

破茧成蝶：从改性塑料到新材料公司的蜕变

报告要点

■ 我们的投资和选股逻辑

普利特扩产 TLCP 项目标志着公司正在进行从改性塑料公司到新材料公司的蜕变；在破茧成蝶后，公司在未来 5 年都将保持高成长。TLCP 不仅可以提升公司盈利水平，而且可以提升估值水平。因此，普利特符合我们之前提出的选择高成长或具备高成长潜力的新材料公司作为投资标的的观点。

■ TLCP 全球和国内市场空间有多大？能够公司带来多少成长？

目前，全球纯 TLCP 总产量在 4-5 万吨/年；我国每年进口 2-2.5 万吨。按照目前国际上 10 万元/吨左右的价格计算，TLCP 全球和国内市场容量在 50 亿元和 25 亿元左右。

在 TLCP 项目达产后，公司将新增 10.27 亿元收入和 3.16 亿元净利润，相对 2009 年分别增长 200%和 329%，增厚每股收益 2.34 元。考虑到 10 万吨改性塑料能够贡献 EPS 1.64 元，在 TLCP 和募投项目达产后，公司每股收益将达到 3.98 元。

■ 维持“推荐”评级，目标价 51.00 元

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.94、1.59（TLCP 项目贡献 0.28 元）和 2.19 元（TLCP 项目贡献 0.56 元）。我们给予 2011 年改性塑料业绩贡献（1.31 元）30 倍市盈率、TLCP 项目（0.28 元）40 倍市盈率估值，目标价 51.00 元。目前公司股价 36.96 元，尚有 40%左右的上涨空间。因此，我们维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	490	933	1429	1862
增长率（%）	35%	90%	53%	30%
归属母公司所有者净利润（百万元）	96.1	127.9	214.9	296.1
增长率（%）	147%	33%	68%	38%
每股收益（元）	0.712	0.947	1.592	2.193
净资产收益率（%）	9.6%	11.4%	16.1%	18.1%
每股经营现金流（元）	0.37	0.40	0.87	1.61

当前股价：36.96

材料行业评级

公司基本数据 2010.8.6

总股本(万股)	13500
流通 A 股/B 股(万股)	3500/0
资产负债率	14.53%
每股净资产（元）	7.38
市盈率（当前）	51.94
市净率（当前）	5.01
12 个月内最高/最低价	44.01/25.65

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

永太科技	2010	2011	2012
PE	70.01	33.98	23.90
PB	6.99	5.80	4.66
EV/EBITDA	43.33	22.68	15.64
联化科技	2010	2011	2012
PE	33.55	22.84	18.66
PB	7.83	5.83	4.44
EV/EBITDA	20.94	13.84	10.40

相关研究

《8 月关注行业盈利能否触底》2010-8-5

《反弹还是反转？—化工 8 月报》2010-8-1

《化工股能否获得相对收益？—化工 7 月报》2010-7-13

分析师：

刘俊

(8621) 68751310 / (8621) 65799773

执业证书编号：S0490208090171

联系人：

冯先涛，梅峻奎，张翔

(8621) 68751310 / (8627) 65799773

fengxt@cjsc.com.cn

meiyx@cjsc.com.cn

zhangxiang1@cjsc.com.cn

正文目录

我们的观点	4
我们的投资和选股逻辑	4
TLCP 的市场空间有多大？增速有多少？	4
TLCP 项目能给普利特带来多少成长？	4
普利特的 TLCP 项目技术风险有多大？未来的市场在哪里？	4
维持“推荐”评级，目标价 51.00 元	5
具有高技术壁垒的 TLCP 基本被国外垄断	6
TLCP 作为超级工程塑料得到广泛应用	6
TLCP 存在高技术壁垒，目前基本被国外厂商垄断	7
我国 TLCP 需求占全球需求的 50%	9
TLCP 让公司破茧成蝶，完成到新材料公司的蜕变	10
普利特成为首家具有 TLCP 生产能力的国内企业	10
普利特未来将逐步占领国内 TLCP 市场	10
TLCP 项目助力公司腾飞	11
TLCP 项目对公司更深层次的意义在于到新材料公司的蜕变	11
改性塑料业务是公司稳定增长的基石	12
下游汽车行业的需求未来将保持稳定增长	13
车用改性塑料行业的发展速度有望超过汽车行业	16
我们预计未来原油价格给盈利带来的压力不大	17
普利特的毛利率高于金发科技	18
盈利预测与投资建议	20
基本假设	20
盈利预测与投资建议	20

图表目录

图 1: 早期 TLCP 竞争格局（Amoco 和杜邦占据市场）	7
图 2: 各厂商 TLCP 结构单元存在差异	8
图 3: TLCP 年需求量变化	9
图 4: 美国、日本、台湾等传统市场需求依然增长强势	9
图 5: 亚太 TLCP 需求占比最大	9
图 6: 公司营业收入和净利润都保持高速增长	12
图 7: 公司的毛利率逐年提高	12
图 8: 下游汽车行业 2008 年受到金融危机的影响	12
图 9: 美国人均车辆占有量和人均可支配收入正相关	13
图 10: 韩国人均车辆占有量和人均 GNI 正相关	13
图 11: 日本家庭汽车普及率和家庭人均收入正相关	13
图 12: 我国人均车辆占有量和城镇人均可支配收入正相关	13
图 13: 我国人均汽车拥有量和世界有较大的差距	14
图 14: 我国人均汽车拥有量低于相应 GDP 水平的国家	14
图 15: 我国城市居民人均收入基本超过 14000 元	14
图 16: 欧美先进国家塑料在车用材料中的占比达到 13%	16
图 17: 我国塑料在车用材料中的占比仅为 8%	16
图 18: 乘用车单车塑料用量高于商务车	17
图 19: 乘用车在汽车中的比例有望小幅提高	17
图 20: 美国原油库存位于历史高位	18
图 21: 2009 年起 OPEC 原油剩余产能大幅增加	18
图 22: 金发科技单季度的毛利率	18
图 23: 普利特的单季度毛利率	18
图 24: 普利特的综合毛利率高于金发科技	19
图 25: 毛利率较低的贸易业务占金发收入的 20% 左右	19
图 26: 塑料合金的毛利率高于其他业务	19
图 27: 普利特塑料合金在收入中的比例高于金发科技	19
 表 1: LCP 应用	 6
表 2: TLCP 里程碑	6
表 3: 芳香族聚酯液晶高分子分类	6
表 4: 主要生产厂商及相应产能	7
表 5: 配方技术	8
表 6: Vectra A 各型号产品	8
表 7: TLCP 项目进展	10
表 8: 公司 TLCP 相关专利	10
表 9: TLCP 项目进展	11
表 10: 我国农村居民可支配收入增速同比	14
表 11: 我国农村人均收入的预测	15
公司财务报表及指标预测	21

我们的观点

我们的投资和选股逻辑

我们在 2010 年中期策略报告提出、并在 7、8 月报中完善了我们的投资和选股逻辑，认为新材料子行业中将有未来高成长或具备高成长潜力的公司。我们认为，普利特决定把 TLCP 产能由目前的 200 吨/年扩产到 1.3 万吨/年标志着公司正在进行从改性塑料公司到新材料公司的蜕变；在破茧成蝶后，公司在未来 5 年都将保持高成长。TLCP 不仅可以提升公司盈利水平，而且可以提升估值水平。因此，普利特是一个非常好的新材料公司投资标的。

TLCP 的市场空间有多大？增速有多少？

目前，全球纯 TLCP 总产量在 4-5 万吨/年，如果加 30% 的玻纤 (GF) 做成 TLCP/30%GF 注塑料，则产量可达到 6 万-7 万吨/年。按照目前国际上 10 万元/吨的价格计算，全球 TLCP 市场容量高达 50 亿元，并且未来增速能够达到 20% 以上。

我国需求基本都依赖国外，每年进口 2-2.5 万吨 TLCP，随着 IT 产业、电子工业转移到国内，我国将成为 TLCP 最大的国家。按照目前国际上 10 万元/吨的价格计算，国内 TLCP 市场容量高达 25 亿元，并且增速超越全球增速。

TLCP 项目能给普利特带来多少成长？

我们认为，在建设 TLCP 项目后，公司将能够在 5 年内完成 3 次飞跃，第一次飞跃是 2011 年公司能够实现 TLCP 产品的大批量销售（预计销售 1570 吨，实现销售收入 1 亿元），第二次飞跃是 2012 年 TLCP 销量翻倍（预计销售 3000 吨，实现销售收入 2 亿元），第三次飞跃是 2015 年 TLCP 销量增长 5 倍，TLCP 销售收入超过 12 亿元。根据我们的测算，TLCP 项目 2011 年能够增厚每股收益 0.28 元，2012 年和 2015 年，增厚每股收益更高达 0.56 元和 2.34 元。

普利特的 TLCP 项目技术风险有多大？未来的市场在哪里？

公司的技术主要基于复旦大学退休教授卜海山申请的 4 项专利（卜海山教授拥有公司 270 万股，占公司总股本的 2%），是目前国内唯一一家具有 TLCP 生产能力的公司。公司现有 200 吨/年 TLCP 产能，生产工艺、产品质量稳定，TLCP 产品也已通过 UL 认定和 SGS 认定，产品质量已达到国外同类产品水平。所以，我们认为，公司扩产 TLCP 项目的技术风险是可控的。

目前，全球只有少数几家公司（美国 Ticona、杜邦、Amoco、日本 Polyplastic、Sumitomo Chemical 等）具有 TLCP 生产能力，国内尚无生产厂家，国内需求全部依赖进口。而普利特的 TLCP 已经在打破国外厂商的垄断，随着产能的逐步释放，未来在国内有望逐步以低价格替代进口产品，占领国内市场。从国内市场容量上看，假设国内每年 20% 的增长，5 年之后，国内 TLCP 的需求就将超过 5 万吨，而公司产能只有 1.3 万吨，其生产的 TLCP 在国内就可以消化。

维持“推荐”评级，目标价 51.00 元

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.94、1.59（TLCP 项目贡献 0.28 元）和 2.19 元（TLCP 项目贡献 0.56 元）。我们给予 2011 年改性塑料业绩贡献（1.31 元）30 倍市盈率、TLCP 项目（0.28 元）40 倍市盈率估值，目标价 51.00 元。目前公司股价 36.96 元，尚有 40%左右的上涨空间。因此，我们维持“推荐”评级。

具有高技术壁垒的 TLCP 基本被国外垄断

TLCP 作为超级工程塑料得到广泛应用

液晶高分子（LCP）是介于液体和晶体之间的一种中间态，在其液晶态相区间温度时的粘度低、取向度高，使得 LCP 能具有高强度、高模量、耐热性、低膨胀系数、阻燃性、电绝缘性、耐腐蚀抗老化等优良性能，可以作为高端材料用在飞机外壳、电子产品、汽车等领域。

表 1: LCP 应用

应用	原理	用途举例
高强度高模量材料	分子链取向	防弹背心、飞机、火箭外壳和雷达天线罩等
图形显示	电场作用下的无序有序转变	液晶电视、电脑显示器
信息储存	聚硅氧烷、聚丙烯酸酯或聚酯侧链液晶的热电效应	电记录元件
分子膜	选择渗透性	人工肾脏、环境保护工程
生物性材料	螺旋结构的共性	磷脂
复合材料	N.A	N.A

资料来源：长江证券研究部

按液晶分子形成条件，又可分为热致性 LCP（即 TLCP）和溶致性 LCP 两大类。其中，TLCP 应用更为广泛。

表 2: TLCP 里程碑

年份	事件
1972	Melt-processable wholly aromatic polyesters, Ekkcel I-2000
1974	Thermotropic polyesters, aromatic-aliphatic copolyesters: X7G
1975-1976	Wholly aromatic polyesters, polyazomethines
1983	Ekonal TM (住友化学)
1984	Xydar TM (Amoco)
1985	Vectra TM (Hoechst Celanese)
1986	Rodrun TM (Unitika)
1987	Victrex-SRP TM and Vectran-HS TM (ICI)
1988	Zenite (杜邦)
1989	Granlar TM (Grammont-Montedison)

资料来源：中国知网，长江证券研究部

通过统计，我们发现：能生成液晶材料的基团（即介晶基团）一般为芳香族聚酯或聚酰胺基团。其中已工业化生产的热致性液晶大多数均为芳香族聚酯类液晶高分子。

表 3: 芳香族聚酯液晶高分子分类

类型	热变形温度（HDT）	代表分子	性能优缺点	合成路线	部分品牌
I	250℃	HBA/BP/TPA 主链共聚物	耐热、拉伸强度高、耐腐蚀；加工性能略差	对羟基苯甲酸（HBA）、对苯二酚（HQ）以及不同比例的酞酸（对苯二甲酸或者间苯二甲酸，TPA）共聚	Xydar（Amoco）、Ekonal、Sumikasuper（住友化学）
II	180-250℃	HBA/HNA 主链共	水解稳定、阻	对羟基苯甲酸（HBA）、2,6	Vectra(宝理)

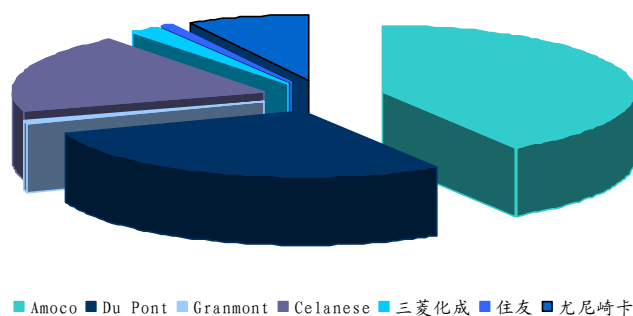
III	100-200℃	聚物 HBA/PET 主链共 聚物	燃性均较突出	酸（HNA） 对羟基苯甲酸（HBA）、PET	Siveras(东丽)
-----	----------	-------------------------	--------	---------------------------	-------------

资料来源：长江证券研究部

TLCP 存在高技术壁垒，目前基本被国外厂商垄断

TLCP 最早的生产厂商是 Amoco 和杜邦，目前，Unitika、BASF 等已成为 TLCP 的重要供应商。

图 1：早期 TLCP 竞争格局（Amoco 和杜邦占据市场）



资料来源：长江证券研究部

表 4：主要生产厂商及相应产能

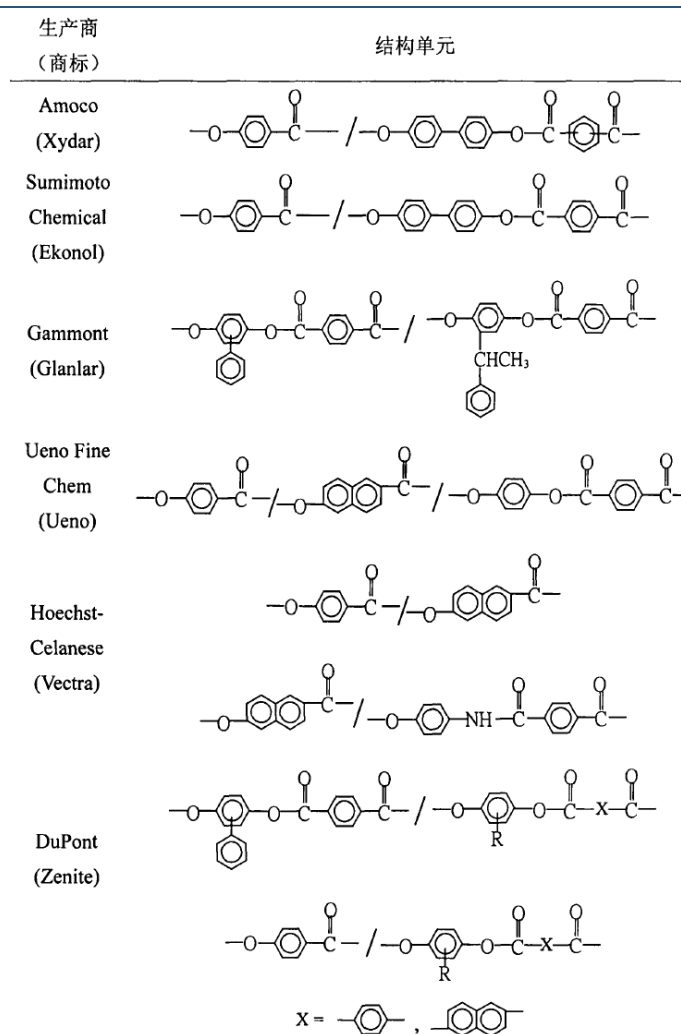
厂商	历程	产能
Amoco	1987 年取得 Dartco 公司 TLCP 专利权，保留了 Xydar 产品系列	超 1 万吨，产品为纯树脂产品、玻纤增强、矿物填充、矿物填充增强和熔融纺丝产品
Celanese	1985 年推出 Vectra（II 类）	超 1 万吨，产品涉及纯树脂、玻璃纤维增强、碳纤维增强和矿物填充等 75 个
Unitika	改进 Eastman Kodak 专利，1986 年开发出 LC-5000 系列（III）	数千吨
Du Pont	1988 年开发出 Zenite（II）	DuPont 公司的产品主要包括纯树脂、30%玻璃纤维增强和 30%矿物填充增强三个系列，其总生产能力超过 1 万吨。
BASF	1989 年推出 Ultrax	N.A

资料来源：长江证券研究部

除上述原有产能外，大型公司还有部分在建项目。如 Ticona 公司打算在其母公司 Celanese Corp 公司位于江苏省南京市的生产基地内新建一座工厂，生产 7000 吨 Vectra 系列液晶聚合物（LCP），项目将在 2010 年投产；宝理塑料株式会社计划在 2012 年扩大液晶聚合物（LCP）VECTRA 的生产规模，将聚合能力提高 5000 吨/年，达到 1.5 万吨/年。

我国尚无厂家可以生产 TLCP（普利特除外），其原因在于 TLCP 技术壁垒很高。TLCP 作为一种聚合物（主要为酯类聚合物），改变合成原料的组分配比，最终得出的高分子化合物不仅在分子式及各单体排列顺序上不同，在熔点等化学物理性能上也存在较大的差异。

我们将各公司产品进行了对比，同时比较了各公司相关专利，最终发现：产品在性能上的差异来自于其在单体组分种类及比例上的差异。

图 2：各厂商 TLCP 结构单元存在差异


资料来源：复旦大学，长江证券研究部

表 5：配方技术

牌号	组分	熔点（℃）
Vectra A	HBA/HNA=73/27	280
Vectra B	HNA/TPA/AP=60/20/20	280
Vectra C	HBA/HNA=80/20	325
Vectra E	HBA/HNA/TPA/BP=60/4/18/18	335
Vectra L	HBA/HNA/BP/TA/AP	302

资料来源：长江证券研究部（备注：HBA 对羟基苯甲酸，HNA 2-羟基-6-萘甲酸，TPA 间苯二甲酸，BP 联苯二酚，AP 对氨基苯酚）

表 6：Vectra A 各型号产品

牌号	助剂	性能用途	1.8Mpa 变形温度℃
Vectra A115	15%玻纤	高强度，流动性较 A130 好	230
Vectra A130	30%玻纤	高强度	235
Vectra A230	30%碳纤维	导电性好	225
Vectra A430	LCP/PTFE	耐磨损和电性能好	165

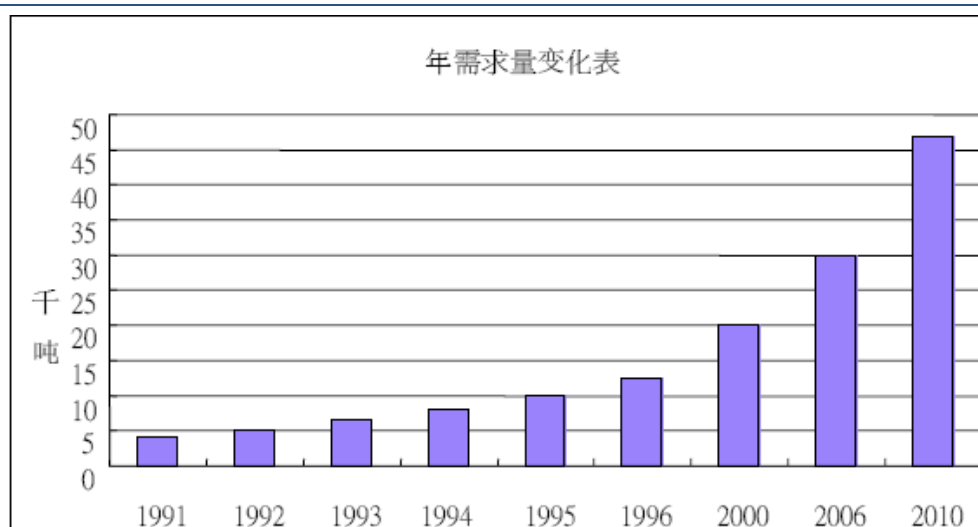
Vectra A435	玻纤/PTFE	阻燃性能好	230
Vectra A625	25%石墨	耐磨损	185
Vectra A700	30%玻纤	抗静电	232
Vectra A725	25%填充	导电性好	160
Vectra A950	未填充	适合挤出	187

资料来源：长江证券研究部

我国 TLCP 需求占全球需求的 50%

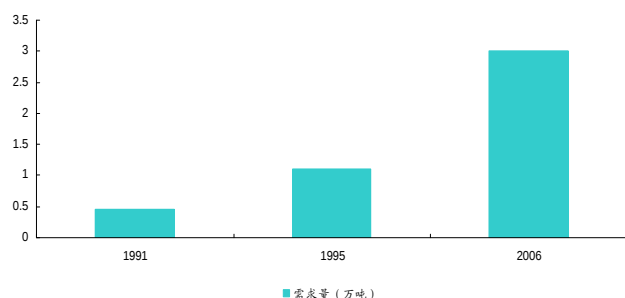
目前，全球纯 TLCP 总产量约为 4-5 万吨/年；如果加 30%的玻纤（GF）做成 TLCP/30%GF 注塑料，则产量可达到 6-7 万吨/年。

图 3：TLCP 年需求量变化



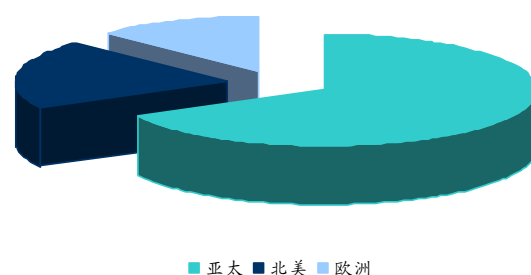
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：美国、日本、台湾等传统市场需求依然增长强势



资料来源：长江证券研究所

图 5：亚太 TLCP 需求占比最大



资料来源：公司公告，长江证券研究所

我国是 TLCP 需求最大的国家，现在每年进口约 2-2.5 万吨 TLCP，占全球需求量的 50% 左右。随着电子等工业向国内转移，我国对 TLCP 需求预计将保持 20% 以上的增速。

TLCP 让公司破茧成蝶，完成到新材料公司的蜕变

普利特成为首家具有 TLCP 生产能力的国内企业

2010 年 8 月 6 日，公司发布 TLCP 项目公告，决定利用超募资金 4800 万元增资全资子公司上海普利特化工新材料有限公司实施建设“液晶高分子材料（TLCP）高新技术产业化新建项目”，该项目最终形成年产 1.3 万吨液晶高分子材料(纯)的生产能力。目前，公司已经具有 200 吨/年 TLCP 产能。

根据公告，公司 TLCP 项目预计总投资规模 25384 万元，最终形成年产 1.3 万吨液晶高分子材料(纯)的生产能力。公司对普利特新材料公司第一次 3800 万元增资计划在 2010 年 8 月 31 日前完成，第二次 1000 万元增资计划在 2010 年 12 月 31 日前完成。

表 7: TLCP 项目进展

时间	进展
第 1 期	2000 吨/年熔融缩聚生产线，拟在 2011 年 6 月投入使用。
第 2 期	10000 吨/年熔融缩聚生产线，拟在 2015 年 6 月投入使用。
第 3 期	1000 吨/年固态聚合生产线，拟在 2016 年 6 月投入使用。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

普利特未来将逐步占领国内 TLCP 市场

基于公司的技术、客户分析，我们看好普利特的 TLCP 项目。

公司生产技术和产品质量已经通过检测和认证，技术风险可控

公司产品及技术工艺主要基于复旦大学退休教授卜海山申请的 4 项专利(卜海山教授拥有公司 270 万股，占公司总股本的 2%)，是目前国内唯一一家具有 TLCP 生产能力的公司。公司生产工艺和产品质量均经上海化工产品质量监督检验中心检测，TLCP 产品已通过 UL 认定和 SGS 认定，产品质量已达国外同类产品水平，并且已经实现小批量生产。

表 8: 公司 TLCP 相关专利

序号	专利号	专利名称
1	03150765.4	一种液晶高分子材料及其制备方法
2	200410054025.6	一种液晶共聚酯的固态聚合制备方法
3	200410054024.1	一种液晶共聚酯的固相聚合制备方法
4	200810204823.0	一种含炭黑的液晶高分子复合物及其制备方法

资料来源：长江证券研究部

产品已给 60 多家客户试用，得到客户认可，未来可继续开拓客户

公司的 TLCP 产品已经给 60 多家用户试用，并实现小量生产和销售，产品质量得到客户认可。

我们认为，基于公司众多的客户资源，未来 TLCP 产能扩大后产量能够消化。公司在传统的 ABS、PP、PC/ABS、PA 等系列改性材料领域，已经积累了广泛的客户资源。在公司的 1.3 万吨项目投产后，公司将能够以价格优势快速替代进口产品。

TLCP 项目助力公司腾飞

公司的 TLCP 项目 2011 年就开始贡献业绩。根据公司公告，预计 2011 年，公司能够销售 1570 吨 TLCP，实现收入 1 亿元；2012 年，公司销售量达到 3000 吨，实现收入 2 亿元。根据我们的测算，2011 和 2012 年，TLCP 项目将增厚 0.28 和 0.56 元（而公司 09 年每股收益也仅为 0.71 元）；TLCP 项目达产后，公司每年可新增销售收入 10.27 亿元（是 2009 年收入的 200%），新增净利润 3.16 亿元（是 2009 年净利润的 329%），增厚每股收益 2.34 元。

表 9：TLCP 项目进展

序号	2011	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017-2024 年	2025 年
产品销售收入	10096	20192	20192	20192	123077	134615	134615	134615
销量(万吨)	0.157	0.3	0.3	0.3	1.83	1.98	1.98	1.98
单价(元/吨，不含税)	6.43	6.73	6.73	6.73	6.73	6.80	6.80	6.80

资料来源：公司公告，长江证券研究部

TLCP 项目对公司更深层次的意义在于到新材料公司的蜕变

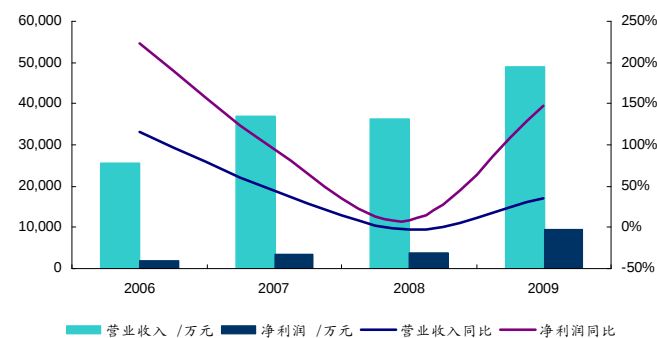
我们认为，随着 TLCP 项目逐步投产，普利特正在从一个汽车用改性塑料公司转变成为新材料公司，大大提升公司的收入和盈利水平。不考虑 TLCP 项目，公司可以借助募投项目产能的释放在未来 2 年内保持高成长性；而在建设 TLCP 项目后，我们认为，公司将能够在 5 年内完成 3 次飞跃，第一次飞跃是 2011 年公司能够实现 TLCP 产品的大批量销售，第二次飞跃是 2012 年 TLCP 销量翻倍，第三次飞跃是 2015 年 TLCP 销量增长 5 倍，TLCP 销售收入超过 12 亿元。根据我们的测算，TLCP 项目 2011 年能够增厚每股收益 0.28 元，2012 年和 2015 年，增厚每股收益更高达 0.56 元和 2.34 元。

除了盈利水平的提升之外，TLCP 项目也将提升公司的估值水平。作为国内第一家具有 TLCP 生产能力的公司，普利特应该享受更高的市盈率。因此，我们在计算公司合理价格时把改性塑料和 TLCP 对公司业绩贡献分开，并给予不同的市盈率。

改性塑料业务是公司稳定增长的基石

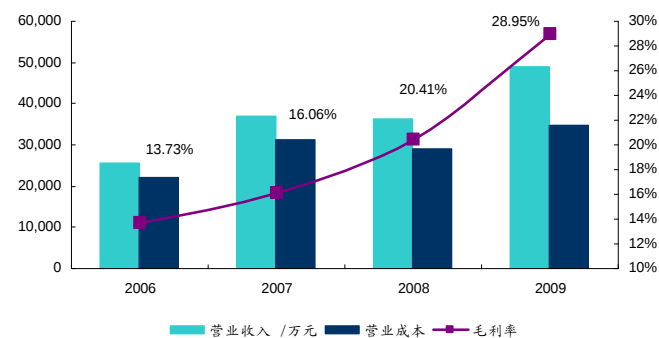
公司是国内专注于车用改性塑料生产和销售的龙头企业，其盈利状况与汽车行业的景气度密切相关。2006-2009 年，受益于汽车行业的上行周期，公司的营业收入和营业毛利的年均复合增长率达到 24%和 59%，高于汽车产量和销量的年均复合增长率 22.2%和 21.8%。公司的毛利率也随着研发和规模的扩大，从 2006 年的 13.7%上升至 2009 年的 28.95%。尽管 2009 年毛利率大幅上涨跟原材料价格下跌、下游汽车需求火爆有关，但我们不能由此否认公司毛利率逐年提高的事实。

图 6：公司营业收入和净利润都保持高速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

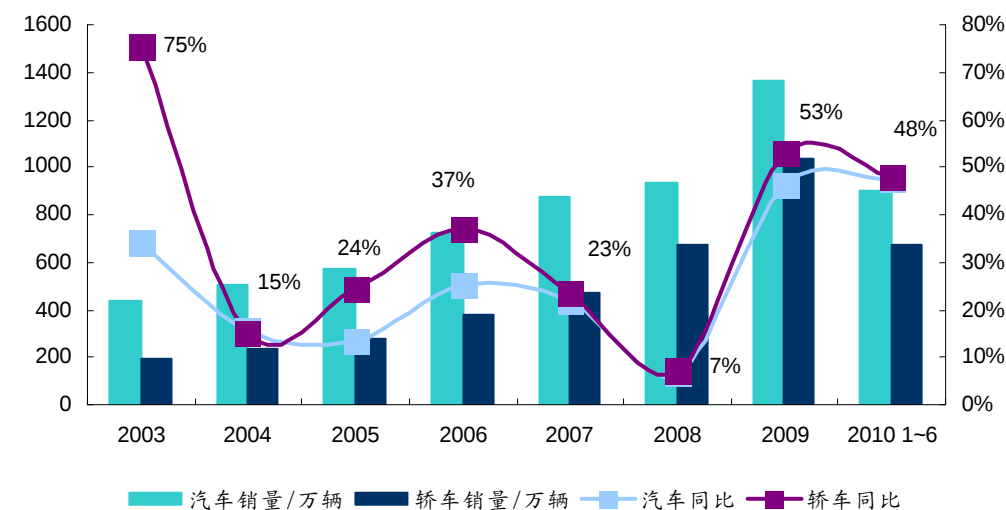
图 7：公司的毛利率逐年提高



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司 2008 年营业收入，净利润增速较低是由于下游汽车行业受到金融危机的影响，我们认为未来只要不出现经济的二次探底，这个现象再次出现的可能性很小。

图 8：下游汽车行业 2008 年受到金融危机的影响



资料来源：长江证券研究部

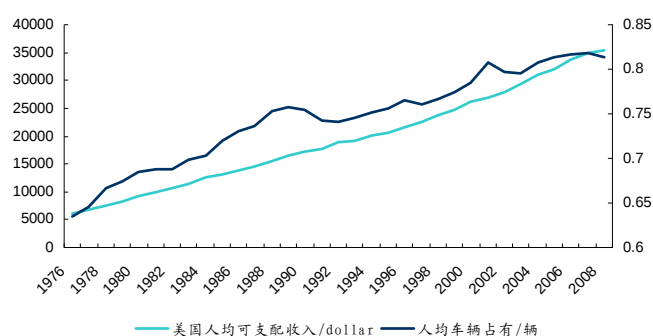
车用改性塑料行业的盈利实际上取决于下游汽车行业需求情况和以原油为代表的原材料价格情况，我们通过分析这两方面的关键因素，认为：（1）考虑人均收入和汽车消费的比例关系，下游汽车需求稳定增长是能够维持；（2）考虑塑料在下游汽车行业的应用

空间，由于我国车用塑料的普及程度低于发达国家，因此车用改性塑料行业的增速预计能超过汽车行业；（3）考虑原油过剩产能和较高的库存，我们认为除非全球发生大的通胀，未来原材料成本的压力不会太大。

下游汽车行业的需求未来将保持稳定增长

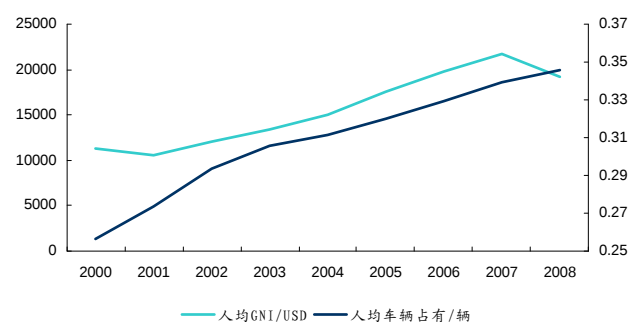
美国、日本和韩国的数据表明，作为高档耐用消费品，汽车的需求跟人均收入呈现明显的正相关性，这在逻辑上和数据上都能够得到较好的支撑。这方面的数据较多，我们仅简单的引用美日韩等国家的一些数据。

图 9：美国人均车辆占有量和人均可支配收入正相关



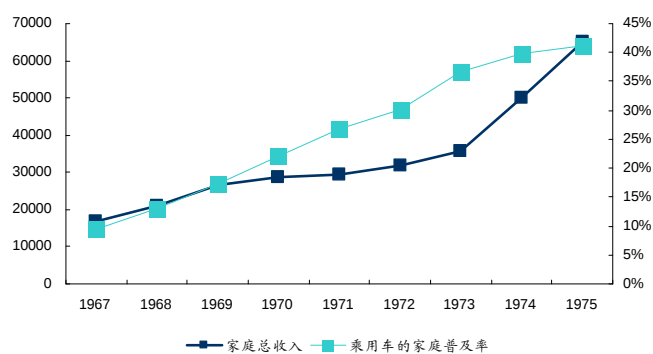
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：韩国人均车辆占有量和人均 GNI 正相关



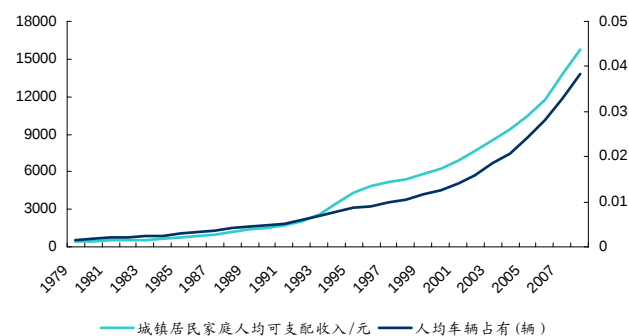
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：日本家庭汽车普及率和家庭人均收入正相关



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 12：我国人均车辆占有量和城镇人均可支配收入正相关

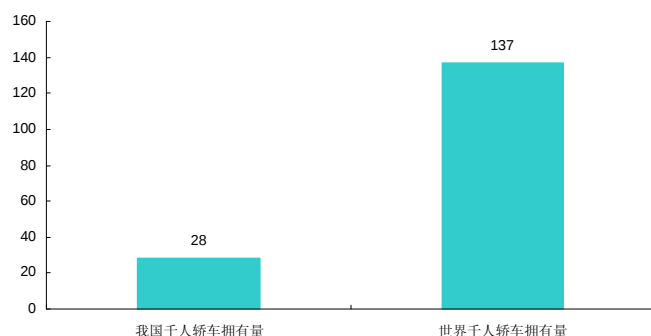


资料来源：公司公告，长江证券研究部

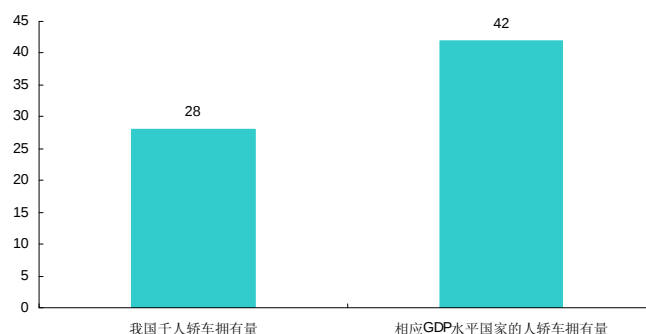
此外，就我国而言，还有两个情况需要注意：

（1）我国的人均汽车占有量较发达国家还有很大的差距，这也预示着长期而又广阔的成长空间；

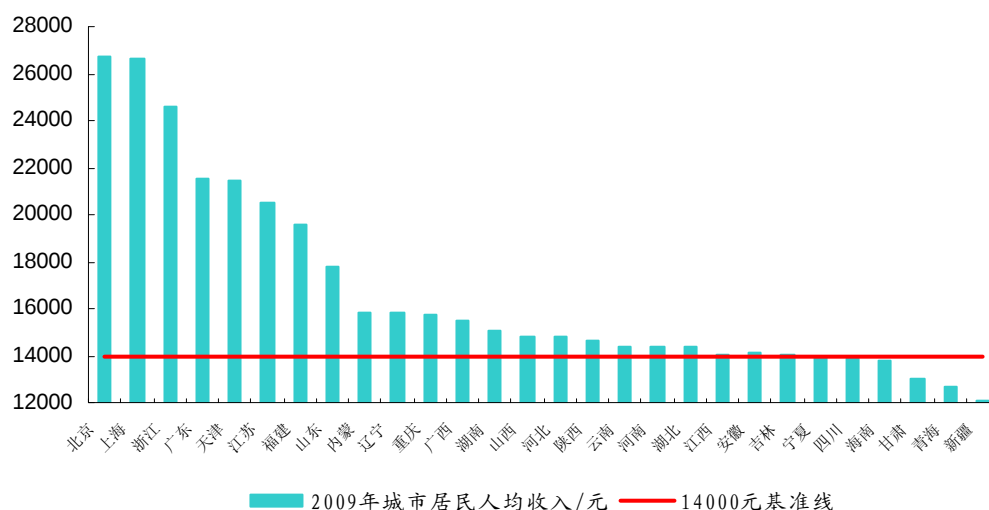
（2）从国际经验看，当人均可支配收入达到 2000 美元（对应 14000 元/人）时，汽车将开始进入普通家庭普及的时代。2009 年，我国城市人均收入基本超过 14000 元，预计将成为未来 3~5 年拉动汽车消费的主力军，且有望维持 5~10 年。

图 13: 我国人均汽车拥有量和世界有较大的差距


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 14: 我国人均汽车拥有量低于相应 GDP 水平的国家


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 15: 我国城市居民人均收入基本超过 14000 元


资料来源: 长江证券研究部

尽管 2009 年农村居民可支配收入离 14000 元还有一段距离, 但农村购车需求有望在 5 年以后得到快速释放。国家当前更加注重收入分配和农村问题, 我们假设从 2009 年开始, 农村人均收入可支配收入同比增长为 10%, 且每年提高一个百分点 (结合历史情况, 我们认为这个假设是可以接受的)。那么, 农村居民购车对需求的刺激将在 2010 年开始体现, 并将在 2016 年起进入加速发展期。

表 10: 我国农村居民可支配收入增速同比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
全 国	12.0%	10.8%	10.2%	15.4%	15.0%	-	12.7%
北 京	10.2%	19.1%	12.6%	14.1%	12.9%	12.4%	13.5%
天 津	9.9%	11.2%	11.6%	12.6%	12.8%	34.9%	15.5%
河 北	11.1%	9.8%	9.2%	12.9%	11.7%	7.0%	10.3%
山 西	12.6%	11.6%	10.0%	15.2%	11.8%	3.9%	10.9%
内 蒙	14.9%	14.7%	11.8%	18.3%	17.8%	6.1%	13.9%
辽 宁	12.7%	11.6%	10.8%	16.7%	16.8%	7.6%	12.7%

吉林	18.5%	8.8%	11.6%	15.1%	17.7%	10.5%	13.7%
黑龙江	19.8%	7.2%	10.3%	16.3%	17.5%	-	14.2%
上海	6.2%	16.7%	10.8%	11.0%	12.8%	-0.5%	9.5%
江苏	12.1%	11.0%	10.2%	12.9%	12.1%	8.8%	11.2%
浙江	10.3%	12.0%	10.1%	12.7%	12.0%	8.1%	10.9%
安徽	17.5%	5.7%	12.4%	19.8%	18.2%	7.2%	13.4%
福建	9.5%	8.8%	8.6%	13.1%	13.3%	11.0%	10.7%
江西	13.4%	12.3%	10.6%	16.9%	16.1%	8.0%	12.9%
山东	11.3%	12.1%	11.1%	14.1%	13.2%	8.5%	11.7%
河南	14.2%	12.4%	13.6%	18.1%	15.6%	7.9%	13.7%
湖北	12.6%	7.2%	10.3%	16.9%	16.5%	8.1%	11.9%
湖南	12.0%	9.9%	8.7%	15.2%	15.6%	8.8%	11.7%
广东	7.7%	7.4%	8.3%	10.7%	13.8%	7.9%	9.3%
广西	10.1%	8.2%	11.1%	16.4%	14.5%	7.8%	11.3%
海南	8.9%	6.6%	8.4%	16.5%	15.8%	8.1%	10.7%
重庆	13.4%	11.9%	2.3%	22.1%	17.6%	12.0%	13.2%
四川	13.0%	11.3%	7.1%	18.1%	16.2%	8.3%	12.3%
贵州	10.0%	9.0%	5.7%	19.6%	17.8%	-	12.4%
云南	9.8%	9.5%	10.2%	17.0%	17.8%	8.6%	12.2%
西藏	10.1%	11.6%	17.2%	14.5%	13.9%	-	13.5%
陕西	11.4%	10.0%	10.1%	17.0%	18.6%	11.6%	13.1%
甘肃	10.7%	6.9%	7.8%	9.1%	17.0%	23.2%	12.4%
青海	9.1%	9.9%	9.6%	13.8%	14.1%	9.3%	11.0%
宁夏	13.5%	8.1%	10.0%	15.2%	15.7%	11.4%	12.3%
新疆	6.6%	10.6%	10.3%	16.3%	10.1%	14.2%	11.3%

资料来源：长江证券研究部

表 11：我国农村人均收入的预测

省份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
基值	1.1	1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
北京	11986	13185	14635	16391	18522	21115	24282	27925	32113	36930	42470	48840
上海	11385	12524	13901	15569	17593	20056	23065	26524	30503	35079	40340	46391
天津	10675	11743	13034	14598	16496	18805	21626	24870	28601	32891	37825	43498
浙江	10008	11009	12220	13686	15465	17630	20275	23316	26814	30836	35461	40780
江苏	8004	8804	9773	10946	12369	14100	16215	18647	21445	24661	28360	32615
广东	6906	7597	8432	9444	10672	12166	13991	16089	18503	21278	24470	28140
福建	6880	7568	8400	9409	10632	12120	13938	16029	18433	21198	24378	28034
山东	6119	6731	7471	8368	9456	10779	12396	14256	16394	18853	21681	24934
辽宁	6000	6600	7326	8205	9272	10570	12155	13979	16075	18487	21260	24449
吉林	5450	5995	6654	7453	8422	9601	11041	12697	14602	16792	19311	22208
河北	5130	5643	6264	7015	7927	9037	10393	11952	13744	15806	18177	20904
江西	5075	5583	6197	6940	7842	8940	10281	11824	13597	15637	17982	20680
湖北	5035	5539	6148	6885	7781	8870	10200	11730	13490	15513	17840	20517
内蒙	4938	5432	6029	6753	7631	8699	10004	11504	13230	15215	17497	20121

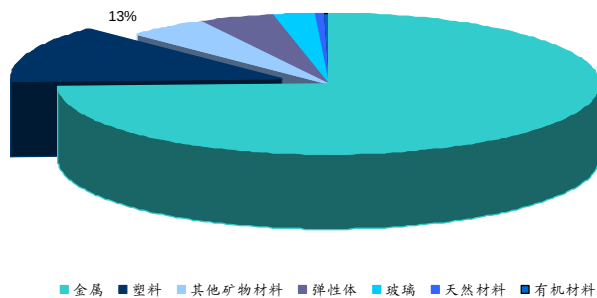
湖南	4910	5401	5995	6715	7587	8650	9947	11439	13155	15128	17398	20007
河南	4807	5288	5869	6574	7428	8468	9738	11199	12879	14811	17033	19587
海南	4744	5218	5792	6488	7331	8357	9611	11052	12710	14617	16809	19331
重庆	4621	5083	5642	6319	7141	8141	9362	10766	12381	14238	16374	18830
安徽	4504	4954	5499	6159	6960	7934	9125	10493	12067	13877	15959	18353
四川	4462	4908	5448	6102	6895	7860	9039	10395	11955	13748	15810	18182
山西	4256	4682	5197	5820	6577	7498	8622	9915	11403	13113	15080	17342
宁夏	4100	4510	5006	5607	6336	7223	8306	9552	10985	12633	14527	16707
新疆	4000	4400	4884	5470	6181	7047	8104	9319	10717	12324	14173	16299
广西	3980	4378	4860	5443	6150	7011	8063	9272	10663	12263	14102	16218
陕西	3500	3850	4274	4786	5409	6166	7091	8154	9377	10784	12402	14262
云南	3369	3706	4114	4607	5206	5935	6825	7849	9026	10380	11937	13728
甘肃	3355	3691	4096	4588	5184	5910	6797	7816	8989	10337	11888	13671
青海	3346	3681	4085	4576	5171	5894	6779	7795	8965	10309	11856	13634

资料来源：长江证券研究部

车用改性塑料行业的发展速度有望超过汽车行业

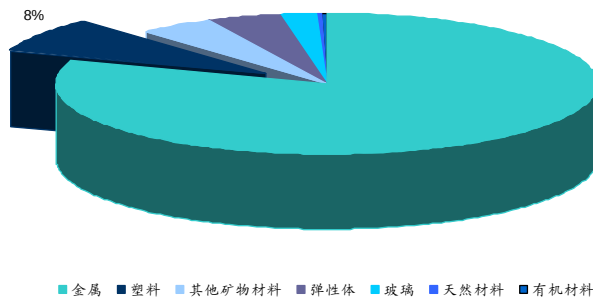
我国车用改性塑料的普及率较低，我国当前每辆车平均用量约为 110 公斤/辆，据发达国家 150 公斤/辆的比例还有约 36% 的增长空间。我国塑料在车用材料的比例也远低于欧美等发达国家。

图 16: 欧美先进国家塑料在车用材料中的占比达到 13%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

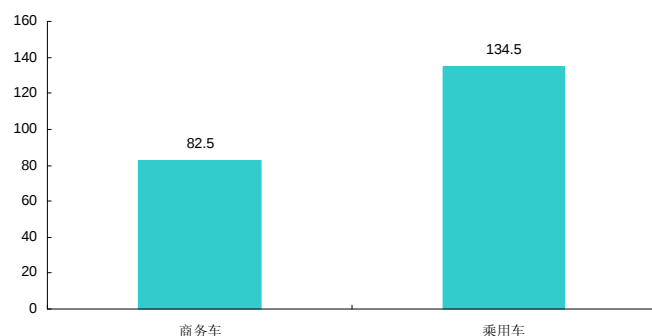
图 17: 我国塑料在车用材料中的占比仅为 8%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

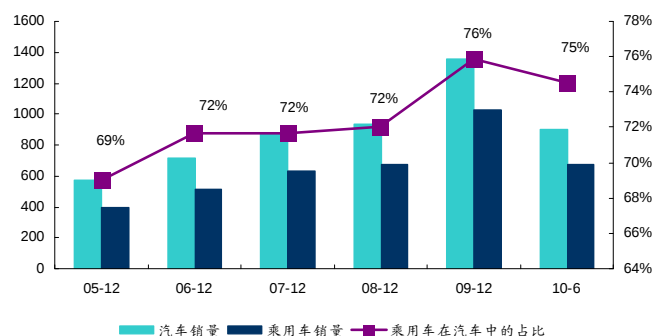
其次，乘用车的单车塑料用量大于商务车，乘用车在汽车中比例的不断提高是单车平均塑料用量提高的另一原因，同时也给未来单车改性塑料用量的继续增长带来一定的机会。

图 18: 乘用车单车塑料用量高于商务车



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19: 乘用车在汽车中的比例有望小幅提高



资料来源：长江证券研究部

我国单车用量较发达国家具有明显的差距，这主要是技术，环保成本较低的原因，随着以金发科技（外饰），普利特（内饰）等一批国内优质的车用改性塑料供应商的发展和扩能，这个差距预计将逐渐得到弥补，也就是说车用改性塑料行业的发展速度将快于汽车行业本身。

按照每辆车 110Kg 计算，根据 2009 年的数据（1379 万辆），我国车用改性塑料的需求为 151 万吨，2010 年预计将达到 181 万吨（1654 万辆），而在 2007 年时只有 100 万吨。我们保守假设未来汽车需求的增速维持在 15%~20% 左右，前面提到的与发达国家汽车用改性塑料 36% 的差距用 10 年的时间弥补，那么车用改性塑料行业的年均增长速度预计能维持在 18~20%。照此推算，2015 年，车用改性塑料的需求有望超过 400 万吨，较 2010 年需求增加 320 万吨以上。

尽管公司利用超募资金投资 TLCP 等高附加值的产品，但考虑到车用改性塑料巨大的空间，且改性塑料行业属于轻资产的生产模式（每万吨的投入约在 3000 万左右），我们预计公司未来有可能会进一步加大生产线以更好的分享行业的成长。鉴于公司董事长周文先生曾任上海大众汽车有限公司材料工程师，在汽车行业有超过 20 年的工作经验，这对于公司开拓市场具有极大的优势。因此，我们认为公司在改性塑料领域的发展速度有望超过行业平均水平。

我们预计未来原油价格给盈利带来的压力不大

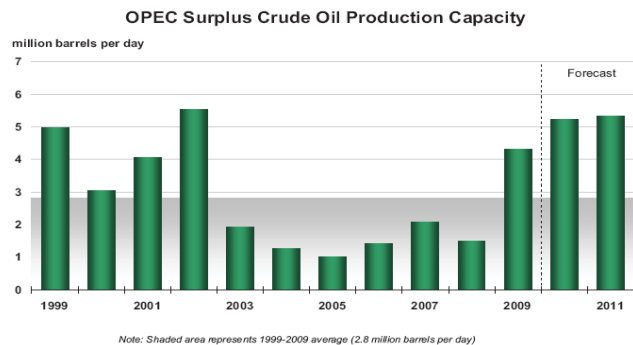
原油价格对公司的成本有一定的影响，2009 年上半年原材料价格大幅下跌，公司毛利率明显提高。尽管公司属于轻资产模式的生产企业，对原材料具有一定的转嫁能力，但当原油价格上涨时，产品涨价幅度难以完全覆盖原材料价格的涨价幅度，但考虑到原油库存、OPEC 剩余产能等因素，我们认为原油价格未来难以大幅走高，即公司未来成本端不会面临较大的压力。

原油的库存高位和过剩产能制约原油价格大幅上涨

当前美国的原油库存明显高于 20 年均线，OPEC 过剩产能 2009 年超过 400 万吨，2010 年起将超过 500 万吨，原油实际的供需依旧处于比较疲软的形势，预计原油价格难以大幅上涨。

图 20：美国原油库存位于历史高位

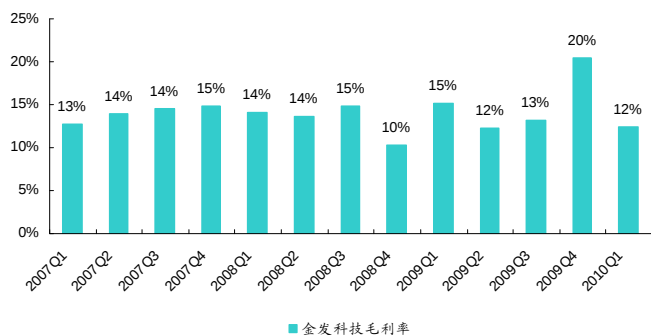

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 21：2009 年起 OPEC 原油剩余产能大幅增加


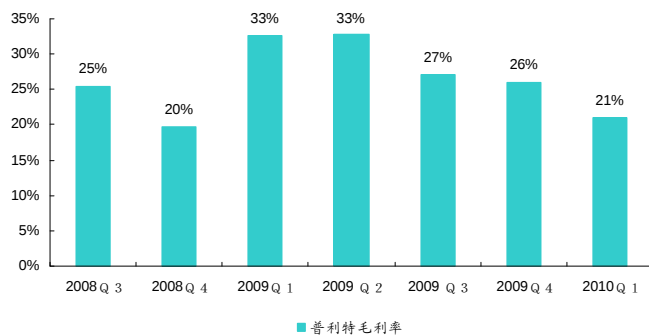
资料来源：长江证券研究部

当前形势下改性塑料行业的毛利率可以得到维持

由于沙特等中东国家低价原料建设的烯烃装置 2010 年陆续投产，未来原油价格上涨传递到烯烃的能力可能会减弱，我们认为也将有利于改性塑料公司毛利率的维持。通过比较金发、普利特单季度毛利率环比变化情况，我们发现 2009 年下半年以来，毛利率均有所下滑，但 2010 年 1 季度基本上与 2009 年 3、4 季度持平。普利特产品二季度有所提价，预计当前毛利率已经恢复至 23% 以上。

图 22：金发科技单季度的毛利率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

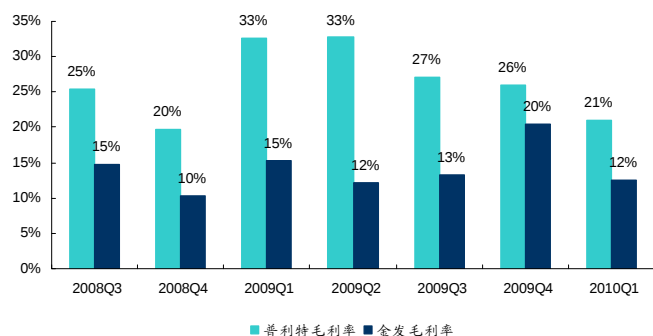
图 23：普利特的单季度毛利率


资料来源：长江证券研究部

普利特的毛利率高于金发科技

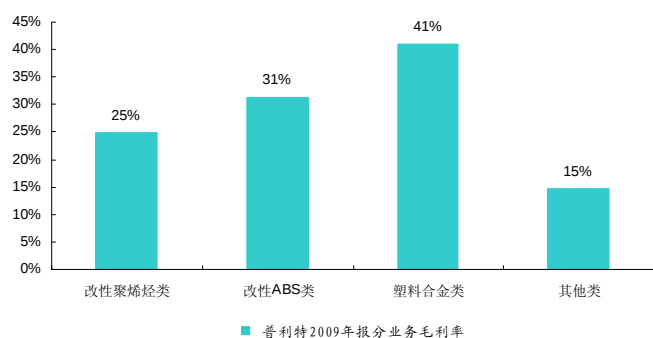
普利特更加专注于车用改性塑料业务，未来可能会更加受益于汽车行业的广阔空间。公司毛利率高于金发科技，主要是三个方面的原因：（1）公司从事汽车内饰改性塑料，金发主要从事汽车外饰改性塑料，而内饰的毛利率高于外饰；（2）公司不从事毛利率较低的贸易业务；（3）公司盈利能力更强的塑料合金业务的比例高于金发。

图 24：普利特的综合毛利率高于金发科技



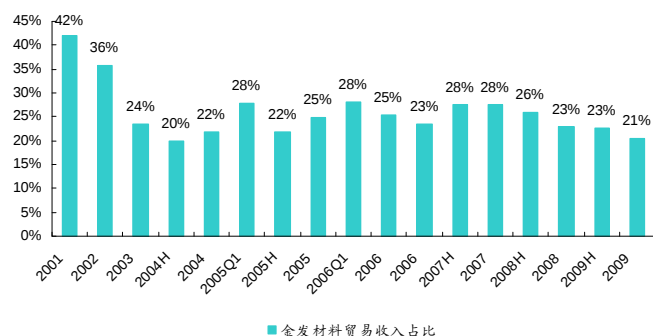
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 26：塑料合金的毛利率高于其他业务



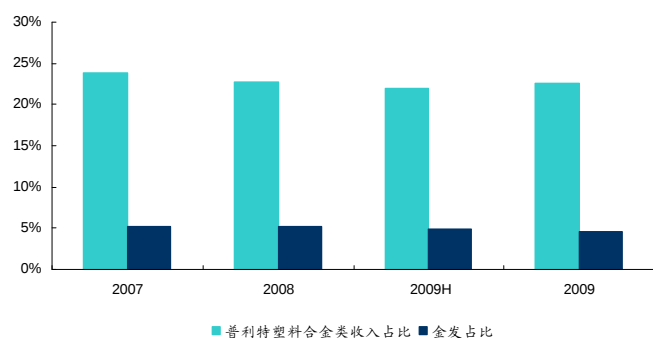
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 25：毛利率较低的贸易业务占金发收入的 20%左右



资料来源：长江证券研究部

图 27：普利特塑料合金在收入中的比例高于金发科技



资料来源：长江证券研究部

盈利预测与投资建议

基本假设

1. 假设 2010-2012 年公司改性塑料的销量分别为 5.6 万吨、8 万吨和 10 万吨。
2. 假设 2010-2012 年公司 TLCP 的销量分别是 50 吨、1570 吨和 3000 吨，价格（不含税）稳定在 6.43 万元/吨，毛利率维持在 50%。
3. 假设销售费用率和管理费用率稳定。
4. 假设公司一直执行 15% 的优惠所得税率。

盈利预测与投资建议

在上述假定的基础上，我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.95、1.59（TLCP 项目贡献 0.28 元）和 2.19 元（TLCP 项目贡献 0.56 元）。我们给予 2011 年改性塑料业绩贡献（1.31 元）30 倍市盈率、TLCP 项目（0.28 元）40 倍市盈率估值，目标价 51.00 元。目前公司股价 36.96 元，尚有 40% 左右的上涨空间。因此，我们维持“推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	490	933	1429	1862	货币资金	847	795	841	1050
营业成本	348	731	1093	1404	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	142	201	336	458	应收账款	157	187	286	372
% 营业收入	29.0%	21.6%	23.5%	24.6%	存货	44	95	142	183
营业税金及附加	2	4	7	9	预付账款	6	9	13	17
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	31	66	101	131
销售费用	16	28	43	56	流动资产合计	1085	1151	1383	1753
% 营业收入	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	17	28	43	56	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	2	-5	-4	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	64	83	113	125
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	104	146	248	343	其他非流动资产	10	43	78	67
% 营业收入	21.2%	15.6%	17.3%	18.4%	资产总计	1165	1283	1579	1950
营业外收支	9	4	4	4	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	112	150	252	347	应付款项	92	110	164	211
% 营业收入	23.0%	16.0%	17.6%	18.6%	预收账款	4	10	20	33
所得税费用	16	22	37	51	应付职工薪酬	2	1	1	2
净利润	96	128	215	296	应交税费	10	16	24	32
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	15	23	30
的净利润	96.1	127.9	214.9	296.1	流动负债合计	161	152	233	307
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.71	0.95	1.59	2.19	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	50	53	117	218	负债合计	169	160	241	315
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	996	1124	1338	1634
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	3	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	3	0	0	0	股东权益	996	1124	1338	1634
固定资产投资	0	-60	-75	-14	负债及股东权益	1165	1283	1579	1950
其他	-577	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-571	-60	-75	-14		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.712	0.947	1.592	2.193
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.38	8.32	9.91	12.11
银行贷款增加（减少）	0	-50	0	0	PE	51.94	39.02	23.22	16.85
筹资成本	-2	5	4	5	PEG	1.14	0.86	0.51	0.37
其他	744	0	0	0	PB	5.01	4.44	3.73	3.05
筹资活动现金流净额	742	-45	4	5	EV/EBITDA	39.54	28.78	16.40	11.29
现金净流量	221	-52	46	209	ROE	9.6%	11.4%	16.1%	18.1%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崐玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。