

2009 年 12 月 4 日

化工行业

普利特 (002324)

化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

图表 1 本次发行的基本情况

发行前总股本 (万)	10000
本次发行股本 (万)	3500
发行后总股本 (万)	13500
摊薄每股收益 (08)	0.29

普利特 (002324): 募投项目带来业绩快速增长

——普利特新股分析

■ 公司简介: 汽车改性塑料的专业生产企业。

公司为专业的汽车改性塑料的生产企业。从产品结构上看, 近来来公司生产的各产品占主营比例较稳定, 其中改性聚烯烃类产品占主营收入近 40%, 改性 ABS 占主营收入近 30%, 塑料合金产品占主营收入 20% 左右。

在汽车用改性塑料细分市场上, 公司的技术优势明显, 另外区域优势也给公司带来了良好的发展环境。近年来公司各类产品毛利率基本保持了逐步上升的趋势。从近年来毛利率变动情况看, 公司的三类主要产品改性聚烯烃、性 ABS、塑料合金, 毛利率逐年上升, 08、09 年毛利基本没有受到经济危机的冲击。

■ 汽车行业进入快速发展时期, 车用改性塑料需求量持续增长。

我国汽车产量已经连续多年保持 15% 以上的增长速度。随着汽车产业振兴规划等一系列政策措施的实施, 2009 年上半年, 我国汽车产销量达到 599.08 万辆和 609.88 万辆, 同比分别增长 15.22% 和 17.69%, 已经超越美、日成为全球最大汽车市场。据业内预测, 2009、2010、2011 年产销量同比增长预期为: 10%、12% 和 15%。

车用改性塑料需求量也将持续增长。首先是汽车产量的快速增长; 其次是改性塑料在汽车中的应用比例也是提高; 第三, 乘用车比例的提高, 也提高了改性塑料的需求。

■ 募投项目: 带来业绩快速增长。

本次募集资金项目共计建设生产线 24 条, 其中 PP 项目 12 条、PC 合金项目 6 条、ABS 项目 6 条。项目完全达产后, 分别增加上述产品产能 5 万吨、2 万吨、3 万吨, 公司总产能将达到 12 万吨。

根据公司招股说明书中预测数据, 本次募集资金项目均具有较高的投资回报率, 随着募集资金项目的实施和达产, 净资产收益率将逐步上升。

■ 盈利预测及估值。

预计公司 09 年、10 年可实现 EPS (按发行后 13500 万股摊薄) 分别为 0.60 元、0.83 元。目前上市公司中金发科技 (600143) 与公司在业务上可比性最高, 按金发科技 12 月 3 日 11.39 元收盘价及 09 年预测每股收益 0.31 元计算, 其相应 PE 为 36.7 倍。与金发科技相比, 公司在汽车改性塑料方面更专一, 更具成长性, 因此可以给予公司 09 年 30-40 倍 PE, 相应股价区间为 18.00 元-24.00 元。

1、公司简介：专业的汽车改性塑料生产企业

1.1、专业的汽车改性塑料生产企业

作为一家专业的车用改性塑料研发生产企业，公司主要产品有四类：1、改性聚烯烃类，以聚丙烯 PP 作为基料；2、改性 ABS 类；3、塑料合金类，包括以 PC 为主要基材的 PC/ABS 合金、PC/PBT 合金、PC/PET 合金等；4、其他类，包括改性尼龙、改性热塑性聚酯等。

目前公司产品主要应用于汽车仪表板、门板、副仪表板、座椅系统附件、各种装饰柱等几乎所有内饰件以及发动机周边部件、汽车保险杠、散热器格栅、车灯、侧面护板、轮罩等汽车外饰件。在上海大众、上海通用、一汽-大众、长安福特马自达、东风日产、奇瑞汽车、海马汽车等汽车制造商生产的车型上，公司的改性塑料得到了广泛应用。

从产品结构上看，近来来公司生产的各产品占主营比例较稳定，其中改性聚烯烃类产品占主营收入近 40%，改性 ABS 占主营收入近 30%，塑料合金产品占主营收入 20%左右。

表格 1 公司主要产品销售收入及占主营业务收入比例（万元、%）

产品分类	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
改性聚烯烃	7797.1	39.4	14384.2	39.6	14712.9	39.7	8675.7	33.8
改性 ABS	5425.1	27.4	10591.7	29.1	11441.0	30.9	7640.5	29.8
塑料合金	4335.2	21.9	8276.3	22.8	8858.0	23.9	5289.7	20.6
其他	2255.8	11.4	3101.9	8.5	2067.2	5.6	4065.6	15.8
合计	19813.1	100.0	36354.0	100.0	37079.0	100.0	25671.6	100.0

数据来源：公司招股说明书

1.2、多重竞争优势保证了高盈利能力

与其它改性塑料企业相比，公司拥有多重竞争优势，保证了产品的高盈利能力。

1、专业从事汽车用改性塑料生产，细分市场上优势明显。公司所生产的改性塑料产品 90%以上应用于汽车零部件；公司多次被汽车零部件制造商评为优秀供应商和核心供应商，有 25 项产品进入美国福特汽车公司全球采购目录，一汽-大众将公司作为 A 级特殊供应商纳入供应商体系管理；另外公司还与国内一批知名汽车零部件供应商建立了合作伙伴关系。

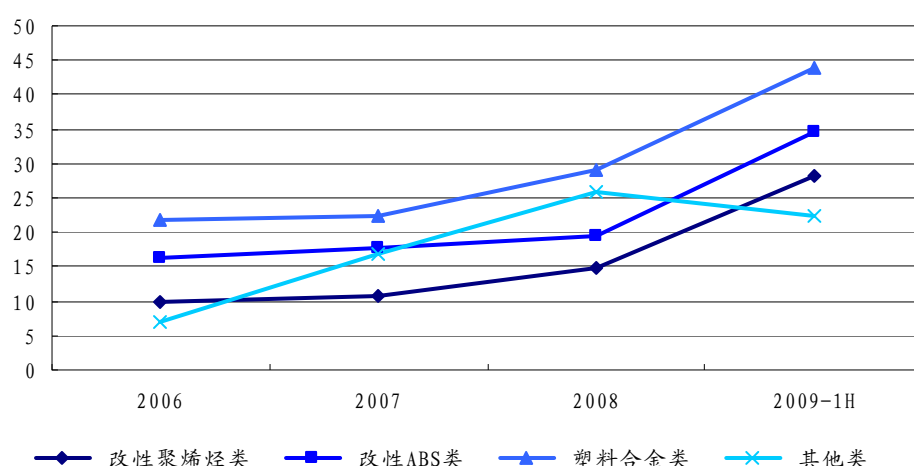
由于拥有一批优质客户，公司在车用改性塑料的细分市场上优势明显。2008 年度公司在上海市场占有率为 28.05%；2006 年度、2007 年度，公司的汽车用改性塑料产量在国内企业中居前两位，其中改性 ABS、PC/ABS 合金产品产量排名第一，改性 PP 产品产量也居前列。

2、技术领先。公司的主要管理人员和核心技术人员均为改性塑料领域的资深专家，拥有长期、丰富的管理和技术开发经验。在技术上，公司已拥有 17 项发明专利，另有 96 项正在申请注册的发明专利。

3、区域优势明显。公司所在地上海牌长江三角洲的中心，汽车产业集中度高，市场容量大。长三角地区汽车零部件制造商众多，塑料工业发达，是我国改性塑料市场的集中区域。上海是中国最重要的汽车生产基地之一，专业人才和技术信息交流频繁，汽车、电子工业发达，已经形成推动改性塑料行业发展的良好外部环境。

由于上述竞争优势，公司各类产品毛利率基本保持了逐步上升的趋势。从近年来毛利率变动情况看，公司的三类主要产品改性聚烯烃、性 ABS、塑料合金，毛利率逐年上升，08、09 年毛利基本没有受到经济危机的冲击。

图表 2 公司产品毛利变动情况



数据来源：公司招股说明书

2、汽车行业进入快速发展时期，车用改性塑料需求量持续增长

2.1、汽车行业进入快速发展时期

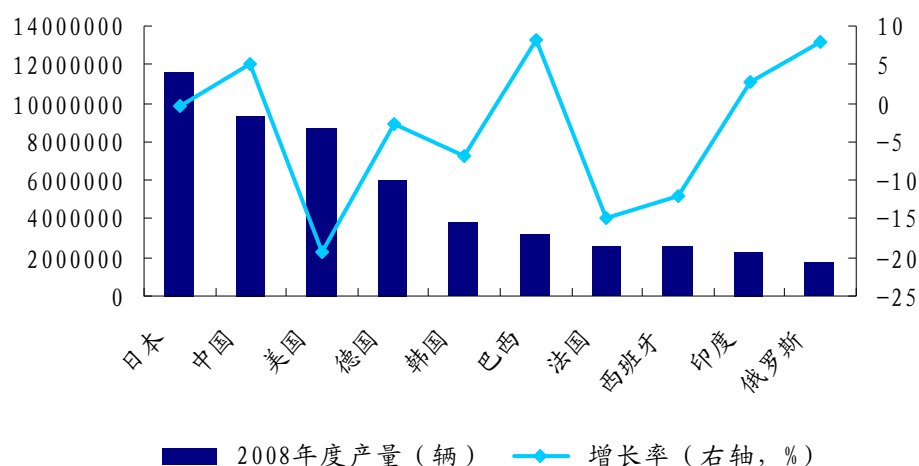
汽车工业已成为我国支柱产业。1990 至 2006 年间，汽车产业增加值在全国 GDP 中的比例呈不断上升趋势，从 1990 年的 0.65% 上升至 2007 年的 1.7%。汽车产业 2006 年占全国机械行业总产值的四分之一，占全国工业增加值的 15%，其产业链上下游关系到 156 个相关产业。统计表明，汽车产业和上下游产业合计年产值达到四万亿人民币。相关就业人员以千万人计。据国务院发展研究中心测算，汽车行业每元增值可以带动上下游产生 2.64 元的增值。

国内汽车产量迅速增长。在全球汽车产量的增长中，中国汽车产量的增长占据较大的比重。2008 年，中国汽车产量达到 934.51 万辆，排名全球第二，同比增长 5.20%，是 2008 年少数几个能够保持增长的汽车生产大国之一，并占据全球汽车产量的 13.25%。

我国汽车产量已经连续多年保持 15% 以上的增长速度，乘用车产量的增长更加迅速，2008 年受全球金融危机的意外宏观因素影响，我国汽车产量增长速度显著下降，但与美国、日本等全球主要汽车生产大国相比，我国汽车工业依然处于良好的上升阶段，是全球少数几个能在全球金融危机影响下保持增长的汽车生产大国之一。2008 年，我国汽车产量已超越美国，排名全球第二。

随着汽车产业振兴规划等一系列政策措施的实施,2009 年上半年,我国汽车产销量达到 599.08 万辆和 609.88 万辆,同比分别增长 15.22%和 17.69%,我国汽车产销量增长率已重新步入较快发展的轨道,2009 年上半年,我国已经超越美、日成为全球最大汽车市场。

图表 3 2008 年度世界各国汽车产量及同比增长情况



数据来源: 公司招股说明书

汽车行业进入快速发展时期。根据 Wind 资讯统计,我国汽车产量由 2004 年度的 507.05 万辆,增长到 2008 年度的 934.51 万辆,年均复合增长率为 16.52%。随着全球金融危机的缓解和汽车产业振兴规划相关措施的进一步实施,汽车产量增长率在 2009 年上半年重新回到较高水平。据业内预测,2009、2010、2011 年产销量同比增长预期为: 10%、12%和 15%。据此预计 2009 年至 2011 年国内汽车产量将达到 1,028 万辆、1,151 万辆和 1,324 万辆。

2.2、车用改性塑料需求量持续增长

改性塑料在汽车中大量使用为必然趋势。随着汽车向轻量、节能方向发展,汽车塑料化成为汽车工业发展的趋势,这主要是基于三个主要理由,一是节能,二是改善功能,三是简化制造工序与工艺。伴随着材料技术、加工装备、模具技术以及塑料成型工艺的不断进步,如今汽车上越来越多的金属零部件正在被塑料件取代。

塑料在汽车工业中的应用始于 20 世纪 50 年代,已经有 50 多年的历史。随着汽车向轻量、节能方向发展,对材料提出了更高的要求。由于 1kg 塑料可以替代 2—3kg 钢等更重的材料,而汽车自重每下降 10%,油耗可以降低 6%—8%。所以增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量,并达到节能效果。自 20 世纪 70 年代开始,塑料占汽车自重的比例不断提高,国际上平均单车的塑料用量从上世纪的 50—60kg 发展到 2000 年的 105kg,到 2005 年已经进一步提高到 150kg。

汽车塑料的用量也是衡量一个国家汽车生产技术水平高低的重要标志之一。在日本、美国和欧洲等发达国家,单车塑料用量已达到汽车总重量的 13%,而且还在继续增长。目前,我国单车塑料用量占汽车总重量的 8%左右,达到国外发达国家 20 世纪 90 年代中后期的水平,因此改性塑料在我国汽车领域的使用还有很大的提升空间。

车用改性塑料需求量将持续增长。以下几因素，使得未来车用改性塑料将持续增长。首先是汽车产量的快速增长；其次是改性塑料在汽车中的应用比例也是提高；这两点已在前文阐述；第三，乘用车比例的提高，也提高了改性塑料的需求。根据统计，国内汽车中乘用车单车塑料用量为 134.5kg，远大于商用车单车塑料用量的 82.5kg，因此，乘用车比例的提高，将带动汽车用改性塑料的消费。根据中国汽车工业协会统计，2008 年国内汽车总产量中，乘用车产量为 673.77 万辆，占国内汽车总产量的比例已经达到 72.10%，2009 年上半年，这一比例上升为 73.76%。根据汽车行业“十一五”专项发展规划，预计在 2010 年乘用车占汽车保有量的比例将进一步上升。同时，国内一批拥有自主品牌的汽车制造商逐步发展壮大，跨国公司的全球采购战备和中国市场的本土化策略，对国产改性塑料的需求也不断提高。

3、募投项目：带来业绩快速增长

3.1、募投项目简介

本次募集资金项目共计建设生产线 24 条，其中 PP 项目 12 条、PC 合金项目 6 条、ABS 项目 6 条，募集资金项目完全达产后产能分析如下表所示。

表格 2 公司募投项目产能情况

指标	PP 项目	PC 合金项目	ABS 项目	合计
2008 年度实际产量（吨）	11,093	3,246	5,825	20,164
募集资金项目完全达产后产能（吨）	50,000	20,000	30,000	100,000
产能增加幅度（%）	350.73%	516.14%	415.02%	395.93%

数据来源：公司招股说明书

公司募投项目主要用途为：1、PP 项目，主要生产各类高性能聚丙烯 PP 材料，用于门内板、装饰柱、仪表板、座椅系统、发动机部件等；2、PC 合金项目，主要生产低气味、抗紫外、高流动、高韧性高性能聚碳酸酯 PC 塑料合金材料、无卤阻燃高性能聚碳酸酯 PC 塑料合金材料，用于车轮罩盖、车身外板、尾灯灯体等内外装饰部件；3、ABS 项目，主要生产低气味、低散发特性、抗紫外、耐热、抗冲汽车专用 ABS 材料、阻燃 ABS 材料，用于副仪表盘、门内板、扶手、散热器格栅、制冷和采暖系统、行李箱内衬、杂物箱、电子元器件等。

3.2、募投项目将进一步增强公司盈利能力

表格 3 未来几年汽车塑料需求情况

募集资金项目产品	占单车塑料用量比	2010 年单车用量（kg/辆）	市场容量（万吨）	
			2011 年	2015 年
PP 系列	46.00%	69.00	91.40	138.70
PC 合金系列	5.60%	8.40	11.10	16.90
ABS 系列	6.10%	9.20	12.20	18.50
合计	57.70%	86.60	114.70	174.10

数据来源：公司招股说明书

募投项目符合市场发展需求。根据我国汽车工业的发展水平、国际汽车轻量化的趋势和材料技术的发展，合理预计我国汽车塑料的单车用量在 2010 年达到 2005 年的国际平均水平，即每辆车

达到 150kg 的塑料用量。保守估计，本次募集资金投资项目的各类产品合计在 2011 年及 2015 年的市场容量将分别达到 114.7 万吨及 174.1 万吨，年均复合增速达 11%。

募投项目将进一步增强公司盈利能力。项目完全达产后，分别增加上述产品产能 5 万吨、2 万吨、3 万吨，公司总产能将达到 12 万吨。项目建成后，公司的产品档次、生产规模、技术水平都将得以提升，进一步确立公司在中高端汽车用改性塑料市场中的竞争优势地位。根据公司招股说明书中预测数据，本次募集资金项目均具有较高的投资回报率，随着募集资金项目的实施和达产，净资产收益率将逐步上升，各个募集资金项目在完全达产后的盈利情况如下表所示。

表格 4 募投项目盈利能力预测

项目名称	总投资 (万元)	新增产能 (万吨)	年销售收入 (万元)	年净利润 (万元)	
				所得税率 15%	所得税率 25%
PP 项目	10246.11	5	65,000	5,345.56	4,716.67
PC 合金项目	10655.58	2	50,000	9,380.43	8,276.85
ABS 项目	6495.13	3	54,000	4,811.76	4,245.67
合计	27396.82	10	169,000	19,537.75	17,239.19

数据来源：公司招股说明书

4、盈利预测及估值

未来公司业绩增长点在于：随着汽车产销量增长，公司产品销量将出现较快速增长；另外公司技术水平进步、生产规模的提高将保证毛利率的稳定。公司业绩预测假设条件如表格 5 所示。预计公司 09 年、10 年可实现 EPS（按发行后 13500 万股摊薄）分别为 0.60 元、0.83 元。目前上市公司中金发科技（600143）与公司在业务上可比性最高，按金发科技 12 月 3 日 11.39 元收盘价及 09 年每股收益 0.31 元计算，其相应 PE 为 36.7 倍。与金发科技相比，公司的业务在汽车改性塑料方面更专一，更具成长性，因此可以给予公司 09 年 30-40 倍 PE，相应股价区间为 18.00 元-24.00 元。

表格 5 公司业绩预测假设条件

产品类别	项目	2009-1H	2009	2010
改性聚烯烃类	销量 (吨)	6886.86	14000	18200
	均价 (万元/吨)	1.13	1.2	1.2
	毛利率 (%)	28.18	25	26
改性 ABS 类	销量 (吨)	3186.41	7000	9100
	均价 (万元/吨)	1.70	1.7	1.7
	毛利率 (%)	34.54	30	32
塑料合金类	销量 (吨)	1835.50	4000	5200
	均价 (万元/吨)	2.36	2.4	2.4
	毛利率 (%)	43.99	40	42
其他类	销量 (吨)	1441.01	3000	3900
	均价 (万元/吨)	1.57	1.6	1.6
	毛利率 (%)	22.27	23	23

数据来源：公司招股说明书，日信证券

表格 6 公司业绩预测 (万元)

	2008 年度	2009 年上半年	2009E	2010E
一、营业收入	36354.01	19813.07	43100.00	56030.00
二、营业成本	28933.18	13332.38	30386.00	38724.40
营业税金及附加	150.30	121.88	265.12	344.66
销售费用	1135.26	596.41	1297.39	1686.61
管理费用	1583.54	716.53	1558.69	2026.29
财务费用	455.20	97.23	211.51	274.97
资产减值损失	6.67	-26.29	-40.00	0.00
三、营业利润	4089.85	4974.94	9421.29	12973.07
营业外收入	493.13	36.15	50.00	200.00
营业外支出	40.96	1.40	5.00	50.00
四、利润总额	4542.02	5009.70	9466.29	13123.07
所得税费用	650.92	724.34	1419.94	1968.46
五、净利润	3891.10	4285.36	8046.34	11154.61
六、每股收益 (元)	0.29	0.32	0.60	0.83

数据来源：公司招股说明书，日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。