

投资评级 优于大市 **首次覆盖**

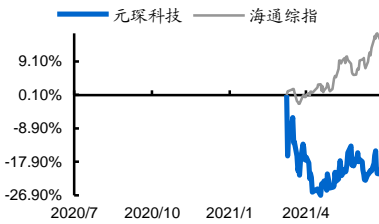
节能环保新材料领先企业, 深耕滤袋及 SCR 脱硝催化剂市场

股票数据

07月22日收盘价(元)	13.51
52周股价波动(元)	12.23-21.98
总股本/流通A股(百万股)	160/36
总市值/流通市值(百万元)	2162/492

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.5	7.1	-2.7
相对涨幅 (%)	-4.1	6.8	-3.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- **依托除尘和脱硝领域前沿技术, 深耕滤袋及 SCR 脱硝催化剂细分领域。**公司主要从事过滤材料、烟气净化系列环保产品的研发、生产和销售, 主要产品为各类耐高温耐腐蚀滤袋以及 SCR 脱硝催化剂, 主要应用于电力、钢铁及焦化、垃圾焚烧、水泥和玻璃等行业和领域。公司主要客户为龙净环保、国家电投集团、中电国瑞、首钢京唐、安丰钢铁、华润水泥和信义玻璃等企业。
- **2020年, 公司实现营业总收入 4.58 亿元, 同比增速为 26.21%, 2017-2020 年的复合增速为 19.75%; 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比增速为 5.37%, 2017-2020 年的复合增速为 20.16%。**2017-2019 年, 公司主要产品在电力行业收入占比分别为 90.39%、74.76% 和 57.64%, 电力行业占比有所下降、非电行业快速发展。2017-2019 年, 受益于非电力行业超净排放环保政策, 公司非电行业营业收入年复合增速达 146.92%。近年来公司滤袋产品的毛利率稳定在 25% 左右, 脱硝催化剂产品的毛利率维持在 40% 以上。
- **受益于超低排放政策, 环保材料迎来新的市场空间。**随着钢铁行业超低排放的全面实行、部分省份水泥行业超低排放意见的相继出台, 非电力行业成为超低排放改造的下一个重点领域。根据招股说明书援引中国环境保护产业协会袋式除尘委员会预测, 2020-2022 年, 非电行业袋式除尘滤料市场规模年复合增速将至少稳定在 15% 左右, 分别达到 72 亿元、83 亿元和 96 亿元。根据招股说明书援引北极星大气网预测, 2020-2022 年, 非电行业脱硝催化剂市场规模将分别达到 35 亿、40 亿和 46 亿。
- **滤袋产品行业前五, 脱硝催化剂市场占有率逐步提升。**公司目前滤袋产能 277.5 万平方米, 高温过滤材料行业排名前五; SCR 脱硝催化剂产能 2.72 万立方米, 2017-2019 年公司脱硝催化剂的市场占有率分别为 1.1%、1.7%、2.3%, 稳步提升。国内市场脱硝催化剂行业厂家数量较多, 公司主要竞争对手包括东方凯美瑞、江苏龙源、浙江德创, 公司进入脱硝催化剂行业较晚, 但通过长期的研发与实践, 整体设计能力和研发能力较高, 形成了具有自主知识产权的优势产品。
- **募投项目提高产能, 优化产品结构。**公司 IPO 募资拟投资于“年产 460 万平方米高性能除尘滤料产业化项目”, 包括 260 万平方米的玻璃窑炉用高比例 PTFE 复合高端滤料和 200 万平方米垃圾焚烧专用滤料。
- **盈利预测。**我们预计 2021-23 年公司 EPS 分别为 0.58、0.73、0.86 元/股。参考同行业可比公司估值, 给予公司 2021 年 28-32 倍 PE, 对应合理价值区间为 16.24-18.56 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 项目投产进度不及预期, 宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	363	458	589	733	869
(+/-)YoY(%)	12.0%	26.2%	28.5%	24.4%	18.6%
净利润(百万元)	59	62	93	116	137
(+/-)YoY(%)	56.1%	5.0%	49.8%	25.0%	18.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.39	0.58	0.73	0.86
毛利率(%)	36.0%	41.0%	38.5%	37.3%	36.6%
净资产收益率(%)	17.7%	15.7%	11.0%	12.1%	12.5%

资料来源: 公司招股说明书 (2021), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

公司现有滤袋年产能277.5万平方米（包括高温系列滤袋、常温系列滤袋），脱硝催化剂（包括高温催化剂、催化剂）年产能2.72万立方米，随着公司原有产能的逐步释放，预计产品销量将保持较快增长。另外募投项目将使公司滤袋的年产能增加460万平方米，预计于2022年投产。

关键产品销量假设: a. 滤袋: 作为国内行业前五, 我们认为公司不断上升的影响力和市占率将推高销量。我们预计 2021-23 年滤袋销量分别为 277.5 万、450 万、600 万平方米; b. 脱硝催化剂: 随着原有产能释放, 产品销量稳定增长, 我们预计 2021-23 年脱硝催化剂销量分别为 2.35 万、2.50 万、2.72 万立方米。

毛利率假设: 随着高性能除尘滤料产业化项目陆续达产以及催化剂原有产能的释放, 相关产品毛利率有望稳定提升。a. 滤袋: 我们预计2021-23年滤袋毛利率分别为25%、26%、26%; b. 脱硝催化剂: 我们预计2021-23年脱硝催化剂毛利率分别为42%、43%、44%。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	458.39	589.24	732.75	869.26
总成本	270.67	362.35	459.72	551.41
总毛利	187.72	226.89	273.03	317.84
总毛利率	40.95%	38.51%	37.26%	36.56%
滤袋				
收入	160.40	189.09	310.62	414.16
成本	118.79	141.82	229.86	306.48
毛利	41.62	47.27	80.76	107.68
毛利率	25.95%	25.00%	26.00%	26.00%
脱硝催化剂				
收入	192.81	311.95	331.86	361.06
成本	109.68	180.93	189.16	202.19
毛利	83.12	131.02	142.70	158.87
毛利率	43.11%	42.00%	43.00%	44.00%
防尘口罩				
收入	87.70	70.00	70.00	70.00
成本	31.40	28.00	28.00	28.00
毛利	56.30	42.00	42.00	42.00
毛利率	64.19%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务				
收入	17.49	18.20	20.28	24.03
成本	10.80	11.60	12.71	14.74
毛利	6.69	6.60	7.57	9.29
毛利率	38.24%	36.28%	37.33%	38.66%

资料来源: 公司 2021 招股说明书, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300056.SZ	中创环保	7.01	0.05	0.24	0.47	110	29	15
688269.SH	凯立新材	112.57	1.50	1.63	2.27	-	69	50
600378.SH	昊华科技	26.84	0.71	0.83	0.98	30	32	27
	均值					70	44	31

注: 收盘价为 2021 年 7 月 22 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	458	589	733	869
每股收益	0.39	0.58	0.73	0.86	营业成本	271	362	460	551
每股净资产	2.48	5.27	6.00	6.85	毛利率%	41.0%	38.5%	37.3%	36.6%
每股经营现金流	0.46	0.12	0.36	0.43	营业税金及附加	3	4	5	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	24	34	41	49
P/E	34.32	22.90	18.32	15.52	营业费用率%	5.3%	5.7%	5.6%	5.6%
P/B	5.38	2.53	2.22	1.94	管理费用	29	41	51	61
P/S	3.48	3.61	2.91	2.45	管理费用率%	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%
EV/EBITDA	0.20	18.18	15.18	12.90	EBIT	106	109	127	145
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	5	5	3	2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.8%	0.4%	0.2%
毛利率	41.0%	38.5%	37.3%	36.6%	资产减值损失	-44	-8	-5	0
净利润率	13.5%	15.8%	15.9%	15.8%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.7%	11.0%	12.1%	12.5%	营业利润	64	101	128	152
资产回报率	9.0%	7.7%	8.0%	8.0%	营业外收支	7	6	6	6
投资回报率	20.0%	10.4%	10.1%	9.7%	利润总额	71	107	134	158
盈利增长 (%)					EBITDA	125	109	127	145
营业收入增长率	26.2%	28.5%	24.4%	18.6%	所得税	9	14	17	21
EBIT 增长率	63.6%	2.4%	17.1%	13.5%	有效所得税率%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	5.0%	49.8%	25.0%	18.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	62	93	116	137
资产负债率	42.4%	30.5%	34.1%	36.3%					
流动比率	2.04	2.58	2.36	2.29	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.43	2.01	1.84	1.82	货币资金	43	217	330	466
现金比率	0.19	0.72	0.77	0.84	应收账款及应收票据	231	344	408	492
经营效率指标					存货	88	116	147	177
应收帐款周转天数	117.15	127.61	124.12	125.28	其它流动资产	93	104	123	138
存货周转天数	118.18	116.55	117.09	116.91	流动资产合计	455	781	1009	1273
总资产周转率	0.67	0.49	0.50	0.51	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.23	2.87	1.90	2.09	固定资产	205	205	385	415
					在建工程	1	201	36	6
					无形资产	5	5	5	5
					非流动资产合计	233	433	447	447
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	688	1214	1456	1720
净利润	62	93	116	137	短期借款	46	44	112	180
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	110	164	205	245
非现金支出	63	8	5	0	预收账款	0	11	11	12
非经营收益	2	-4	-2	1	其它流动负债	67	83	101	118
营运资金变动	-53	-79	-62	-69	流动负债合计	223	302	428	555
经营活动现金流	74	18	57	68	长期借款	8	8	8	8
资产	-81	-194	-8	6	其它长期负债	61	61	61	61
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	69	69	69	69
其他	0	0	0	0	负债总计	292	371	497	624
投资活动现金流	-81	-194	-9	6	实收资本	120	160	160	160
债权募资	56	-2	68	68	归属于母公司所有者权益	396	843	959	1097
股权募资	0	40	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-29	312	-3	-6	负债和所有者权益合计	688	1214	1456	1720
融资活动现金流	27	350	65	62					
现金净流量	20	174	113	136					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司招股说明书 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,会通股份,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,中核钛白,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市
	行业投资评级	中性
	行业投资评级	弱于大市

法律声明

简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。