

投资评级 优于大市 首次覆盖

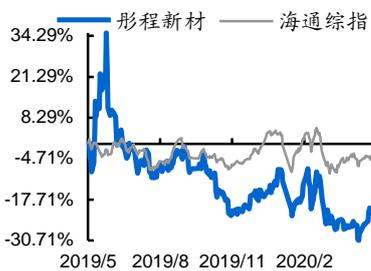
特种橡胶助剂龙头企业，积极开拓新材料领域

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月18日收盘价(元) | 16.99 |
| 52周股价波动(元) | 14.20-29.10 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 586/131 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 9956/2233 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-----|------|
| 绝对涨幅(%) | 10.9 | 9.3 | -5.9 |
| 相对涨幅(%) | 8.7 | 1.4 | -2.6 |

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: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

投资要点:

- 彤程新材: 特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业领导者。**公司主要生产和销售轮胎橡胶用高性能酚醛树脂, 公司连续多年是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商。2019年, 公司实现营业收入22.08亿元, 同比增长1.5%, 实现归母净利润3.31亿元, 同比下降19.8%。
- 汽车保有量不断攀升将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求, 行业集中度存在持续提高趋势。**1) 2019年中国汽车产销量继续蝉联全球第一, 汽车保有量同比增长8%, 为橡胶助剂行业带来持续增长的市场需求。2) 2019年橡胶助剂总产量达123.1万吨, 达全球总产量的近80%。3) 我国橡胶助剂行业进入壁垒不断提高, 企业规模化、集约化程度提高, 根据公司招股说明书援引的《中国橡胶工业强国发展战略研究》, 到“十四五”末我国橡胶助剂行业集中度不低于80%。
- 积极推进橡胶助剂系列扩建项目, 参股中策发挥协同效应, 提升研发能力。**1) 2019年华奇2万吨橡胶助剂扩建项目投产, 新增产能2万吨, 华奇化工2.7万吨橡胶助剂系列扩建项目部分产线投入试生产, 集团酚醛树脂及各类加工助剂总产能将增加至10.5万吨, 高纯对叔丁基苯酚产能1.5万吨。2) 彤程新材将间接持有中策橡胶8.9195%权益, 中策橡胶是全球最大的全钢子午胎生产企业, 公司参股中策实现协同效应, 研发创新能力有望进一步提升。
- 研发投入大, 积极开拓电子材料、可降解聚酯、石墨烯等应用领域。**1) 公司依托上海、北京双研发中心, 研发费用占营业总收入比例达2.05%。2) 我国是全球电子大国, 占全球市场份额40%以上, 规模位居全球第一, 相关的电子化学品材料国产化空间广阔。公司依托在酚醛树脂行业的实力, 积极向电子行业用酚醛树脂发展。3) 公司投资6.2327亿元建设10万吨/年可生物降解材料项目(一期)。根据公司2019年年报, 公司预期未来五年, 全球PBAT需求量将持续大涨, 生物可降解市场在我国将快速发展。4) 公司持有北京石墨烯研究院16%的股权, 形成石墨烯研发与产业网络。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司20-22年净利润分别为4.30亿元、4.76亿元、5.34亿元, 对应EPS分别为0.73、0.81、0.91元。未来随着新产能的释放, 我们认为公司盈利能力将进一步提高。我们给予公司2020年25-27倍PE, 对应合理价值区间为18.25-19.71元, 首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险; 在建产能投产进度低预期; 宏观经济下行。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2175 | 2208 | 2381 | 2528 | 2939 |
| (+/-)YoY(%) | 14.4% | 1.5% | 7.8% | 6.2% | 16.2% |
| 净利润(百万元) | 412 | 331 | 430 | 476 | 534 |
| (+/-)YoY(%) | 30.9% | -19.8% | 30.1% | 10.7% | 12.2% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.70 | 0.56 | 0.73 | 0.81 | 0.91 |
| 毛利率(%) | 36.2% | 34.7% | 35.0% | 35.4% | 34.5% |
| 净资产收益率(%) | 18.1% | 14.7% | 17.0% | 16.8% | 16.8% |

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 彤程新材：特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业领导者 | 5 |
| 1.1 公司是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商，2019 年公司特种橡胶助剂产量的国内特种市场占有率达 25.70%..... | 5 |
| 1.2 2015-2019 年公司自产酚醛树脂业务占比由 64%提升至 71%，贸易业务占比由 29%下降至 19%..... | 6 |
| 1.3 股权结构：彤程投资集团有限公司为控股股东 | 7 |
| 2. 汽车保有量不断攀升将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求，行业集中度存在持续提高趋势 | 7 |
| 2.1 2019 年我国汽车保有量 2.6 亿辆同比增长 8%，带动汽车及轮胎产量持续增长，将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求..... | 8 |
| 2.2 2019 年我国橡胶助剂产量达 123.1 万吨，同比增长 5%，未来有望保持稳定增长态势 | 9 |
| 2.3 我国橡胶助剂行业进入壁垒不断提高，行业集中度存在持续提高趋势 | 10 |
| 3. 积极推进橡胶助剂系列扩建项目，参股中策发挥协同效应，提升研发能力 | 11 |
| 3.1 公司生产效能逐步释放，满足持续增长的市场需求，有望提升市场占有率 .. | 11 |
| 3.2 间接持有中策橡胶 8.9195%股权 | 12 |
| 3.3 参股中策实现协同效应，公司研发创新能力有望进一步提升..... | 13 |
| 4. 研发投入大，积极开拓电子材料、可降解聚酯、石墨烯等应用领域..... | 14 |
| 4.1 依托上海、北京双研发中心，加强创新投入和技术研发力度..... | 14 |
| 4.2 公司积极发展电子级酚醛树脂，在光刻胶、环氧塑封料、覆铜板均有布局 .. | 14 |
| 4.3 建设 PBAT 树脂，PBAT 市场空间广阔，公司预期我国生物可降解市场将快速发展 | 15 |
| 4.4 参股北京石墨烯研究院，形成石墨烯研发与产业网络..... | 16 |
| 5. 盈利预测与估值区间 | 17 |
| 6. 风险提示 | 18 |
| 财务报表分析和预测 | 19 |

图目录

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 图 1 | 2015-2019 年公司营业收入及增速 | 6 |
| 图 2 | 2015-2019 年公司归母净利润及增速 | 6 |
| 图 3 | 2015-2019 年公司分产品营收 (亿元) | 7 |
| 图 4 | 2015-2019 年公司三项费用率 | 7 |
| 图 5 | 公司股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日) | 7 |
| 图 6 | 橡胶助剂行业上下游产业链 | 8 |
| 图 7 | 2005-2019 年中国汽车产量 | 8 |
| 图 8 | 2005-2019 年中国汽车销量 | 9 |
| 图 9 | 2005-2019 年中国汽车保有量及增速 | 9 |
| 图 10 | 2005-2018 年中国与世界橡胶助剂产量 | 10 |
| 图 11 | 2001-2019 年中国橡胶助剂工业协会会员橡胶助剂产量 | 10 |
| 图 12 | 2018 年我国 47 家企业橡胶助剂销售收入占比 | 11 |
| 图 13 | 2018 年我国 47 家企业橡胶助剂产量占比 | 11 |
| 图 14 | 2018 年我国橡胶助剂产量及销售收入前五名企业 | 11 |
| 图 15 | 中策橡胶股权结构图 | 12 |
| 图 16 | 2018 年中策橡胶及同行上市公司营业收入 (亿元) | 13 |
| 图 17 | 2018 年中策橡胶及同行上市公司净利润及销售毛利率 | 13 |
| 图 18 | 2016-2019 年公司研发费用占营业总收入比例 | 14 |
| 图 19 | 2011-2018 年中国 PBAT 树脂需求量 | 16 |
| 图 20 | 2011-2018 年中国 PBAT 树脂产量 | 16 |

表目录

| | | |
|------|----------------------------|----|
| 表 1 | 公司主要生产产品介绍 | 5 |
| 表 2 | 公司主要贸易产品介绍 | 5 |
| 表 3 | 橡胶助剂分类及主要产品 | 6 |
| 表 4 | 公司特种橡胶助剂产量的国内市场占有率情况 | 6 |
| 表 5 | 公司酚醛树脂产品产销情况 | 12 |
| 表 6 | 彤程新材投资收益预测 | 13 |
| 表 7 | 电子酚醛树脂类型、特点及应用 | 15 |
| 表 8 | PBAT 改性后应用领域 | 16 |
| 表 9 | 国内 PBAT 产能情况 | 16 |
| 表 10 | 彤程新材分业务盈利预测 | 18 |
| 表 11 | 可比公司估值表 | 18 |

1. 彤程新材：特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业领导者

彤程新材料集团股份有限公司主要从事新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务。生产方面，公司主要生产和销售轮胎橡胶用高性能酚醛树脂，产品在行业内处于领导者地位。同时，公司与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作，客户覆盖全球轮胎 75 强，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际知名轮胎企业。公司生产的高纯对叔丁基苯酚在聚碳酸酯行业中使用，是亚洲最重要的供应商之一。贸易方面，公司是德国 BASF、EVONIK、法国道达尔、日本住友化学等国际领先材料供应商在中国轮胎橡胶行业的唯一或主要合作伙伴。

表 1 公司主要生产产品介绍

| 产品系列 | 主要产品 | 用途 |
|------|-------------------------|---|
| 增粘树脂 | PTBP 增粘树脂 | 适用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶等橡胶以及这些橡胶的并用胶料，主要用于合成胶配合量大、而且要求加工粘性高的橡胶制品，如轮胎、传送带、胶管、胶辊、胶片、电线电缆、胶粘剂、翻胎等各种产品。也可用于橡塑制品、胶粘剂等。 |
| | PTOP 增粘树脂 | 具有优异的增粘性能可用于任何需要高粘度连接的复合橡胶制品，尤其是合成橡胶。 |
| 补强树脂 | 改性苯酚-甲醛树脂 非改性苯酚-甲醛树脂 | 主要应用在轮胎的胎圈部位，也用于鞋底胶及车窗密封条等。也可用于橡塑制品。 |
| 粘合树脂 | 间苯二酚甲醛树脂 | 广泛用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、三元乙丙橡胶或这些橡胶的并用胶料与钢丝、尼龙、人造丝棉、聚酯、维尼龙、玻璃纤维粘合。也可用于橡塑制品 |

资料来源：彤程新材招股说明书，海通证券研究所

表 2 公司主要贸易产品介绍

| 产品名称 | 用途 |
|--------|---|
| 均匀剂 | 使不同极性和不同粘度的橡胶混合更加均匀、充分，同时有利于粉料的分散，提高胶料的耐屈挠性能。 |
| 超级增粘树脂 | 由 PTBP 及乙炔经过反应合成的增粘树脂，因其改善橡胶性能明显被称作超级增粘树脂。相比普通的增粘树脂，超级增粘树脂增强橡胶与橡胶之间粘合的能力更强，合成过程对工艺、设备要求较高。 |
| 粘合剂 | 在轮胎配方中改善橡胶与骨架材料之间的粘合。 |
| 钴盐 | 在轮胎配方中改善橡胶与镀铜钢丝之间的粘合。 |
| 白炭黑 | 易与乙二醇活性剂和胺类及其他碱性促进剂配合使用，从而获得较好的硫化胶性能；同时，在适当配合其他添加剂的情况下，可使硫化胶具有优异的透明度。用于胎体、胎侧、胎面胶料、电缆、鞋类、其他工业橡胶制品。 |
| 防护蜡 | 用于在橡胶制品表面形成一层坚韧、持久有效的蜡膜，从而有效防止橡胶的老化和空气中臭氧的攻击。此外，由于其碳素分布较宽，使得轮胎表面维持较高的光泽度。 |
| 环保油 | 用于橡胶工业中的软化剂。 |

资料来源：彤程新材招股说明书，海通证券研究所

1.1 公司是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商，2019 年公司特种橡胶剂产量的国内特种市场占有率达 25.70%

公司生产的橡胶用酚醛树脂是特种橡胶助剂的主要品种。根据彤程新材招股说明书，橡胶助剂是橡胶加工过程中添加的化工产品的总称，用于赋予橡胶制品优良弹性和提高使用性能、调整橡胶产品的结构、改善橡胶加工工艺等，是橡胶工业重要的原材料。橡胶助剂产品通常分为五大类，包括防老剂、促进剂、硫化剂及硫化活性剂、功能性橡胶助剂和加工型橡胶助剂。其中，防老剂、促进剂、硫化剂及硫化活性剂统称为通用型橡胶助剂，功能性橡胶助剂、加工型橡胶助剂统称为特种橡胶助剂。

特种橡胶助剂按照产品类型主要分为加工型橡胶助剂和功能性橡胶助剂，按照产品种类可以分为增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂、粘合剂等，其中公司生产的橡胶用酚醛树脂（包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等）是特种橡胶助剂的主要品种。

表 3 橡胶助剂分类及主要产品

| 橡胶助剂系列 | 橡胶助剂类型 | 主要产品 |
|---------|----------|----------------------------|
| 通用型橡胶助剂 | 防老剂 | 防老剂 6PPD、防老剂 TMQ 等 |
| | 促进剂 | 促进剂 MBT、促进剂 CBS、促进剂 TBBS 等 |
| | 硫化及硫化活性剂 | 不溶性硫磺、氧化锌等 |
| 特种橡胶助剂 | 加工型橡胶助剂 | 增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂等 |
| | 功能性橡胶助剂 | 粘合剂等 |

资料来源：彤程新材招股说明书，海通证券研究所

2017-2019 年公司特种橡胶助剂产量的国内市场占有率逐年上升，由 23.53% 提高至 25.70%。根据公司 2019 年年报援引的中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2019 年度特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业排名中，彤程新材分别排名第一，公司连续多年是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商。

表 4 公司特种橡胶助剂产量的国内市场占有率情况

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 公司特种橡胶助剂产量 (万吨) | 9.49 | 7.94 | 7.46 |
| 国内特种橡胶助剂产量 (万吨) | 36.90 | 32.98 | 31.70 |
| 市场占有率 | 25.70% | 24.08% | 23.53% |

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.2 2015-2019 年公司自产酚醛树脂业务占比由 64% 提升至 71%，贸易业务占比由 29% 下降至 19%

据 Wind 数据，2019 年，公司实现营业收入 22.08 亿元，同比增长 1.5%，实现归母净利润 3.31 亿元，同比下降 19.8%，主要由于橡胶助剂行业毛利率同比下降及三项费用率上升所致。2015-2019 年，公司自产酚醛树脂业务占营业收入的比例由 64% 提升至 71%，贸易业务占营业收入的比例由 29% 下降至 19%，因此我们认为自产酚醛树脂是公司营业收入增长的主要驱动力。

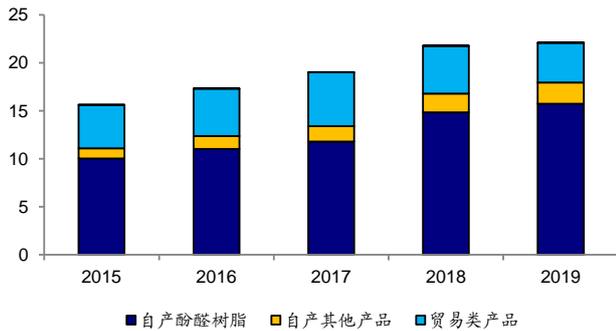
2015-2019 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率总体呈下降趋势，其中销售费用率由 6.04% 下降至 4.43%，管理（含研发）费用率由 16.42% 下降至 10.09%，财务费用率由 1.39% 下降至 0.12%。

图 1 2015-2019 年公司营业收入及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 2015-2019 年公司归母净利润及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2015-2019 年公司分产品营收 (亿元)


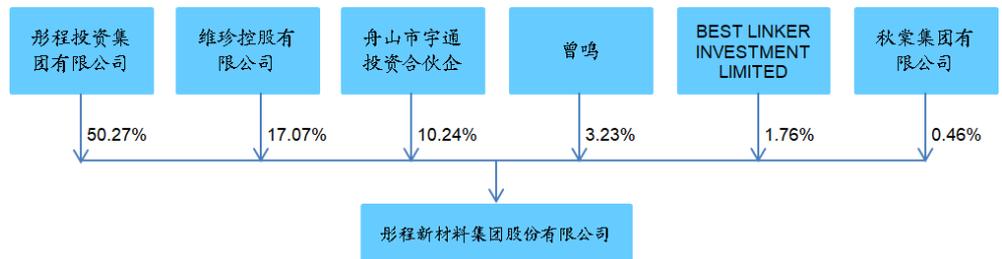
资料来源: 公司 2019 年年报, 彤程新材招股说明书, Wind, 海通证券研究所

图4 2015-2019 年公司三项费用率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 股权结构: 彤程投资集团有限公司为控股股东

公司控股股东为彤程投资集团有限公司, 公司实际控制人为 **Zhang Ning** 和 **Liu Dong Sheng**。据 Wind 信息, 截至 2020 年 3 月 31 日, 彤程投资集团有限公司持有公司 2.95 亿股股份, 占公司股本总数的 50.27%, 实际控制人为 Zhang Ning 和 Liu Dong Sheng, Zhang Ning 为公司现任董事长。

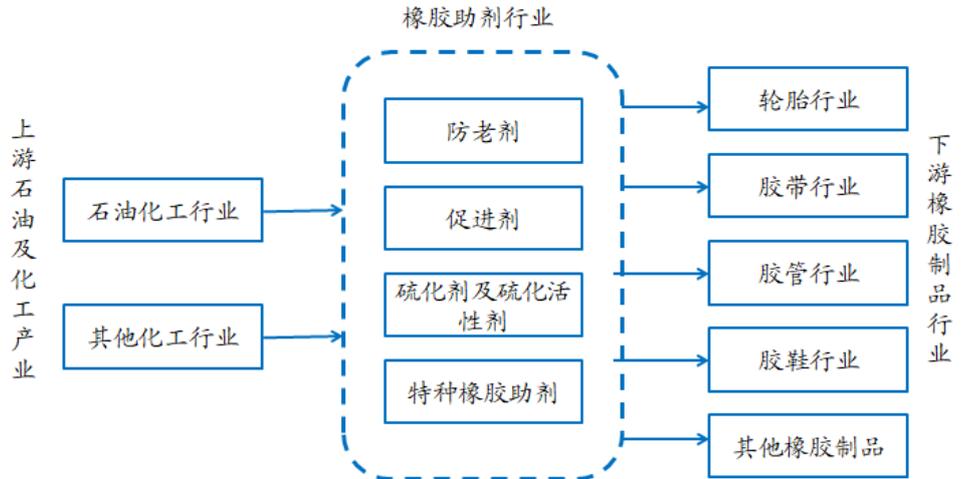
图5 公司股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 汽车保有量不断攀升将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求, 行业集中度存在持续提高趋势

根据公司彤程新材招股说明书, 橡胶助剂产品的上游原料主要是各类石油化工产品; 下游市场主要是各类橡胶制品的生产企业, 包括轮胎、橡胶软管、橡胶带、橡胶薄片和橡胶鞋底等行业, 涉及应用的行业非常广泛, 市场应用潜力较大, 根据公司 2019 年年报, 轮胎行业用量最大, 用量约占整个橡胶工业的 70%。

图6 橡胶助剂行业上下游产业链



资料来源：彤程新材招股说明书、海通证券研究所

2.1 2019 年我国汽车保有量 2.6 亿辆同比增长 8%，带动汽车及轮胎产量持续增长，将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求

轮胎需求受汽车产量、汽车保有量的共同影响，2019 年中国汽车产销量继续蝉联全球第一，分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，汽车保有量达 2.6 亿辆，同比增长 8%。汽车与轮胎行业的发展为橡胶助剂行业带来持续增长的市场需求。在市场需求层面，轮胎需求受替换胎、配套胎市场共同影响，配套胎市场需求主要取决于新增汽车产量，替换胎市场需求则与汽车保有量密切相关。

根据中国产业经济信息网援引的中汽协发布的 2019 年全年数据，中国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%。中汽协预判，2020 年，中国汽车产业仍将延续恢复向好、持续调整、总体稳定的发展态势。

图7 2005-2019 年中国汽车产量



资料来源：Wind，中汽协官网，海通证券研究所

图8 2005-2019年中国汽车销量


资料来源: Wind, 中汽协官网, 海通证券研究所

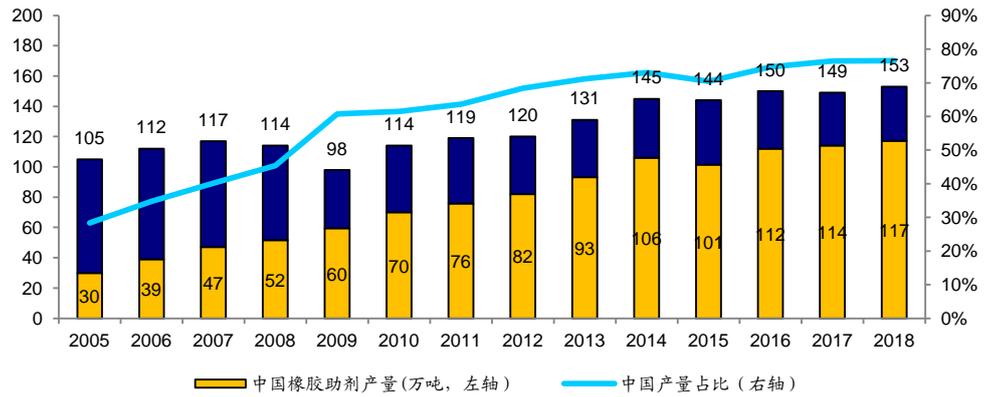
随着新车销售市场的下滑, 以及汽车保有量基数扩大, 我国汽车将从增量市场变成存量市场。根据前瞻经济学人百家号, 2019年中国千人汽车保有量据测算已经达到179辆, 超过世界千人汽车保有量平均170辆的水平。根据公安部交通管理局公众号, 2018-2019年中国汽车保有量分别为2.4亿和2.6亿辆, 同比增速为11%和8%。根据彤程新材2019年年报, 国内汽车保有量不断攀升并且相比欧美发达国家仍有较大发展空间, 并带动我国汽车及轮胎产量持续增长, 将为橡胶助剂行业带来持续的市场需求。

图9 2005-2019年中国汽车保有量及增速


资料来源: Wind, 公安部交通管理局公众号, 海通证券研究所

2.2 2019年我国橡胶助剂产量达123.1万吨, 同比增长5%, 未来有望保持稳定增长态势

我国橡胶助剂产量快速攀升, 2019年总产量达123.1万吨, 同比增长5%, 达全球总产量的近80%。根据鹤壁元昊新材料官网及图10可见, 进入21世纪中国的橡胶助剂工业飞速发展, 2005-2018年中国橡胶助剂产量的年均复合增速达11%, 中国橡胶助剂的产量占世界产量的比例已从2005年的占比28%提升至77%左右。根据公司2019年年报, 2019年全球橡胶助剂总产量在150多万吨。根据公司2019年年报援引的中国橡胶工业协会橡胶助剂委员会数据, 我国2019年橡胶助剂总产量123.1万吨, 同比增长5%, 产量达到全球总产量的近80%, 行业销售额243亿元。根据新浪财经援引的轮胎世界网文章, 由图11可见, 2001-2019年橡胶助剂工业协会会员总产量呈增长趋势, 经过19年发展, 总产量增长了近9倍。其中, 2001-2014年是高速增长阶段; 2015年开始出现波动, 但总体趋势仍然是增长的, 只是增幅开始减小。

图10 2005-2018年中国与世界橡胶助剂产量


资料来源: 鹤壁元昊新材料官网, 海通证券研究所

图11 2001-2019年中国橡胶助剂工业协会会员橡胶助剂产量


资料来源: 新浪财经, 轮胎世界网, 海通证券研究所

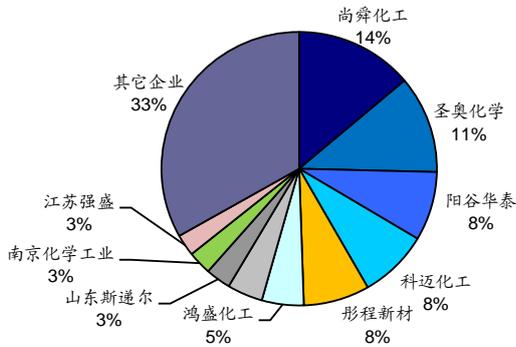
根据公司 2019 年半年报援引的中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会数据, 橡胶助剂行业未来仍将保持稳定增长的态势, 到“十四五”末(2025 年), 我国橡胶助剂行业总产量将达到 150 万吨, 平均年增长率按 3% 计算, 行业总销售收入 250 亿元以上。

2.3 我国橡胶助剂行业进入壁垒不断提高, 行业集中度存在持续提高趋势

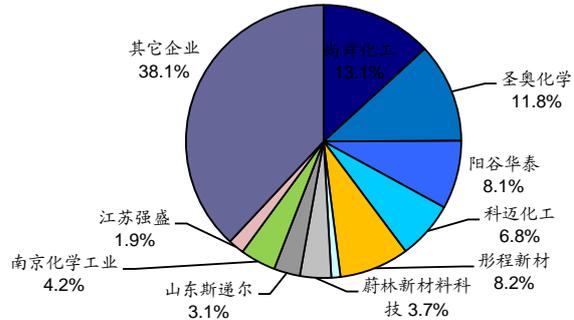
橡胶助剂行业存在进入壁垒, 对橡胶助剂企业在资本、技术、认证、环保治理方面提出更高要求。橡胶助剂产品的测试期、新技术、新产品和新工艺研发周期较长, 这对企业研发人员、工程人员和相关操作人员提出了很高的要求。此外, 橡胶助剂下游客户主要是国内外知名的轮胎制造商, 轮胎制造商与现有橡胶助剂供应商稳定的合作关系对新进入者有一定的限制。环保要求趋严, 只有具备一定资本实力的橡胶助剂生产企业, 才能满足行业对环保标准、安全标准和产业技术不断提高的要求。

我国橡胶助剂企业呈现规模化、集约化的趋势, 行业集中度存在持续提高的趋势。我国橡胶助剂企业众多, 但大多数企业规模较小、技术水平偏低、研发能力较弱。根据公司招股说明书, 伴随着橡胶助剂行业的发展, 行业内已经涌现出一批具有竞争力的龙头企业, 活跃在世界橡胶助剂市场。根据中国橡胶助剂工业网援引的中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会发布的数据, 2018 年橡胶助剂总产量 117.2 万吨, 同比增长 2.73%, 总销售收入 254.1 亿元, 同比增长 15.1%。根据 47 家橡胶助剂工业协会会员销售收入的统计, 2018 年橡胶助剂销售收入 254.1 亿元, 同比增长 13.4%, 其中销售收入前 10 名的企业占到总销售收入的 67%, 产量占到总产量的 61.5%。如图 14 所示, 2018 年彤程新材位居我国橡胶助剂产量及销售收入企业排名第五, 销售收入 19.7 亿元, 产量 9.6 万吨。

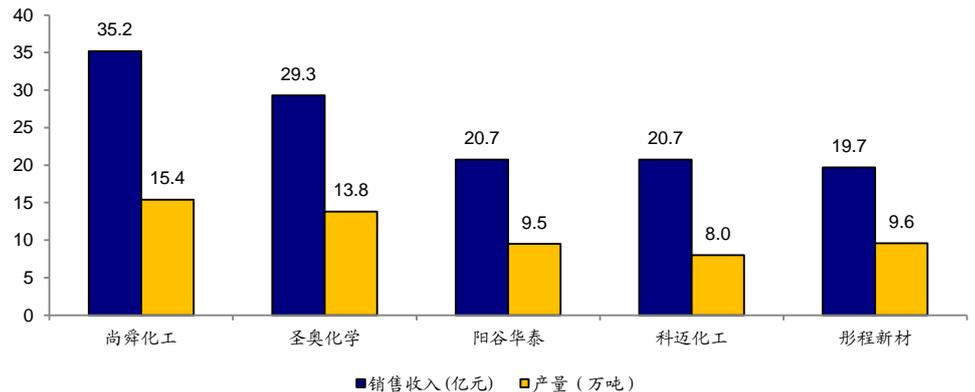
根据公司招股说明书援引的《中国橡胶工业强国发展战略研究》，到“十三五”末（2020年），我国橡胶助剂行业集中度（指前十名企业销售收入占全行业比率）不低于70%，销售收入20亿元以上的企业不少于3家，进入世界橡胶助剂工业前五名的企业不少于3家；到“十四五”末，我国橡胶助剂行业集中度不低于80%，销售收入20亿元以上的企业不少于4家，进入世界橡胶助剂工业前五名的企业不少于4家。

图12 2018年我国47家企业橡胶助剂销售收入占比


资料来源：中国橡胶助剂工业网，海通证券研究所

图13 2018年我国47家企业橡胶助剂产量占比


资料来源：中国橡胶助剂工业网，海通证券研究所

图14 2018年我国橡胶助剂产量及销售收入前五名企业


资料来源：中国橡胶助剂工业网，海通证券研究所

3. 积极推进橡胶助剂系列扩建项目，参股中策发挥协同效应，提升研发能力

公司产品的生产主要通过彤程化学、华奇化工、常京化学三个子公司实施，根据华奇化工官网，华奇化工是亚洲重要的橡胶及轮胎行业用酚醛树脂及间苯二酚树脂厂商之一。

3.1 公司生产效能逐步释放，满足持续增长的市场需求，有望提升市场占有率

公司积极推进产能提升项目，更好地满足橡胶助剂产品持续增长的市场需求。如表5所示，近年来公司酚醛树脂生产能力逐渐趋于饱和，主要体现在酚醛树脂保持较高的产能利用率，2015-2019年酚醛树脂的产能利用率分别达102%、121%、129%、102%、118%。

表 5 公司酚醛树脂产品产销情况

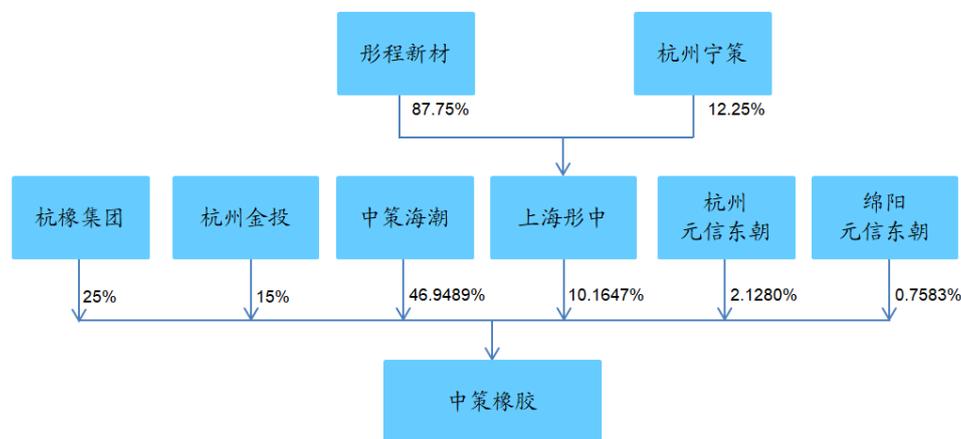
| | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 产量(万吨) | 9.49 | 7.94 | 7.46 | 7.00 | 5.94 |
| 产能(万吨) | 8.07 | 7.80 | 5.80 | 5.80 | 5.80 |
| 产能利用率 | 118% | 102% | 129% | 121% | 102% |
| 销量(万吨) | 9.09 | 7.82 | 7.54 | 7.03 | 5.79 |
| 产销率 | 96% | 98% | 101% | 100% | 97% |

资料来源：公司 2019 年年报、公司 2018 年年报、彤程新材招股说明书、海通证券研究所

公司生产效能逐步释放，产品结构优化调整。根据公司 2019 年年报，2019 年华奇 2 万吨橡胶助剂扩建项目投产，新增产能 2 万吨。2019 年 11 月华奇化工 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目部分产线投入试生产，产能利用率为 10%。集团酚醛树脂及各类加工助剂总产能将增加至 10.5 万吨，高纯对叔丁基苯酚产能 1.5 万吨。根据公司招股说明书，随着华奇化工橡胶助剂系列扩建项目的完工，公司将进一步扩大橡胶助剂产品的生产规模，缓解产能供应面临的压力，从而能够更好地满足国内外客户日益增长的需求，进一步巩固、提升公司的市场地位和市场份额。

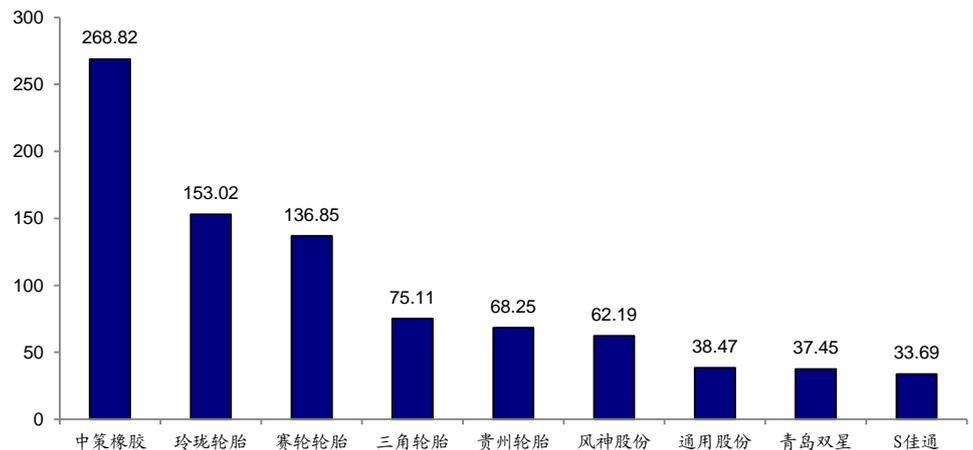
3.2 间接持有中策橡胶 8.9195%股权

彤程新材将间接持有中策橡胶 8.9195%权益。根据公司 2019 年 6 月发布的《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，彤程新材拟与杭州宁策共同对彤程新材全资子公司上海彤中进行增资，其中彤程新材拟持有上海彤中 87.75%股权。增资完成后，上海彤中将以支付现金方式收购中策橡胶 10.1647%股权，交易完成后，彤程新材将间接持有中策橡胶 8.9195%权益。

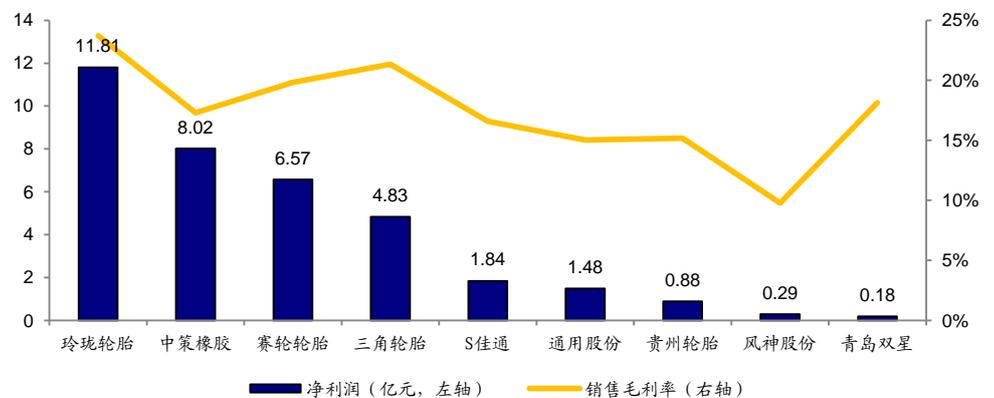
图15 中策橡胶股权结构图


资料来源：《彤程新材重大资产购买暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，海通证券研究所

根据彤程新材《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，中策橡胶是全球最大的全钢子午胎生产企业，2012-2018 年连续 7 年的轮胎销售额排列于全球 75 强的第 10 位。2018 年实现销售收入 268.82 亿元，全年实现净利润 8.02 亿元。与国内同行上市公司相比，中策橡胶收入规模位列第一，净利润仅次于玲珑轮胎位列第二，销售毛利率符合行业平均水平。

图16 2018年中策橡胶及同行上市公司营业收入(亿元)


资料来源:《彤程新材重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要(修订稿)》,海通证券研究所

图17 2018年中策橡胶及同行上市公司净利润及销售毛利率


资料来源:《彤程新材重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要(修订稿)》,海通证券研究所

3.3 参股中策实现协同效应,公司研发创新能力有望进一步提升

公司 2019 年参股中策橡胶,获得投资收益。根据彤程新材《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要(修订稿)》,中策橡胶是国内最大的轮胎生产厂商之一,同时也是公司最大的客户。公司与中策橡胶处于产业链上下游,通过收购中策橡胶股权,公司可进一步增强与中策橡胶的业务合作、资源共享,实现与中策橡胶的协同效应,提升核心竞争力。根据巨星科技参考《评估报告》中收益法评估程序中对于中策橡胶相应期间净利润的预测数据,中策橡胶 2020-2023 年净利润分别为 107950、113561、120994、116564 万元。如表 6 所示,由于彤程新材间接持有中策橡胶 8.9195% 权益,经计算得 2020-2023 年彤程新材投资收益分别为 9629、10129、10792、10397 万元。

表 6 彤程新材投资收益预测

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 中策橡胶净利润(万元) | 107949.95 | 113561.19 | 120994.30 | 116564.41 |
| 彤程新材股权比例 | 8.9195% | 8.9195% | 8.9195% | 8.9195% |
| 彤程新材投资收益(万元) | 9628.60 | 10129.09 | 10792.09 | 10396.96 |

资料来源:《巨星科技:重大资产购买暨关联交易报告书》,《彤程新材:重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要(修订稿)》,海通证券研究所

结合中策橡胶研发优势,公司有望进一步提升研发与创新能力。根据彤程新材《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)摘要(修订稿)》,中策橡胶专注于橡胶轮胎市场数十年,积累了大量应用领域经验,无论是市场研发需求、用户使用体验以及产品质

量长期跟踪情况等等方面均具有独特的优势。与此同时中策橡胶本身也是高新技术企业，对制造橡胶轮胎的相关技术，尤其是中策橡胶最强势的全钢子午胎领域，具有深入的研究经验与行业前沿的专利技术。通过本次交易，公司可与中策橡胶强强联手，针对橡胶轮胎产业链的前沿技术研究进行合作，为轮胎全生命周期提供可持续环保橡胶化学品。

4. 研发投入大，积极开拓电子材料、可降解聚酯、石墨烯等应用领域

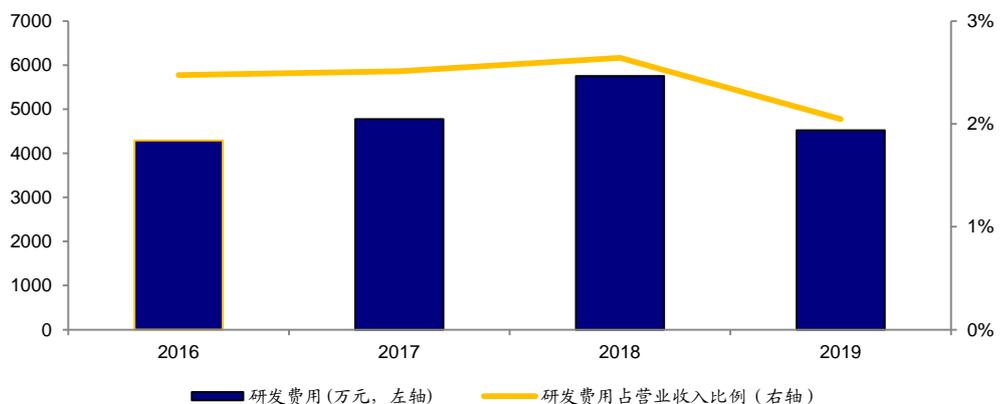
彤程新材自成立以来重视研发投入，注重新技术、新产品、新应用领域的研发及改进，根据下游客户及市场需求开展研发项目，改善产品性能、提高生产效率、开拓新市场。根据公司 2019 年年报，在新材料领域，公司积极开拓酚醛树脂的高端应用，针对电子材料领域，自主开发了电子级酚醛树脂，在光刻胶、环氧塑封料、覆铜板等领域均有布局。依托国际先进技术，探究和优化生物可降解聚酯 PBAT 产品。积极研发生物基橡胶、石墨烯相关产品。

4.1 依托上海、北京双研发中心，加强创新投入和技术研发力度

公司以研发中心为依托，在橡胶功能材料和助剂方面持续投入和技术攻关。根据公司 2019 年年报，公司构建自主研发和技术服务团队，先后建立北京和上海南北两个研发中心。截至 2019 年 12 月 31 日，累计知识产权申请 367 件，其中，发明专利 212 件，实用新型专利申请 104 件，外观设计专利申请 2 件；境内外商标申请 46 件；版权申请 3 件。其中，新获得发明专利授权 15 件，同时新增发明专利申请 26 件。根据图 18 可见，2016-2018 年公司研发费用直接投入逐年提高，研发费用（不包含研发人员的职工薪酬及相关设备的折旧摊销）占营业总收入比例由 2.47% 上升至 2.64%，我们认为主要系公司在橡胶功能材料和助剂方面持续投入和技术攻关。2019 年公司研发费用有所下降，研发费用（不含研发人员的职工薪酬及相关设备的折旧摊销）占营业总收入比例达 2.05%。

根据公司 2019 年年报，我国橡胶助剂行业整体的创新研发能力有待进一步提高，特种橡胶助剂新产品的研发将是未来推动行业进步的重要途径，也是我国橡胶助剂行业的重点发展方向。我们认为公司对研发的高度重视将有利于保持公司在行业的领先地位，实现更好的经营成果。

图18 2016-2019 年公司研发费用占营业总收入比例



资料来源：Wind，公司 2019 年年报，彤程新材招股说明书，海通证券研究所。注：2016-2019 年研发费用不包含研发人员的职工薪酬及相关设备的折旧摊销费用。

4.2 公司积极发展电子级酚醛树脂，在光刻胶、环氧塑封料、覆铜板均有布局

公司致力于成为具有国际竞争力的电子化学品企业。根据张兴林《酚醛树脂在电子材料中的应用》的相关内容，酚醛树脂具有耐高温、阻燃、发烟低等独特性能，且与环氧树脂固化后的产物耐热性好、尺寸稳定、电性能优良、机械加工性好。根据薛斌《酚醛树脂的现代应用及发展趋势》的相关内容，随着电子产业的迅速成长，酚醛树脂在电子领域的塑封料和覆铜板中有广泛的应用，高纯度及改性酚醛树脂也在半导体封装材料、印制电路板材料和光刻胶领域发挥着越来越重要的作用。根据公司 2019 年年报，公司积极开拓酚醛树脂的高端应用，针对电子材料领域，自主开发电子级酚醛树脂，在光刻胶、环氧塑封料、覆铜板均有布局。公司依托在酚醛树脂行业的实力，积极向电子行业用酚醛树脂发展，将以覆铜板、半导体封装材料、液晶显示及半导体光刻胶、5G 材料领域的酚醛树脂的研发、生产和销售为基础，向相关电子材料产业链方向延伸发展。

表 7 电子酚醛树脂类型、特点及应用

| 类型 | 产品特点 | 应用领域 |
|------------|--|--|
| 线性苯酚醛树脂 | 大幅提高覆铜板的耐热性能，满足覆铜板无铅化趋势的要求和稳定的机械性能。 | 作为邻甲酚醛树脂的固化剂在分立器件的电子封装中使用广泛，低分子量的线性苯酚醛树脂可用作酚醛环氧的原料，在覆铜板、PCB 油墨中都有应用。 |
| 双酚 A 酚醛树脂 | 柔韧性增加，改善了苯酚醛树脂的硬脆性，具有高耐热性、尺寸稳定性。 | 可用作固化剂，可进一步加工得到双酚 A 酚醛环氧树脂广泛应用于覆铜板、塑封料高耐热粉末涂料和粘合剂等。 |
| 邻甲酚醛树脂 | 优良的耐热性、耐化学药品性、耐湿性、优异的电绝缘性和粘接力。 | 适用于 EMC 电子封装材料、覆铜板、电子油墨、高耐热层压复合材料、耐高温粘接剂领域。 |
| 含氮酚醛树脂 | 分子结构含有氮元素，与含磷环氧树脂中的磷元素具有 N-P 协效阻燃作用。 | 向无卤化覆铜板领域发展。 |
| 联苯型酚醛树脂 | 高软化点、高阻燃性，燃烧后在材料表面形成一层碳化层，起到阻燃作用，吸水率小，导电系数低。 | 适用于电子元器件的粘接、封装以及印刷线路板的制作等领域。 |
| XYLOK 酚醛树脂 | 具有良好的力学性能，化学稳定性好，耐热性高，耐水性好，硬化时收缩小，制品尺寸稳定等性能。 | 适用于要求较高的电子封装。 |

资料来源：《酚醛树脂在电子材料中的应用_张兴林》，海通证券研究所

电子化学品市场空间广阔。我国是全球电子大国，占全球市场份额 40%以上，规模位居全球第一。受益于我国庞大的电子产业，我国电子化学品材料市场亦保持了快速发展。2019 年，全球集成电路用电子化学品行业市场规模为约 600 亿美元。随着电子行业产业链向中国转移，我国电子化学品需求也不断上升，但大部分电子化学品材料依赖进口，严重制约了我国电子制造业的竞争力，也不利于国家的信息安全。因此提高电子化学品的自给率是未来电子产业发展的必然趋势，相关的电子化学品材料国产化空间广阔。

4.3 建设 PBAT 树脂，PBAT 市场空间广阔，公司预期我国生物可降解市场将快速发展

公司布局可降解材料行业，发展 PBAT 产品，依托国际领先技术，致力于国内环保事业发展，提供高端可降解产品。根据公司《关于投资建设 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期）的公告》，为取代传统烯烃类不可降解的一次性软质包装材料，公司拟投资 6.2327 亿元在上海化学工业区建设 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），预计于 2022 年第二季度建成投产，可年产 6 万吨 PBAT 可降解材料。

根据中国产业信息网，PBAT 兼具 PBA 和 PBT 的特性，是目前生物降解塑料研究中非常活跃和市场应用最好的降解材料之一。PBAT 主要市场是塑料包装薄膜、农用薄膜、一次性塑料袋和一次性塑料餐具。目前我国 PBAT 的生产具备良好的原材料条件和生产条件，国内技术发展良好，行业集中度高，潜在市场大，产业化前景好。根据表 9 可见，国内主要生产家有山东悦泰生物新材料、新疆蓝山屯河聚酯、金晖兆隆高科技等。随着各国环保政策推进、大众环保意识增强及技术进步和成本降低，PBAT 市场

空间广阔。

表 8 PBAT 改性后应用领域

| 应用领域 | 具体应用产品 |
|-------|----------------|
| 塑料薄膜 | 农用地膜、收缩膜、保鲜膜 |
| 塑料袋 | 购物袋、垃圾回收袋 |
| 纸淋膜 | 用于纸杯包装纸等生物降解涂层 |
| 一次性用具 | 改性后, 可用于一次性刀叉 |

资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 海通证券研究所

表 9 国内 PBAT 产能情况

| 企业名称 | 产能 (kt/a) | 产品 |
|----------------|-----------|---------------|
| 常茂生物化学工程股份有限公司 | 10 | Succinic Acid |
| 安庆和兴化工有限公司 | 10 | PBS |
| 杭州亿帆鑫富药业股份有限公司 | 13 | PBS |
| 广州金发科技股份有限公司 | 30 | PBSA |
| 山东悦泰生物新材料有限公司 | 25 | PBS, PBAT |
| 新疆蓝山屯河聚酯有限公司 | 5 | PBS, PBAT |
| 金晖兆隆高新科技有限公司 | 20 | PBS, PBAT |

资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 海通证券研究所

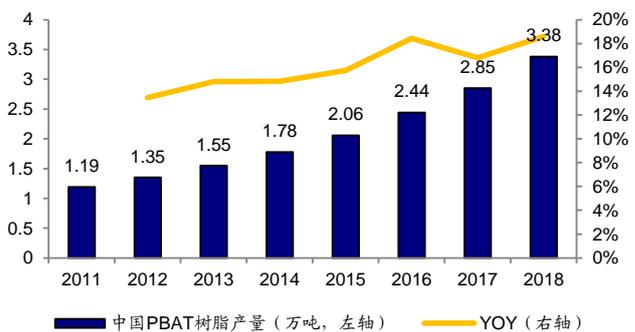
近年来我国 PBAT 树脂行业需求量及产量增速快, 据公司 2019 年年报预计, 未来五年, 全球 PBAT 需求量将持续大涨, 生物可降解市场在我国将快速发展。如图 19 所示, 2011-2018 年我国 PBAT 树脂需求量由 1.12 万吨增加至 3.35 万吨, 复合增速达 16.94%; 如图 20 所示, 2011-2018 年我国 PBAT 树脂产量由 1.19 万吨增加至 3.38 万吨, 复合增速达 16.08%。随着产品运用领域拓宽, 节能环保要求促使行业需求量稳定上升, 国内近几年新增装置减少, 供需关系得到再平衡, 行业市场价格逐步回升。根据公司 2019 年年报, 2019 年 PBAT 全球市场大致需求约 20 万吨左右, 公司预期未来五年, 全球需求量将持续大涨。2019 年 PBAT 全球大致产能为 25 万吨左右, 主要分布在欧洲和中国。随着国家提出进一步加强塑料污染治理的意见以及各地政府颁布的解决白色污染的若干政策, 生物可降解市场在我国将快速发展。

图19 2011-2018 年中国 PBAT 树脂需求量



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 海通证券研究所

图20 2011-2018 年中国 PBAT 树脂产量



资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 海通证券研究所

4.4 参股北京石墨烯研究院, 形成石墨烯研发与产业网络

公司参股北京石墨烯研究院, 持有其 16% 的股权。北京石墨烯研究院 (BGI) 是北京市政府最早批准成立的新型研发机构之一, 致力于打造引领世界的石墨烯新材料研

发高地和创新创业基地。为打造未来的石墨烯产业，BGI正在加快布局石墨烯产业核心技术和颠覆性技术，并已初步形成了多个杀手铜级应用，不但有望直接推动传统产业升级换代，而且将催生一批新的石墨烯高科技产业集群，产生极为可观的经济社会价值。作为 BGI 有限公司的主要股东之一，公司通过“研发代工”伙伴、联合实验室、产业基地以及重点区域研发中心的建设，布局全国，形成以 BGI 为核心、辐射全国乃至全球的石墨烯研发与产业网络。

5. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 20-22 年净利润分别为 4.30 亿元、4.76 亿元、5.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.73、0.81、0.91 元。未来随着新产能的释放，我们认为公司盈利能力将进一步提高。我们给予公司 2020 年 25-27 倍 PE，对应合理价值区间为 18.25-19.71 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测建设：1) 价格假设：a. 我们预计自产酚醛树脂及各类加工助剂 2020-2022 年不含税均价分别为 1.74、1.75、1.76 万元/吨；b. 我们预计自产其他产品 2020-2022 年不含税均价分别为 1.31、1.31、1.31 万元/吨。2) 销量假设：a. 根据公司 2019 年年报，2019 年 11 月份华奇化工 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目部分产线投入试生产，产能利用率为 10%，在复合材料领域，公司高铁车厢用复合材料基体酚醛树脂将在 2020 年形成销售，我们预计自产酚醛树脂及各类加工助剂 2020-2022 年开工率分别为 93%、98%、103%，2020-2022 年销量分别为 9.80、10.30、10.80 万吨；b. 根据公司《关于投资建设 10 万吨年可生物降解材料项目（一期）的公告》，公司 6 万吨/年装置可生产可生物降解材料 PBAT(Co-PBT) 预计于 2022 年 1 月份完工及试生产，且投产后第一年的年产量 2 万吨。我们预计自产其他产品 2020-2022 年开工率分别为 114%、114%、50%，2020-2022 年销量分别为 1.71、1.71、3.71 万吨。

表 10 彤程新材分业务盈利预测

| 项目 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 (百万元) | 2208.00 | 2381.08 | 2528.38 | 2938.68 |
| 总成本 (百万元) | 1441.76 | 1548.48 | 1634.15 | 1923.83 |
| 总毛利 (百万元) | 766.24 | 832.60 | 894.22 | 1014.84 |
| 总毛利率 | 34.70% | 34.97% | 35.37% | 34.53% |
| 自产酚醛树脂及各类加工助剂 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1572.12 | 1705.20 | 1802.50 | 1900.80 |
| 成本 (百万元) | 989.13 | 1069.16 | 1121.16 | 1172.79 |
| 毛利 (百万元) | 582.99 | 636.04 | 681.35 | 728.01 |
| 毛利率 | 37.08% | 37.30% | 37.80% | 38.30% |
| 自产其他产品 | | | | |
| 收入 (百万元) | 222.45 | 224.35 | 224.35 | 486.35 |
| 成本 (百万元) | 173.98 | 174.99 | 174.99 | 379.35 |
| 毛利 (百万元) | 48.47 | 49.36 | 49.36 | 107.00 |
| 毛利率 | 21.79% | 22.00% | 22.00% | 22.00% |
| 贸易产品 | | | | |
| 收入 (百万元) | 412.00 | 450.00 | 500.00 | 550.00 |
| 成本 (百万元) | 277.52 | 303.12 | 336.80 | 370.48 |
| 毛利 (百万元) | 134.48 | 146.88 | 163.20 | 179.52 |
| 毛利率 | 32.64% | 32.64% | 32.64% | 32.64% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1.43 | 1.53 | 1.53 | 1.53 |
| 成本 (百万元) | 1.13 | 1.21 | 1.21 | 1.21 |
| 毛利 (百万元) | 0.30 | 0.32 | 0.32 | 0.32 |
| 毛利率 | 21.14% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |

资料来源: 公司 2019 年报、海通证券研究所

表 11 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 300121.SZ | 阳谷华泰 | 7.52 | 0.47 | 0.60 | 0.83 | 14.88 | 12.62 | 9.11 |
| 002409.SZ | 雅克科技 | 42.01 | 0.63 | 0.83 | 1.04 | 36.69 | 50.81 | 40.52 |
| 600143.SH | 金发科技 | 13.34 | 0.48 | 0.59 | 0.67 | 15.05 | 22.56 | 19.72 |
| | 均值 | | 0.53 | 0.67 | 0.85 | 22.21 | 28.66 | 23.12 |

资料来源: Wind、海通证券研究所。注: 收盘价为 2020 年 5 月 18 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

6. 风险提示

原材料价格波动风险; 在建产能投产进度低预期; 宏观经济下行。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 2208 | 2381 | 2528 | 2939 |
| 每股收益 | 0.56 | 0.73 | 0.81 | 0.91 | 营业成本 | 1442 | 1548 | 1634 | 1924 |
| 每股净资产 | 3.84 | 4.32 | 4.84 | 5.43 | 毛利率% | 34.7% | 35.0% | 35.4% | 34.5% |
| 每股经营现金流 | 0.71 | 0.74 | 0.70 | 0.81 | 营业税金及附加 | 8 | 11 | 12 | 14 |
| 每股股利 | 0.33 | 0.26 | 0.29 | 0.32 | 营业税金率% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 98 | 117 | 124 | 144 |
| P/E | 28.96 | 22.26 | 20.10 | 17.92 | 营业费用率% | 4.4% | 4.9% | 4.9% | 4.9% |
| P/B | 4.26 | 3.78 | 3.38 | 3.01 | 管理费用 | 133 | 151 | 160 | 185 |
| P/S | 4.34 | 4.02 | 3.79 | 3.26 | 管理费用率% | 6.0% | 6.4% | 6.3% | 6.3% |
| EV/EBITDA | 20.93 | 20.71 | 18.67 | 16.38 | EBIT | 437 | 427 | 466 | 522 |
| 股息率% | 2.0% | 1.6% | 1.8% | 2.0% | 财务费用 | 3 | 17 | 12 | 5 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.1% | 0.7% | 0.5% | 0.2% |
| 毛利率 | 34.7% | 35.0% | 35.4% | 34.5% | 资产减值损失 | -122 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 15.0% | 18.1% | 18.8% | 18.2% | 投资收益 | 24 | 90 | 100 | 105 |
| 净资产收益率 | 14.7% | 17.0% | 16.8% | 16.8% | 营业利润 | 364 | 506 | 560 | 629 |
| 资产回报率 | 8.1% | 11.1% | 11.5% | 11.7% | 营业外收支 | 14 | 3 | 4 | 4 |
| 投资回报率 | 10.7% | 11.3% | 11.4% | 11.7% | 利润总额 | 378 | 509 | 564 | 633 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 505 | 471 | 514 | 574 |
| 营业收入增长率 | 1.5% | 7.8% | 6.2% | 16.2% | 所得税 | 58 | 80 | 90 | 101 |
| EBIT 增长率 | -8.0% | -2.4% | 9.1% | 11.9% | 有效所得税率% | 15.3% | 15.8% | 15.9% | 16.0% |
| 净利润增长率 | -19.8% | 30.1% | 10.7% | 12.2% | 少数股东损益 | -10 | -2 | -2 | -2 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 331 | 430 | 476 | 534 |
| 资产负债率 | 41.0% | 30.2% | 27.7% | 27.1% | | | | | |
| 流动比率 | 1.16 | 1.36 | 1.53 | 1.68 | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 1.03 | 1.17 | 1.33 | 1.45 | 货币资金 | 696 | 300 | 400 | 578 |
| 现金比率 | 0.42 | 0.26 | 0.36 | 0.48 | 应收账款及应收票据 | 537 | 554 | 604 | 698 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 197 | 195 | 208 | 247 |
| 应收帐款周转天数 | 88.80 | 85.00 | 87.14 | 86.70 | 其它流动资产 | 483 | 505 | 507 | 514 |
| 存货周转天数 | 49.92 | 46.00 | 46.35 | 46.83 | 流动资产合计 | 1913 | 1554 | 1718 | 2036 |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.62 | 0.61 | 0.64 | 长期股权投资 | 1314 | 1314 | 1314 | 1314 |
| 固定资产周转率 | 5.96 | 5.93 | 5.49 | 5.37 | 固定资产 | 370 | 401 | 460 | 547 |
| | | | | | 在建工程 | 144 | 199 | 234 | 249 |
| | | | | | 无形资产 | 123 | 163 | 191 | 207 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 2180 | 2306 | 2428 | 2546 |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 4093 | 3860 | 4146 | 4582 |
| 净利润 | 331 | 430 | 476 | 534 | 短期借款 | 1050 | 480 | 427 | 400 |
| 少数股东损益 | -10 | -2 | -2 | -2 | 应付票据及应付账款 | 469 | 509 | 537 | 629 |
| 非现金支出 | 187 | 44 | 48 | 52 | 预收账款 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| 非经营收益 | -61 | -61 | -84 | -91 | 其它流动负债 | 127 | 146 | 152 | 180 |
| 营运资金变动 | -27 | 22 | -29 | -20 | 流动负债合计 | 1651 | 1140 | 1121 | 1216 |
| 经营活动现金流 | 419 | 434 | 409 | 474 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -71 | -168 | -168 | -168 | 其它长期负债 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 投资 | -1412 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 其他 | 13 | 90 | 100 | 105 | 负债总计 | 1678 | 1167 | 1148 | 1242 |
| 投资活动现金流 | -1470 | -78 | -68 | -63 | 实收资本 | 586 | 586 | 586 | 586 |
| 债权募资 | 1261 | -570 | -53 | -27 | 普通股股东权益 | 2250 | 2530 | 2836 | 3180 |
| 股权募资 | 154 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 166 | 164 | 162 | 160 |
| 其他 | -690 | -181 | -189 | -207 | 负债和所有者权益合计 | 4093 | 3860 | 4146 | 4582 |
| 融资活动现金流 | 725 | -751 | -242 | -233 | | | | | |
| 现金净流量 | -320 | -396 | 100 | 178 | | | | | |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 18 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业

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： 皇马科技,梅花生物,茶花股份,联瑞新材,东岳硅材,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,鲁西化工,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份

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; 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。 | 股票投资评级 | 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。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzz11650@htsec.com
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 联系人
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒暄 zhx10170@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许耀之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com