCP生产线及相关无形资产, 2019年公司以自有资金收购德清科赛51%股权, 进入高频通讯线路板用PTFE薄膜材料领域, 丰富及延伸公司产业链, 在5G产业领域形成从基站到终端的齐备的高分子材料解决方案。
- **改性塑料成本端未来压力减轻。**公司生产所需要主要原材料为PC、PS、PPO、ABS、PP等聚合物树脂, 五大原材料的采购金额占比大约八成左右, 对公司成本端的影响巨大。PC是公司主要的原材料之一, 其成本约占公司成本的两成左右。随着鲁西化工等新产能的投放, 2018年下半年开始, PC价格开始下降。未来两年, 国内仍有接近300万吨的新产能等待投放, 预计PC的价格未来将承压, 公司成本端的压力有望减轻。
- **LPC前景向好, 国产化机遇不容错过。**液晶高分子(LCP)是一种各向异性的、由刚性分子链构成的芳香族聚酯类高分子材料, 具有低吸湿性、耐化学腐蚀性、良好的耐候性、耐热性、阻燃性以及低介电常数和低介电损耗因数等特点, 广泛应用于电子电器、航空航天、国防军工、光电通讯等高新技术领域。5G对材料的介电常数和接电损耗要求更高, LCP是替代PI的材料。未来, 随着5G范围的扩大, 特别是存量手机市场的巨大替换需求, LCP材料的需求有望大幅提升, 预计其市场空间达到数十亿元。沃特股份于2014年收购三星精密的全部LCP业务, 是目前全球唯一可以连续法生产3个型号LCP树脂及复材的企业, 目前具备产能3000吨/年, 与多个客户开展合作, 参与相关材料的国产化机会。
- **盈利预测与评级。**我们选取和公司一样有LCP业务的金发科技、普利特, 改性塑料业务的国恩股份和道恩股份为公司的参考公司。预计公司2019-2021年EPS分别为0.41元、0.64元、1.03元, 2019-2021年归母净利润复合增速52%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**安全环保的风险, 新项目建成及投产进度或不及预期的风险, 原材料价格波动的风险, 下游需求疲软的风险, 汇率波动的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	808.17	920.65	1128.82	1516.32
增长率	5.65%	13.92%	22.61%	34.33%
归属母公司净利润(百万元)	35.05	48.53	75.59	122.27
增长率	-13.17%	38.47%	55.75%	61.76%
每股收益EPS(元)	0.29	0.41	0.64	1.03
净资产收益率ROE	5.37%	7.63%	10.87%	14.92%
PE	88	63	41	25
PB	4.72	4.44	4.05	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

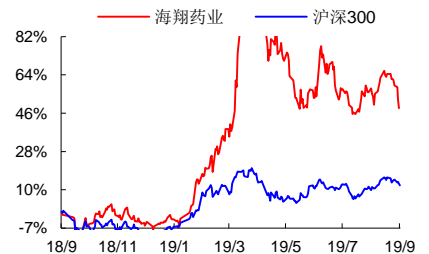
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.19
流通A股(亿股)	0.50
52周内股价区间(元)	14.03-27.51
总市值(亿元)	30.80
总资产(亿元)	11.98
每股净资产(元)	5.59

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：改性塑料企业，布局 5G 产业链</b>	<b>1</b>
<b>2 原材料价格波动较大，公司成本端未来压力减轻</b>	<b>3</b>
2.1 公司所处行业原材料价格波动较大	3
2.2 PC 新增产能较多，公司未来成本压力减轻	5
<b>3 LCP 业务分析：前景向好，国产化机遇不容错过</b>	<b>5</b>
3.1 LCP 是高分子类材料	5
3.2 中国 LCP 落后明显，行业奋起直追	6
3.3 5G 进程加速，LCP 迎来国产化发展机遇	7
3.4 收购三星 LCP 业务，持续开拓	7
<b>4 收购德清科赛，整合产业链资源</b>	<b>8</b>
<b>5 募投项目逐步投产，可转债募资 2.6 亿元建设新项目</b>	<b>9</b>
5.1 募投项目逐步达产	9
5.2 可转债项目助力重庆材料产业基地和总部基地建设	9
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>11</b>
<b>7 风险提示</b>	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年) .....	2
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年) .....	2
图 4: 公司营业收入变动 .....	2
图 5: 公司归母净利润变动 .....	2
图 6: 公司所处产业链位置 .....	3
图 7: 公司所处产业链位置 .....	3
图 8: 2016 年公司原材料采购金额占比 .....	4
图 9: 五大原材料价格走势 .....	4
图 10: PC 价格走势 .....	5
图 11: 典型 TLCP 结构分子图 .....	6
图 12: 沃特特种经营情况 .....	8
图 13: 德清科赛经营情况 .....	8

## 表 目 录

表 1: 公司产品的情况 .....	1
表 2: LCP 产能分布 .....	6
表 3: 江苏沃特新材料项目 .....	9
表 4: 江苏沃特新材料项目投资具体情况 (单位: 万元) .....	9
表 5: 可转债投资项目 .....	10
表 6: 分业务收入及毛利率 .....	11
表 7: 可比公司估值表 .....	12
附表: 财务预测与估值 .....	13

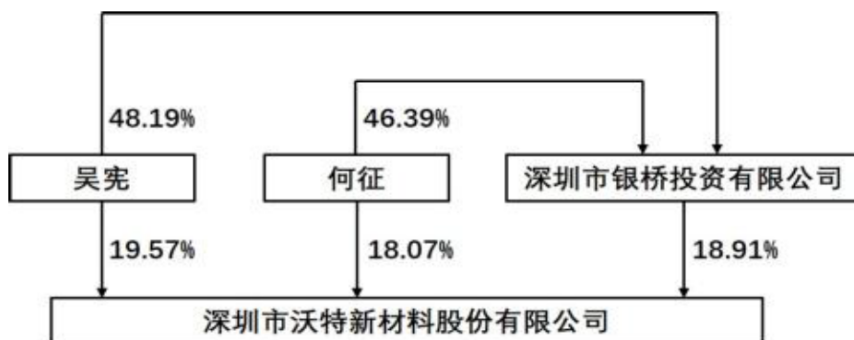
## 1 公司概况：改性塑料企业，布局 5G 产业链

公司主要从事改性工程塑料、改性通用塑料以及高性能功能高分子材料的研发、生产、销售和技术服务，为客户提供最优化的新材料解决方案和增值服务，致力于成为国际知名品牌的材料供应商和世界一流的材料方案提供者。公司产品主要包括特种及新型工程高分子、高性能复合材料、碳纤维及碳纳米管复合材料、含氟高分子材料。产品主要应用领域为电子、家电、办公设备、通讯、汽车、水处理、电气、航空等领域。公司液晶高分子 (LCP) 材料、聚四氟乙烯材料 (PTFE)、改性 PPE 系列产品以及碳纤维、碳纳米管复合材料在业内具有领先的技术水平。

公司 2017 年 6 月在深交所上市，2014 年 7 月，公司购买三星 LCP 生产线及相关无形资产，2019 年公司以自有资金收购德清科赛 51% 股权，进入高频通讯线路板用 PTFE 薄膜材料领域，丰富及延伸公司产业链，在 5G 产业领域形成从基站到终端的齐备的高分子材料解决方案。

公司的控股股东和实际控制人为吴宪、何征夫妇，二人合计直接持有公司 37.6% 的股权，另外，通过深圳市银桥投资有限公司，间接持有公司 17.9% 的股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

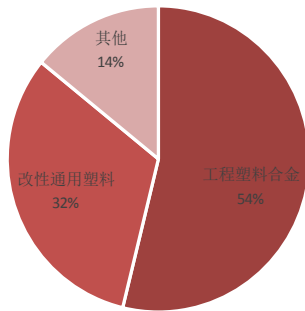
公司的主要产品为各类改性塑料粒子，主要包括改性通用塑料、改性工程塑料及其他。

表 1：公司产品的情况

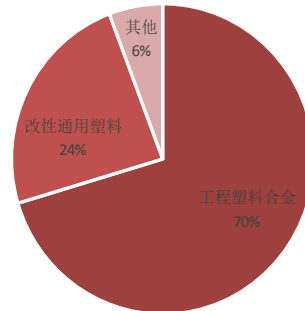
产品分类	主要产品	应用领域
改性工程塑料	阻燃、增强、导电、导热、导磁 PC、PC/ABS、PPO、PBT、PA、PPS、LCP 等	家用电器、IT 设备、通讯设备、光伏、电子元器件、LED 照明、汽车、建筑电气等的内部及外部结构件
改性通用塑料	增强、阻燃、矿物填充、耐候 ABS、PS、PP、PE 等	汽车、电子产品、电工设备、灯饰等的内部及外部结构件
其他	TPE、芳纶 IV 等高性能功能高分子材料	复合材料、防弹制品、建材、特种防护服、电子设备等

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**从收入端和毛利结构来看，工程塑料合金占据了收入和毛利的一半以上。

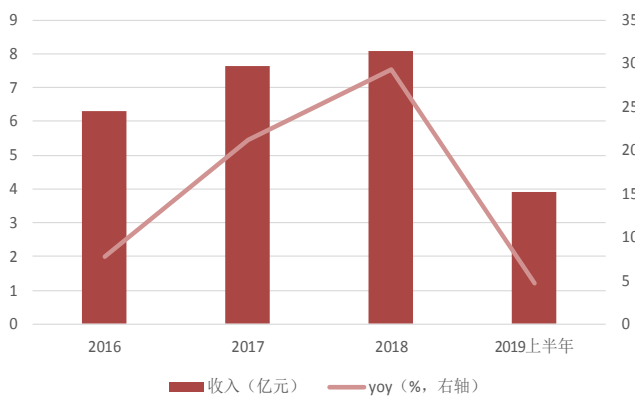
**图 2：公司营业收入结构（2019 年上半年）**


数据来源：wind，西南证券整理

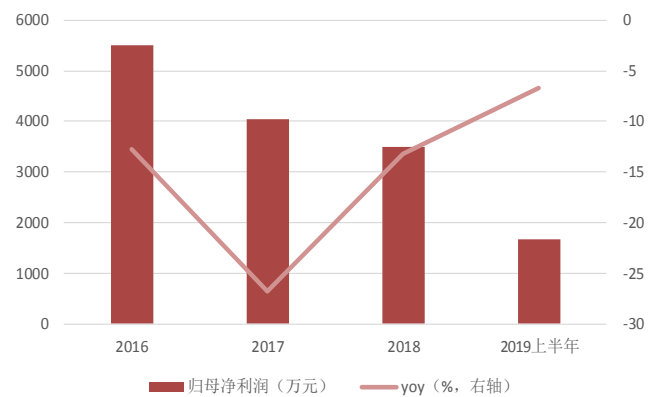
**图 3：公司毛利结构（2019 年上半年）**


数据来源：wind，西南证券整理

**公司业绩情况：**近三年多，公司的营业收入实现稳步增长，由于研发费用的持续投入，公司的期间费用率一直维持较高水平，且持续增长，另外，由于原材料价格的波动和新产品生产线产能利用率不足，摊销较大，公司产品的毛利率也呈现一定波动，公司净利润近三年多有所下滑。

**图 4：公司营业收入变动**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 5：公司归母净利润变动**


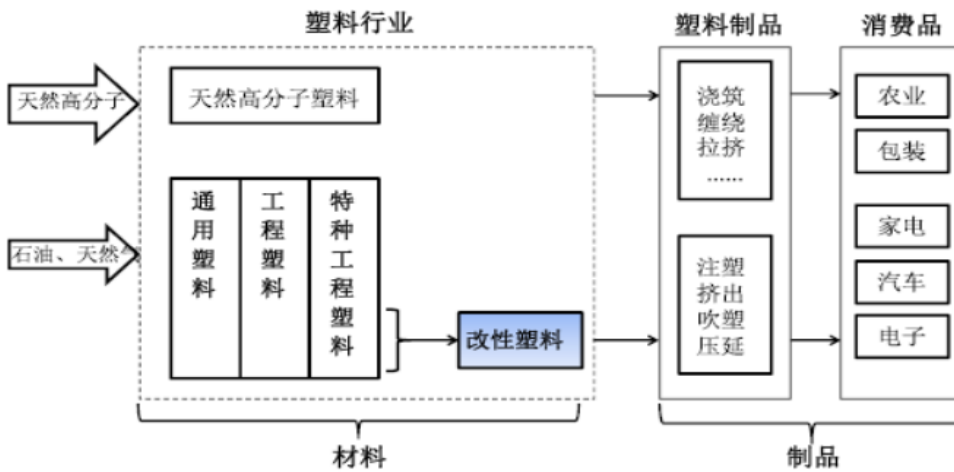
数据来源：wind，西南证券整理

## 2 原材料价格波动较大，公司成本端未来压力减轻

### 2.1 公司所处行业原材料价格波动较大

公司的产品主要为改性塑料，其主要原料是通用塑料、工程塑料和特种工程塑料。

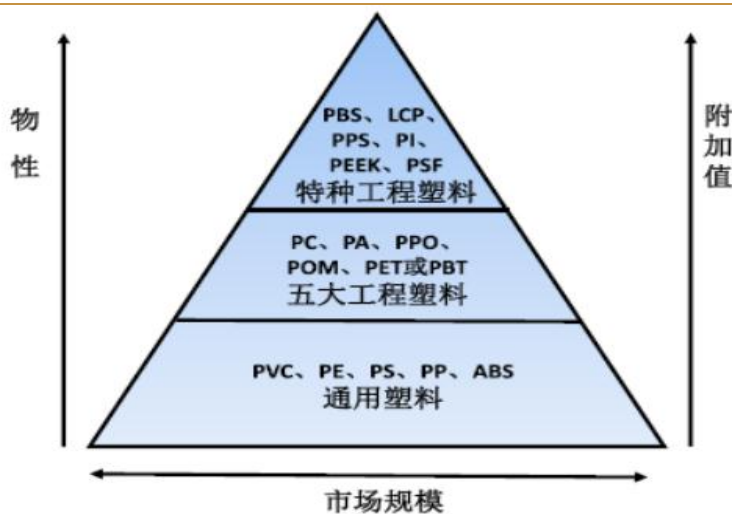
图 6：公司所处产业链位置



数据来源：招股说明书，西南证券整理

由于产品的附加值、物理性质等指标不同，塑料有不同的分类。产量大、价格低、用途广的塑料品种占塑料整个产量的 90% 以上，称为通用塑料，五大通用塑料为 PE、PP、PVC、PS、ABS。另外，比通用塑料性能更佳，更适用于工业用途的塑料称为工程塑料，五大工程塑料为 PA、POM、PC、PPO、PBT 或 PET（热塑性聚酯），它们产量大，价格是通用塑料的 2-6 倍。特种工程塑料则附加值更高。

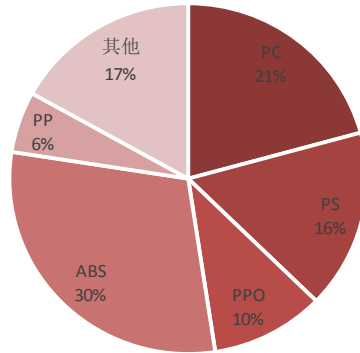
图 7：公司所处产业链位置



数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据公司招股说明书的披露，2014-2016年，公司生产所需要主要原材料为PC、PS、PPO、ABS、PP等聚合物树脂，五大原材料的采购金额占比大约八成左右，对公司成本端的影响巨大。

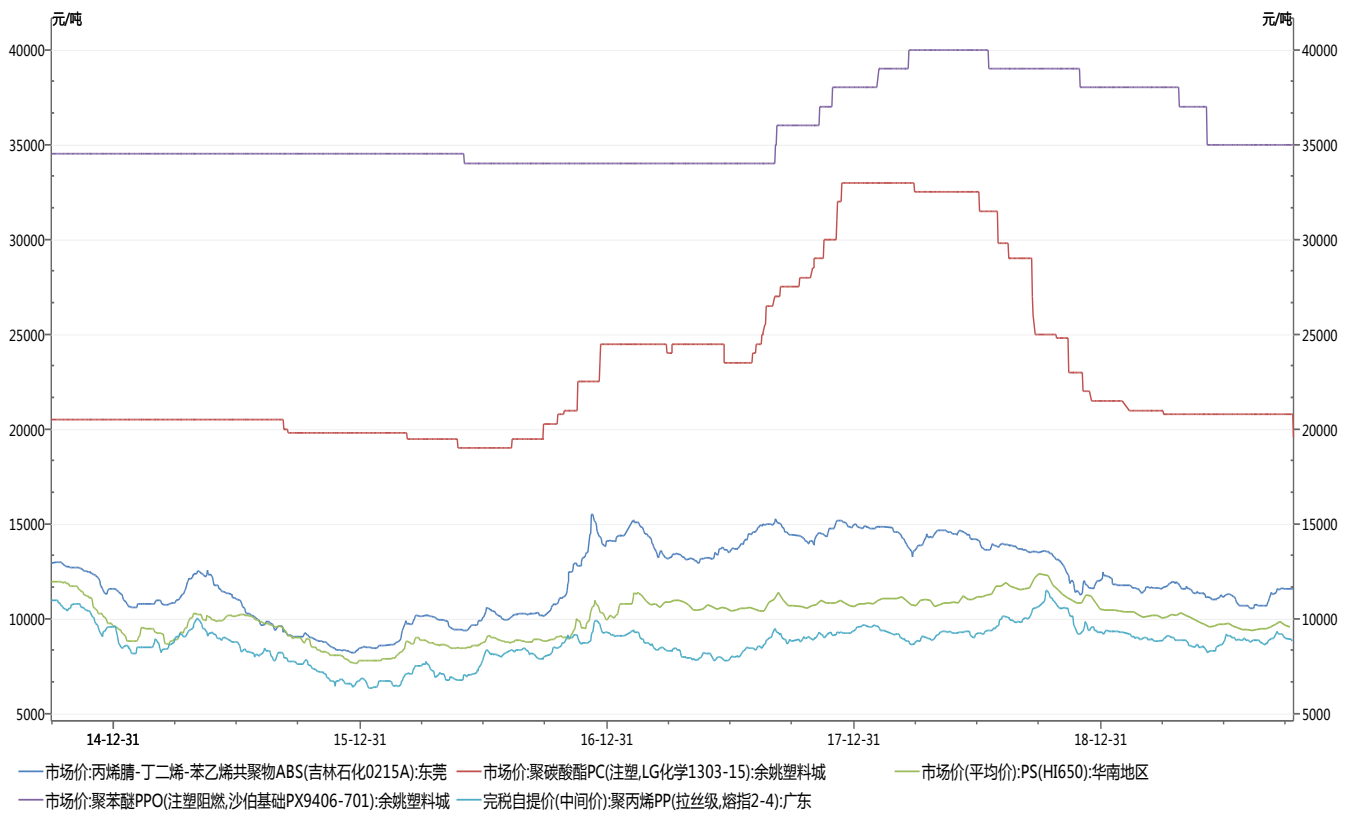
图 8：2016 年公司原材料采购金额占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

从历史数据来看，PC、ABS、PS 等价格波动较大，且价格走势并不完全一致。

图 9：五大原材料价格走势

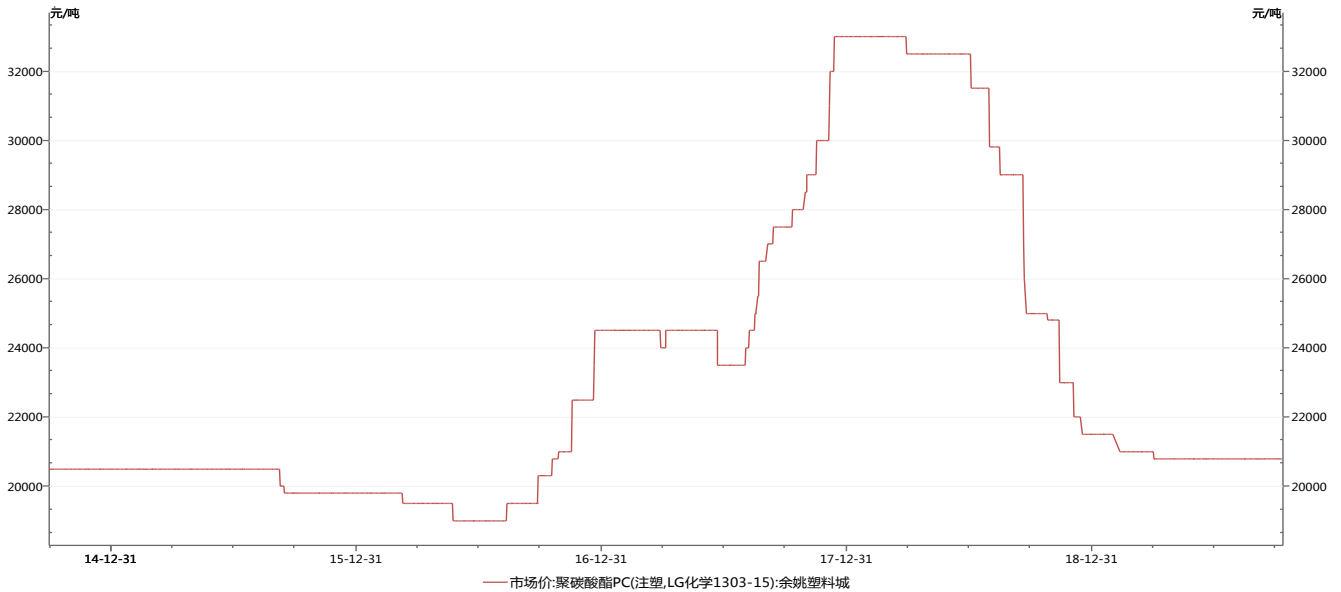


数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 2.2 PC 新增产能较多，公司未来成本压力减轻

PC 是公司主要的原材料之一，2017 年-2018 年，海外产能停车或开工率受限，废旧塑料进口受限，全球 PC 供应紧张，国内 PC 价格一直处于高位。随着鲁西化工等新产能的投放，2018 年下半年开始，PC 价格开始下降。未来两年，国内仍有接近 300 万吨的新产能等待投放，预计 PC 的价格未来将承压，公司成本端的压力有望减轻。

图 10: PC 价格走势



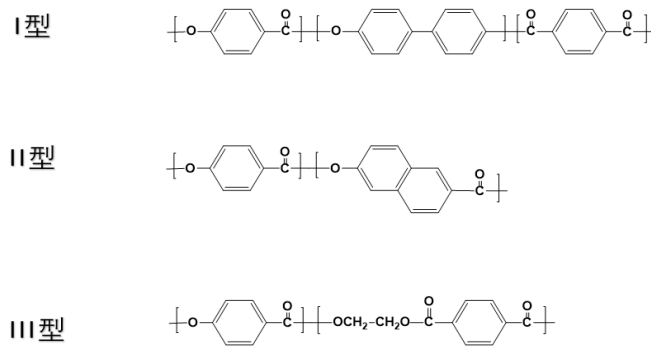
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 3 LCP 业务分析: 前景向好, 国产化机遇不容错过

### 3.1 LCP 是高分子类材料

液晶高分子 (Liquid Crystal Polymer, LCP) 是一种各向异性的、由刚性分子链构成的芳香族聚酯类高分子材料, 按照形成液晶相的条件不同, LCP 分为溶致性液晶 (LLCP) 和热致性液晶 (TLCP), 其具有低吸湿性、耐化学腐蚀性、良好的耐候性、耐热性、阻燃性以及低介电常数和低介电损耗因数等特点, 广泛应用于电子电器、航空航天、国防军工、光电通讯等高新技术领域。



**图 11: 典型 TLCP 结构分子图**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前全球 LCP 树脂材料产能约 7.6 万吨/年, 全部集中在日本、美国和中国, 产能分别为 3.4 万吨、2.6 万吨和 1.6 万吨, 占比分别为 45%、34%和 21%, 其中美国和日本企业在 20 世纪 80 年代就开始量产 LCP 材料, 我国进入 LCP 领域较晚, 长期依赖美日进口, 近几年来随着金发科技、普利特、沃特股份、聚嘉新材料等企业陆续投产, LCP 材料产能快速增长。随着 5G 时代到来, 未来 LCP 材料需求将有望迎来快速增长。

**表 2: LCP 产能分布**

制造商	产能/吨	产地
塞拉尼斯	22000	美国
宝理塑料	15000	日本
住友	10000	日本
聚嘉新材料	6200	中国宁波
新日石	4700	日本
苏威	4000	美国
金发科技	3000	中国珠海
沃特新材料	3000	中国江苏
东丽	2500	日本
普利特	2500	中国上海
上野	2500	日本
台湾长春	1800	中国台湾
德众泰	1000	中国江门

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

### 3.2 中国 LCP 落后明显, 行业奋起直追

中国 LCP 产品长期依赖进口, 沃特股份于 2014 年收购三星精密的全部 LCP 业务, 是目前全球唯一可以连续法生产 3 个型号 LCP 树脂及复材的企业, 目前具备产能 3000 吨/年, 材料产品在 5G 高速连接器、振子等方面得到成功推广和应用, 并且针对传统材料无法适应新通讯条件下的环保、低吸水要求, 公司 LCP 材料成功取代传统材料产品。

金发科技全资子公司珠海万通特种工程塑料有限公司的年产 1000 吨 LCP 聚合装置于 2014 年初投产。此外,自 2016 年 1 月开始建设的年产 3000 吨 LCP 聚合装置扩产项目进展顺利,目前已投产并实现销售。

聚嘉新材料的 LCP 产品由公司研发团队自主研发,是国内具有完全自主知识产权的 LCP 树脂生产企业。目前 LCP 纯树脂、LCP 改性树脂产能分别达到 2510 吨/年、3700 吨/年。聚嘉新材料研发的 LCP 系列产品包括单体、LCP 纯树脂、LCP 改性树脂、LCP 薄膜专用树脂及 LCP 薄膜、LCP 纤维专用树脂及 LCP 纤维等。

江门市德众泰工程塑胶科技有限公司成立于 2010 年,是一家专业从事特种工程塑胶研发、生产、销售及相关服务的国家高新技术企业。德众泰掌握着聚合生产链关键的核心技术,具有完整的,从单体聚合、成盐、缩聚到树脂改性复合生产一体化,于 2011 年自主研发出液晶聚合物 LCP 并实现量产,现拥有 1000 吨/年的 LCP 生产能力。

### 3.3 5G 进程加速, LCP 迎来国产化发展机遇

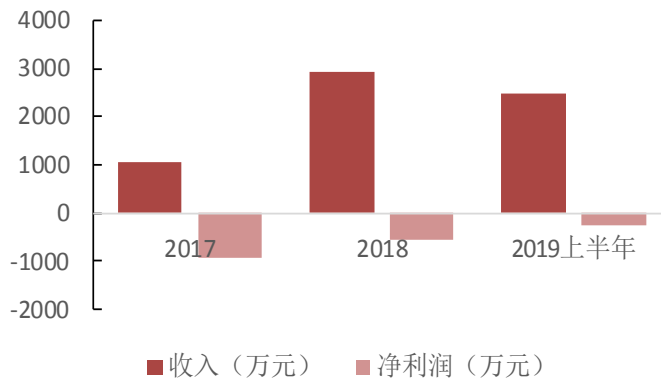
5G 进程加速, LCP 天线将替代 PI 天线: LCP 在微波/毫米波频段内介电常数低、损耗小,并且其热稳定性高、机械强度大、稀释率低,是一种适合于微米/毫米波电路使用、综合性能优异的聚合物材料。目前应用较多是聚酰亚胺(PI)天线,但是随着 5G 高频高速时代来临,由于 PI 基材的介电常数和损耗因子较大、吸潮性较大、可靠性较差,因此 PI 天线的高频传输损耗严重、结构特性较差,已经无法适应当前的高频高速趋势,尤其是不能用于 10GHz 以上频率。而 LCP 在 110GHz 的全部射频范围几乎能保持恒定的介电常数,并且正切损耗非常小,很适合高频下使用。

智能手机小型化,为 LCP 材料带来新机遇:软板的柔性是其小型化的关键,而 LCP 软板兼有良好的柔性能力和高频高速性能, LCP 软板相比传统的 PI 软板可以耐受更多的弯折次数和更小的弯折半径。同时 LCP 软板拥有与天线传输线同等优秀的传输损耗,可在仅 0.2 毫米的 3 层结构中携带若干根传输线,并将多个射频线一并引出,从而取代肥厚的天线传输线和同轴连接器,并减小 65% 的厚度,具有更高的空间效率。

LCP 性能突出,有望应用于 5G 高频封装材料: LCP 材料还可以用作射频前端的塑封材料,相比如 LTCC 工艺,使用 LCP 封装的模组具有烧结温度低、尺寸稳定性强、吸水率低、产品强度高优势,目前已被行业认作 5G 射频前端模组首选封装材料之一,应用前景广阔。

### 3.4 收购三星 LCP 业务,持续开拓

沃特股份于 2014 年收购三星精密的全部 LCP 业务,是目前全球唯一可以连续法生产 3 个型号 LCP 树脂及复材的企业,目前具备产能 3000 吨/年。公司的全资子公司江苏沃特特种材料制造有限公司承担了公司 LCP 研发生产的任务。从营收规模来看,近几年,随着认证和小范围供货,沃特特种材料制造有限公司的收入逐年增长,利润亏损减少,亏损的原因是由于公用工程的摊销对利润的影响较大。后续随着公司销量的逐步增加,开工率提升,公司的盈利能力和收入将会持续增加。

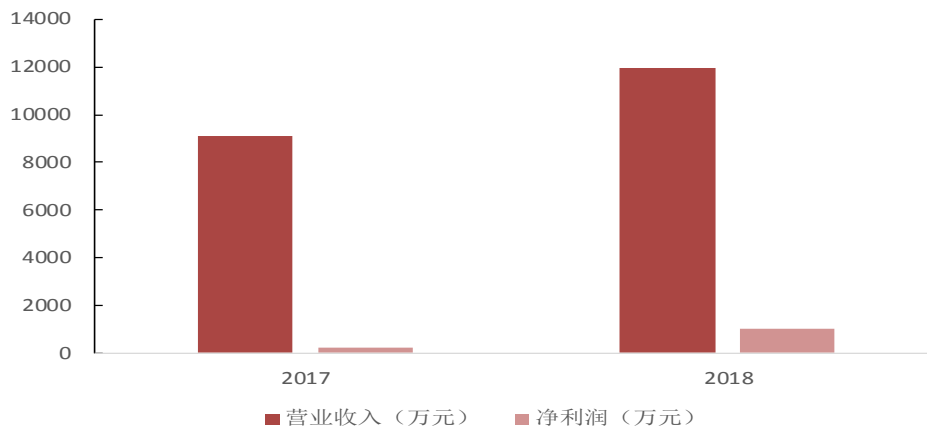
**图 12: 沃特特种经营情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 收购德清科赛, 整合产业链资源

2019年3月, 公司以现金方式收购德清科赛51%的股权, 4月, 德清科赛并表。德清科赛股东邱剑镠承诺, 德清科赛2019、2020、2021年度分别实现扣非后归母净利润均不低于1100万元, 且2019-2021年三个会计年度实现的扣非后归母净利润合计不低于4007万元。

德清科赛是国内最早开展含氟高分子材料及其应用研究和产业化的企业之一, “Conceptfe®”和“科赛®”系列产品已经成为业内知名的含氟高分子材料品牌, 相关产品已经在半导体制造、医疗器械、建筑桥梁组件(杭州湾大桥、港珠澳大桥)、工业制造、医药包装、化妆品包装等领域得到应用。德清科赛高频设备用薄膜材料将与公司现有高频线路板基材材料及低介电损耗液晶高分子(LCP)材料形成系统化高频材料解决方案, 提升公司在高频及5G设备产品用材料市场占有率。同时, 德清科赛含氟高分子树脂材料将为公司高频设备用高分子材料提供原材料支持, 有助于公司整合产业链资源, 提升产业链创新能力。此外, 公司也将借助德清科赛现有产品体系, 将公司现有产品向医疗器械行业延伸, 进一步拓展公司产品应用领域。

**图 13: 德清科赛经营情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 募投项目逐步投产，可转债募资 2.6 亿元建设新项目

### 5.1 募投项目逐步达产

公司 IPO 募投项目为江苏沃特新材料的新材料项目，项目投资额 5.5 亿元，公司拟投入的 IPO 募集资金为 2.3 亿元，截至 2019 年上半年，项目投资进度 51.5%，预计达到预定可使用状态的时间为 2020 年 7 月。江苏沃特新材料项目产品有五大类，若正式达产后，预计每年新增 12 万吨改性塑料产能（有效产能）。根据公司 2018 年年报披露，公司募投项目营业收入较 2017 年同比增长 137%，同时，募投项目已经能够承担公司服务华东地区客户的重要职能，后续将为提高公司产品在华东和山东地区的材料市场占有率和为区域客户提供更好的服务提供保障。2018 年，全套进口定制的微米级聚四氟乙烯薄膜设备抵达募投项目所在地，目前已完成安装调试并开展相关客户测试认证工作。

表 3：江苏沃特新材料项目

产品类别	产量 (吨/年)	备注
高强度、耐高温塑料	20000	PPO、PBT、PA、PC 等树脂用碳纤维增强的高性能工程塑料
增长塑料	60000	玻璃纤维增强的 PPO、PC、PP、PC/ABS、ABS、PA 等
阻燃环保塑料	80000	阻燃 PC、阻燃 ABS 等
增韧塑料及矿物填充塑料	30000	主要有增韧 PC 填充无机矿物粉、增韧 PA 等
其他类型的特种性能塑料	10000	导热塑料、TPE、柔性 PPO 等产品
合计	200000	名义产能

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 4：江苏沃特新材料项目投资具体情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟投入募集资金	项目投资计划				
			第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
新材料项目	55012	22953	16846	17539	12314	6314	2000

数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据公司招股说明书披露，公司的新材料项目前两年为建设期，第三年开始投产，生产负荷 35%，第四年生产负荷 45%，第五年 60%，第六年 80%，第七年 90%，第八年完全达产。正式达产后，预计公司每年新增改性塑料 12 万吨的有效产能。

根据公司测算，募投项目达产之后，预计新增年均净利润为 2.6 亿元。

### 5.2 可转债项目助力重庆材料产业基地和总部基地建设

2019 年 5 月，公司与重庆市长寿经济技术开发区管理委员会签署《战略合作协议》并在长寿设立子公司。重庆材料产业基地建成投产后，将为公司重庆及西部地区客户提供更完善、高效、便捷的服务，不断提高客户满意度和产品市场占有率。同时，公司将充分利用重庆长寿国家级化工园区的定位优势，开展以高性能半芳香族聚酰胺材料为代表的特种高分子材料的研发及生产，将与公司现有特种工程高分子材料体系实现产品协同，进一步提升客户的产品服务能力，提高公司市场竞争力。2019 年 6 月，公司发布可转债发行预案，拟募资 2.6 亿，用于高性能半芳香族聚酰胺材料一期项目等几大项目。

**表 5: 可转债投资项目**

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期 (年)
高性能半芳香族聚酰胺材料一期项目	16065	11000	3
总部基地建设项目	19757	7936	4
补充流动资金	7064	7064	
合计	42886	26000	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

项目建设基本情况:

#### (一) 高性能半芳香族聚酰胺材料一期项目

高性能聚酰胺是一类半芳香族半结晶性热塑性高分子。其具有高工作温度下的高刚性和高强度、吸水后的尺寸稳定性和低的翘曲性、良好的耐化学性、良好的表面质量、摩擦磨损系数低等特点, 其可以广泛应用于高频和集成化电子通讯领域及汽车行业。

随着电子产业的飞速发展以及高频通讯时代的到来, 电子设备逐渐趋于向小型化、轻量化、薄型化、高可靠、高性能和低成本方向发展, 在通信、工业自动化、航空航天等高新技术领域对电子设备中封装基板的要求也越来越高。现在电子信息产品特别是微波器件的高速发展, 高密度化、数字化、高频化和在特殊环境中应用等要求已经向传统工艺和传统材料提出了巨大的挑战。人们同时需要具有优越的机械性能、尺寸稳定性、耐化学药品性、阻燃性、高精度、耐热性好、热膨胀系数较低等性能特性, 高性能聚酰胺材料的性能均符合上述材料特性要求。

此外, 高性能半芳香族聚酰胺材料将有效覆盖现有及前瞻性汽车行业 (包括传统燃油车型, 混动车型, 以及氢能源车型), 并在汽车关键零部件领域取代现有进口核心材料。如: 空气管理和涡轮增压系统, 电气系统, 底盘悬挂系统, 灯具灯座系统, 动力总成部件, 安全系统和制动系统, 以及高效齿轮轴承系统等。

目前全球高性能半芳香族聚酰胺材料约有 12 万吨的市场容量, 而我国目前相关材料主要依赖进口, 因此相关产业仍亟待高性能聚酰胺材料的国产化产业支撑。

公司现有液晶高分子材料和轻量化高分子材料已经获得电子通讯、汽车及汽车电子等行业客户的认可并得到批量化使用。客户根据其现有材料供应商体系, 对于公司的高性能聚酰胺材料具有明确的材料需求。同时, 部分客户根据行业发展特点也计划在西部地区设立制造基地, 因此公司在重庆建设高性能半芳香族聚酰胺材料项目将在产品和产业区域方面为客户提高更全面的服务。

根据公司的测算, 项目建成投入运营期之后, 预计年均营业利润 5979 万元, 对公司的持续健康发展有较好的推动作用。

#### (二) 总部基地建设项目

目前公司在深圳没有自有物业, 长期以来一直以租赁物业方式进行办公。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司共有员工 417 人, 现有总部租用空间条件已经对总部运行形成了限制。同时, 伴随业务的快速发展, 公司将进一步在研发、市场、供应链、管理等方面引进人才, 现有租用物业将很快无法满足总部运营需要。如果选择新租赁物业, 一方面符合租用面积需求的物业可选范围较小, 如不能统一办公, 将对公司整体运行效率造成影响; 另一方面, 新租

赁大面积总部空间将大幅增加公司租金支出，不利于公司将资金用于产品创新和市场开发。因此，建设总部基地项目，将有利于公司提升总部各部门协同办公效率并组建高级人才团队。

公司将于深圳市南山区留仙洞区域建设总部基地，项目计划总投资 2.0 亿元，建设期 4 年。本次建设将采取在南山区政府的组织下，与多家其他企业联合建设的方式进行，建成后总部基地将实现并承担总部办公、研发中心、产业服务平台、公司形象展示等职能。项目建成后将有效整合公司现有研发资源，加速公司研发储备的产业化转化，有助于进一步提高公司研发及产品竞争力。

## 6 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：随着 5G 时代的到来，需求提升，公司客户增加采购量，另外，募投项目逐步投产，预计 2019-2021 年公司工程塑料合金产品收入分别增长 25%、35%、50%。由于销量增长，折旧摊销减少，另外，高毛利产品的比重提升，预计 2019-2021 年公司工程塑料合金产品的毛利率为 24%、25%、26%；

假设 2：随着油价中枢的稳定以及公司募投项目逐步投产，预计 2019-2021 年公司改性通用塑料产品收入分别增长 3%、10%、15%，毛利率为 13%、13.3%、13.6%；

假设 3：期间费用率维持现有水平。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	808.2	920.6	1128.8	1516.3
	增速	5.7%	13.9%	22.6%	34.3%
	成本	676.9	754.4	909.5	1196.2
	毛利率	16.2%	18.1%	19.4%	21.1%
工程塑料合金	收入	390.7	488.4	659.3	989.0
	增速	11.0%	25.0%	35.0%	50.0%
	成本	298.8	371.2	494.5	731.8
	毛利率	23.5%	24.0%	25.0%	26.0%
改性通用塑料	收入	303.4	312.5	343.8	395.3
	增速	-19.0%	3.0%	10.0%	15.0%
	成本	265.7	271.9	298.0	341.6
	毛利率	12.4%	13.0%	13.3%	13.6%
其他	收入	114.1	119.8	125.8	132.0
	增速	197.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	112.4	111.4	117.0	122.8
	毛利率	1.4%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源：公司公告，西南证券



我们选取和公司一样有 LCP 业务的金发科技、普利特，改性塑料业务的国恩股份和道恩股份为可比公司。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元、0.64 元、1.03 元，2019-2021 年归母净利润复合增速 52%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002324.SZ	普利特	12.12	0.14	0.24	0.34	0.56	87	51	36	22
600143.SH	金发科技	7.20	0.23	0.36	0.4	0.46	22	20	18	16
002768.SZ	国恩股份	23.73	1.14	1.49	1.85	2.24	20	16	13	11
002838.SZ	道恩股份	12.57	0.30	0.49	0.67	0.85	42	26	19	15
可比公司均值							43	28	22	16

数据来源：wind，西南证券整理

## 7 风险提示

5G 进程不达预期；客户渗透由于认证、技术等原因不及预期；新晋业务产能不及预期；环保政策下成本抬升；行业竞争加剧；下游需求环境变化。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	808.17	920.65	1128.82	1516.32	净利润	35.05	53.33	83.99	132.90
营业成本	676.95	754.43	909.47	1196.19	折旧与摊销	22.40	26.37	32.96	37.33
营业税金及附加	3.85	4.60	5.64	7.58	财务费用	19.16	4.60	5.64	7.58
销售费用	26.99	27.62	33.86	45.49	资产减值损失	3.13	3.00	3.00	3.00
管理费用	25.67	73.65	84.66	113.72	经营营运资本变动	-133.45	11.78	-134.78	-247.58
财务费用	19.16	4.60	5.64	7.58	其他	-62.31	-13.00	-11.00	-14.00
资产减值损失	3.13	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-116.02</b>	<b>86.08</b>	<b>-20.19</b>	<b>-80.77</b>
投资收益	6.01	7.00	7.00	7.00	资本支出	-22.44	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	3.30	3.00	3.00	3.00	其他	66.51	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>44.07</b>	<b>-90.00</b>	<b>-90.00</b>	<b>-90.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>37.88</b>	<b>62.74</b>	<b>96.53</b>	<b>152.76</b>	短期借款	83.65	2.24	146.36	232.22
其他非经营损益	0.13	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>38.01</b>	<b>62.74</b>	<b>96.53</b>	<b>152.76</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.97	9.41	12.55	19.86	支付股利	-8.63	-7.01	-9.71	-15.12
净利润	35.05	53.33	83.99	132.90	其他	-42.32	-8.90	-5.64	-7.58
少数股东损益	0.00	4.80	8.40	10.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>32.71</b>	<b>-13.67</b>	<b>131.01</b>	<b>209.52</b>
归属母公司股东净利润	35.05	48.53	75.59	122.27	<b>现金流量净额</b>	<b>-39.10</b>	<b>-17.59</b>	<b>20.82</b>	<b>38.75</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	109.65	92.06	112.88	151.63	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	394.77	434.82	539.53	723.61	销售收入增长率	5.65%	13.92%	22.61%	34.33%
存货	224.78	195.60	232.83	319.57	营业利润增长率	-19.23%	65.62%	53.86%	58.24%
其他流动资产	59.83	64.39	78.95	106.05	净利润增长率	-13.17%	52.16%	57.48%	58.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.53%	17.96%	44.20%	46.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	210.50	289.08	361.08	426.75	毛利率	16.24%	18.05%	19.43%	21.11%
无形资产和开发支出	41.06	38.07	35.08	32.08	三费率	8.89%	11.50%	11.00%	11.00%
其他非流动资产	24.61	22.65	20.69	20.69	净利率	4.34%	5.79%	7.44%	8.76%
<b>资产总计</b>	<b>1065.20</b>	<b>1136.68</b>	<b>1381.04</b>	<b>1780.38</b>	ROE	5.37%	7.63%	10.87%	14.92%
短期借款	293.25	295.49	441.84	674.06	ROA	3.29%	4.69%	6.08%	7.46%
应付和预收款项	101.05	127.43	149.51	195.78	ROIC	6.42%	6.10%	8.18%	10.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.83%	10.18%	11.97%	13.04%
其他负债	18.07	15.13	16.78	19.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>412.37</b>	<b>438.04</b>	<b>608.13</b>	<b>889.68</b>	总资产周转率	0.79	0.84	0.90	0.96
股本	117.65	118.84	118.84	118.84	固定资产周转率	4.45	3.75	3.47	3.85
资本公积	272.52	271.33	271.33	271.33	应收账款周转率	3.18	3.32	3.47	3.58
留存收益	262.14	303.66	369.54	476.69	存货周转率	3.43	3.59	4.23	4.31
归属母公司股东权益	652.83	693.83	759.71	866.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.05%	—	—	—
少数股东权益	0.00	4.80	13.20	23.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>652.83</b>	<b>698.63</b>	<b>772.91</b>	<b>890.69</b>	资产负债率	38.71%	38.54%	44.03%	49.97%
负债和股东权益合计	1065.20	1136.68	1381.04	1780.38	带息债务/总负债	71.11%	67.46%	72.66%	75.76%
					流动比率	1.95	1.83	1.60	1.47
					速动比率	1.39	1.37	1.22	1.11
					股利支付率	24.62%	14.44%	12.84%	12.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	79.44	93.72	135.13	197.67	每股收益	0.29	0.41	0.64	1.03
PE	87.89	63.47	40.75	25.19	每股净资产	5.49	5.84	6.39	7.29
PB	4.72	4.44	4.05	3.55	每股经营现金	-0.98	0.72	-0.17	-0.68
PS	3.81	3.35	2.73	2.03	每股股利	0.07	0.06	0.08	0.13
EV/EBITDA	40.48	34.82	25.08	18.12					
股息率	0.28%	0.23%	0.32%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn