

## 内生外延并举, 业绩迎来爆发期

### 投资要点

- **公司是国内色母粒和三聚氰氨龙头企业。**广东美联新材料股份有限公司是我国内资企业中以色母粒为主营产品的第一家上市公司。美联新材成立于2000年6月, 现在色母粒的年产能在4万吨以上, 拥有国际先进的高智能全自动塑料色母粒生产线。美联新材拥有两个全资子公司和两个控股子公司: 汕头市广油美联新材料研究院有限公司、广东美联隔膜有限公司、营创三征(营口)精细化工有限公司和联朴科技(上海)有限公司, 其中, 营创三征为世界最大的三聚氰氨生产企业(2019年3月27日并表), 产能9万吨。公司产业链布局完善, 目前两大业务板块之间具有业务关联性, 未来将会产生协同效应。
- **公司发展战略清晰, 双业务模式开启。**我们发现公司的战略主要有两条主线: 1、提高主要产品的产能, 扩大在细分市场的市场份额; 2、延伸产业链, 对产业链进行完整布局, 提高抗风险能力和自身综合竞争力。公司目前在自己的两大业务模块上均是行业领头羊, 其不同的管理人才将会在各自领域发挥技术专长, 促进业绩增长。
- **三聚氰氨下游需求好, 公司行业地位突出, 未来还有将继续发力。**目前, 国内外每年以三聚氰氨为原料开发研制的新产品层出不穷, 其中约60%的三聚氰氨被用于三嗪类农药的生产, 约40%的三聚氰氨被用于活性染料、荧光增白剂、助剂和医药中间体等产品的生产, 全球需求年均增长幅度约为3%~5%。2017年, 世界各国三聚氰氨年总消耗量约在21万吨左右。目前, 三聚氰氨的全球主要生产企业在集中在中国、德国、美国、瑞士等四个国家, 营创三征的三聚氰氨市场占有率达到三分之二以上, 行业地位突出。另外, 公司2019年4月25日公告, 以自有资金7650万元增资营新科技, 获得其51%的股权并成为其控股股东, 未来其将成为公司在中间体业务上发力的重点。
- **盈利预测与评级。**预计公司2019-2021年EPS分别为0.92元、1.21元、1.49元, 2019-2021年归母净利润复合增速78%, 由于市场大幅波动, 保守给予公司2019年27倍估值, 对应目标价24.84元, 维持“买入”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。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583.72	2020.97	2863.82	3356.59
增长率	25.76%	246.22%	41.71%	17.21%
归属母公司净利润(百万元)	63.30	220.51	291.39	358.09
增长率	15.99%	248.38%	32.14%	22.89%
每股收益EPS(元)	0.26	0.92	1.21	1.49
净资产收益率ROE	10.47%	33.49%	32.99%	29.83%
PE	51	15	11	9
PB	5.32	3.96	3.03	2.36

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-58251919  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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

联系人: 周峰春  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@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)	2.40
流通A股(亿股)	0.61
52周内股价区间(元)	10.1-20.98
总市值(亿元)	32.14
总资产(亿元)	17.21
每股净资产(元)	2.67

### 相关研究

1. 美联新材(300586): 一季度业绩大增, 看好未来发展 (2019-04-25)

## 目 录

<b>1 公司概况：高分子复合着色材料业务国内领先者</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：色母粒市场空间大，中间体市场盈利能力好</b> .....	<b>4</b>
2.1 色母粒市场空间大，下游成长性好.....	4
2.2 色母粒行业高度分散，不同市场竞争情况不同.....	7
2.3 中间体产品工艺先进，市占率高.....	9
2.4 中间体下游的三嗪类除草剂持续增长，需求旺盛.....	11
2.5 活性染料、荧光增白剂等对三聚氰氨的需求仍然有所增长.....	12
2.6 锂电湿法隔膜下游需求巨大，但其后续竞争压力大.....	14
<b>3 公司分析：业绩迎来爆发期，盈利能力有望提升</b> .....	<b>15</b>
3.1 美联新材本部财务分析.....	15
3.2 营创三征财务分析.....	17
3.3 双业务模式齐头并进，业务模块管理人才发挥各自优势.....	19
3.4 新产能投放和产能扩张带来业绩增量.....	19
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司产业链布局完备.....	2
图 3: 公司色母粒产能.....	3
图 4: 公司营业收入结构 (2018 年).....	3
图 5: 公司毛利结构 (2018 年).....	3
图 6: 公司营业收入变动.....	4
图 7: 公司归母净利润变动.....	4
图 8: 色母粒的划分.....	5
图 9: 我国初级形态的塑料产量.....	6
图 10: 色母粒的市场空间和美联新材的市占率.....	6
图 11: 不考虑自用情况下, 三聚氰氨全球产能份额.....	10
图 12: 营创三征占有全球三分之二的三聚氰氨市场份额.....	10
图 13: 营创三征的三聚氰氨生产工艺.....	11
图 14: 全球三嗪类农药销售额及增速.....	12
图 15: 某款三聚氰氨型活性染料的合成反应式.....	13
图 16: 我国造纸用荧光增白剂 VBL 化学结构通式 (DSD-三嗪类).....	13
图 17: 收入规模对比 (单位: 亿元).....	15
图 18: 毛利率对比 (单位: %).....	15
图 19: 期间费用率对比 (单位: %).....	16
图 20: 净利率对比 (单位: %).....	16
图 21: 资产负债率对比 (单位: %).....	16
图 22: 流动比率对比.....	16
图 23: 总资产周转率对比.....	17
图 24: 营创三征营业收入变动.....	17
图 25: 营创三征净利润变动.....	17
图 26: 毛利率对比.....	18
图 27: 净利率对比.....	18
图 28: 资产负债率对比.....	18
图 29: 流动比率对比.....	18
图 30: 公司现金流变化.....	18
图 31: 总资产周转率对比.....	18

## 表 目 录

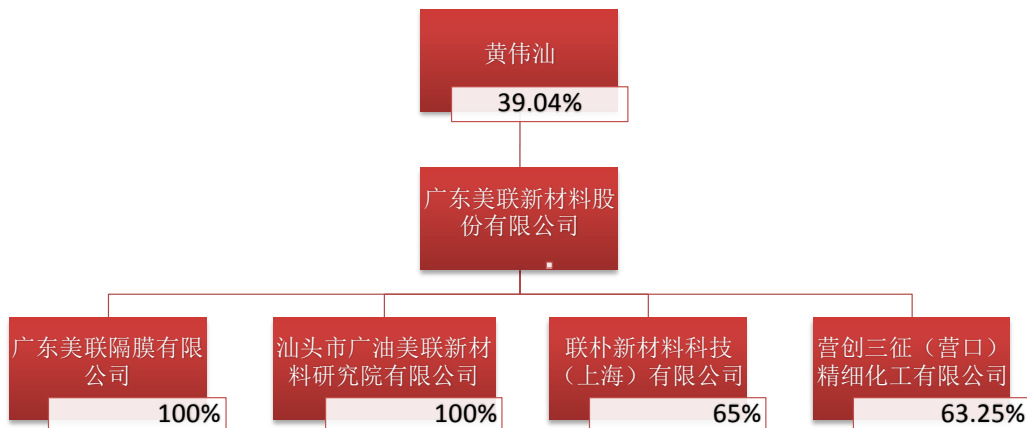
表 1: 公司主要产品的情况.....	1
表 2: 中高低端色母粒市场界定.....	8
表 3: 国际竞争对手.....	8
表 4: 国内竞争对手.....	9
表 5: 均三氮苯类除草剂品种信息.....	11
表 6: 首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后投资项目及投资额度 (单位: 万元) .....	19
表 7: 分业务收入及毛利率.....	20
表 8: 可比公司估值表.....	20
附表: 财务预测与估值.....	21

## 1 公司概况：高分子复合着色材料业务国内领先者

广东美联新材料股份有限公司是我国内资企业中以色母粒为主营产品的第一家上市公司。美联新材成立于 2000 年 6 月，现在色母粒的年产能在 40000 吨以上，拥有国际先进的高智能全自动塑料色母粒生产线。美联新材拥有两个全资子公司和两个控股子公司：汕头市广油美联新材料研究院有限公司、广东美联隔膜有限公司、营创三征（营口）精细化工有限公司和联朴科技(上海)有限公司，其中，营创三征为世界最大的三聚氰氨生产企业。

公司的控股股东和实际控制人为黄伟汕，其持有公司 39.04% 股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

美联新材主营白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒及功能新材料，共五大类型，产品广泛应用于食品包装、医用包装、个人护理材料、塑料管材、工程塑料、塑料家居用品、电线电缆、家用电器、日用轻工、汽车、农业等多个领域。凭借多年积淀的经验、借助先进的技术和完善的管理体系，公司已为国内外众多客户提供聚合体的着色和改性“全系列”一体化解决方案。

表 1：公司主要产品的情况

主要产品	产品特点及说明	主要用途
白色母粒	选用钛白粉、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端白色母粒具有高遮盖力、高流动性、易分散等特点。	药品包装、食品包装、快递包装、日化包装、塑料家居用品、个人护理材料、医疗器械材料、婴幼儿用品及玩具等
黑色母粒	选用炭黑、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端黑色母粒具有高黑度、高流动性、易分散等特点。	包装薄膜、工业薄膜、农用薄膜、地膜、管道、板材、棒材、工程塑料、电线电缆、高端化妆品包装、电子元器件材料等
彩色母粒	选用有机颜料（或无机颜料）、树脂、填充料及助剂，经过高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。目前公司的中高端彩色母粒具有色相准、高流动性、易分散等特点。	家用电器、玩具、家用器皿、汽车、塑料袋、包装材料、电线和电缆、建筑材料、体育和休闲用品等
功能母粒	选用优质的功能助剂、树脂及助剂，经过先进设备高速密炼控温控压剪切、挤出、造粒而成。具有抗静电、抗粘连、爽滑、增透、增挺、消光改性、	可降解材料、土工膜、导电材料、供水、供气管道、太阳能光伏膜、LED 灯反射膜、透气膜

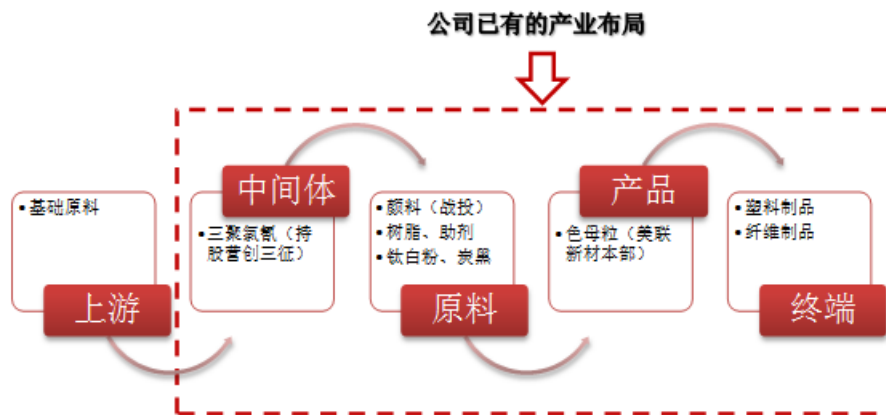
主要产品	产品特点及说明	主要用途
	发泡、抗菌、增塑、阻燃、热稳定、耐热、耐寒等特性，分别适用于不同功能性要求的制品中。	等对特定功能要求较高塑料制品
复配色粉	依据不同的应用需求，科学精密挑选合理的一种或数种色粉及助剂进行细化复配而成。具有色系多样化、色泽均匀、耐候性等特点，可快速满足客户定制化需求。	包装材料、家居塑料制品、塑胶玩具、塑料管道、文教用品、电子电器等

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据我们的研究，我们发现公司的战略主要有两条主线：1) 提高主要产品的产能，扩大在细分市场的市场份额；2) 延伸产业链，对产业链进行完整布局，提高抗风险能力和自身综合竞争力。

美联新材自身生产色母粒，而子公司营创三征的主营业务为生产、销售三聚氯氰。三聚氯氰主要用于生产三嗪类农药、活性染料、荧光增白剂以及其他助剂，是生产色母粒产品的上游原材料之一。三聚氯氰行业是高分子复合着色材料行业的上游行业，两个行业处于同一产业链的不同环节，具有较强的产业协同性。营创三征的下游染料客户为上市公司的上游颜料供应商。通过本次交易，营创三征将成为上市公司的控股子公司，一方面，上市公司可以借助营创三征的客户资源，与提供优质颜料产品的供应商达成合作协议，提高公司色母粒产品的质量；另一方面，上市公司可以提高与颜料供应商的议价能力，更好的应对颜料价格波动的风险，保持生产经营的持续稳定，维持毛利率水平的稳定，最终实现上市公司股东利益最大化。与此同时，营创三征可以借助上市公司的供应商资源拓展下游客户，增加营创三征的市场占有率。因此上市公司与营创三征具有较强的产业协同性。

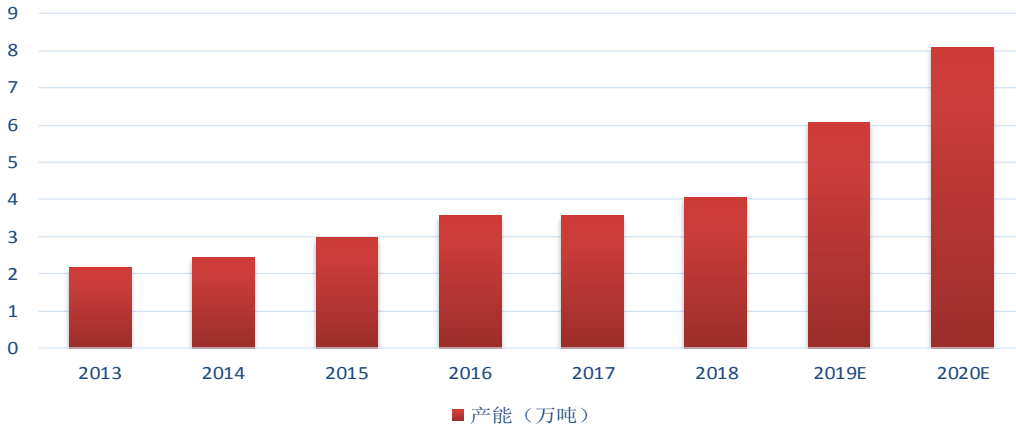
图 2：公司产业链布局完备



数据来源：西南证券整理

目前，公司的色母粒产能仍然处于扩张期，2020年预计公司产能将会是2017年的2倍。

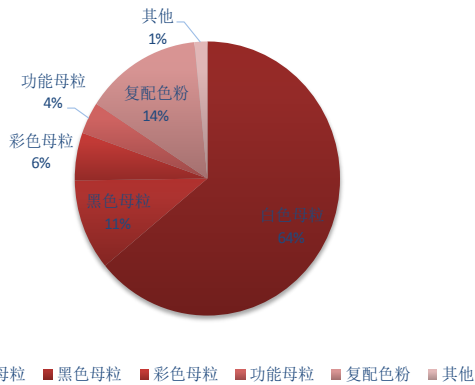
图 3: 公司色母粒产能



数据来源: 西南证券整理

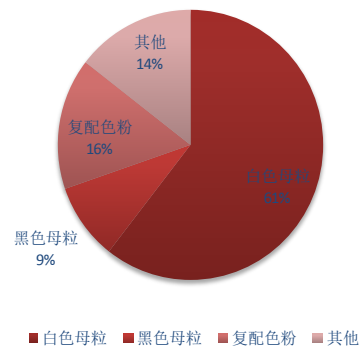
**公司主营业务结构:** 公司的核心产品是白色母粒, 公司产品的收入结构和毛利结构基本保持一致, 白色母粒占比在六成左右。由于营创三征在 2018 年并未并表, 因此下图并未显示出公司最新的主营业务结构。另外, 后续随着黑色母粒和白色母粒的产能持续投放, 预计公司营业收入结构和毛利结构将会有较大变化。

图 4: 公司营业收入结构 (2018 年)



数据来源: wind, 西南证券整理

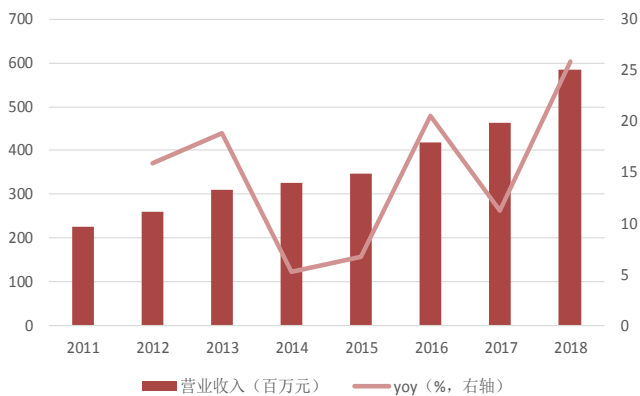
图 5: 公司毛利结构 (2018 年)



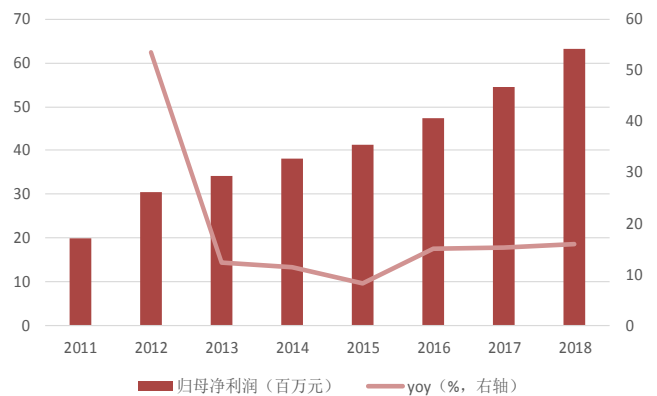
数据来源: wind, 西南证券整理

**公司业绩情况:** 2011 年以来, 公司的收入端持续增长, 归母净利润也基本与收入端同向变化。公司的收入增长主要来自公司主要产品的产能和销售量增长。



**图 6: 公司营业收入变动**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 7: 公司归母净利润变动**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 行业分析：色母粒市场空间大，中间体市场盈利能力好

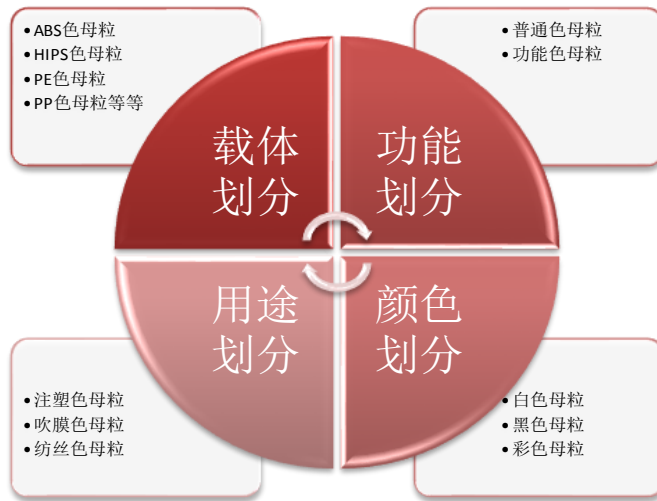
### 2.1 色母粒市场空间大，下游成长性好

色母粒是由高比例的着色剂、载体树脂以及各种助剂经过良好分散而制成的一种新型高分子复合着色材料。着色剂是色母粒的基本组成部分，含量一般在 20%-80%之间。白色母粒通常采用钛白粉、硫酸钡、锌钡白、硫化锌、碳酸钙等为着色剂，黑色母粒采用炭黑为着色剂，彩色母粒采用偶氮颜料、酞菁颜料、喹吖啶酮颜料、氧化铁红、金属粉、珠光粉以及染料等为着色剂。树脂是色母粒的载体，具有受热软化、冷却硬化的性能，而且不起化学反应等特点。树脂经熔融剪切等工艺，使着色剂均匀分布于其中。为保证载体与被着色塑料的相容性，通常选择与被着色塑料同类树脂作为载体，有利于着色剂更好的分散。分散剂属于助剂，可促使着色剂均匀分散于树脂并且不再凝聚。目前常用的分散剂有聚乙烯、低分子蜡、硬脂酸盐、乙二醇等。按制品的用途和性能要求，色母粒制备过程中还需加入其他各种助剂，如抗静电剂、抗氧剂、光亮剂、光稳定剂、发泡剂、抗菌剂、消光剂、阻燃剂等品种，从而赋予塑料制品特殊功能。

色母粒按是否附带特殊功能可分为普通色母粒和功能色母粒，普通色母粒可满足塑料制品的着色；功能色母粒在给塑料制品进行着色的同时赋予其特定功能，比如使被着色塑料制品具有耐候、抗静电、发泡、抗菌、消光、阻燃等一种或几种功能与特性。按颜色可分为白色色母粒、黑色色母粒、彩色色母粒等。按用途可分为注射色母粒、吹膜色母粒、纺丝色母粒等。按载体可分为 ABS 色母粒、HIPS 色母粒、PE 色母粒、PP 色母粒、PVC 色母粒、EVA 色母粒等。



图 8：色母粒的划分

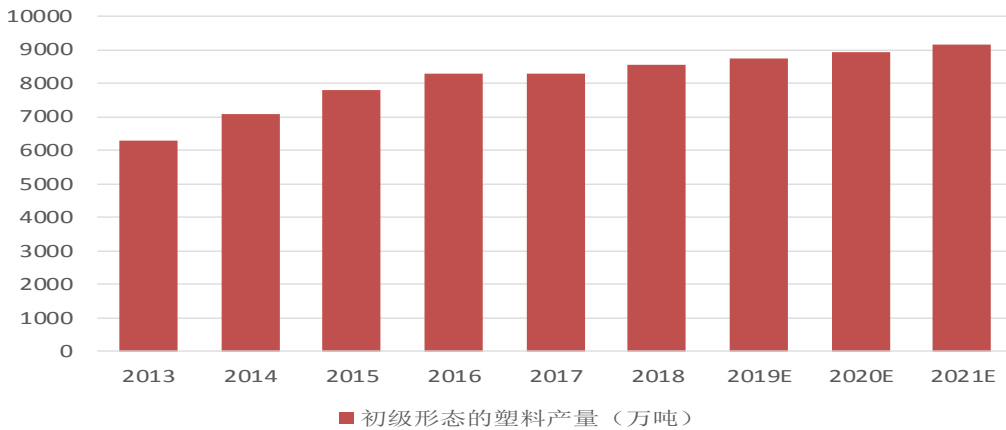


数据来源：招股说明书，西南证券整理

色母粒的研究开发起源于欧洲，如瑞士的 Ciba-Geigy 公司与德国的 Hoechst 公司等。用于塑料制品着色的色母粒最早于 20 世纪 50 年代问世于美国，60 年代在欧美塑料厂得到广泛应用。70 年代，色母粒行业得到快速增长。随着经济发展和环保要求的提高，色母粒已经成为塑料着色的首选材料。我国于 20 世纪 70 年代中期在长沙、北京、上海等地开始研制色母粒并投入小批量生产。进入 20 世纪 80 年代，随着我国改革开放以及经济的全面发展，塑料制品的产量也急剧上升，花色品种及质量有了大幅度的提高，随之对塑料制品的着色要求也有了较高的要求，一些中高档塑料制品逐渐采用色母粒着色。20 世纪 90 年代以来，随着塑料制品行业的快速发展、产品结构升级以及跨国公司色母粒技术和产能向中国转移，尤其是国内领先企业技术、资金、人才的积累和创新，我国色母粒行业进入快速发展时期，目前已成为亚洲最大的色母粒生产国，大约有色母粒生产企业 4500 家，主要分布在广东、江苏、上海、山东等东部沿海地区，其中大多数为中小型企业。

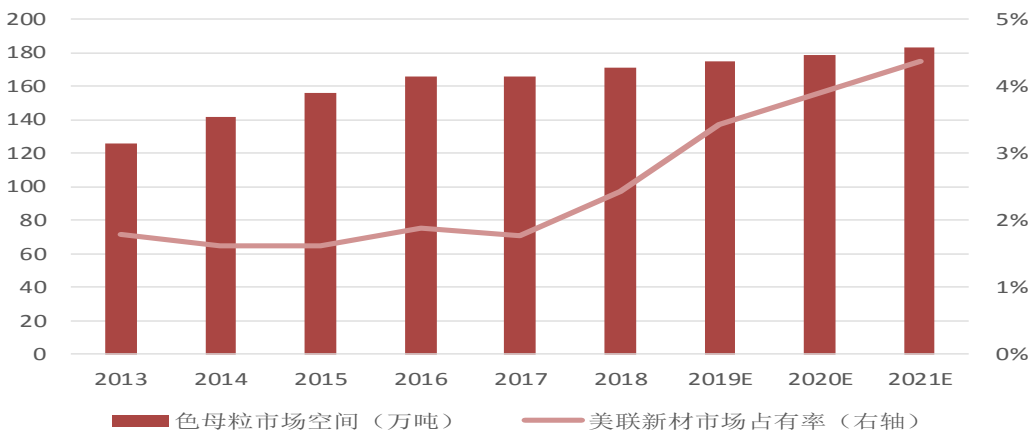
近年来我国国民经济快速发展，塑料工业处于快速发展时期，塑料制品产量大幅增加，质量和层次不断提高，新品种也不断涌现。塑料制品在满足日用消费品市场需要的同时，不断在下游包装、建筑与装饰、汽车、机械、家电、邮电、农业等领域得到应用。塑料工业多年来发展速度一直高于同期 GDP 增速。

近年来，全球塑料产量从 2007 年的 2.60 亿吨增长至 2015 年的 3.22 亿吨，年均增速约 3%，2016 年全球塑料产量同比增长 3.22%，总体增长平稳。我国塑料制品起步晚，但是发展迅速。2005-2010 年间，我国塑料制品产量年均增长率高达 30%，高于同期 GDP 增速。2011 年后，塑料制品的增长率有所放缓。2011-2016 年，全国塑料制品产量从 4992 万吨增加到 8308 万吨，年均增长率约 13%。

**图 9：我国初级形态的塑料产量**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

根据我们的测算，目前色母粒行业年均复合增长率 10% 以上，公司的市占率随着产能的提升，将来也将持续提升。

**图 10：色母粒的市场空间和美联新材的市占率**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

从下游来看，未来色母粒的需求支撑仍然强劲：

### (1) 家电行业

目前，中国已成为家用电器生产和消费大国，是全球家电的制造中心。在家电产品选用的原材料中，塑料凭借其质量轻、强度高、电绝缘性能优异、化学稳定性能优良等特性，已成为家电行业仅次于钢材的第二大类原材料，也是家电行业中应用量增长速度最快的原材料。用于家电产品制造的塑料大部分是热塑性塑料，家用电器中所使用的塑料几乎全都需要经过改性。

近年来，国家“家电下乡”、“以旧换新”、“节能产品惠民补贴”等一系列刺激内需政策的实施，对我国家电行业的需求起到了较大的促进作用，家电产量全面大幅回升。据国家统计局网站数据，2015 年，我国电视机、电冰箱、洗衣机和空调的产量分别为 14476 万台、7993 万台、7275 万台和 14200 万台，2006-2015 年年均复合增长率分别为 6.27%、9.50%、

8.26%和 8.44%。未来随着家电行业的发展和下游更新置换需求、消费升级需求的支撑，家电用塑料制品的需求量还将继续呈现上升趋势，进而带动对色母粒的需求。

## (2) 汽车行业

随着我国居民收入水平不断提高，对汽车的需求逐渐增加。据国家统计局数据，2015年，我国汽车产量为 2450.35 万辆，2006-2015 年年均复合增长率为 14.44%。轻量化和环保化是当前汽车材料发展的主要方向，减轻汽车自身的重量已是业界公认的降低汽车排放、提高燃烧效率的有效措施之一。塑料是最重要的汽车轻质材料之一，它在减轻汽车重量的同时还能显著降低汽车生产厂商的生产成本。近年来，随着塑料改性技术的不断发展，越来越多的汽车零部件达到了材质塑料化的设计要求，塑料在汽车上的运用也从传统的装饰部件扩展到功能部件。目前，我国中、高级轿车塑料用量约为 100-130kg/辆，远远落后于汽车工业发达国家汽车塑料最高用量 200-300kg/辆、占整车质量比重 20%的技术水平。随着汽车轻量化水平的不断提高，未来国内外汽车塑料用量及其占整车质量的比重将会进一步提高。因此，我国塑料及色母粒在汽车工业中的应用空间十分广阔。

## (3) 塑料包装行业

塑料以其无可比拟的优异性能广泛用于包装工业中。现代塑料生产的四分之一以上都用于制作包装材料。塑料包装制品种类繁多，一般可分为膜、袋、瓶、大型中空容器、浅盘和托盘等等。每一包装形态又因为用途和所用材料不同而分为很多品种。据中国包装联合会网站数据，目前塑料包装材料在各类包装材料总量中占比已经超过 30%，仅次于纸制品。随着人们生活水平的提高，消费者对于产品包装的要求也日益提高，而塑料包装制品以其品种繁多、性能优越、适应性强、应用面广等优势拥有良好的发展前景，这将带动对色母粒的需求。

## (4) 化学纤维行业

化学纤维原液着色是指化学纤维生产过程中在纺丝前或纺丝时添加色母粒或色浆而纺出有色纤维的办法。如 PET 原液着色指 PET 熔体或切片在进入纺丝箱体之前，注入经过干燥、熔融、过滤、计量后的色母粒，与 PET 熔体一起经过高效静态混合器充分均匀混合后，共同进入纺丝箱体进行纺丝。在生产过程中，可以省略大部分的染整工序，大量减少二氧化氮的排放，大幅节省生产用水和化学品。

据国家统计局网站数据，2015 年我国化学纤维总产量为 4832 万吨，2006-2015 年年均复合增长率为 9.86%，我国化学纤维产量保持了稳定增长。我国化学纤维原液着色尚处于发展初期，还处于经验积累阶段，原液着色化学纤维产量占比仍然较低。未来随着化学纤维原液着色技术逐渐发展成熟，对现有染色技术的比较优势更加明显，纤维用色母粒必将迎来较大的发展空间。

## 2.2 色母粒行业高度分散，不同市场竞争情况不同

色母粒市场有较为明显的等级划分，不同市场竞争情况有所不同。

**表 2: 中高低端色母粒市场界定**

分类	描述	色母粒分类	主要供应商
高端	这类产品不仅对被着色材料力学性能影响较小，颜色也更加稳定，同时还能满足最终制品的环保法律法规要求；此外，功能色母粒也属于这类产品，它们不仅能够提供着色，还能改善最终制品的性能，如耐候、阻燃、耐冲击、抗静电、消光等。	家电功能类、食品接触级类、家庭供水管用类、药品包装类及纤维功能类等	生产该类色母的企业通常需要多年的技术沉淀，对产品研发、工艺、装备水平、管理水平、产品质量等方面也提出了更高要求。主要供应商包括美国卡博特、瑞士科莱恩、美国普立万、美国安配色。
中端	这类产品多为专用色母，一种色母粒仅针对同一类被着色材料。该类产品的着色性能，对颜色差异控制严格，通常颜色差异高于行业标准的要求。另外该类产品对被着色材料的力学性能等影响较小。	家电普通类、PPR 管类、薄膜高钛白含量类、纤维普通类、型材类及高压线类等	生产该类产品的企业规模较大、拥有较为完善的质量管理体系和较强新产品开发能力，产品多为系列化和专业化产品。
低端	这类产品质量不稳定，价格低，仅能满足材料的基本着色性能，如浅红、红、深红等，对颜色色差控制范围较宽，批次间产品差异较大。	下水管道类、垃圾袋类、通用黑色类及电线护套类等。	生产该类产品的企业基本上为中小微企业。且设备陈旧，研发实力较弱，产品单一。

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，国际色母粒市场呈现垄断竞争格局，色母粒生产集中在少数超级大公司。其中，美国卡博特公司是世界上最大的黑色母粒供应商，瑞士科莱恩公司是全球最大的彩色母粒供应商，美国普立万公司提供的功能母粒占据了国际市场功能母粒较大市场份额。

**表 3: 国际竞争对手**

企业名称	主营业务及产品
卡博特	美国卡博特公司创建于 1882 年，是一家专业生产特殊化工产品和特种化工材料的全球性跨国公司，其经营范围包括炭黑、气相法二氧化硅、喷墨墨水颜料色浆、特种金属材料、纳米胶、塑料色母粒以及特种钻井流体等。
安配色	美国安配色公司成立于 1937 年，是世界领先的颜料、色母粒和添加剂供应商，产品包括各种黑、白、彩色母粒，以及防静电、阻燃、抗氧化、防紫外线等全面的添加剂，其产品运用于包装品、消费品和工业产品等领域。
舒尔曼	美国舒尔曼公司成立于 1928 年，是世界领先的高性能塑料混合物和树脂供应商，也是全球最大的塑料母料生产商之一。公司主要产品包括色母料、功能母料、工程塑料，产品运用于汽车设备、家电、消费品、通讯、医疗等诸多领域。
科莱恩	瑞士科莱恩公司是全球领先的特种化学品公司，总部设在瑞士巴塞尔附近的穆顿兹 (Muttens)，其产品架构分为以下 11 个业务单元，包括色母粒业务单元，产品应用于汽车、纺织、电子、家电等众多领域。
普立万	美国普立万公司是一家提供各种特种聚合物材料、定制化服务和端到端解决方案的全球领先企业，业务领域包括功能母料、特种工程材料、特种涂料和树脂、高性能材料等，产品服务电器、消费品、电气电子设备、卫生保健、纺织等行业。

数据来源：公司公告，西南证券整理

中国染料工业协会色母粒专业委员会 2013 年对国内最有代表性的 249 家色母粒企业进行的调查数据显示，2012 年，这 249 家色母粒企业总产量约为 78 万吨，其中 23 家年产量在 1 万吨以上的色母粒企业产量占总产量的 41%。总体来看，我国具有不同规模和实力的色母粒生产企业分别在国内高、中、低端市场进行竞争，具体如下：

### (1) 大量中小企业在低端产品市场激烈竞争

目前，我国以色母粒为代表的高分子复合着色材料行业集中度较低，我国色母粒生产企业至少有上千家。中国染料工业协会色母粒专业委员会未统计的企业基本上为中小微企业。这些企业规模较小，设备陈旧，研发实力较弱，产品单一且质量不稳定，以价格竞争为主。

由于我国塑料制品行业终端应用领域差异较大，这些企业主要满足在对着色性能要求不高的普通产品市场领域的需求。

### (2) 部分大型企业占据着国内中端色母粒市场

目前，中国色母粒行业已经形成了一些规模较大、实力较强的企业，如中国染料工业协会色母粒专业委员会统计的年产量超过 1 万吨的企业。这些企业拥有较为完善的质量管理体系和较强新产品开发能力，其中少数领先企业已逐步形成自身的核心技术团队，开发出系列化和专业化产品。规模企业凭借自身技术研发、工艺设备、原材料采购等方面的优势，占据着国内中端色母粒市场大部分市场份额。

**表 4：国内竞争对手**

企业名称	主营业务及产品
毅兴行	毅兴行集团总部设于香港，拥有塑胶原料、塑料着色、工程塑料、环保塑料四大业务，塑料着色业务主要为各行业客户提供色粉、颜色母粒、功能母粒。
常州红梅	常州市红梅塑料色母料有限公司是集聚烯烃塑料色母料、ABS、PS 色母料和功能母料的生产企业，产品包括塑料色母料、塑料功能母料、丙纶无纺布母料和色粉配色。
宁波色母粒	宁波色母粒有限公司成立于 1999 年，前身为创建于 1985 年的宁波浓色母粒厂，其产品包括专用色母、通用色母、功能色母和染色造粒四大系列塑胶着色产品。
山东春潮	山东春潮集团有限公司主要生产各种颜色及型号色母料、改性塑料、纤维母料、阻燃抗静电母料、珠光母料、消泡母料、透明母料、去味母料、香味母料、降解母料、增韧增强母料、填充母料、聚乙烯蜡，各种背心袋、平口袋、连卷连背袋、缠绕膜、保鲜膜，塑料编织袋、农膜、大棚膜等。
上海金住	上海金住色母料有限公司是 1995 年 12 月组建的中日合资企业，是一家专业生产各种塑料（包括聚乙烯、聚丙烯、ABS、和 PS 等）着色用色母料、添加剂母料和着色混料的企业。

数据来源：公司公告，西南证券整理

### (3) 国际巨头占据高端市场，国内领先企业迎头赶上

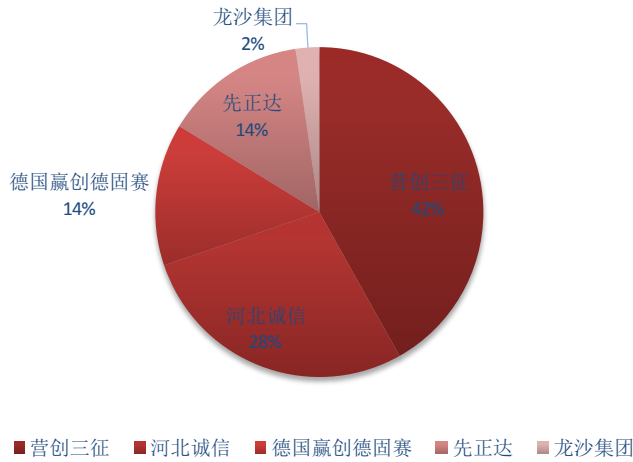
国内色母粒企业与国际领先企业在产品开发、工艺和设备水平等多方面均存在着一定差距，后者占据着国内高端产品市场的较多份额。但经过多年的不懈努力和持续发展，国内少数领先企业已经在产品研发、工艺、装备水平、管理水平、产品质量等方面具备了与国际企业抗衡的能力，在高端产品市场上逐步站稳脚跟，获得了高端客户的认同，高端产品市场份额逐年扩大，与国际企业差距正在逐步缩小。

## 2.3 中间体产品工艺先进，市占率高

公司收购营创三征之后，新增中间体业务，对公司未来业绩增长有较大影响。

营创三征的主营业务为生产、销售三聚氯氰。三聚氯氰是一种重要的精细化学品，又名三聚氯氮、三聚氰酰氯、氰脲酰氯。目前，国内外每年以三聚氯氮为原料开发研制的新产品层出不穷，其中约 60% 的三聚氯氮被用于三嗪类农药的生产，约 40% 的三聚氯氮被用于活性染料、荧光增白剂、助剂和医药中间体等产品的生产，全球需求年均增长幅度约为 3%~5%。2017 年，世界各国三聚氯氮年总消耗量约在 21 万吨左右。

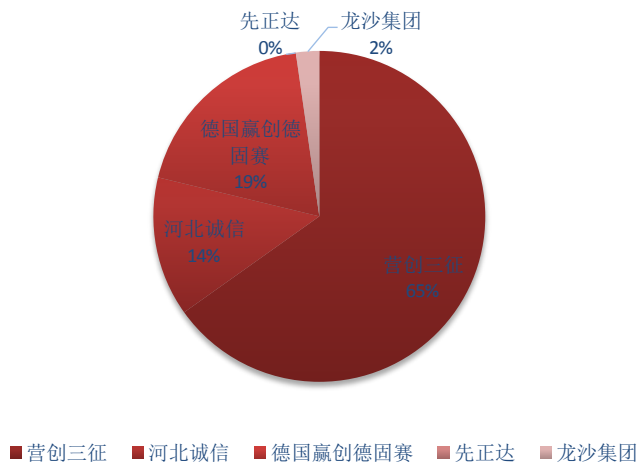
图 11: 不考虑自用情况下, 三聚氯氰全球产能份额



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

目前, 三聚氯氰的全球主要生产企业集中在中国、德国、美国、瑞士等四个国家, 不过, 大部分生产企业将三聚氯氰用于自身下游的农药生产, 因此, 市场外销的三聚氯氰产品并没有达到 21 万吨, 大约仅有十几万吨, **营创三征的三聚氯氰市场占有率达到三分之二以上。**

图 12: 营创三征占有全球三分之二的三聚氯氰市场份额

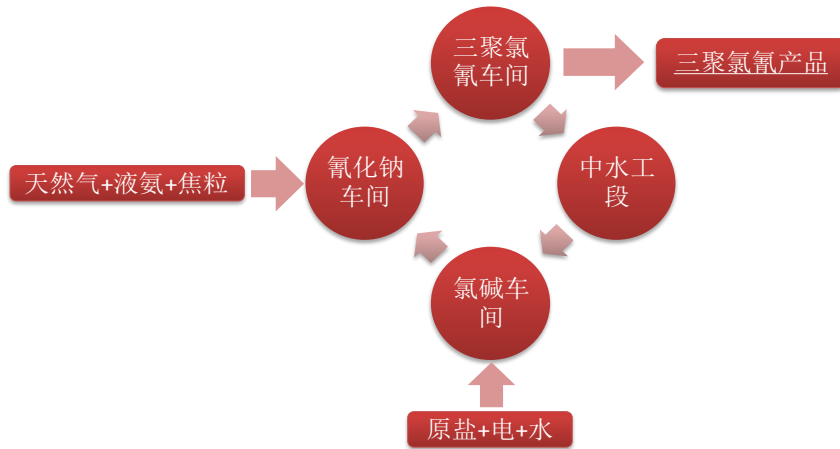


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

目前世界范围内工业化规模化生产三聚氯氰的工艺路线分为氰化钠法 (两步法) 和氢氰酸法 (一步法) 两种, 营创三征目前是一步法, 属于先进工艺。



图 13: 营创三征的三聚氯氰生产工艺



数据来源: 西南证券整理

## 2.4 中间体下游的三嗪类除草剂持续增长, 需求旺盛

在目前上市的 13 个主要三嗪类除草剂中, 有 11 个是 20 世纪 50~70 年代上市的产品; 2006 年和 2011 年, triaziflam 和 indaziflam 先后上市。虽然绝大多数三嗪类除草剂品种较老, 但全球来看, 仍有较大的市场体量, 较为稳定的市场需求, 过去几年呈现了中等幅度的增长, 未来仍具备一定的增长潜能。尤其是 atrazine, 近几年, 在利弊博弈中, 其市场基本稳定在 5.60 亿美元的水平上, 并已成为众多新、老除草剂的黄金复配搭档。

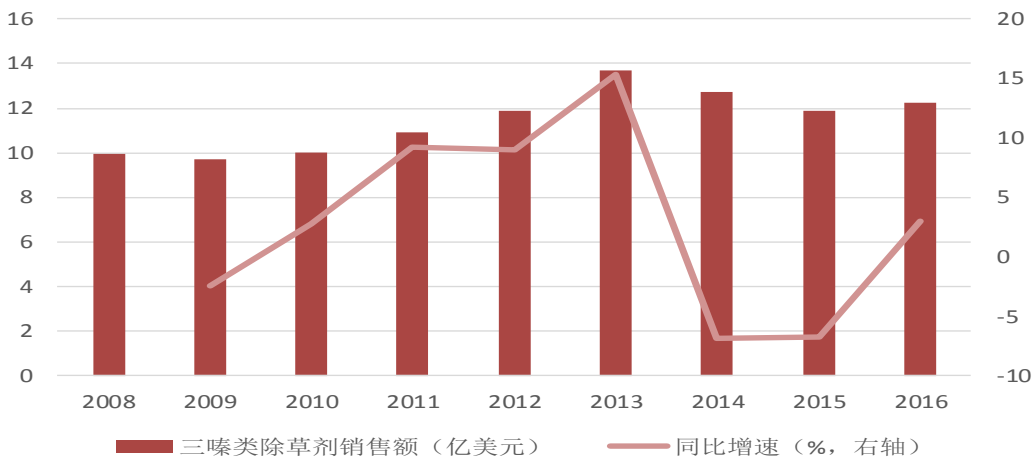
表 5: 均三氮苯类除草剂品种信息

品种	上市时间	2016 年销售额 (亿美金)	2011-2016 年复合增速 (%)
atrazine	1957	5.6	+8.6
metribuzin	1971	1.5	-1.3
hexazinone	1974	1.15	-7.5
metamitron	1975	1.15	+0.9
ametryn	1966	0.75	+6.4
terbutylazine	1966	0.70	-5.9
indaziflam	2011	0.45	+55.2
prometryn	1962	0.40	-2.3
simazine	1956	0.30	-9.7
terbutryn	1965	0.10	+7.4
triaziflam	2006	0.08	+5.9
cyanazine	1970	0.10	-14.1
dimethametryn	1972	0.10	-12.9
总计		12.26	+2.4

数据来源: 西南证券整理



半个多世纪以来，三嗪类除草剂市场起起伏伏。早期阶段，其市场走势较好，曾一度占据除草剂市场的榜首地位。然而由于长期、大量使用，导致抗性和残留问题凸显，加之新上市产品的不断迭代，耐除草剂作物的持续推广，地下水中检测到该类产品的存在等，三嗪类除草剂市场跌下了峰值水平。近年来，由于杂草对草甘膦等除草剂抗性的不断蔓延，甘蔗和果蔬市场的驱动，三嗪类除草剂因广谱和低成本而广泛参与许多除草剂的复配或桶混等，再度将该类产品的市场拉升。在 2008-2013 年，三嗪类除草剂的销售增长迅速，并于 2013 年创造了 13.70 亿美元的阶段性历史最高纪录。期间，其复合年增长率为 6.6%。然而，在 2014-2015 年，受全球农药市场走势的影响，三嗪类除草剂的销售出现了下滑。不过，2016 年，其市场即恢复增长。该产品被用来与 HPPD（对羟基苯基丙酮酸双氧化酶）抑制剂类等选择性除草剂复配或桶混，以应对草甘膦抗性杂草，从而成为推动其市场增长的主要动力。尤其是，近几年，HPPD 抑制剂类除草剂在除草剂中的增长势头最好，也让三嗪类除草剂受益良多，成为除草剂中增长势头次之的一大重要产品类型。

**图 14：全球三嗪类农药销售额及增速**


数据来源：西南证券整理

在 2016 年全球增长最快的产品类型中，三嗪类除草剂排在第 10 位。在这十大类型的产品中，杀菌剂拥有绝对的优势，占据了六席；杀虫剂仅占一席；而除草剂占有两席，分别为 HPPD 抑制剂类除草剂及三嗪类除草剂。

近年来，三嗪类除草剂又取得了增长，这主要基于几方面的利好因素：①甘蔗、果树、蔬菜等作物种植面积增长的驱动，尤其是巴西市场的需求较大；②耐农达玉米进一步推广的推动。由于巴西耐农达玉米种植面积还没有饱和，加之在美国和阿根廷推行同样的杂草防除战略，即在耐农达玉米田使用草甘膦之前，芽前使用 atrazine 等选择性、低成本除草剂，所以莠去津在这些市场仍可能进一步增长；③对抗性杂草的防除也使该类除草剂持续受益，尤其是许多杰出的新复配产品的上市，推动了该类产品销售的增长。如先正达 2015 年上市了四元复配产品 Acuron 等。Acuron 在 2015 年上市首年的销售额即达 1.00 亿美元，2016 年突破 2.00 亿美元。实际上，Acuron 的销售增长大大推动了 atrazine 的市场增长；④三嗪类除草剂的广谱、低成本，使其成为众多除草剂复配的首选产品，尤其是 atrazine，其超强的可混性是其它任何除草剂无可比拟的。

## 2.5 活性染料、荧光增白剂等对三聚氯氰的需求仍然有所增长

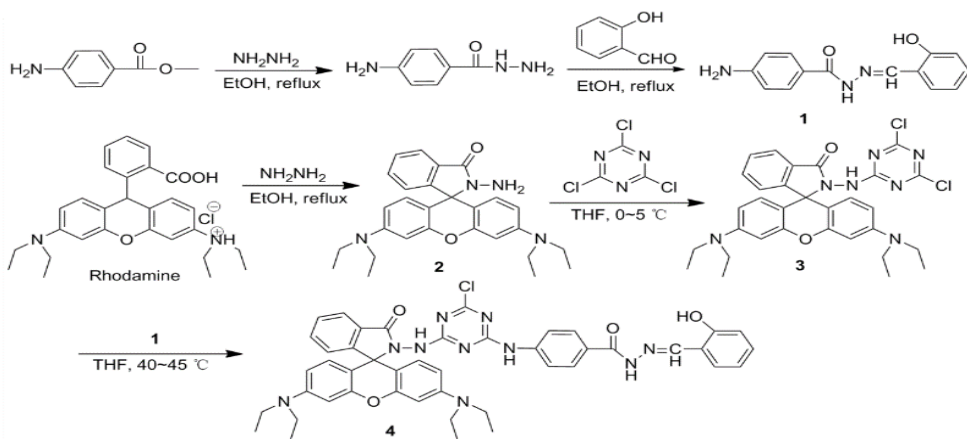
### (1) 三聚氯氰在活性染料上的应用

活性染料也叫反应性染料，是全球第二大染料种类。目前我国活性染料的产量已超过 10 万吨，年增长率约在 3%~4% 之间。活性染料分子中含有化学性活泼的基团，能在水溶液中与棉、毛等纤维反应形成共键的染料，具有较高的耐洗坚牢度。活性染料主要有两种类型：1) 三聚氯氰型，2) 乙烯砜型。

三聚氯氰型活性染料是最早发现的三氯苯型染料，分子中的三个氯原子的反应活性不同，可以在不同温度下被取代。这是合成一系列一氯及二氯三氯苯型活性染料的化学基础。由于共轭效应，当三氯苯上引入给电子基时，碳原子上正电荷密度会降低，从而降低氯原子活性。给电子影响氯原子活性的大小顺序：苯胺>氨基>甲氧基。三氯苯型活性染料的合成一般是先合成染料母体，然后再与三聚氯氰缩合。也可以先合成活性中间体，再合成染料。

目前，大量基于三聚氯氰的新型活性染料被研究合成，这类活性染料具有能和蚕丝纤维以共价键结合的反应性特点，通过活性染料染色的蚕丝织物可以有效提高水洗的牢度问题。对染料的进一步改性可以实现织物的其他优化性能，比如抗紫外线、抗辐射。

图 15: 某款三聚氯氰型活性染料的合成反应式

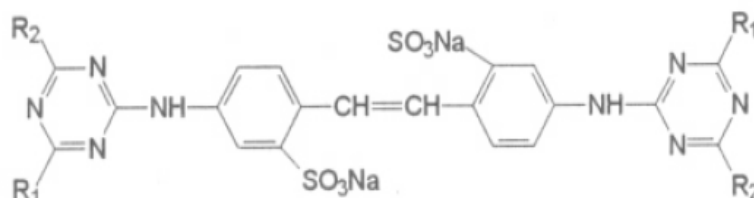


数据来源：西南证券整理

### (2) 三聚氯氰在荧光增白剂上的应用

目前我国生产的造纸用荧光增白剂的主导产品是荧光增白剂 VBL，其化学结构是双三嗪氨基二苯乙烯类型（即 DSD-三嗪类），是大宗通用型品种。

图 16: 我国造纸用荧光增白剂 VBL 化学结构通式 (DSD-三嗪类)



R1、R2 为取代基团

数据来源：西南证券整理

以三聚氰氨为原料的荧光增白剂生产工艺简单，通用性强，用于棉纤维、人造纤维、纸浆漂白剂及洗衣粉、肥皂等的添加剂。随着经济的发展，人民生活水平的提高，增白剂的需求也呈现出大幅度上升的趋势。目前，我国的增白剂年产量约为 6 万吨，年增长速度约在 5%~6% 之间。

## 2.6 锂电湿法隔膜下游需求巨大，但其后续竞争压力大

美联新材 2017 年 10 月设立全资子公司美联隔膜，以该子公司为项目实施主体投资 50310 万元建设动力电池湿法隔膜产业化建设项目，该项目由 2 条湿法隔膜生产线和 10 条涂覆生产线，投产后，将拥有 1 亿 m<sup>2</sup>/年的湿法隔膜基膜和 8000 万 m<sup>2</sup>/年的涂覆隔膜产能。

锂电池隔膜主要使用聚乙烯和聚丙烯生产。根据制备工艺的不同，隔膜的生产方法可以划分为干法和湿法，而干法又分为干法单向拉伸工艺和干法双向拉伸工艺。

根据高工产研锂电研究所数据，2018 年中国锂电池隔膜出货量 20.2 亿平方米，同比增长 39.7%，支撑隔膜产量增长的主要原因是：1) 2018 年新能源汽车产量 122 万辆，同比增长 50%，带动国内动力电池产销同比增长超过 45%；2) 隔膜国产化率进一步提升，从 2017 年 90% 上升到 2018 年 93%。国内隔膜继续抢占进口隔膜在国内的市场；3) 出口量持续增加，随着国内隔膜技术逐步提升，隔膜出口比例加大，如上海恩捷、星源材质等出口量增加。

从隔膜市场产值来看，2018 年中国锂电隔膜产值（基膜）41 亿元，同比下降 8.8%。产值增速远小于产量增速，主要因为：1) 由于国产化比例提升，隔膜价格呈现价格下行趋势，2018 年湿法隔膜及干法单拉隔膜价格降幅超过 40%，12 μm 湿法隔膜均价从 2017 年的 3.4 元/平方米下降到 2018 年的 2 元/平方米。2) 由于补贴下滑，电池企业受到终端客户的降低成本压力，倒逼隔膜企业降价，以降低隔膜的毛利。一线湿法隔膜企业的毛利从 2016 年的 40%~55% 下降到 2018 年的 30%~45%，一线干法单拉隔膜企业的毛利从 2016 年 40%~65% 下降至 2018 年的 35%~50%。

2015-2017 年是隔膜的黄金时期，国内需求快速增长，产能不足，隔膜单价高，2018 年隔膜价格下跌，主要原因是：1) 2017 年有超过 25 条湿法隔膜生产线投产，产能充足，竞争激烈；2) 动力电池行业受到下游企业压力增大，在四大材料中，隔膜毛利仍然是最高的，电池企业因此将部分压力转移至隔膜企业。

从各类隔膜细分上来看，湿法隔膜出货量 13.1 亿平方米，同比增长 66.4%。主要原因是高能量密度动力电池需求增长、国内数码电池中高端比例上升，对湿法隔膜需求上升。干法隔膜出货量 7.06 亿平方米，同比增长 7.8%，增速远小于湿法，主要原因是湿法隔膜成本下降明显，与干法单拉的差距缩小，另外，湿法隔膜厚度不断变薄，对干法有替代。

隔膜行业属于重资产行业，后续竞争压力预计将会增大。GGII 预计 2019 年将有部分隔膜企业倒闭或停产。

截至 2018 年年底，公司隔膜项目目前只投入 20.1 万元，工程进度 0.04%，未来还有一定的不确定性。

### 3 公司分析：业绩迎来爆发期，盈利能力有望提升

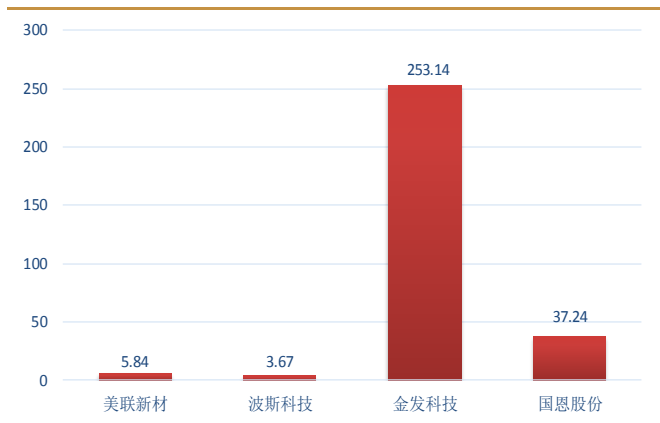
#### 3.1 美联新材本部财务分析

##### (1) 盈利能力分析：原材料价格波动对盈利能力影响较小，费用率控制严格

美联新材本部主营业务为色母粒的研发、生产与销售。我们选取同样生产色母粒的波斯科技、改性塑料企业金发科技、国恩股份作为可比公司。塑料行业的毛利率水平和收入规模体量有关，收入规模越大，则中低毛利的产品销量越多，毛利率一般越低，因此塑料加工行业的企业盈利能力取决于对利润率和收入规模体量的取舍。

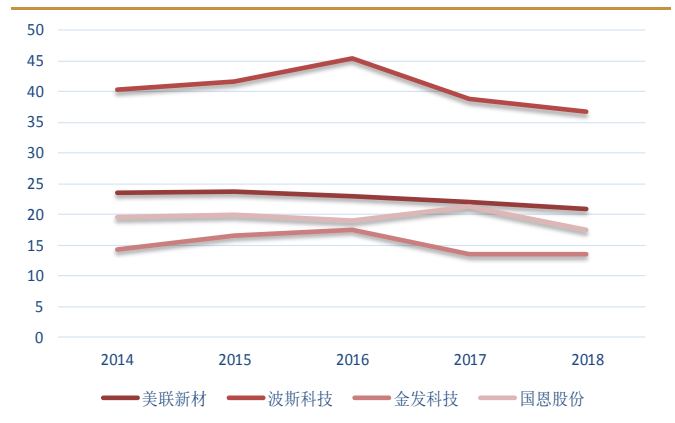
公司色母粒的产品定价为成本加成定价，原材料的价格波动对公司的资产减值项有细微影响，对盈利能力几乎不产生影响。从历史数据可以看出，其毛利率水平较为平稳，历史波动区间不超过 3 个百分点，盈利能力强于下游的改性塑料企业，但低于收入规模体量不如美联新材的波斯科技。

图 17：收入规模对比（单位：亿元）



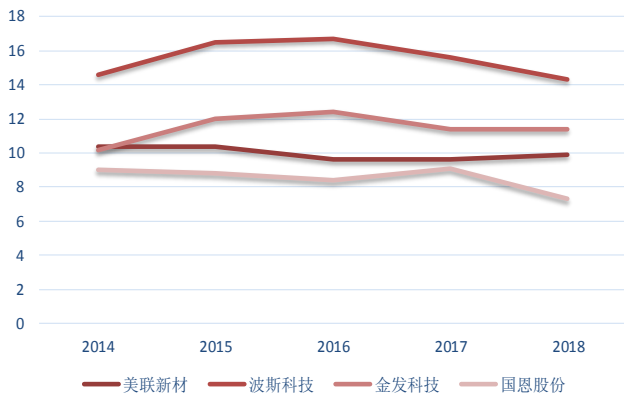
注：由于未披露 2018 年报，波斯科技收入采用 2018 年中报收入\*2。数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

图 18：毛利率对比（单位：%）

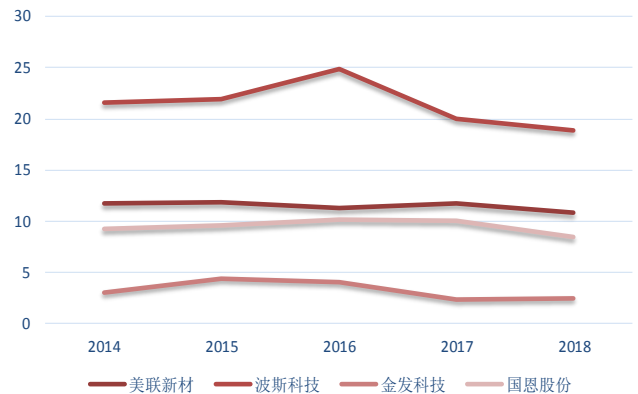


注：由于未披露 2018 年报，波斯科技毛利率采用 2018 年中报数据。数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

未来，公司将还有色母粒的产能进行释放，我们预计公司未来产品毛利率将会有下降 0.5-1 个百分点。不过还需要考虑到期间费用率的情况。从历史数据来看，美联和其对照组公司的期间费用率均表现出随着时间的推移而有所下降，这与相关公司产能扩张带来的收入增长有关。因此我们认为公司未来色母粒的期间费用率水平会略降，色母粒业务的净利率水平将维持在 11%-10% 的水平。

**图 19: 期间费用率对比 (单位: %)**


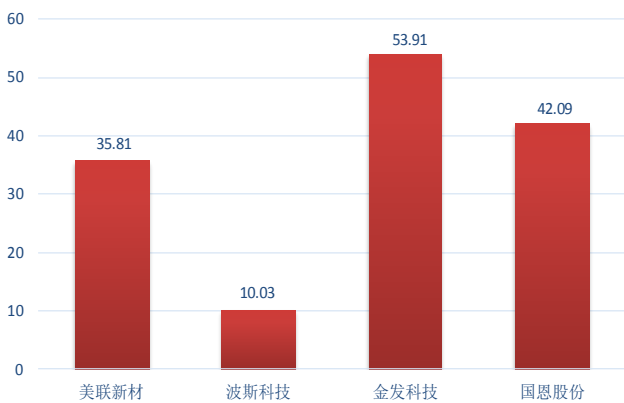
注: 由于未披露 2018 年报, 波斯科技期间费用率用 2018 年中报数据。  
 数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

**图 20: 净利率对比 (单位: %)**


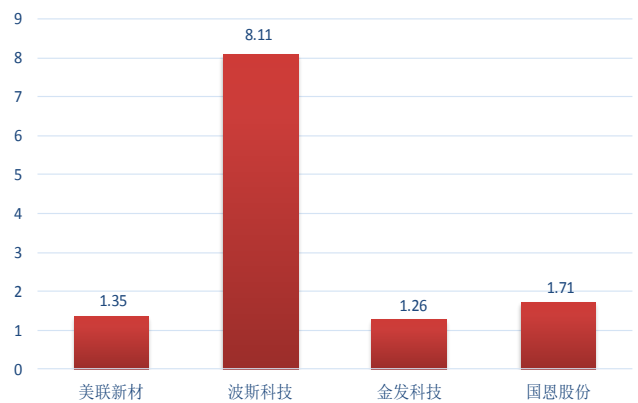
注: 由于未披露 2018 年报, 波斯科技净利率采用 2018 年中报数据……  
 数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

### (2) 偿债能力分析: 偿债能力尚可

由于外延并购, 公司这几年负债有小幅攀升。公司的负债主要是流动负债, 流动负债占公司负债总额的比例在 95% 以上, 主要为短期借款。公司的偿债能力目前发展趋势良好, 息税折旧摊销前利润和利息保障倍数不断提高, 资产负债率还维持较低水平。

**图 21: 资产负债率对比 (单位: %)**


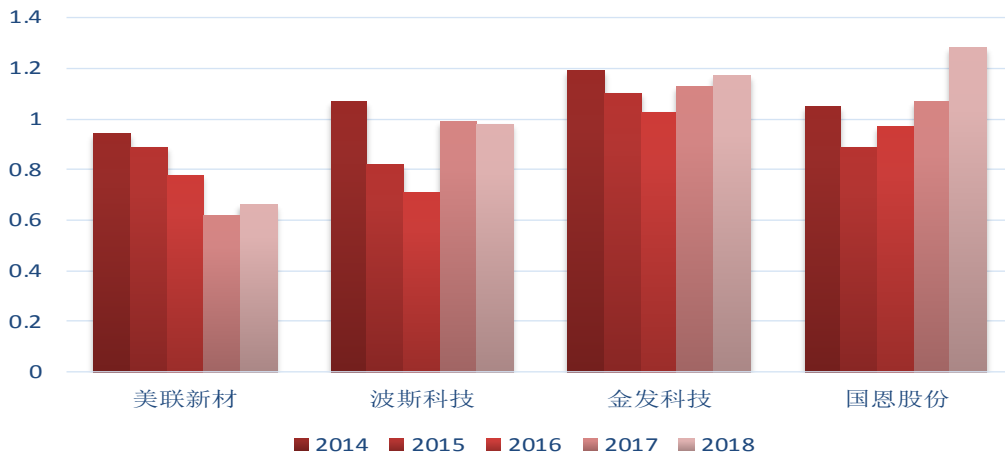
注: 由于未披露 2018 年报, 波斯科技资产负债率用 2018 年中报数据。  
 数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

**图 22: 流动比率对比**


注: 由于未披露 2018 年报, 波斯科技流动比率采用 2018 年中报数据。  
 数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

### (3) 周转能力分析: 周转率提升

公司近几年处于新产能建设期, 产能逐步扩张, 因此公司的资产周转率在 2018 年有所回升。

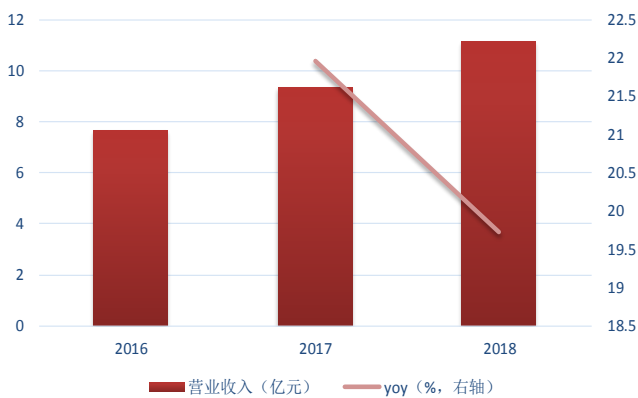
**图 23: 总资产周转率对比**


数据来源: wind, 西南证券整理

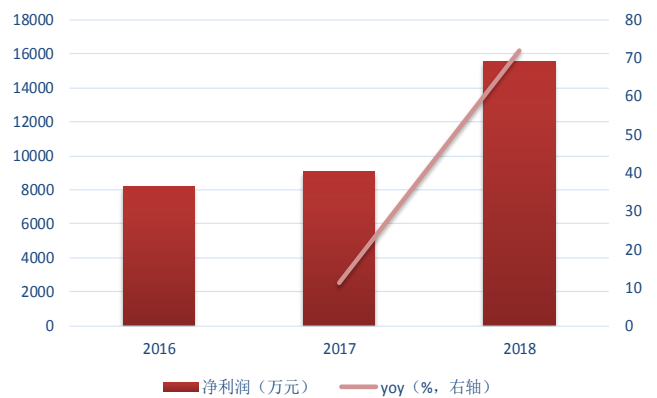
### 3.2 营创三征财务分析

公司主营业务为三聚氯氰相关的研发、生产与销售。

公司业绩情况: 2016 年以来, 公司的收入端持续增长, 由于公司产品价格提升, 公司净利润水平也出现大幅提升, 2018 年净利润同比增长 71.8%。

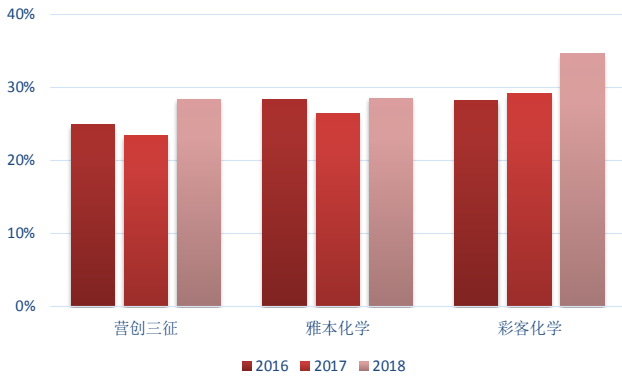
**图 24: 营创三征营业收入变动**


数据来源: wind, 西南证券整理

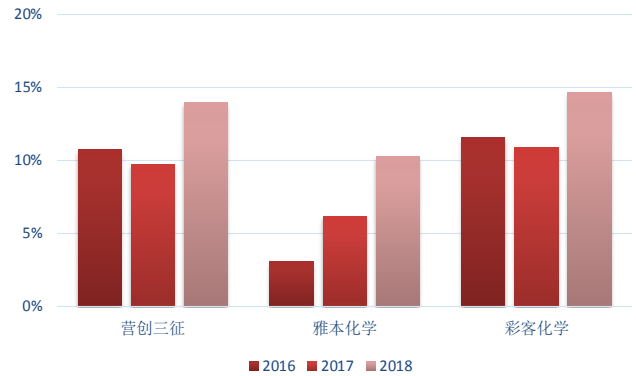
**图 25: 营创三征净利润变动**


数据来源: wind, 西南证券整理

我们选取同样生产农药中间体的雅本化学、DSD 酸和染料中间体的彩客化学作为可比公司。从盈利能力来看, 公司的毛利率略低于可比公司, 但是净利率高于或接近可比公司的水平。

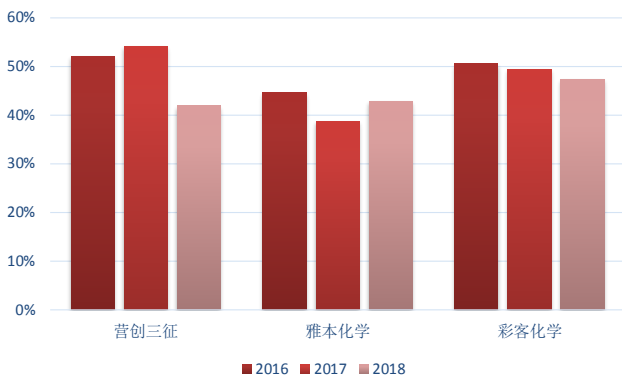
**图 26: 毛利率对比**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

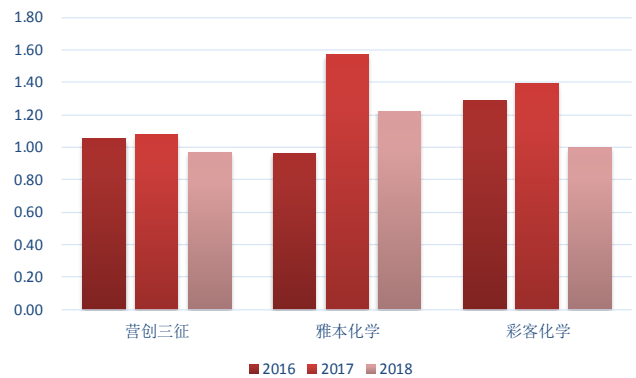
**图 27: 净利率对比**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

公司的负债主要是流动负债, 主要为短期借款, 不过随着公司现金流情况的好转, 公司短期借款减少。

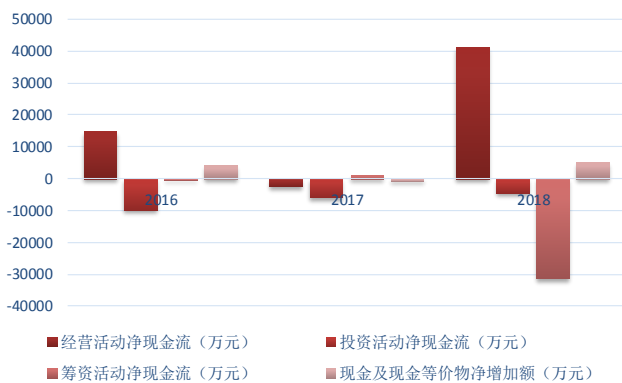
**图 28: 资产负债率对比**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

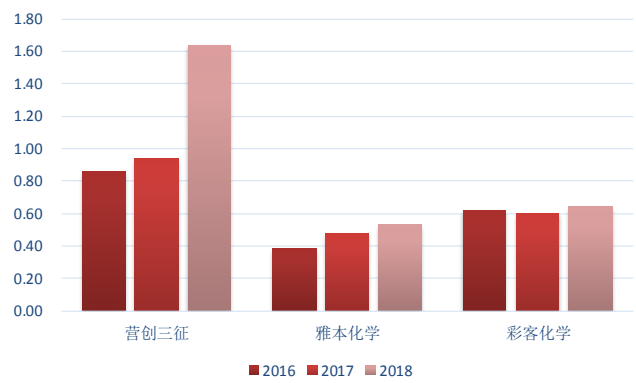
**图 29: 流动比率对比**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

在过去三年, 公司资本开支较少, 每年都不超过 1 亿, 2018 年, 公司产品价格的提升带来现金流情况良好和短期借款的下降, 公司流动负债减少, 总资产减少, 因此公司的资产周转率有了较大幅度的提升。

**图 30: 公司现金流变化**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

**图 31: 总资产周转率对比**


数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理



### 3.3 双业务模式齐头并进，业务模块管理人才发挥各自优势

公司的主要产品和营创三征的主要产品均有各自独立的细分市场，虽具有一定的产业协同性，但是在市场格局、经营策略、生产管理上海市大相径庭。公司未来将会是双业务模式起头并进的局面，各自业务模块的管理人才将在各自的岗位上发挥自身技术优势，实现业绩的增长。

在管理人才方面，营创三征目前核心管理人员和核心技术人员具备多年相关行业从业经验。为保持营创三征核心管理人员和核心技术人员的稳定，美联新材与交易对方盛海投资、福庆化工签订的《股权转让协议》对交易完成后核心管理人员和核心技术人员在公司的任职期限、竞业禁止、违约责任等作出了约束性安排。上述安排有助于保持营创三征现有核心管理人员和核心技术人员的稳定性。

### 3.4 新产能投放和产能扩张带来业绩增量

在色母粒业务上，公司目前静待募投项目产能的释放，相关产能变化详见前面的图 3。

表 6：首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后投资项目及投资额度（单位：万元）

项目	募集资金承诺投资总额	截至 2018 年末投资进度
中高端白色母粒产业化建设项目	9299.21	65.45%
中高端黑色母粒产业化建设项目	10727.29	57.55%
合计	20026.5	

数据来源：公司公告，西南证券整理

在三聚氰氨业务上，公司也有所行动。公司 2019 年 4 月 25 日公告，以自有资金 7650 万元增资营新科技，获得其 51% 的股权并成为其控股股东，同时，公司与其他股东约定，在美联新材完成对营新科技增资的前提下，且营新科技经具有证券业务资格的会计师事务所审计的税后净利润达到 3000 万元人民币时，美联新材承诺按 12 倍市盈率收购营新科技其他股东持有营新科技 39% 的股权，并不得要求被收购方承担业绩对赌责任，但中国证监会、深圳证券交易所等监管机构另有要求的除外。

## 4 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司色母粒的销量为 5.5 万吨、7.5 万吨、8.3 万吨，毛利率为 20.5%、20.3%、20.1%；

假设 2：营创三征维持高开工率，营新化工逐步投产，按照并表时间考虑 2018 年的收入；

假设 3：由于信息不足，暂不考虑公司后续对锂电隔膜的投入和其带来的收入、利润。

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 7: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	583.72	2020.97	2863.82	3356.59
	增速	25.8%	246.2%	41.7%	17.2%
	成本	462.08	1496.67	2124.78	2486.72
	毛利率	20.8%	25.9%	25.8%	25.9%
本部	收入	583.72	770.97	1051.32	1163.46
	增速	25.8%	32.1%	36.4%	10.7%
	成本	462.08	612.92	837.90	929.60
	毛利率	20.8%	20.5%	20.3%	20.1%
辽宁基地	收入		1250.00	1812.50	2193.13
	增速			45.0%	21.0%
	成本		883.75	1286.88	1557.12
	毛利率		29.3%	29.0%	29.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.21 元、1.49 元, 2019-2021 年归母净利润复合增速 78%, 由于市场大幅波动, 保守给予公司 2019 年 27 倍估值, 对应目标价 24.84 元, 维持“买入”评级。

**表 8: 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
300261.SZ	雅本化学	4.95	0.17	0.25	0.32	0.44	29.12	19.8	15.47	11.25
300758.SZ	七彩化学	34.94	0.97	0.99	1.22	1.57	36.02	35.29	28.64	22.25
可比公司均值							32.57	27.54	22.06	16.75

数据来源: wind, 西南证券整理

## 5 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。

**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	583.72	2020.97	2863.82	3356.59	净利润	63.30	297.99	416.27	511.56
营业成本	462.08	1496.67	2124.78	2486.72	折旧与摊销	12.48	28.51	182.94	332.86
营业税金及附加	3.05	10.10	14.32	16.78	财务费用	4.79	22.21	37.78	22.12
销售费用	15.75	76.80	108.83	127.55	资产减值损失	1.14	8.00	8.00	8.00
管理费用	17.72	64.67	91.64	107.41	经营营运资本变动	229.60	-510.24	-413.56	-121.03
财务费用	4.79	22.21	37.78	22.12	其他	-237.36	-8.00	-6.00	-9.00
资产减值损失	1.14	8.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	73.94	-161.54	225.43	744.51
投资收益	9.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-88.80	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.79	0.00	0.00	0.00
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>	-70.02	-300.00	-300.00	-300.00
<b>营业利润</b>	70.41	342.52	478.48	588.00	短期借款	60.00	530.17	240.73	-314.84
其他非经营损益	0.15	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	70.56	342.52	478.48	588.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.26	44.53	62.20	76.44	支付股利	-48.00	-12.66	-44.10	-58.28
净利润	63.30	297.99	416.27	511.56	其他	-5.57	-22.21	-37.78	-22.12
少数股东损益	0.00	77.48	124.88	153.47	<b>筹资活动现金流净额</b>	6.43	495.31	158.85	-395.23
归属母公司股东净利润	63.30	220.51	291.39	358.09	<b>现金流量净额</b>	11.20	33.77	84.28	49.28
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	168.33	202.10	286.38	335.66	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	126.94	430.68	616.91	722.46	销售收入增长率	25.76%	246.22%	41.71%	17.21%
存货	146.53	467.20	670.44	814.09	营业利润增长率	13.99%	386.48%	39.69%	22.89%
其他流动资产	2.84	9.83	13.93	16.33	净利润增长率	15.99%	370.79%	39.69%	22.89%
长期股权投资	170.48	170.48	170.48	170.48	EBITDA 增长率	15.26%	348.53%	77.81%	34.87%
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	229.63	502.12	748.19	972.32	毛利率	20.84%	25.94%	25.81%	25.92%
无形资产和开发支出	45.56	44.56	43.56	42.55	三费率	6.55%	8.10%	8.32%	7.66%
其他非流动资产	51.26	307.26	435.26	179.26	净利率	10.84%	14.74%	14.54%	15.24%
<b>资产总计</b>	941.56	2134.23	2985.15	3253.16	ROE	10.47%	33.49%	32.99%	29.83%
短期借款	160.00	690.17	930.91	616.07	ROA	6.72%	13.96%	13.94%	15.73%
应付和预收款项	168.12	542.66	779.09	907.73	ROIC	13.55%	35.44%	25.98%	23.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.02%	19.46%	24.41%	28.09%
其他负债	9.05	11.67	13.26	14.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	337.17	1244.51	1723.25	1537.98	总资产周转率	0.66	1.31	1.12	1.08
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	5.26	6.64	4.58	3.90
资本公积	145.53	145.53	145.53	145.53	应收账款周转率	6.22	8.93	6.73	6.16
留存收益	218.86	426.72	674.01	973.82	存货周转率	3.24	4.88	3.73	3.34
归属母公司股东权益	604.40	812.25	1059.54	1359.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	77.48	202.36	355.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	604.40	889.73	1261.90	1715.18	资产负债率	35.81%	58.31%	57.73%	47.28%
负债和股东权益合计	941.56	2134.23	2985.15	3253.16	带息债务/总负债	47.45%	55.46%	54.02%	40.06%
					流动比率	1.35	0.90	0.93	1.23
					速动比率	0.91	0.52	0.53	0.70
					股利支付率	75.83%	5.74%	15.14%	16.27%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.26	0.92	1.21	1.49
					每股净资产	2.52	3.38	4.41	5.66
					每股经营现金	0.31	-0.67	0.94	3.10
					每股股利	0.20	0.05	0.18	0.24
业绩和估值指标									
EBITDA	87.67	393.23	699.20	942.98					
PE	50.77	14.57	11.03	8.97					
PB	5.32	3.96	3.03	2.36					
PS	5.51	1.59	1.12	0.96					
EV/EBITDA	35.98	9.28	5.44	3.65					
股息率	1.49%	0.39%	1.37%	1.81%					

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
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn