

调研点评报告
阳谷华泰 (300121)
其他橡胶制品
环保趋紧 橡胶助剂龙头持续受益
报告日期: 2017-07-23

评级: 推荐

上次评级:

合理估值: 16.79-18.98

上次预测:

当前价格 (元)	12.91
52 周价格区间 (元)	11.94-20.6
总市值 (百万)	3733.83
流通市值 (百万)	3522.20
总股本 (万股)	28922.00
流通股 (万股)	27282.72
公司网址	www.yghuatai.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
阳谷华泰	-0.09	-0.10	-0.15
上证综指	2.59	2.04	6.55

财富证券研究发展中心
龙靓
丁蕾蕾

0731-84403365

longliang@cfzq.com dingll@cfzq.com

S0530516040001

研究助理

相关研究报告:

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	1239.89	1611.86	1934.2
净利润 (百万元)	156.78	203.81	244.58
每股收益 (元)	0.56	0.73	0.87
市盈率	23.05	17.68	14.84

资料来源: 公司公告, 财富证券

事件: 我们近期对公司进行了实地调研, 就公司中期业绩、未来经营思路等与管理层进行了沟通交流。

投资要点

➤ **橡胶助剂需求端稳步增长, 供给端受环保因素小产能退出, 行业集中度逐步提升。**阳谷华泰是国内橡胶助剂龙头企业, 主要产品包括防焦剂 (即 CTP, 实际产能 1.6 万吨)、促进剂 (NS 产能 2 万吨/年、CBS 产能 1 万吨/年)、微晶石蜡 (产能 1.3 万吨/年)、不溶性硫磺 (产能 1.3 万吨/年, 四季度增加至 2.3 万吨/年)、胶母粒 (产能 1 万吨/年)、均匀剂 (产能 8000 吨/年) 等橡胶助剂。公司 2016 年实现营收 12.4 亿元 (加工体系助剂 CTP、均匀剂占比 37%, 硫化体系助剂 NS、CBS、不溶性硫磺 30%, 微晶石蜡、胶母粒各 11%), 同比增长 44%, 实现归母净利润 1.57 个亿, 同比增长 299%。2017 年半年度业绩预报, 净利润增速 8096.31 万元-9595.63 万元, 同比增速 35%至 60%。

橡胶助剂主要用于加工橡胶制品, 轮胎及其他橡胶制品产能产量不断增加, 橡胶助剂需求端稳步增长。供给端方面, 由于国家环保政策逐步加严 (化工项目进园区、环保督查组监察等), 许多环保助剂小厂家关停 (橡胶助剂协会会员从之前的 100 多家减少至目前的 66 家), 这部分市场将让步给大厂家, 另外, 供应趋紧造成促进剂、防焦剂等橡胶助剂价格上涨, 环保做的较好的大厂在此过程中受益于量价齐升。

➤ **防焦剂市场具有定价权, 促进剂采用清洁生产工艺取得先机。**公司拥有防焦剂产能 1.6 万吨, 2017 年销量 1.3 万吨, 全球市场占有率超过 50%, 拥有较强的定价权。由于环保等因素, 2017 年上半年竞争对手山东博辰 (3000 吨产能) 关停、科源 (3000 吨产能) 生产受较大影响, 公司防焦剂销量、售价均较去年有所增加。

促进剂方面, 公司产能 3 万吨, 在行业内排名第三, 公司生产促进剂中间体 M 使用溶剂萃取法, 不产生废水 (传统酸碱法生产 1 吨 M 产生 20 吨废水, 尚舜工艺优化可做到产生 10 吨废水), 且

生产成本较传统工艺降低 10%；生产促进剂 NS，除了传统工艺外，公司还建设了世界唯一一条氧气氧化法 NS 的 5000 吨/年的生产线，较传统工艺减少 80% 的废水（传统工艺生产 1 吨 NS 产生高盐高脂废水 8 万吨）。公司拥有行业内唯一一家国家级橡胶助剂研发中心，每年研发投入占营收比例约 3%，环保投入占营收比例约 4%，未来在促进剂方面公司有望借助技术和环保优势实现弯道超车。

- **不溶硫突破连续法生产工艺，进口替代空间大。**不溶性硫磺属于橡胶助剂的高端品牌，由于生产工艺壁垒较高，尤其是高端连续法产品，生产厂家较少，主要由美国富莱克斯（年产 18 万吨）及日本一家企业掌控。我国不溶性硫磺每年需求大概八九万吨，对外依存度 50%，进口的产品多为高端连续法产品。国内目前只有阳谷华泰和尚舜两个大厂能生产，尚舜具有间歇法不溶性硫磺产能 2.5 万吨/年，公司目前产能 1.3 万吨（7000 吨为间接法，其余为连续法），2017 年 8 月会新增一条 1 万吨/年的线试运行，公司突破了连续法生产不溶性硫磺，产品在高温稳定性、分散性方面达到了美国富莱克斯水平，未来进口替代空间广阔，不溶性硫磺将成为公司新的利润增长点。
- **内生与外延并进，高瞻远瞩进军电子化学新材料领域。**橡胶助剂龙头一般做到 20 个亿左右的规模就比较稳定，行业瓶颈比较明显，公司于 2016 年就确定了“绿色橡胶轮胎助剂”和“电子化学新材料”的双发展方向，并于 2017 年 6 月份以自有资金 2214 万元收购江苏达诺尔科技股份有限公司 10% 的股权。达诺尔是新三板上市企业，致力于半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的生产销售，主营产品包括超纯氨水和超纯异丙醇，是国内少有的生产此类高纯化学品的企业，其产品质量指标达到国际半导体标准的 PPT 最高级。达诺尔依托研发、质量及成本的综合优势，业绩增长较快，16 年收入 3210 万元，同比增长 20.82%，归母净利 1381 万元，同比增长 73.43%，净利率高达 43.02%。尽管目前电子化学新材料板块不能为公司贡献太大利润，但其市场广阔，未来可期。
- **盈利预测与投资评级。**阳谷华泰是橡胶助剂龙头，是国内排名前五的橡胶助剂企业中的唯一一家 A 股上市企业，在环保趋紧、小产能退出的过程中，公司有望凭借自身的技术、环保优势实现快速发展。预计公司 2017/2018 年营业收入分别为 16.1/19.3 亿元，净利润分别为 2.04/2.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.87，给予公司 2017 年 23-26 倍，合理估值区间为 16.79-18.98 元，目前公司股价 12.91 元，考虑公司业绩存在较高的超预期可能，我们给予公司“推荐”评级。
- **风险提示。**不在化工园区内的旧厂搬迁风险；新建项目推进低于预期的风险。

➤ 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10% 以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5% 以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438