

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号：S0500511010012

联系人：

蒋明远

Tel：021-68634518-8056

E-mail：jmy3324@xcsc.com

核心观点：

□ 公司是国内车用改性塑料行业的重要企业

普利特是国内主要的车用改性塑料生产企业，主要产品为改性 PP，改性 ABS 和 PC/ABS 合金等。公司的产品通过零部件厂商进入汽车产业链，终端客户为上海大众、上海通用、一汽大众等国内整车企业，直接客户华域汽车、宁波华翔等国内主要汽车零部件供应商。

□ 改性塑料是化工新材料的重要组成部分

改性是一种通过填充、共混、增强等方法提升高分子材料的力学等各项性能的常用方法，是高分子材料学科研究的主要内容。作为已经有较长发展历史的改性塑料行业，未来仍然具有较为广阔的发展空间。通过不断研发，形成各类适用于各种领域的改性塑料仍然是这个行业发展的主要途径。改性塑料仍然是诞生化工新材料的主要领域。

□ 汽车行业景气度下滑对公司影响不大

由于公司本身产能占整个汽车行业对改性塑料的需求的比例较小，而且公司对于新增产能的消化早已有了一定的规划，因此汽车行业景气的下滑对公司产品销售和毛利率的影响不大。

□ TLCP 业务提供想象空间，重庆项目提供公司二次飞跃的动力

公司的液晶高分子材料（TLCP）项目目前已经处于调试阶段，今年有望产出合格产品。短期看，由于不确定因素较多，尚无法预测对今年业绩的贡献，长期看，液晶高分子材料是典型的新材料，毛利率高、进口替代效应明显，能够增强公司的盈利能力。另外公司已经与重庆铜梁工业园区蒲吕工业园管理委员会签订投资协议，计划建设年产 10 万吨高性能环保型塑料复合材料项目。这一项目的实施，对公司未来的成长和全国布局均颇有益处。

□ 估值合理，安全边际，增持评级

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53 元，0.84 元和 1.39 元，目前股价 14.75 元，对应 2011 年 PE 为 27.83 倍，对应 2012 年 PE 为 17.55 倍。估值相对合理，有一定的安全边际。给予 2012 年 20 倍左右的合理估值，对应目标价为 16.8 元。给予增持评级。

□ 风险提示

原油价格大幅上涨导致毛利率下滑；汽车行业出现严重衰退。

目 录

一、公司是国内车用改性塑料行业的重要企业	3
二、改性塑料行业既成熟又充满发展机遇	6
三、汽车行业景气下降&原材料价格上涨侵蚀公司毛利	9
四、新项目和新产品将提升公司长期竞争力	11
五、毛利企稳、产量增加、新项目建设以及股权激励将是公司股价的稳定剂	14
六、盈利预测和投资建议	15

图 目 录

图 1: 公司主营业务拆分	3
图 2: 公司毛利变化曲线(%)	4
图 3: 五大通用塑料和五大工程塑料	6
图 4: 石油是改性塑料的基础	7
图 5: 改性塑料的下游应用	8
图 6: 轻量化和塑料的使用量密切相关	8
图 7: 汽车产量逐步下滑成为趋势	9
图 8: 油价、煤价均呈现逐步上涨的态势	9
图 9: TLCP 作为新材料应用范围广阔	11
图 10: TLCP 需求增长迅速	12

表 目 录

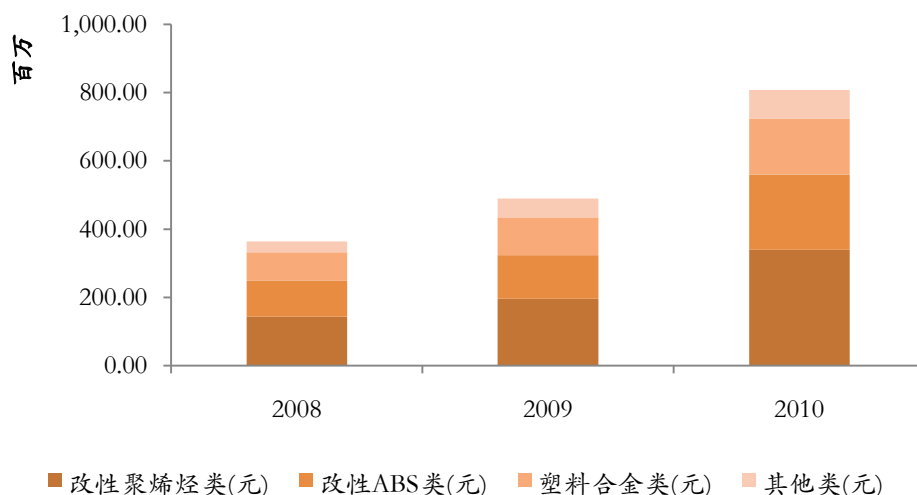
表 1: 公司 IPO 募投项目一览	4
表 2: 募投变更项目一览	5
表 3: 基本假设	15
表 4: 重要财务指标（单位：百万元）	15
表 5: 公司财务数据	15

一、公司是国内车用改性塑料行业的重要企业

普利特主营业务为车用改性塑料,主要的品种为:改性 PP、改性 ABS 和 PC/ABS 合金三大类产品。2010 年公司各类改性塑料实现总产量 5.3 万吨,是国内重要的车用改性塑料生产企业。

公司主要通过汽车零部件企业进入整车厂。直接客户为华域汽车、宁波华翔、小系车灯等,最终下游客户为上海大众、上海通用、一汽大众等国内整车厂。公司在上海市场占有率较高,对上汽系的市场覆盖和渗透较为全面。通过与整车厂进行联合设计开发,加强了公司与整车厂的沟通,实现了从被动提供原材料向主动参与设计的转变。

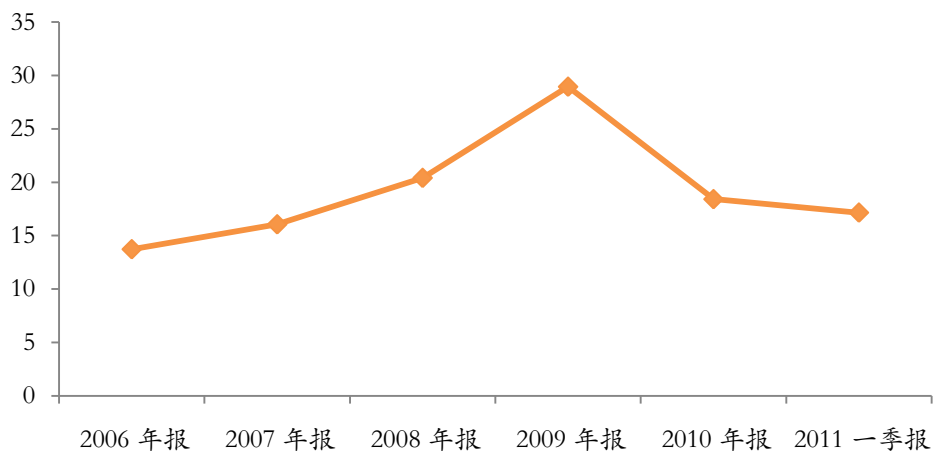
图 1: 公司主营业务拆分



数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

由于公司产品毛利受原油价格波动影响较大,因此,通常在油价快速上升的阶段,公司的毛利水平往往会受到抑制,而在油价大幅下跌往往会提升公司毛利水平。按照我们的理解,公司的毛利水平的在油价和塑料价格相对平稳的情况下,能维持在 20%左右的水平,相应的,油价大幅下跌和大幅上涨均会引起毛利率的上升和下降。

图 2：公司毛利变化曲线(%)



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

公司 2009 年在中小板成功上市，募资资金约 7.4 亿元。募投项目还是进一步扩大公司在车用改性塑料方面的产能。

表 1：公司 IPO 募投项目一览

	总投资（万元）	新增产能（万吨）
年产 5 万吨汽车用高性能低气味低散发聚丙烯（PP）技术改造项目	10,246.11	5
高性能聚碳酸酯（PC）塑料合金技术改造项目	10,655.58	2
通用丙烯腈—丁二烯—苯乙烯共聚物（ABS）高性能化技术改造项目	6,495.13	3

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

到目前为止，公司已经基本完成了 2.5 万吨 PP 项目、1 万吨 PC 项目和 2.5 万吨 ABS 项目的建设，明年将全部达产。预计今年全年公司产量能达到 8 万吨左右。

另外，公司利用超募资金在嘉兴建设高性能改性高分子塑料复合材料产业化项目，规划产能 5 万吨。项目于投建后第二年正式投入生产，第一年达产 30%，第二年达产 60%，第三年达产 80%，第四年全部达产。

由于嘉兴项目逐步投产和本部逐渐满负荷生产，我们预计公司 12 年总产量将达到 10-12 万吨的规模。与今年相比将会有较大幅度的增长。

鉴于青浦本部的实施募投的建设用地已经不足，从公司未来整体发展考虑，结合成本和地理位置等各方面因素，公司 2011 年 6 月 11 日发布公告，拟将部分募投项目的建设地点转移至位于嘉兴的新工厂内实施。变更共涉及募投资金 1 亿元，产能约为 4.0 万吨。

表 2：募投变更项目一览

	变更产能（万吨）
PP 项目	2.5
PC 项目	1
ABS 高性能化项目	0.5

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

另外公司已经与重庆铜梁工业园区蒲吕工业园管理委员会签订投资协议，计划建设年产 10 万吨高性能环保型塑料复合材料项目。这一项目的实施，对公司未来的成长和全国布局均颇有益处。

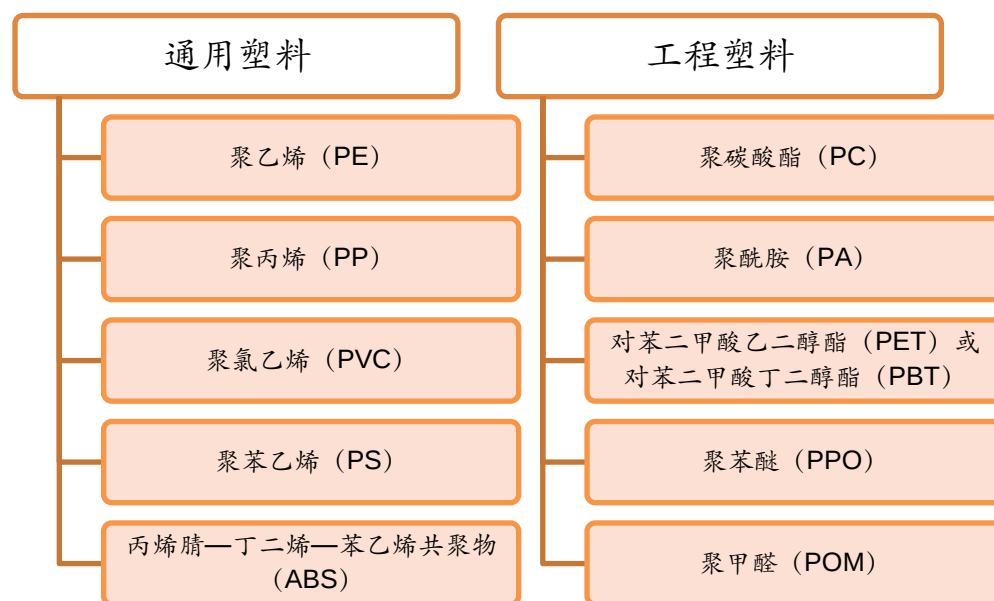
二、改性塑料行业既成熟又充满发展机遇

改性塑料行业应该说是一个既传统又新兴的行业。说它传统是因为自从发现了高分子材料，改性就相伴而生。普通规格的改性塑料生产、配方和工艺都已经相当成熟。说它新兴是因为行业中的各类企业仍然能够通过不断的研究、测试和改性，开发和创造出种类繁多、规格各异的适用于各种领域的改性塑料。行业未来仍然具有较为广阔的发展空间。好的改性塑料企业总是能够开发出不同类型的改性塑料，引导产业的发展。

下面我们简单的介绍一下改性塑料行业。

通常，我们把塑料分为通用塑料和工程塑料两大类。而各种类型的塑料均有其独特的物理和化学特性，比如力学性能、熔点、加工性能等。所谓塑料改性，是指通过填充、共混、增强等方法提升高分子材料的力学等各项性能，优势互补、取长补短，不断扩大高分子材料的应用范围。

图 3：五大通用塑料和五大工程塑料



资料来源：湘财证券研究所

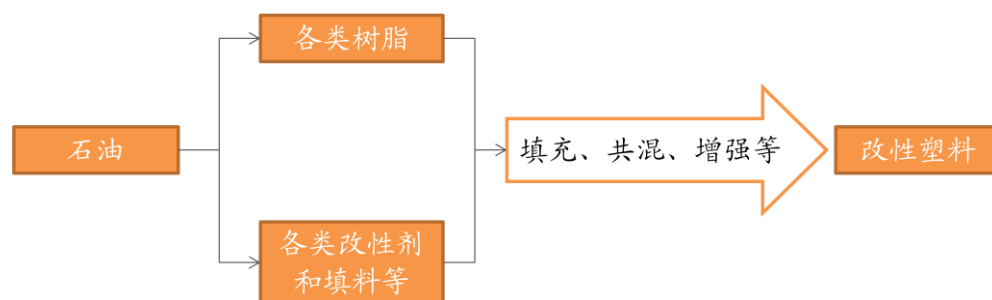
通常，对塑料的改性属于配方性的，即通过调整各类树脂的用量以及改性剂通过不同的加工方法来调整产品的各类特性，满足下游客户对于材料性能的各种要求。

从整个产业来讲，国内改性塑料行业仍然处于发展期，国内成规模的企业并不多，而且产品质量和种类与国外大的材料公司如杜邦等存在明显差距。

和国内其他很多产业类似，国内的大部分企业的产品仍然和国外企业的产品在性能和一致性上仍然有一定的差距。造成这种差距的原因不仅仅在于国内改性塑料企业的技术水平和研发能力与国外有差距，还在于原材料本身的性能差距上——国内石化企业的塑料产品性能与国外企业的产品性能相比差距仍然较为明显。

同时，合成树脂的根源在石化体系。而原油价格的波动直接影响合成树脂的价格，因此，国内改性塑料行业的毛利水平总是处于变化之中。

图 4：石油是改性塑料的基础

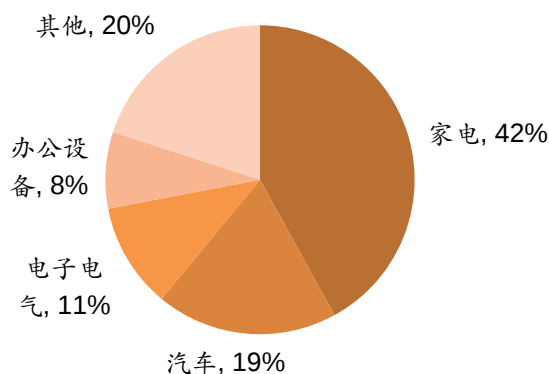


资料来源：湘财证券研究所

总体而言，在大部分基础性的、对性能要求不是很高的低端领域，国内企业通过成本优势取胜；在中端领域，国内改性塑料企业如金发科技、普利特等通过自身研发不断加以改进，并通过购买高档原材料提升产品档次；在高端领域，仍然是国外化工材料企业的天下。也正是这样的市场竞争结构，我们看好国内企业在中高端市场开拓的潜力：通过不断的技术创新与学习，逐渐弥补与国外产品的差距，借助国内较低的生产成本，形成具有竞争力的产品价格，逐步实现中高端产品的进口替代和出口。

对于改性塑料的应用，主要领域还是家电、汽车和电子电气设备行业，行业应用较为宽泛。

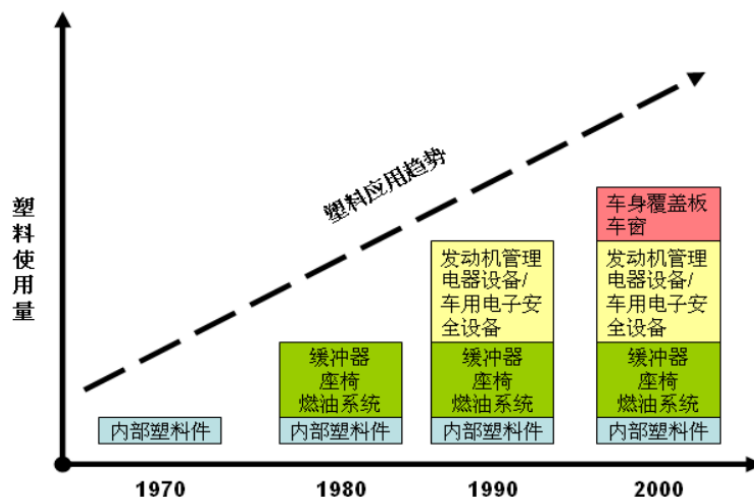
图 5：改性塑料的下游应用



资料来源：石油与化工协会，湘财证券研究所

而对于汽车行业而言，轻量化永远是一个主题词。如何轻量化？第一是使用轻金属如铝代替钢，第二是提高塑料在整车里面的使用比例。从统计的数据中，我们可以看到，中国的汽车中塑料的占比约为 8% 左右，而欧洲的占比在 13%。因此，参照汽车发达地区的情况和国内发展的趋势看，“以塑代钢”这样一个趋势仍将会持续下去。

图 6：轻量化和塑料的使用量密切相关

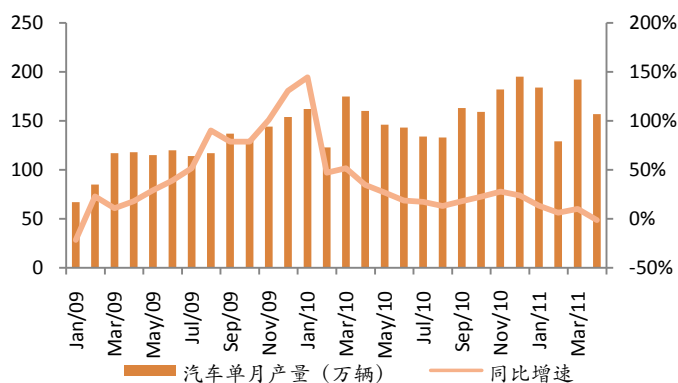


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

三、汽车行业景气下降&原材料价格上涨侵蚀公司毛利

公司所处的行业位置位于汽车行业的上游，属于汽车零部件的原材料。而今年随着国家对汽车各项优惠政策的逐步取消，汽车行业增速下滑较为明显。

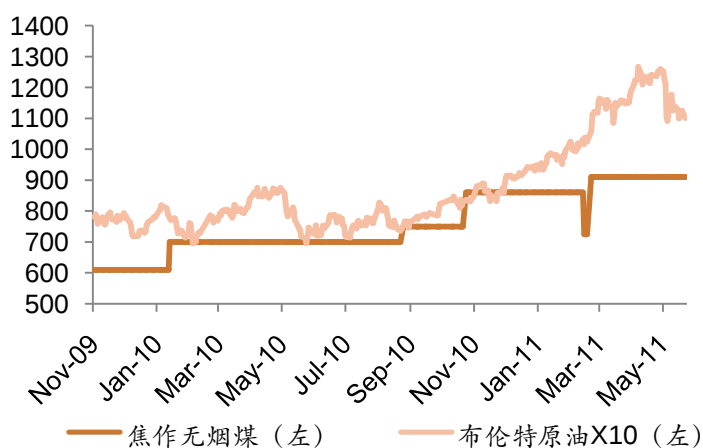
图 7：汽车产量逐步下滑成为趋势



资料来源：wind，湘财证券研究所

而油价今年上半年上涨还是较为明显的，直接带动了与油价成正相关的塑料价格的普遍上涨。

图 8：油价、煤价均呈现逐步上涨的态势



资料来源：wind，湘财证券研究所

原材料的大幅上涨加上汽车行业增速的下滑，导致公司利润从2010年下半年开

始出现下滑，但是我们预计在二季度油价趋稳的情况下，公司毛利水平会有一些企稳回升。

应该说，目前是公司盈利的低谷，随着油价企稳甚至出现一定程度的下跌，公司二季度乃至全年的毛利水平将恢复到 17%-20%左右的水平。

四、新项目和新产品将提升公司长期竞争力

公司上市共募资资金 7.4 亿元，而募投项目所需资金约 2.7 亿元，因此超募资金的使用将决定公司未来能否实现超预期的增长。

目前来看，公司对于超募资金的运用还是比较积极的。先后投入资金进行高分子液晶材料（TLCP）项目的建设和嘉兴子公司的建设。

我们先谈谈 TLCP。

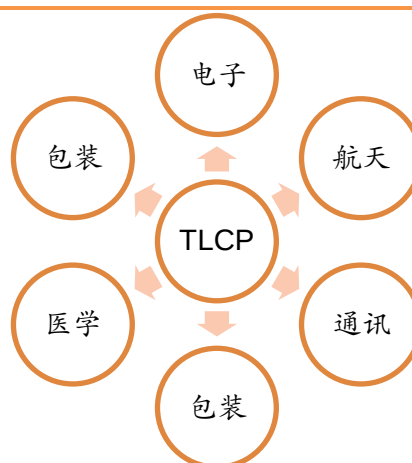
对于 TLCP 项目，市场一直较为好奇，我们首先介绍一个这个产品。

简单的讲，“液晶材料”是指一种既有液态特征又有和晶态特征的材料。所谓液态，是指分子排列无序，所谓晶态，是指分子排列有序，液晶态是指排列有序，又呈现出液态特征的状态。

当然，公司的液晶高分子材料并不是我们日常生活中看到的那个液晶电视的“液晶”，而是一类较为特殊的高分子材料。从公司的公告中看，TLCP 高分子由棒状分子组成，在熔融状态下分子平行排列，冷却后分子排列沿同一方向排列，因此，在力学性能上面，在这一方向上的力学性能是很好的，具有较强的强度和弹性模量。

另一方面，液晶聚合物在流动方向的热膨胀系数特别小，大约是 $1 \times 10^{-5}/^{\circ}\text{C}$ ，约为其他塑料材料的十分之一，有些 TLCP 品级的热膨胀系数甚至为负值。这种与以往材料（包括金属、非金属）完全不同的现象特别引人注目。如果我们在填充材料的种类和用量方面下功夫的话，在特定范围内可以制造出具有任何所希望的热膨胀系数的产品

图 9：TLCP 作为新材料应用范围广阔

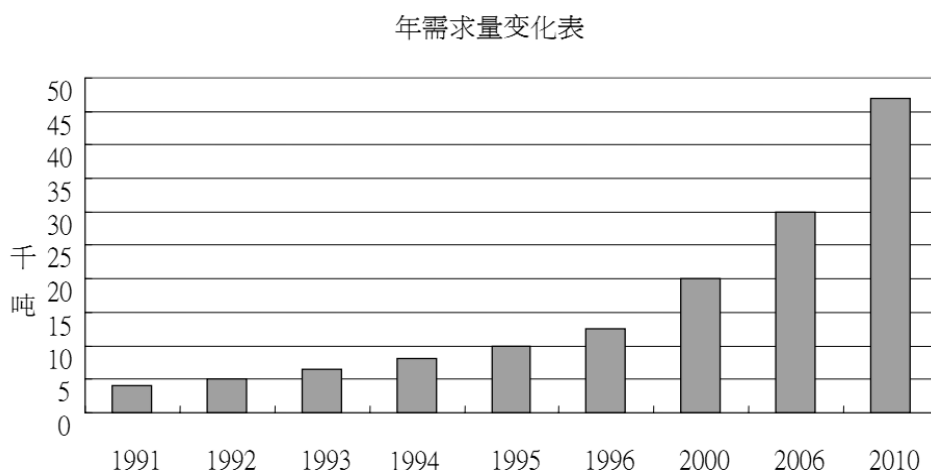


资料来源：湘财证券研究所

这类产品还有一个较为引人注目的性能是耐热性。具有很高的热变形温度，能满足一些电子、航天、通讯等领域的高端应用。因此，我们判断，这类材料的应用范围应该较为广泛，而且属于典型的新材料，能够应用于一些高端应用上。

从一些文献上，我们也发现了 TLCP 的一些独特应用，比如可以与 PET 进行共混，以改善耐磨性和加工性等。

图 10：TLCP 需求增长迅速



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

上世纪八十年代中期，热致性液晶高分子（TLCP）首次实现商品化，但因单体价格较高，导致 TLCP 价格昂贵，TLCP 发展缓慢。应该说这个产品即使对于国外企业来说也是一个较新的品种，因此很顺理成章的，这个产品一直被国外少数企业所垄断，

国内企业一直无法生产，其困难主要原因在于：

在原料单体上 BP、HNA 是生产 TLCP 最重要的不可或缺的原料。但价格较高、产量较低、合成复杂，产品提纯较困难等，我国目前很难满足发展要求。

对于 TLCP 的生产，温度较高（内部最高可达 350 摄氏度），且高温下副产物醋酸对设备的腐蚀比较严重，因此设备的设计要求非常苛刻，而一般生产设备的设计很难达到此高温。

高温下的熔融缩聚反应，特别是多物料的聚酯反应，确保生产工艺的稳定非常困难。

因此我们判断，这个产品应该能够成为公司未来一个相当亮眼的潜在增长点，目前，公司的 TLCP 生产规模尚小，每年约 200 吨。但是由于大规模生产仍然存在一些技术上的难点，公司该项目在最近一段时间内仍将处于调试和试生产阶段。

按照公司的超募资金规划，TLCP 项目将分三期进行建设：

第一期：2000 吨/年熔融缩聚生产线，拟在 2011 年 6 月投入使用

第二期：10000 吨/年熔融缩聚生产线，拟在 2015 年 6 月投入使用

第三期：1000 吨/年固态聚合生产线，拟在 2016 年 6 月投入使用

按照公司的公告，TLCP 每吨的售价大致在 64000 元/吨，相比普通改性塑料的价格高出数倍，且净利率超过 27%，远高于改性塑料 10%的水平。因此项目前景还是相当有吸引力的。

但是由于公司在这一块业务的进展情况仍然无法预测，因此我们尚无法评估其对近期利润的贡献。

公司另外一个较为重大的项目是重庆的 10 万吨改性塑料项目。

公司已经与重庆铜梁工业园区蒲吕工业园管理委员会签订投资协议，计划建设年产 10 万吨高性能环保型塑料复合材料项目。这一项目的实施，对公司未来的成长和全国布局均颇有益处。

我们认为，好处在于如下几个方面：

- 1：重庆是国内一个重要的汽车生产基地，公司布局重庆，将有利于中西部的市场开发；
- 2：相对于东部而言，西部在人力成本、土地成本等各方面均有一定的价格优势，显然要比上海更有成本优势；
- 3：与金发等龙头相比，公司目前的规模仍然较小，需要一个较为快速的扩张，来提升其行业地位和实力。

我们对公司在重庆的项目乐观其成。

五、毛利企稳、产量增加、新项目建设以及股权激励将是公司股价的稳定剂

我们对于公司未来的发展持乐观态度。主要原因在于毛利企稳，产量增加和新项目建设三个方面。

对于毛利的企稳，我们在前面已经有所阐述。主要理由为：油价的稳定带来成本的稳定，汽车行业景气下滑对公司而言尚未达到倒逼利润空间的地步，因此，今年二季度和下半年，我们对于毛利的判断为 17%-20% 的合理区间，而这个区间应该也是改性塑料行业的一个较为正常的毛利水平。

随着募投项目逐步达产和超募项目的实施，公司未来三年产量将不断增加，因此如果在销售顺畅和毛利稳定的情况下，公司未来业绩的增长应该是有保障的。

对于 TLCP 项目，我们的观点是：这个项目为公司未来提供了一个看点。虽然我们尚无法预测该项目对公司未来两年的盈利贡献，但是至少公司已经在这个领域领先于国内其他的竞争对手，一旦实现产业化和规模生产，为公司实现超预期的业绩增长提供了动力。

另外，重庆项目的实施，对于公司全国布局和长远发展均是利好。但是项目目前仅处于协议阶段，尚需要董事会的批准，距离业绩的释放估计需要一段时间。主要是提供了公司未来几年的成长空间。

另外公司去年 11 月推出了股权激励，方案为提供总数量 300 万份，行权价在 19.91 元的认股权证，分三次授予，标准为基于 2010 年未来三年增长不低于净利润 25%、营收 30%、ROE 11/12/13%。对应 11-13 年 EPS 为 0.47、0.58、0.73。目前股价位于行权价以下。

综合上面来看，我们认为，公司未来发展还是有不少看点，将对目前的股价形成稳定剂的作用。

六、盈利预测和投资建议

我们对其进行了盈利预测，主要的假设如下表。

预计今年产量 8 万吨，2012 年，浙江嘉兴工厂 5 万吨产能将释放 30%，另外青浦项目将完全达产，我们预计全年产量将达到 12 万吨左右，2013 年，浙江嘉兴的 4 万吨募投项目将会投产，另外重庆项目或将能贡献部分产能，我们预计公司产量将超过 18 万吨。对于毛利率，我们认为 20% 的毛利水平应该是一个较为均衡的水平，随着公司规模的扩大，我们预计毛利水平将稳中有升。

对于 TLCP，我们暂时不列入盈利预测范围内。

表 3：基本假设

	2011E	2012E	2013E
总产量（万吨）	8	12	18
综合毛利率	17%	18%	20%
营业收入（百万元）	807	1218	2740

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 重要财务指标（单位：百万元）

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	807	1218	1827	2740
收入同比(%)	65%	51%	50%	50%
归属母公司净利润	101	144	227	376
净利润同比(%)	5%	43%	58%	65%
毛利率(%)	18.4%	17.0%	18.0%	20.0%
ROE(%)	9.5%	12.1%	16.1%	21.0%
每股收益(元)	0.37	0.53	0.84	1.39
P/E	39.61	27.66	17.51	10.59
P/B	3.77	3.36	2.82	2.23
EV/EBITDA	32	25	15	9

数据来源：湘财证券研究所

从预测结果看，公司未来三年的复合增长率超过 50%，2011-2013 年 EPS 分别为 0.53 元，0.84 元和 1.39 元。目前股价 14.75 元，对应 2011 年 PE 为 27.83 倍，对应 2012 年 PE 为 17.55 倍。估值相对合理，给予 2012 年 20 倍左右的合理估值，对应目标价为 16.8 元。给予增持评级。

表 5：公司财务数据

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1038	1047	1284	1670	营业收入	807	1218	1827	2740
现金	623	1010	1242	1621	营业成本	659	1011	1498	2192
应收账款	239	0	0	0	营业税金及附加	2	0	0	0
其他应收款	4	0	0	0	营业费用	20	35	52	77
预付账款	16	0	0	0	管理费用	27	44	64	97
存货	73	37	42	49	财务费用	-12	-34	-47	-59
其他流动资产	83	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	153	139	129	119	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	3	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	93	98	95	88	营业利润	110	161	259	433
无形资产	28	28	28	28	营业外收入	9	8	8	8
其他非流动资产	29	13	7	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1192	1186	1413	1789	利润总额	118	169	267	441
流动负债	126	0	-0	-0	所得税	18	25	39	65
短期借款	7	0	0	0	净利润	101	144	227	376
应付账款	94	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	24	0	-0	-0	归属母公司净利润	101	144	227	376
非流动负债	10	0	-0	-0	EBITDA	106	136	222	384
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.53	0.84	1.39
其他非流动负债	10	0	-0	-0					
负债合计	136	0	-0	-0	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	135	270	270	270	成长能力				
资本公积	705	570	570	570	营业收入	64.9%	50.9%	50.0%	50.0%
留存收益	216	347	574	950	营业利润	6.1%	46.4%	60.6%	67.4%
归属母公司股东权益	1056	1186	1413	1789	归属于母公司净利润	4.7%	43.2%	57.9%	65.4%
负债和股东权益	1192	1186	1413	1789	获利能力				
					毛利率 (%)	18.4%	17.0%	18.0%	20.0%
					净利率 (%)	12.5%	11.8%	12.4%	13.7%
					ROE (%)	9.5%	12.1%	16.1%	21.0%
					ROIC (%)	18.9%	61.9%	105.8%	189.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%
					净负债比率 (%)	4.94%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率				
					速动比率				
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	1.02	1.41	1.71
					应收账款周转率	4	10	-	-
					应付账款周转率	7.07	21.41	-	-
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.53	0.84	1.39
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.20	1.36	0.69	1.18
					每股净资产 (最新摊薄)	3.91	4.39	5.23	6.63
					估值比率				
					P/E	39.61	27.66	17.51	10.59
					P/B	3.77	3.36	2.82	2.23
					EV/EBITDA	32	25	15	9

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

分析师声明:

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。