



证券研究报告  
2020年2月14日

# 【方正化工】阳谷华泰深度报告： 防焦剂全球龙头，不溶硫取得突破

首席分析师：李永磊      执业证书编号：S1220517110004  
联系人：董伯骏

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- **主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长**
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- 公司的主要竞争优势
- 投资建议
- 风险提示

核心逻辑：

预计2019/20/21年归母净利分别为1.91/2.79/4.71亿元，PE为17.0/11.6/6.9倍，给予“强烈推荐”评级

## ➤ 位于景气底部的周期成长股（年度策略的大逻辑）

随着行业景气见底，我们预计公司2019年业绩探底，约为1.9亿元，随着公司运用国内独家连续法技术制备的不溶性硫磺持续扩产、促进剂产能持续扩张、现有主业降成本，2021年公司业绩有望大幅增长至4.7亿元。

## ➤ 主业业绩见底

现有主业为橡胶防焦剂GTP（全球龙头）、硫化助剂、胶母粒（龙头）、微晶石蜡（龙头），公司具备行业领军地位，具有定价权，由于环保带来的高景气目前也逐渐回到底部。

## ➤ 未来增量：不溶性硫磺、促进剂M、特种促进剂、树脂、钴盐等

1) 不溶性硫磺带来高速增长。公司为国内唯一掌握连续法工艺的企业，主要竞争对手为美国福莱科斯（现为伊士曼子公司）。公司现有不溶性硫磺产能4万吨/年（连续法2.2万吨、间歇法1.8万吨），2020年公司又规划新建连续法不溶性硫磺4万吨/年，预计将于2021年投产。

2) 1.5万吨促进剂M将于2020年7月投产，进一步提高原材料自给率，降低成本。

3) 3.2万吨搬迁项目也将于2020年5月投产，其中均匀剂、促进剂TBSI、抗硫化返原剂PK900、塑解剂DBD、硫化剂DTDC均将有新增产能，基本为进口替代产品。

4) 树脂等高档橡胶助剂投产将升级产品结构，进一步抢占市场份额。公司将投资建设3.5万吨树脂，1万吨粘合剂HMMM等特种橡胶助剂，1000吨钴盐，预计2021年投产，从而带动公司的业绩增长。

图表1：阳谷华泰投资活动现金流量主要现金流出



资料来源：Wind，方正证券研究所

# 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

图表2：阳谷华泰盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2081.93	1997.75	2269.90	2787.06
(+/-) (%)	27.12	-4.04	13.62	22.78
净利润	367.25	191.22	279.20	471.11
(+/-) (%)	80.43	-47.93	46.01	68.74
EPS(元)	0.95	0.51	0.74	1.26
P/E	9.15	16.97	11.62	6.89

资料来源：Wind，方正证券研究所  
注：基于2020.2.12收盘价进行测算

- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- **橡胶添加剂行业的隐形冠军**
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- 公司的主要竞争优势
- 投资建议
- 风险提示

# 中国橡胶助剂赛道的领跑者

山东阳谷华泰化工股份有限公司于2000年3月成立，主要从事橡胶助剂的生产、研发与销售。产品主要包括防焦剂CTP、促进剂NS、促进剂CBS、胶母粒、不溶性硫磺、微晶石蜡等品种。公司主导产品防焦剂CTP约占全球60%以上市场份额，连续多年蝉联全球第一，为防焦剂、胶母粒等产业的全球龙头公司。目前公司拥有行业唯一国家橡胶助剂工程技术研究中心，公司十分重视对技术研发的投入和自主创新能力的提高，不断开发新型高端橡胶助剂，延伸产品多样性，是中国橡胶助剂产品序列最齐全的供应商之一。

图表3：公司历史发展沿革

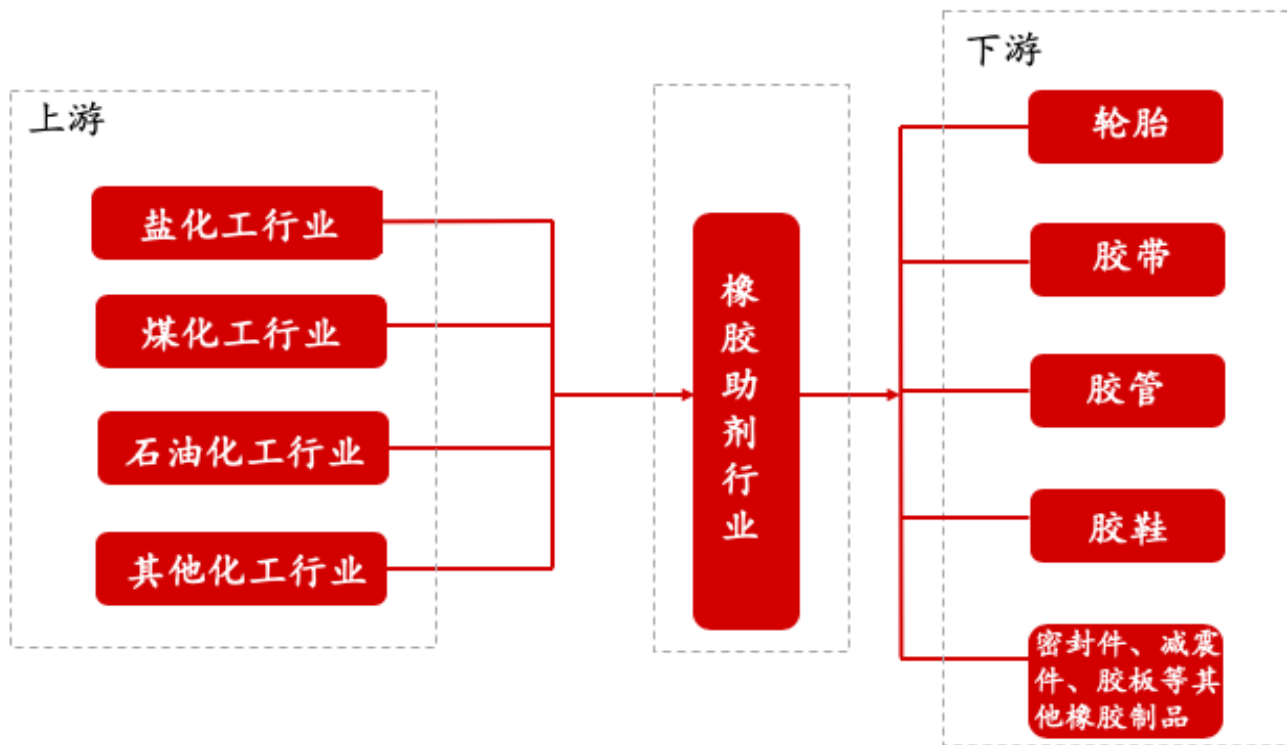


资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 公司为轮胎行业的主要供应商之一

公司主要下游客户为国内外大中型轮胎企业，由于橡胶和轮胎行业的拉动，我国已成为全球最大的橡胶助剂消费国，未来消费仍将保持高于全球平均水平的高速增长，国内橡胶助剂市场前景广阔。

图表4：公司主营产品所处产业链





橡胶助剂主要分为加工助剂体系、硫化助剂体系、不溶性硫磺体系、胶母粒体系以及防护体系这五大类，2019年上半年加工助剂体系占到总营收的37%，硫化助剂体系占到31%，是最主要的两大类产品。

图表5：橡胶助剂的具体分类及其功能作用

功能大类	公司产品具体分类	功能
加工助剂体系	防焦剂CTP、均匀剂、增塑剂A、塑解剂DBD等	提高橡胶制品质量、改善操作条件、提高加工效率
硫化助剂体系	促进剂M、促进剂CBS、促进剂NS、促进剂TBSI、硫化剂（DTDC、TB710）等	使橡胶发生硫化反应（即分子间结构由线型变成网状）
不溶性硫磺体系	不溶性硫磺	一般用于高硫配方体系中，能够有效防止混炼胶中的硫磺喷霜，增强胶体黏性的一种橡胶助剂
胶母粒体系	预分散胶母粒	一种按“绿色化工”新概念开发的，以橡胶为载体将普通橡胶助剂粉体加工成预分散的颗粒，从而可以提升计量准确性，降低下游客户使用过程中粉尘污染的一种橡胶助剂
防护体系	防老剂（微晶石蜡）、抗硫化返原剂（PK900、HTS）等	延长橡胶制品的贮存期和使用寿命，延缓老化
粘合体系	树脂类、钴盐类、粘合剂HMMM等	促进橡胶与橡胶骨架如钢丝、帘线等粘合

图表6：阳谷华泰分产品盈利预测（单位：百万元）

加工助剂					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	806.20	747.04	765.27	788.42	788.42
毛利率	39.30%	30.21%	31.43%	32.73%	32.73%
硫化助剂					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	683.65	607.07	615.51	679.04	740.98
毛利率	25.91%	16.05%	16.59%	22.85%	25.95%
胶母粒					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	214.90	229.43	229.43	242.18	254.92
毛利率	21.31%	16.46%	16.46%	16.46%	16.46%
防护助剂					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	148.95	165.72	212.45	270.23	289.53
毛利率	25.77%	25.00%	28.30%	30.81%	31.42%
不溶性硫磺（部分为9万吨募投项目）					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收		229.27	424.46	694.82	901.90
毛利率		35.86%	40.03%	43.61%	44.53%
树脂（9万吨募投项目）					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收				54.20	108.41
毛利率				35.00%	35.00%
粘合剂（9万吨募投项目：钴盐+粘合剂HMMM）					
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收			3.54	38.94	99.12
毛利率			35%	39.09%	39.09%

资料来源：公司公告，方正证券研究所  
注：2018年不溶性硫磺营收计入硫化助剂类别

# 现有产能：两大基地，多个主导产品

- ◆ 公司目前拥有山东阳谷和东营两大生产基地
- ◆ 公司硫化助剂约9.15万吨，促进剂M主供自用
- ◆ 不溶性硫磺4万吨（连续法2.2万吨、间歇法1.8万吨），其中2万吨连续法不溶性硫磺刚于2020年1月投产
- ◆ 公司2万吨防焦剂CTP产能位居全球第一，预分散胶母粒产能也居全球领先地位

图表7：公司主营产品现有产能情况

产品大类	产品	生产地区	现有产能（万吨/年）	目前产品单价（含税：万元/吨）	预计年营收（不含税：亿元）	产品毛利率（2018年）
硫化助剂	不溶性硫磺	聊城阳谷县	4	1.30	8.27	25.91%
	促进剂M	东营	1.5	1.30		
	促进剂CBS	东营	1.6	1.60		
	促进剂NS	东营	2	1.80		
	促进剂TBSI	聊城阳谷县	0.05	8.50		
	合计		9.15	/		
加工助剂	防焦剂CTP	东营1万吨，聊城阳谷县1万吨	2	2.50	7.29	39.30%
	增塑剂A	聊城阳谷县	1	/		
	均匀剂	聊城阳谷县	2.5	0.63		
	塑解剂DBD	聊城阳谷县	0.05	3.10		
	合计		5.55	/		
防护助剂	微晶石蜡	聊城阳谷县	2.5	/	1.66	25.77%
	抗硫化返原剂PK900	聊城阳谷县	0.05	12.50		
	合计		2.55	/		
其他	预分散胶母粒	聊城阳谷县	1.5	/	2.29	21.31%

资料来源：公司公告，卓创资讯，方正证券研究所

## ➤ 在建：高性能橡胶助剂

公司2018年拟使用募集资金3.47亿元投资建设高性能橡胶助剂生产项目，主要为2万吨/年连续法不溶性硫磺项目、1.3万吨/年促进剂M、1.8万吨/年促进剂NS。其中，不溶性硫磺项目已经于2020年1月投产，促进剂M在建，预计将于2020年7月份达到预定可使用状态，促进剂NS项目因市场因素暂时中止。

## ➤ 在建：3.2万吨橡胶助剂搬迁升级改造项目

公司2018年拟投资约5.95亿元，用于年产3.2万吨橡胶助剂搬迁升级改造项目，将阳谷老厂区进行搬迁，建设项目主要为防焦剂、均匀剂及高端助剂产品，其中防焦剂建设进度预计将延后，其他产品在建，预计2020年投产。

## ➤ 拟建：9万吨高性能橡胶助剂项目

公司于2019年12月12日公告，拟自筹资金5.06亿元投资建设年产9万吨橡胶助剂项目，包括年产3.5万吨树脂、年产4万吨不溶性硫磺、年产1万吨粘合剂HMMM、年产1000吨硫化剂DTDM、年产1000吨抗硫化返原剂HTS、年产2000吨促进剂TBzTD、年产1000吨新型钴盐HT-C20。项目计划建设期18个月。

# 在建拟建较多高端产品

图表8：公司未来新增产能情况

项目名称	公司主营产品	未来新增产能 (吨)	目前产品单价(含 税：万元/吨)	预计年营收(满产情况 下不含税：亿元)	投资总额 (亿元)	备注
高性能橡胶助剂募投项目	<b>不溶性硫磺</b>	<b>20000</b>	<b>1.30</b>	<b>2.30</b>	3.47	<b>已于2020年1月投产</b>
	促进剂NS	10000	1.80	1.59		根据公司自身发展和市场环境后终止该1万吨项目
	促进剂M	15000	1.30	1.73		预计2020年7月投产
	<b>合计</b>	<b>45000</b>	<b>/</b>	<b>5.62</b>		
年产3.2万吨橡胶助剂搬迁项目	防焦剂	10000	2.50	2.21	5.95	新增的1万吨将替代阳谷县原有的1万吨产能
	均匀剂	16650	0.63	0.93		新增的16650吨替代原有的12000吨产能
	促进剂TBSI	1200	8.50	0.90		预计2020年Q2投产
	抗硫化返原剂PK900	1000	12.50	1.11		
	塑解剂DBD	1000	3.10	0.27		
	硫化剂DTDC	200	12.50	0.22		
	硫化剂TB710	200	3.60	0.06		
	促进剂TBzTD	200	3.25	0.06		
	促进剂TiBTD	200	2.80	0.05		
	抗硫化返原剂HT9188	200	14.00	0.25		
	钴盐HT-C20	1000	13.00	1.15		
	其他	150	/	/		
	<b>在建项目总计</b>	<b>32000</b>	<b>/</b>	<b>8.36</b>		
规划9万吨高性能橡胶助剂生产项目	不溶性硫磺	40000	1.30	4.60	5.06	规划中
	促进剂TBzTD	2000	3.25	0.58		
	硫化剂DTDM	1000	/	/		
	树脂	35000	1.75	5.42		
	粘合剂HMMM	10000	1.54	1.36		
	抗硫化返原剂HTS	1000	7.00	0.62		
	钴盐HT-C20	1000	17.00	1.50		
	<b>规划项目总计</b>	<b>90000</b>	<b>/</b>	<b>14.08</b>		

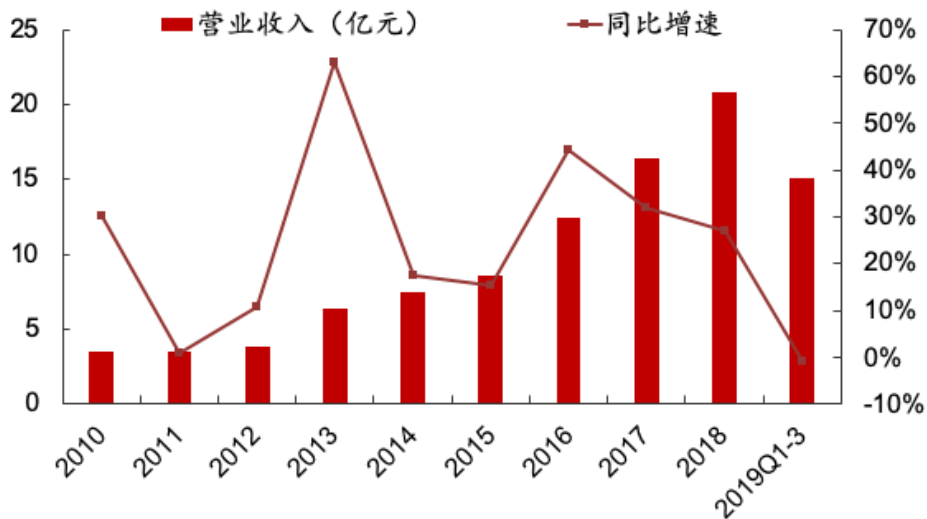
资料来源：公司公告，卓创资讯，方正证券研究所

注：统计投资总额为公司公告金额，实际投资额以公司后续公告为准

# 上市以来营收持续增长，各项业务均衡增长

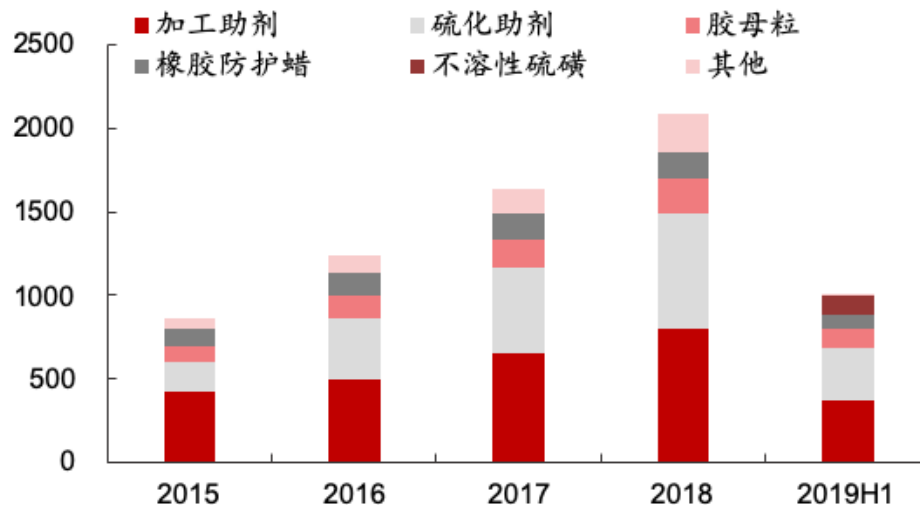
公司上市9年以来营收持续增长，只有2019年前三季度公司营收下滑，实现营收15.08亿元，随着供给侧的恢复，公司主要产品的价格下跌，从而导致营收同比下滑，我们判断公司产品市场价格目前处于底部，价格继续下行空间小，随着产品价格接近边际产能的成本，我们预测未来产品价格继续下滑概率较小。

图表9：公司上市以来营业收入情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表10：公司分产品营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 2016-2018年三年利润大增，2019年前三季度有所回落

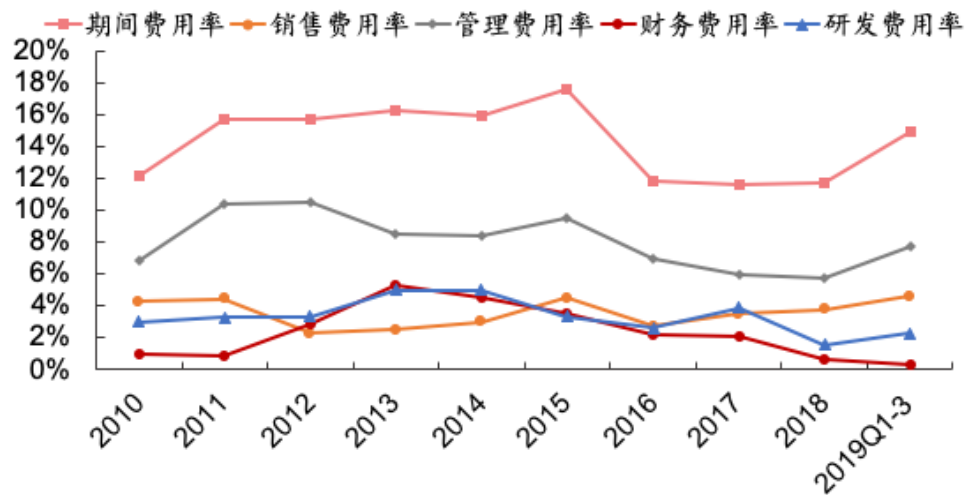
- 2016-2018年随着环保整治带来的供给侧改革，公司主导产品价格上涨，带来净利润的大幅增加。
- 由于供给端的恢复，公司产品市场售价大幅下跌，导致利润下降，2019年Q1-Q3公司共实现归母净利润1.38亿元，同比下降56.39%。
- 2019年前三季度期间费用率略有上升，其中销售费用率为4.63%，同比上升0.93个百分点，管理费用率7.70%，同比上升1.05个百分点，管理费用率上升原因是公司2018年股权激励费用摊销，同时，公司注重研发投入，不断丰富产品结构，研发费用率为2.29%，同比上升0.34个百分点。

图表11：公司上市以来归母净利润增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表12：公司费用率保持较为稳定



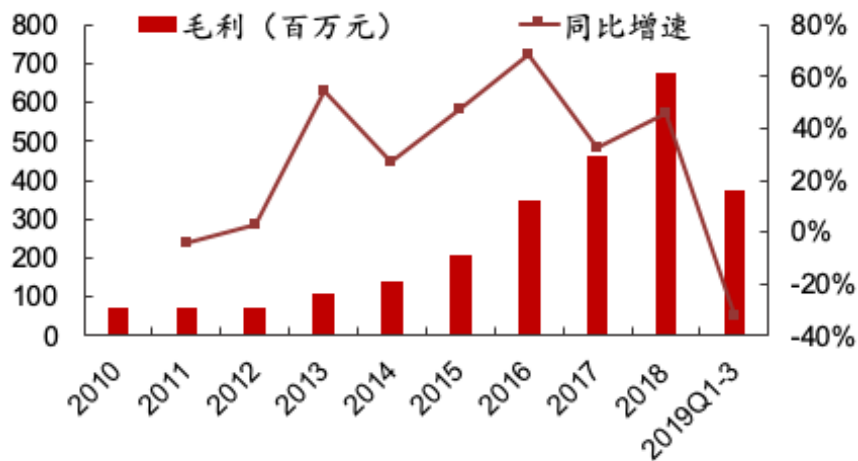
资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：期间费用率包括，销售、管理、财务、研发费用率



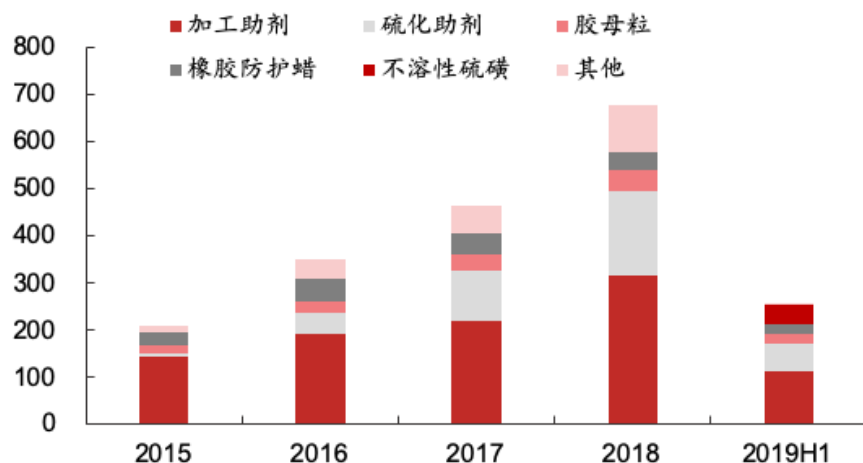
# 公司主要利润来源于加工助剂和硫化助剂

图表13: 公司上市以来毛利情况



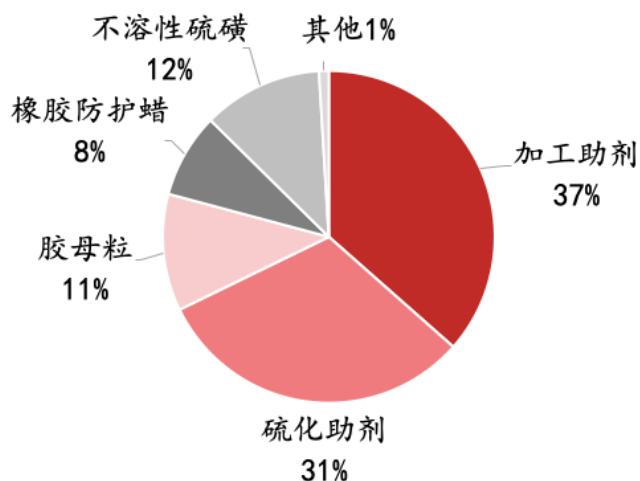
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表14: 公司分产品毛利 (百万元)



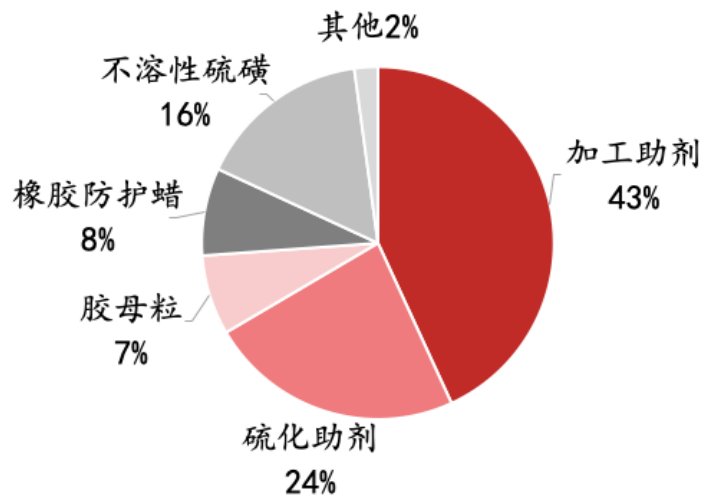
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表15: 2019年H1公司主营产品收入结构



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表16: 2019年H1公司主营产品毛利结构



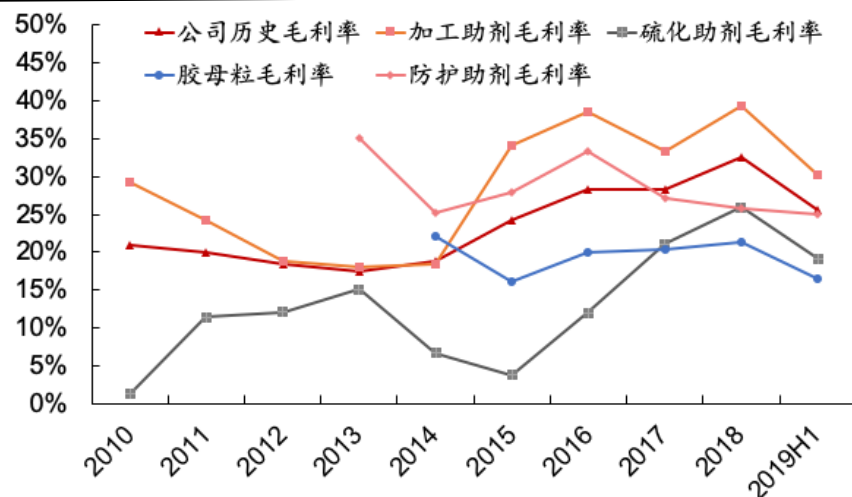
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所



# 净利率和资产周转率带动ROE回落，权益乘数大幅下降

2019年前三季度，公司ROE为8.22%，同比下降11.61个百分点，主要是由于产品跌价导致的净利率和资产周转率下滑。公司权益乘数下降也反映出公司经过前三年的景气期，降低了自身的负债率。

图表17：公司分产品历史毛利率变化



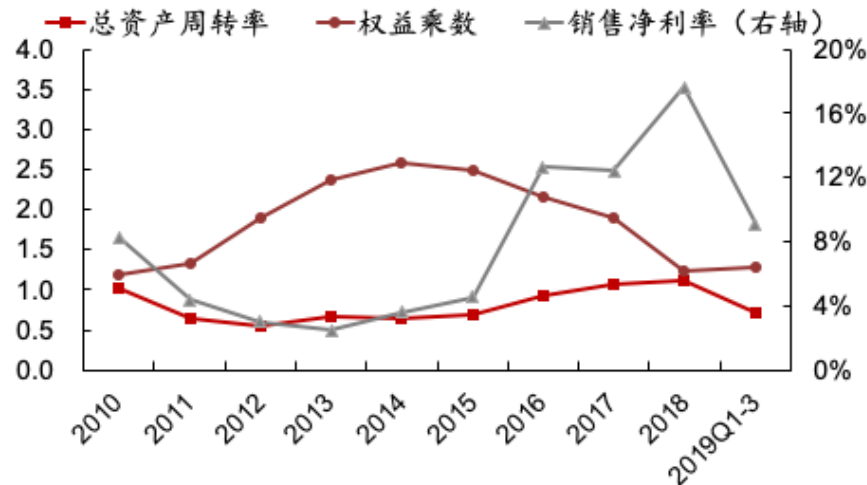
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表18：公司净资产收益率 (ROE)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表19：公司杜邦三项指标分析



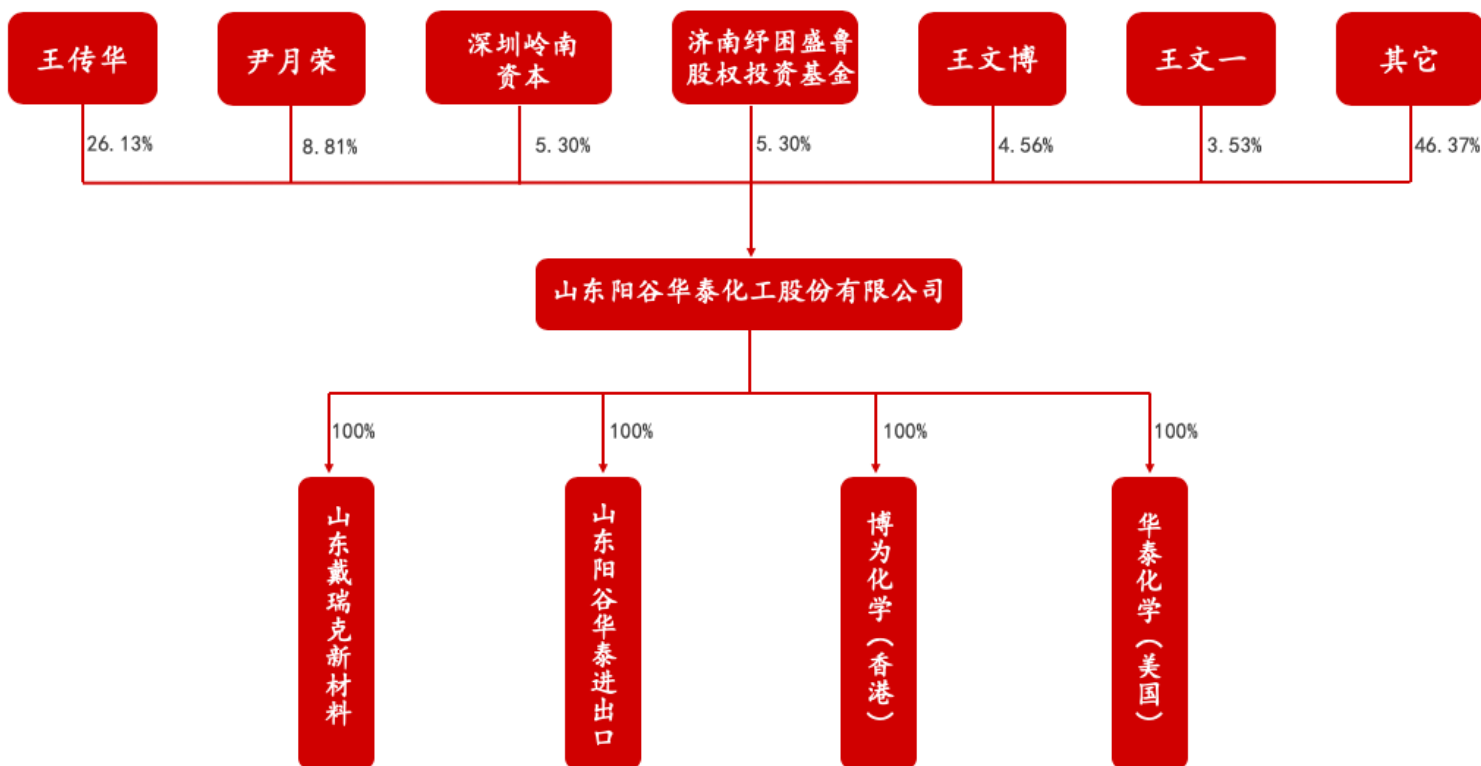
资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 公司股权结构较为集中

公司股权结构较为集中，实际控制人为创始人王传华，现任董事长王文博以及控股股东王文一均为公司控股股东王传华、尹月荣夫妇之子，四人共持股43.03%。

公司成立了4家全资子公司，其中山东戴瑞克主要负责橡胶助剂的生产与销售，阳谷华泰进出口有限公司以及博为化学（香港）主要负责橡胶助剂的进出口贸易，华泰化学（美国）则负责橡胶助剂在美国市场的贸易业务。

图表20：公司股权结构图



# 公司于2019年年底拟回购股票用于新一期股权激励

## ■ 新一轮回购彰显高层以及员工对公司未来发展的信心

2011年11月，公司首次公布股权激励计划，截至目前公司已总共公布并实施三期股权激励计划。2019年11月，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，将用于实施新一期的员工持股计划或股权激励。回购股份价格不超过10元/股，总金额不低于人民币3000万元（含交易费用）且不超过人民币6000万元（含）。2020年2月5日，公司公告已回购股份161万股，占总股本的0.41%，支付人民币1133.61万元（不含交易费用）。

图表21：公司股权激励计划

名称	时间	授予股票数量 (万股)	成交均价 (元/股)	激励对象 人数	锁定期	解锁限售 比例	解锁条件
股票激励计划（第一期）	2011年11月	330	14.25	55人	12个月	30%	较2010年度的营业收入增长率不低于47%；净利润增长率不低于55%
						30%	较2010年度的营业收入增长率不低于145%；净利润增长率不低于170%
						40%	较2010年度的营业收入增长率不低于219%；净利润增长率不低于287%
股票激励计划（第二期）	2016年4月	842	5.79	95人	12个月	40%	以2013-2015年净利润均值为基数，公司2016年净利润增长率不低于60%
						30%	以2013-2015年净利润均值为基数，公司2017年净利润增长率不低于120%
						30%	以2013-2015年净利润均值为基数，公司2018年净利润增长率不低于200%
股票激励计划（第三期）	2018年11月	1348	4.99	108人	12个月	40%	以2017年营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于30%
						30%	以2017年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于50%
						30%	以2017年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于70%

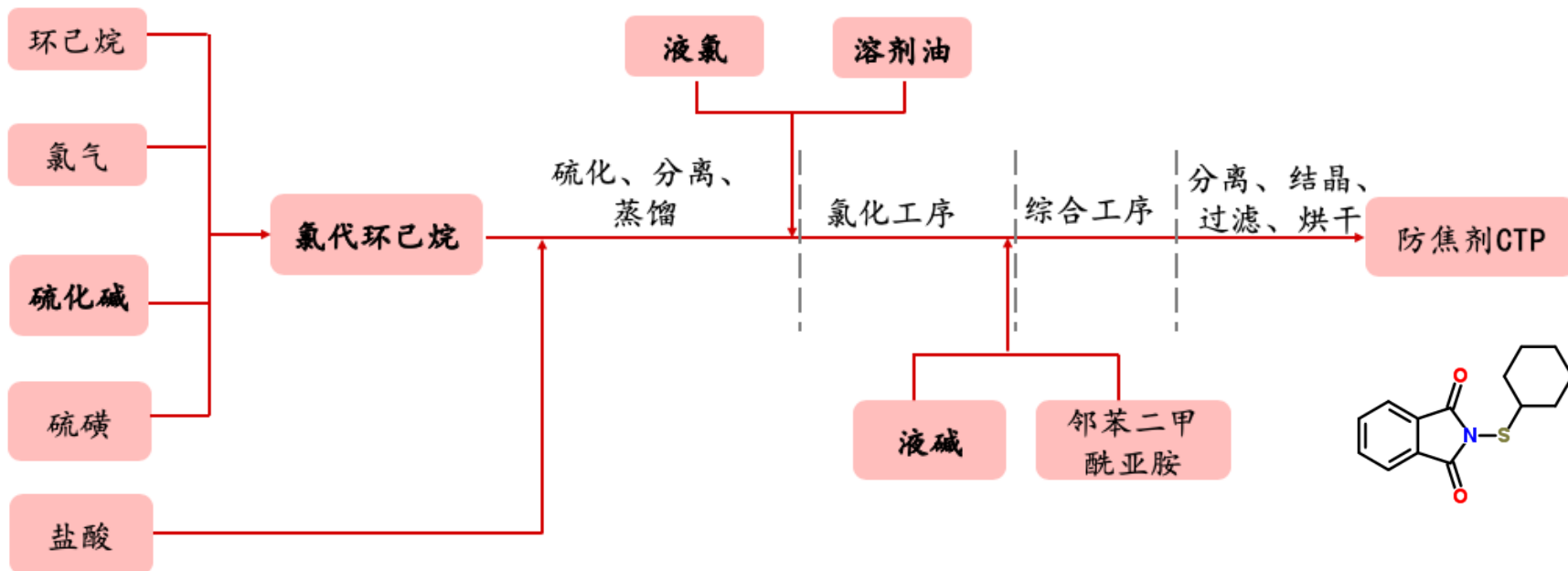
资料来源：公司公告，方正证券研究所

- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- **原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒**
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- 公司的主要竞争优势
- 投资建议
- 风险提示

# 防焦剂CTP：加工工艺较长的精细化学品

防焦剂属于加工助剂的一种，用于防止橡胶在贮存和加工过程中发生焦烧反应。防焦剂主要分为有机酸类、亚硝基化合物类和次磺酰胺类三种，其中性能最优异的是防焦剂CTP（PVI），属于次磺酰胺类防焦剂。

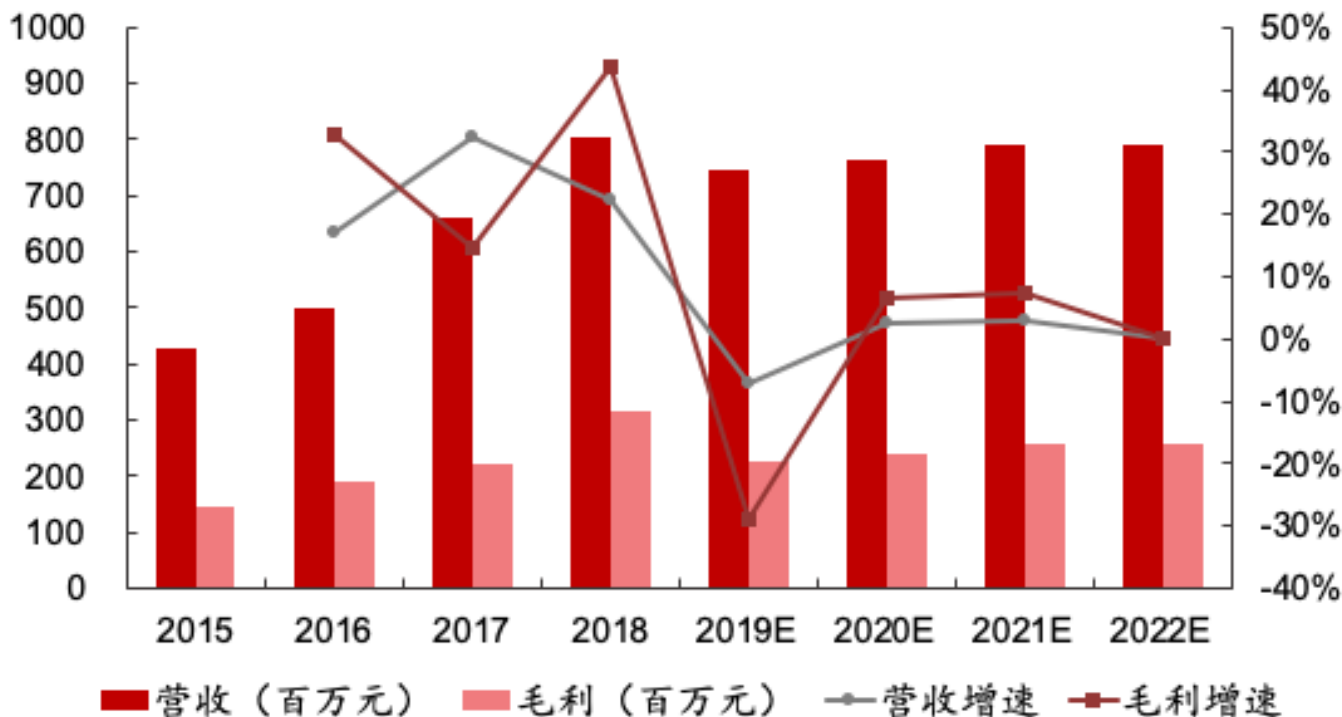
图表22：公司生产防焦剂 CTP 工艺流程



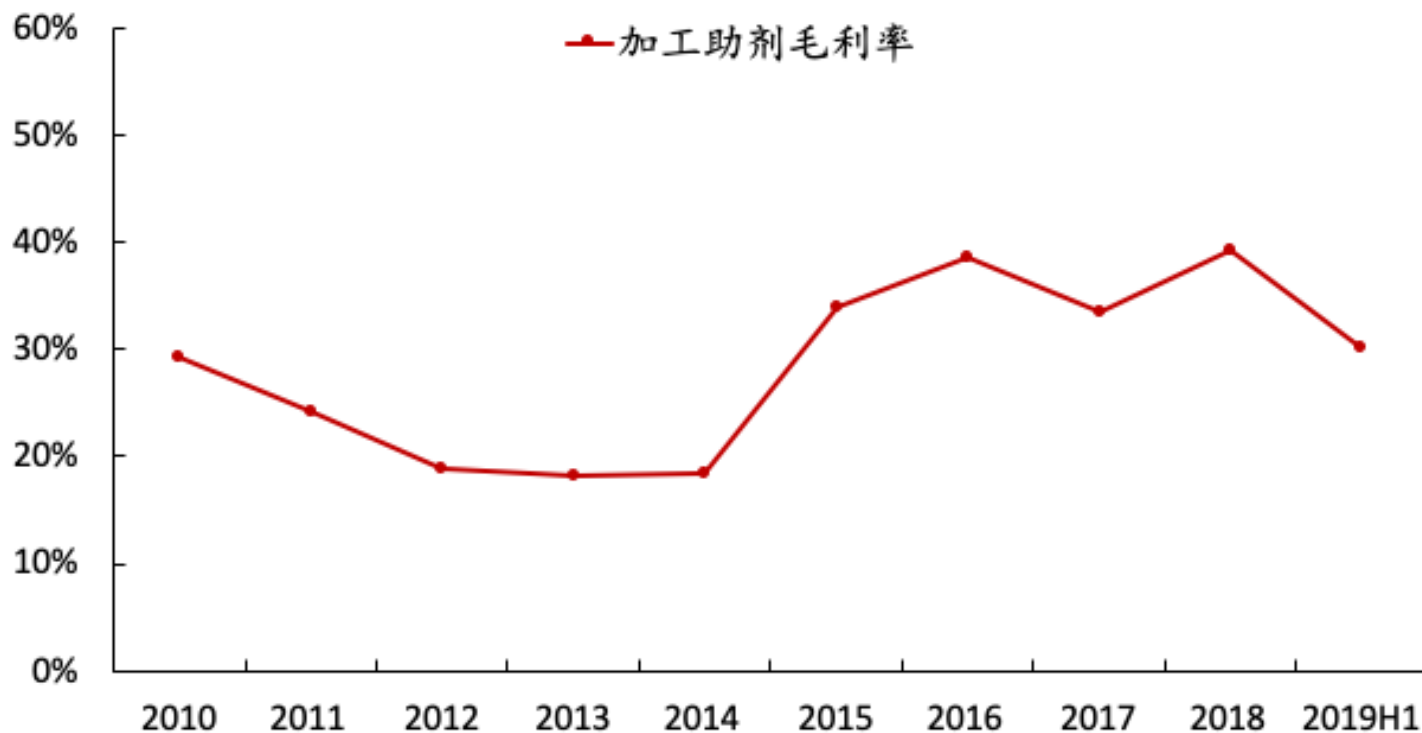
# 2019年预计加工助剂受价格下跌影响盈利下滑

由于环保政策导致的供给短缺恢复，且行业下游需求不振，2019年橡胶助剂整体产品市场价格大幅下跌，大多降至近几年的历史最低点，公司受行业影响，2019年H1加工助剂业务营收同比下降8.24%，毛利率同比下降13.22个百分点。

图表23：公司加工助剂板块业务历史业绩及预测



图表24：加工助剂业务历史毛利率



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：2015年之前数据为防焦剂CTP毛利率

# 公司为防焦剂CTP全球龙头，具有定价权

- 2018年防焦剂全国产量为2.6万吨，阳谷华泰防焦剂CTP产销量连续多年蝉联全球第一，约占全国60%以上的市场份额。
- 公司的加工助剂主要有防焦剂CTP、增塑剂以及均匀剂，其中全球防焦剂CTP产能约3.4万吨/年，以我国防焦剂CTP的生产为主，阳谷华泰产能达2万吨/年，居全球首位，汤阴永新产能为1万吨/年，防焦剂CTP行业内暂无新增产能。

图表25：防焦剂现有产能分布

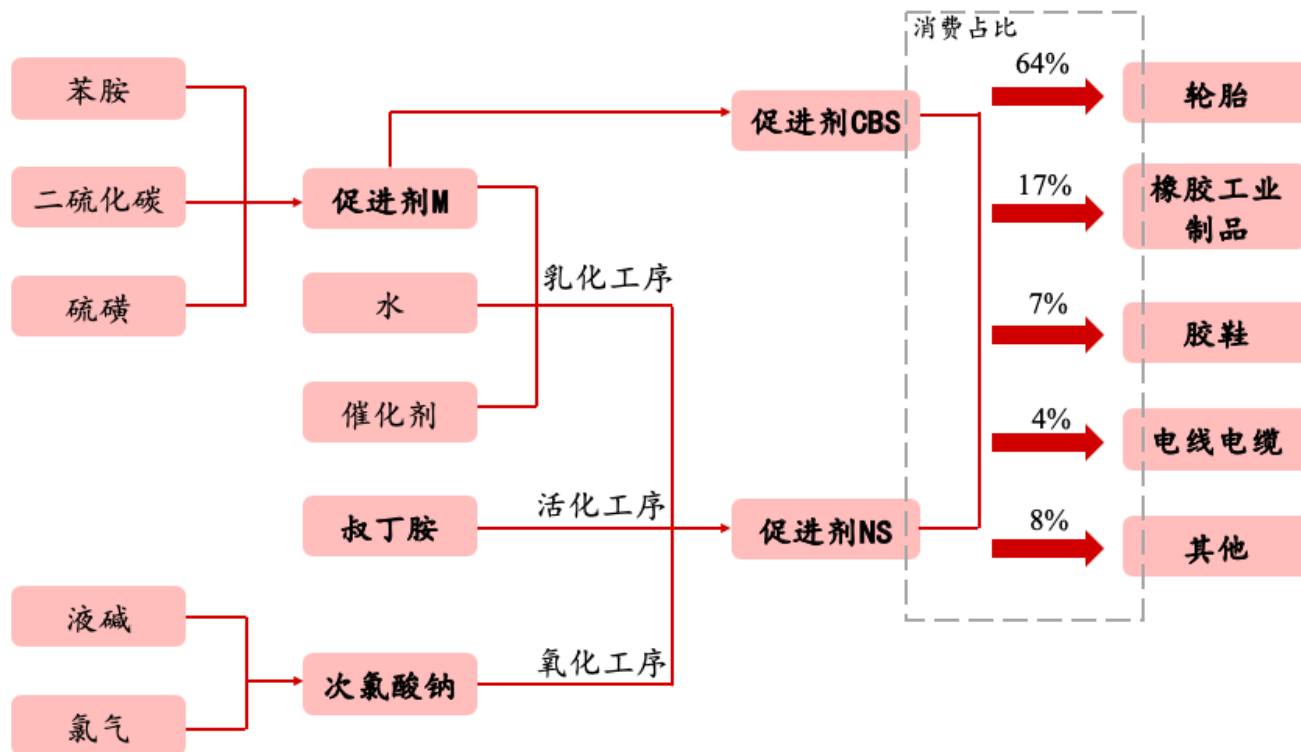
在产企业	所在地区	现有产能（万吨）
阳谷华泰	华东	2
汤阴永新	华中	1



# 硫化助剂：用途最为广泛的橡胶助剂之一

硫化助剂中包含了硫化剂、硫化促进剂、硫化活性剂等，硫化剂是能与橡胶发生硫化反应并使之交联的物质，代表产品主要有硫磺、不溶性硫磺等。硫化促进剂则是能够加快硫化反应速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，并能提高或改善硫化胶物理机械性能的橡胶助剂。

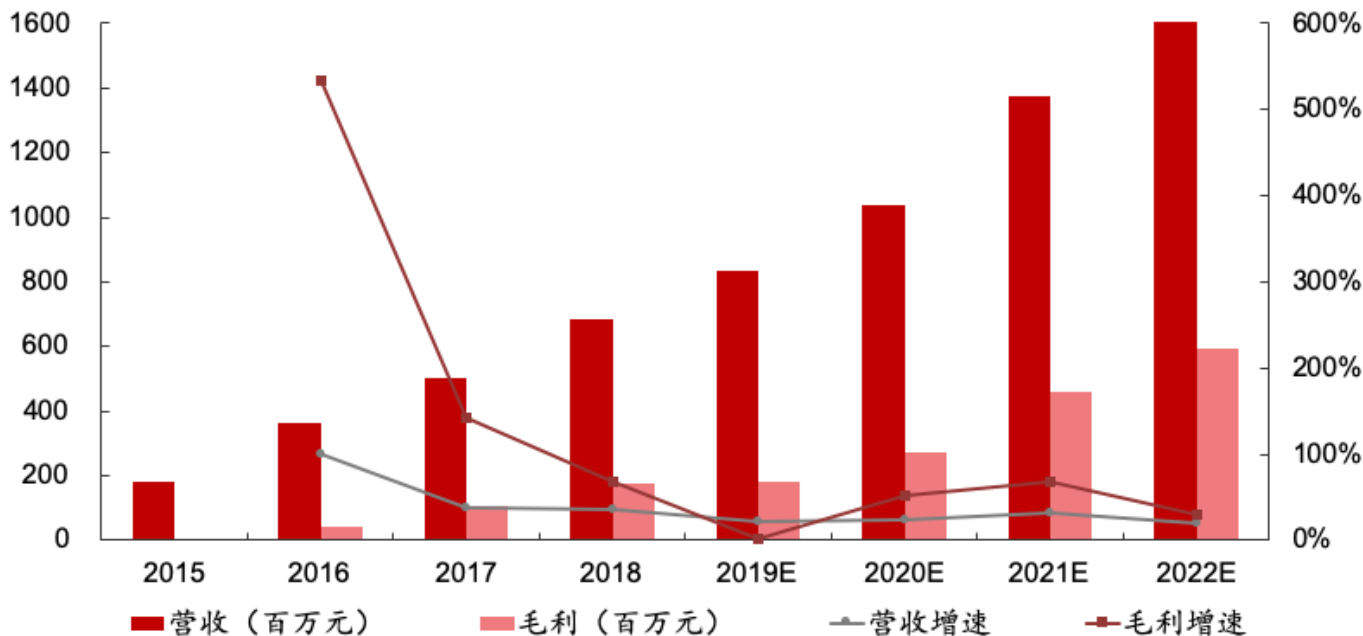
图表26：促进剂产业链流程图



# 预计公司硫化助剂（包括不溶硫）营收和毛利持续增长

受行业整体较为低迷的影响，2019年H1硫化助剂（包括不溶硫磺）总营收为3.15亿元，同比下降6.40%。在这一背景下，为适应绿色环保的行业趋势，以及下游汽车、轮胎行业产品消费结构升级的现状，公司延伸产业链，新研发多种新型多功能促进剂，预计将于2020年5月陆续投产。

图表27：公司硫化助剂业务历史业绩及预测



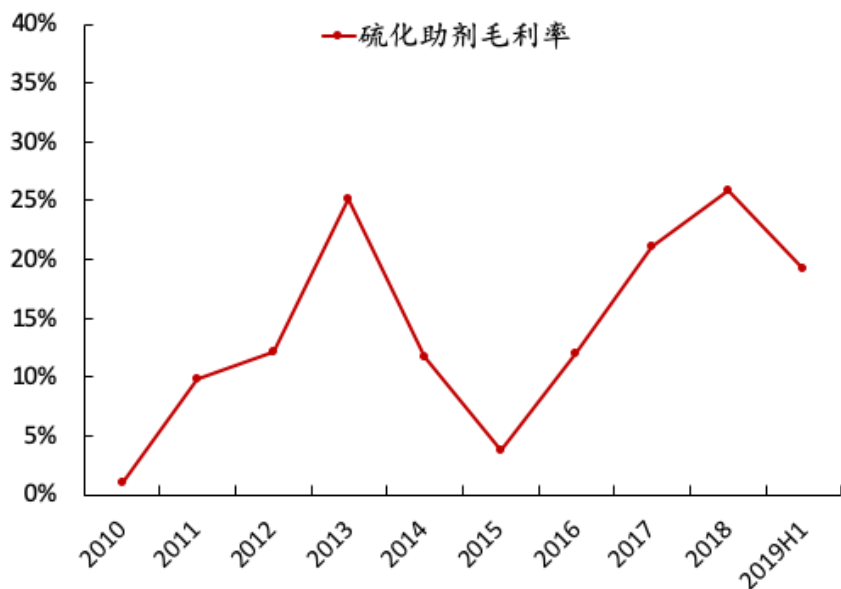
资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：2015-2022E年的硫化助剂数据均包含不溶性硫磺

# 硫化助剂（促进剂）价格见底

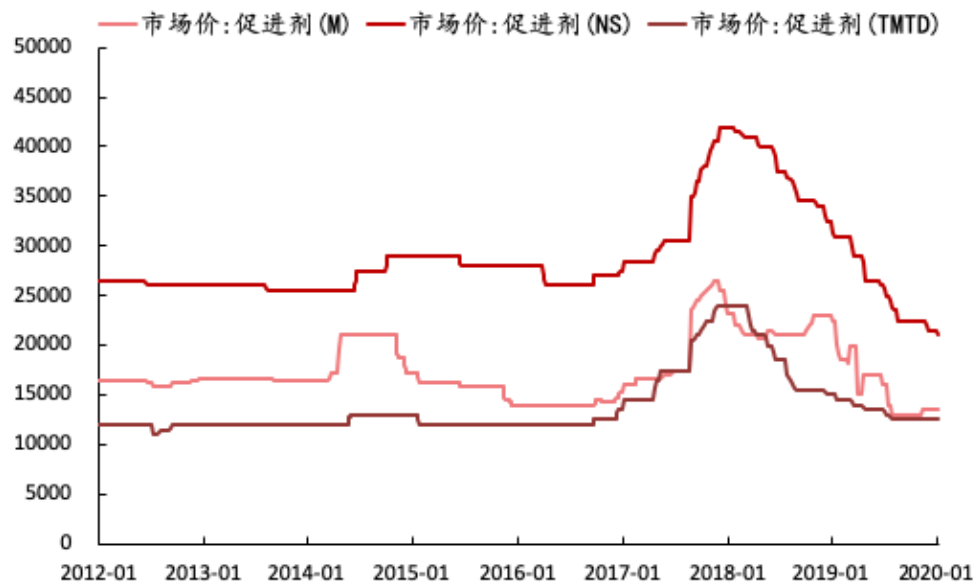
随着行业内企业环保水平的提高，关停、停产现象逐步减少，硫化助剂逐渐供大于求。促进剂为最主要的硫化助剂体系产品，我国促进剂价格在2019年走弱，2019年，促进剂M平均市场价格为19300元/吨，同比下降10.83%，促进剂NS市场价为25584元/吨，同比下降32.00%，促进剂TMTD市场价为13251元/吨，同比下降29.49%，目前价格已跌至近几年最低水平。

图表28：公司硫化助剂业务历史毛利率



资料来源：Wind，方正证券研究所  
注：2015年之前数据为促进剂NS毛利率

图表29：主要促进剂产品市场价格（元/吨）

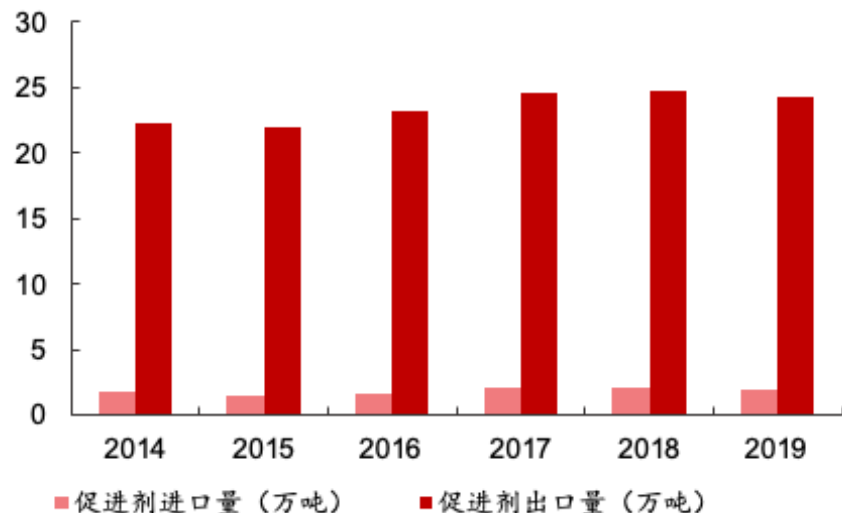


资料来源：Wind，方正证券研究所

# 2019年促进剂行业整体表现较为低迷

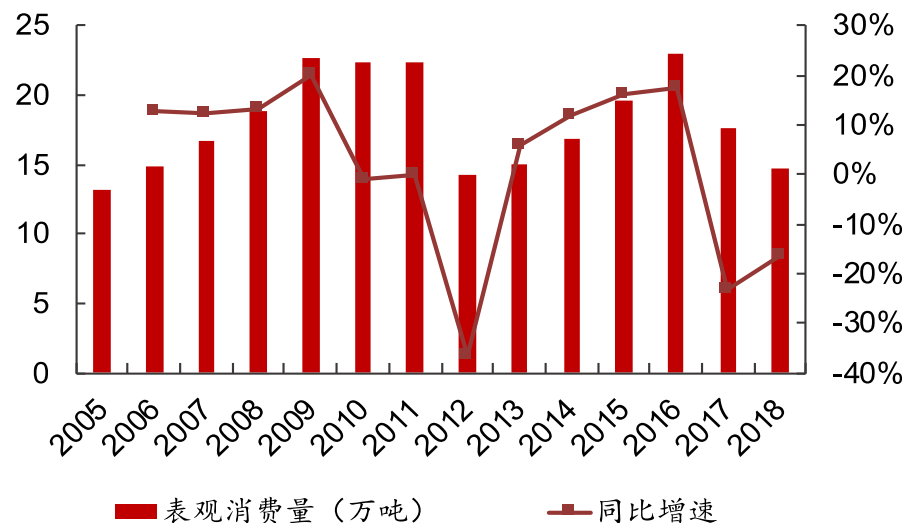
2018年我国的硫化助剂体系中，促进剂的表观消费量为14.72万吨，同比下降16.32%。全年出口量占产量的50%左右。国内下游需求的疲软加上出口量的减少，内外需求表现较弱，导致2019年促进剂行业整体表现偏弱。

图表30：我国促进剂进出口情况



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所整理

图表31：促进剂表观消费量

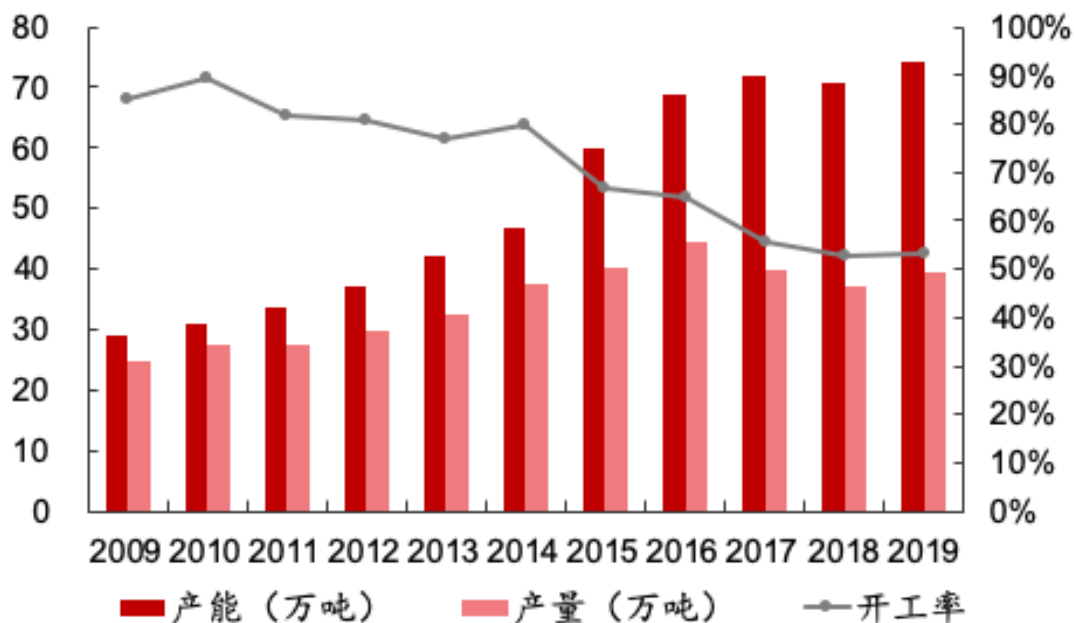


资料来源：卓创资讯，方正证券研究所整理

# 促进剂行业2019年开工率略有上升

我国是全球促进剂的主要生产国家，据中国橡胶协会统计，2018年我国促进剂产量为35.7万吨，同比下降6.98%，其中促进剂M总产量为1.72万吨，同比下降0.47%，促进剂CBS产量为8.9万吨，同比上升17.71%，促进剂NS产量为8.25万吨，同比上升16.53%，2019年促进剂整体开工率为53.21%左右，相较2018年上升了0.5个百分点。

图表32：促进剂行业开工率保持53%左右



2019年，环保政策带来的行业高景气现象已逐步弱化，行业内公司逐步恢复开工，产能供应较为充足，据卓创资讯统计，2019年我国促进剂行业现有产能约74.23万吨，其中我们统计规模以上企业产能约40.97万吨，行业CR4集中度为56.08%，未来龙头企业将有望受益于行业集中度的上升。

图表33：全国促进剂主要产能分布情况

在产企业	所在地区	现有产能（万吨）
尚舜化工	华东	8
天津科迈	华北	8
阳谷华泰	华东	5
凯利化工	华中	3
蔚林化工	华中	2.5
郑州双力	华中	2
山东北岳	华东	2
天成化工	华北	1.7
天津茂丰	华北	1.5
邹平开元	华东	1.5
鹤壁恒瑞	华中	1.1
鹤壁联昊	华中	1
河南开仓	华中	1
鹤壁华夏	华中	0.9
淄博翔龙	华东	0.8
廊坊新大新	华北	0.5
荣成化工	华东	0.47
总计		40.97

资料来源：卓创资讯，方正证券研究所整理

# 公司硫化助剂向低成本和高端化产品进发

2020年国内硫化助剂新增产能以阳谷华泰为主，在新增促进剂产能中，阳谷华泰继续扩大中间体M的产能，降成本，并以售价更高的高性能硫化剂产品为主，且能有效的替代传统的TMTD、TMTM等促进剂，产品结构更加高端化。2021年新增产能仍主要集中在硫化助剂的龙头公司。

图表34：全国硫化助剂行业未来新增产能情况

所在地区	在建企业	产品名称	未来新增产能（万吨）	投产时间
华东	阳谷华泰	促进剂M	1.5	2020年Q2
		促进剂TBSI	0.12	
		促进剂TBzTD	0.2	2021年
		合计	1.82	
华东	凯利化工二期	促进剂M	2	2020年
		促进剂CBS	1	
		合计	3	
华北	河北科迈一期	促进剂CBS	2	2021年
华东	连云港圣奥一期	促进剂M	10	规划中
		促进剂CBS	4	
		促进剂NS	4	
		合计	18	
华中	朗润新材料（蔚林）一期	促进剂NS	1	规划中
		促进剂CBS	1	
		合计	2	

资料来源：卓创资讯，各公司公告，方正证券研究所整理



# 预分散胶母粒：符合绿色环保大趋势

## ► 符合绿色环保大趋势

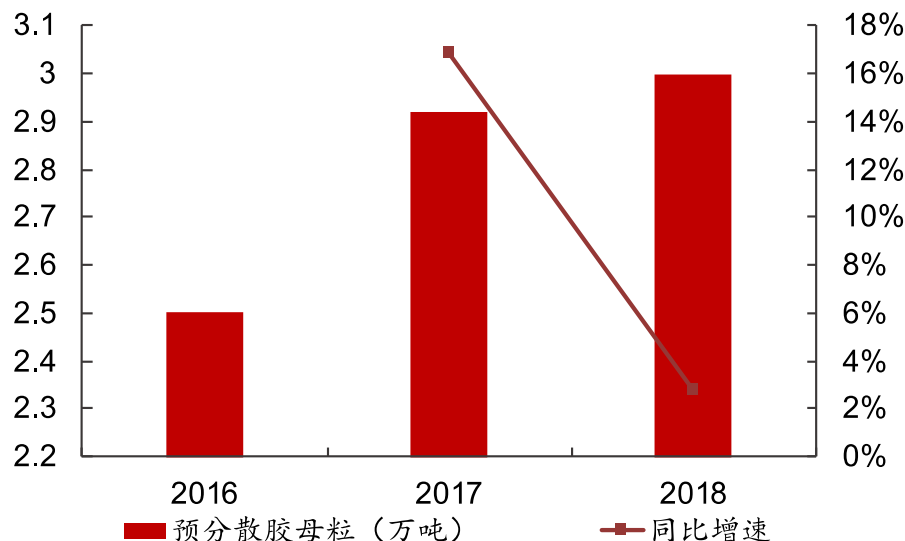
预分散胶母粒是一种按“绿色化工”新概念所开发的，以橡胶为载体将普通橡胶助剂粉体加工成预分散的颗粒，从而可以提升计量准确性，降低下游客户使用过程中粉尘污染的一种橡胶助剂，能有效改善操作环境，目前我国轮胎企业为提高自动化程度都开始使用预分散胶母粒产品。

据中橡协统计，2018年预分散胶母粒全国总产量约为3.01万吨，而早在2010年国内预分散胶母粒的需求就达到了5.81万吨，全球约19.5万吨，随近几年子午轮胎行业的不断发展，如今胶母粒的产量达不到市场需求，我国胶母粒市场仍主要依赖进口，因此国产胶母粒还有较为广阔的替代空间。

## ► 阳谷华泰国内领先

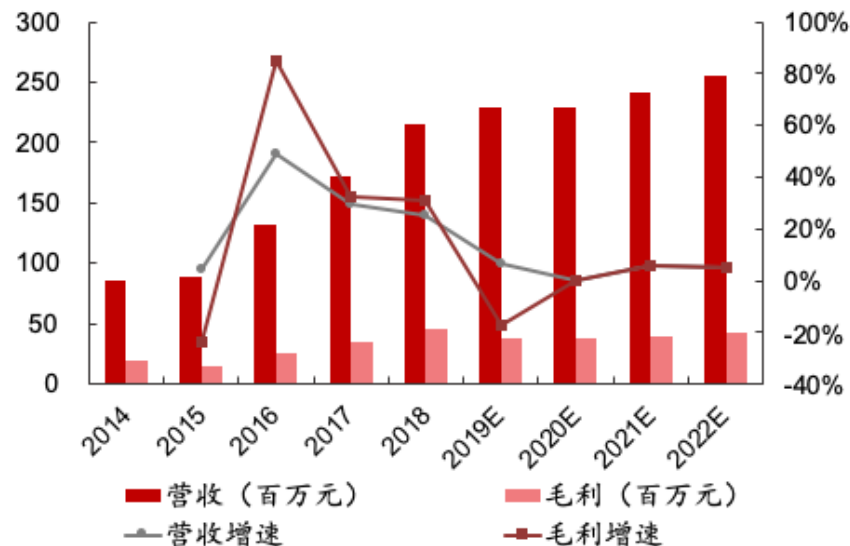
阳谷华泰现拥有胶母粒产能为1.5万吨/年，居行业领先地位，2019年H1实现营收1.15亿元，同比上升19.4%，毛利率为16.46%。未来公司将不断跟进并突破国际先进技术，进一步抢占市场份额。

图表35：我国预分散胶母粒总产量



资料来源：中橡协，方正证券研究所整理

图表36：公司预分散胶母粒业务历史业绩及预测



资料来源：公司公共，方正证券研究所整理



# 微晶石蜡：公司将改善进口依赖情况

## ➤ 一种物理防老剂

能为橡胶制品提供较高温度的臭氧防护，是防止橡胶制品龟裂的橡胶防护蜡，微晶石蜡主要应用于子午轮胎的生产。

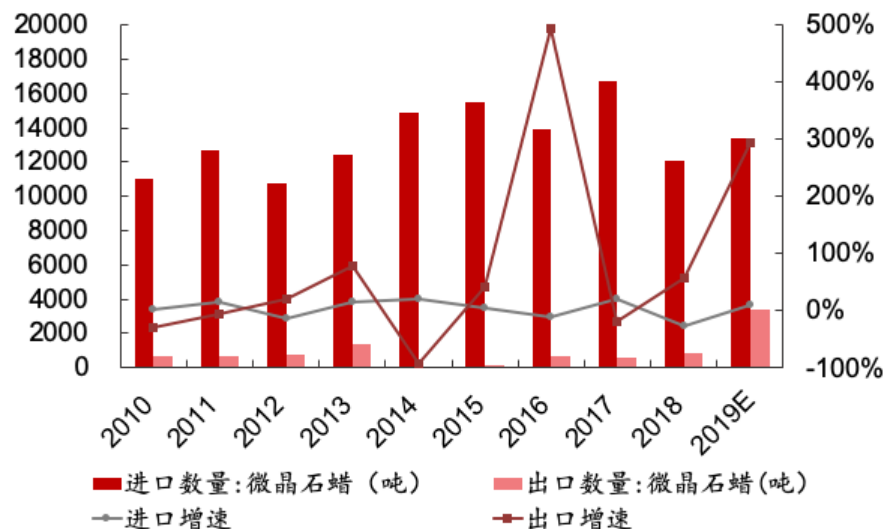
## ➤ 仍需进口

据卓创资讯统计，我国微晶石蜡生产规模和牌号尚不完善，产量不能满足下游需求，微晶石蜡需要进口，2019年微晶石蜡的进口量约1.34万吨，同比上升10.52%，出口量约为0.34万吨，同比上升293.67%，平均进口单价约为1776美元/吨，同比下降16.41%，平均出口单价约为1516美元/吨，同比下降8.21%。国内2019年荆门石化的微晶石蜡市场价为7150元/吨。

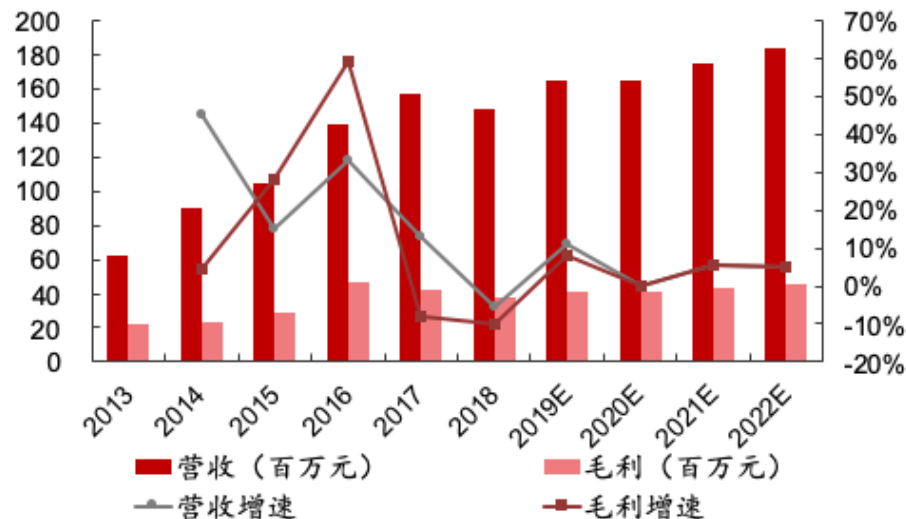
## ➤ 公司为全球微晶石蜡主要生产厂家

公司目前微晶石蜡产能2万吨，主要生产高端微晶石蜡，为全球微晶石蜡的主要生产厂家。2019年H1公司微晶石蜡产品共实现营收0.83亿元，同比上升20.35%，毛利率为25%。

图表37：我国微晶石蜡绝大部分依赖进口

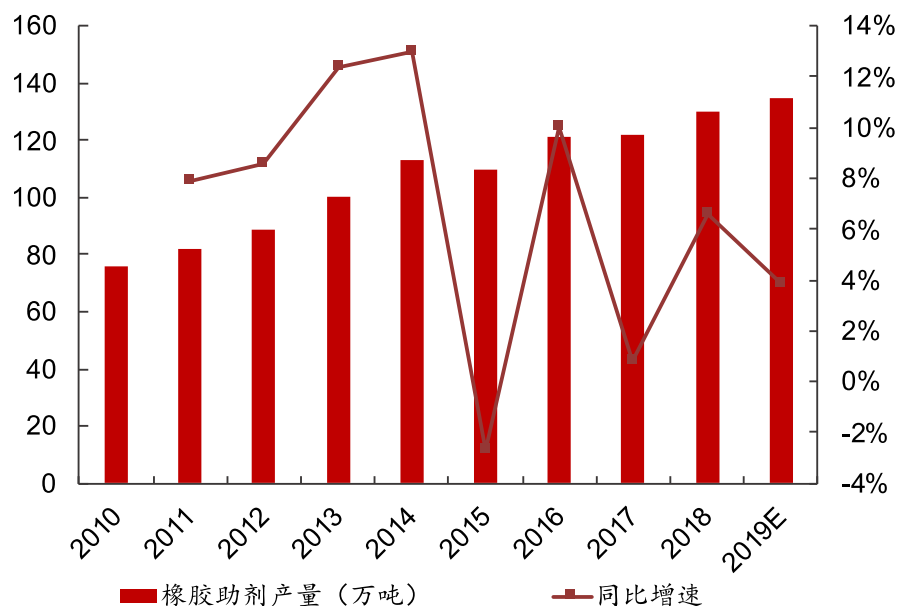


图表38：公司微晶石蜡业务历史业绩及预测



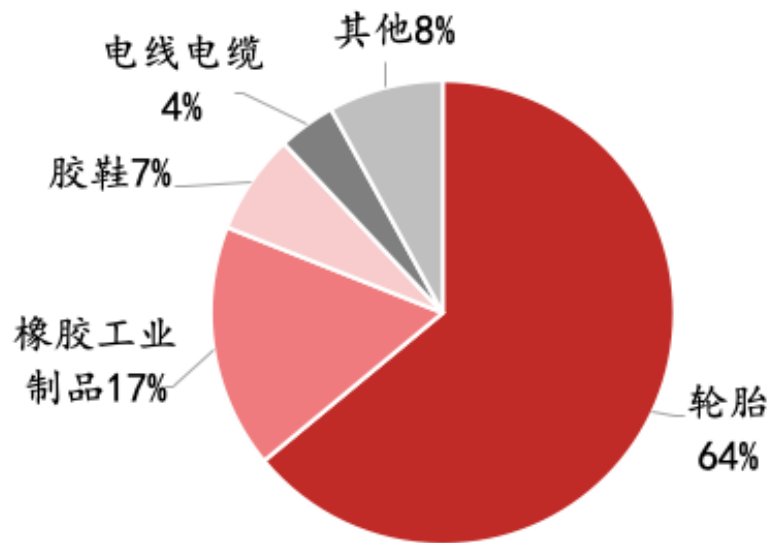
我国橡胶助剂行业起步较晚，子午线轮胎的国产化拉开了我国橡胶助剂快速发展的序幕。2019年我国橡胶助剂下游消费应用领域中，轮胎的消费占比达到了64%，近几年来，随着我国轮胎工业的发展步伐加快，我国已成为了世界橡胶助剂的生产大国和消费大国，橡胶助剂产量稳步上升。2018年我国橡胶助剂产量达到了130万吨，占全球橡胶助剂总产量的约80%左右。

图表39：我国橡胶助剂生产情况



资料来源：中橡协，方正证券研究所整理

图表40：2019年我国橡胶助剂下游消费结构

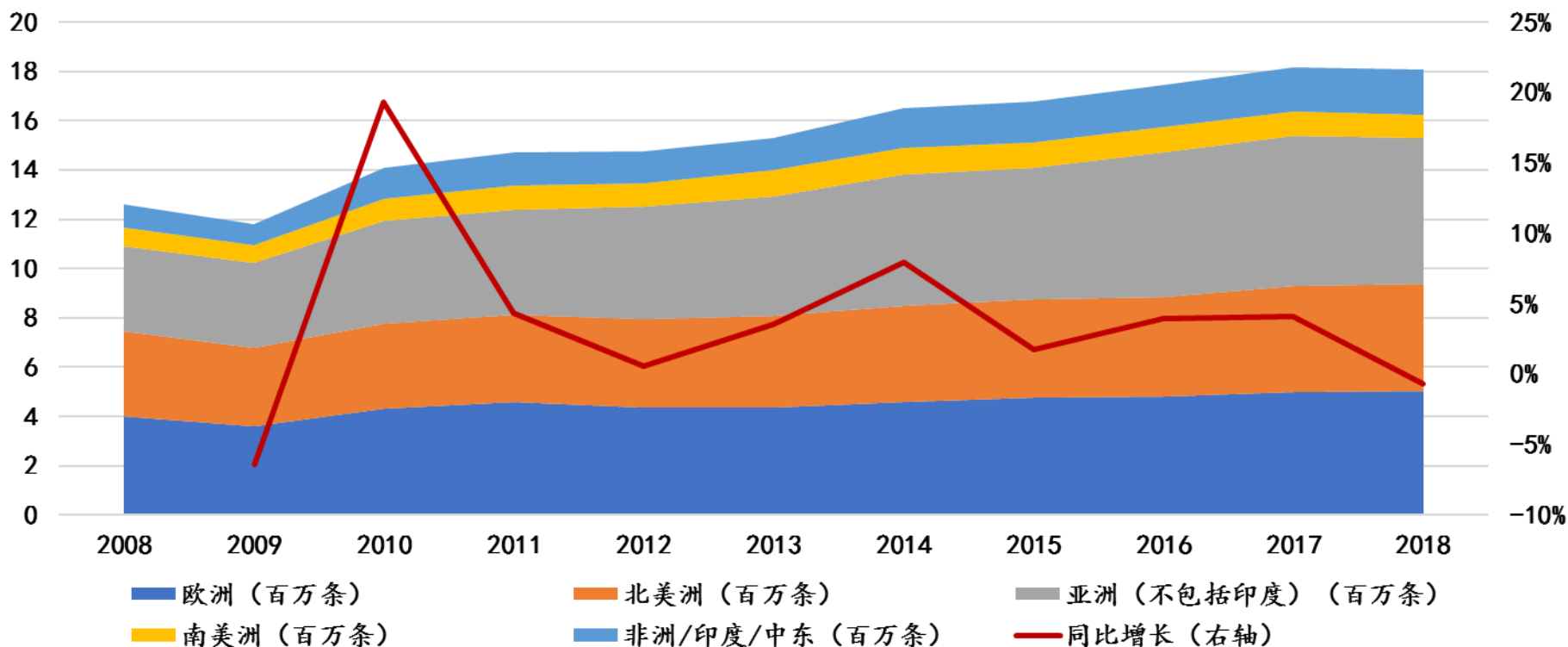


资料来源：卓创资讯，方正证券研究所整理

# 全球轮胎市场仍保持增长，将带动助剂增长

■ 全球轮胎市场仍保持增长，2008-2018年全球轮胎销售条数的年均增长率为3.7%，其中非洲/印度/中东为7.0%，亚洲为5.5%，欧洲为2.4%，北美为2.2%。

图表41：全球轮胎消费市场情况（按地域）



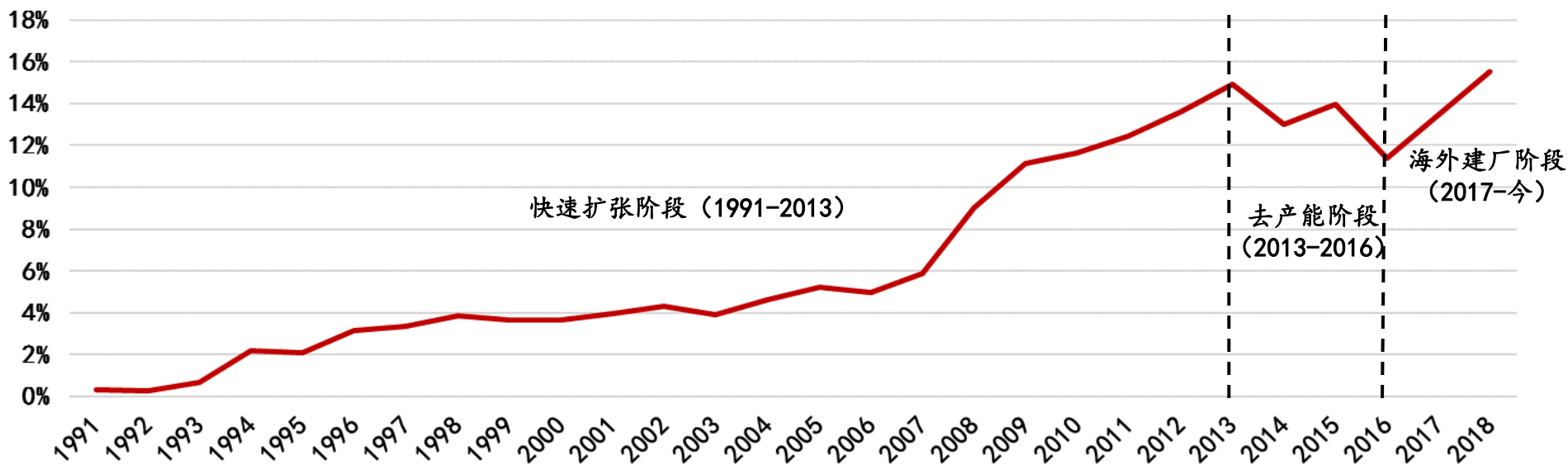
数据来源：Bloomberg 方正证券研究所

# 中国轮胎企业持续崛起，国产助剂更受益

中国大陆轮胎企业在全球的市占率变化大致经历了以下三个阶段：

- ✓快速扩张阶段（1991-2013）：大陆轮胎企业依靠成本费用优势快速抢占全球市场，市占率一路攀升至15.2%
- ✓去产能阶段（2013-2016）：由于贸易摩擦加剧，中国大陆轮胎企业出口受阻，轮胎产业进入去产能阶段
- ✓海外建厂阶段（2017-今）：中国大陆头部企业纷纷“走出去”建厂规避贸易争端，海外工厂放量抢占市场

图表42：全球前75强轮胎企业中中国大陆轮胎企业占全球销售额的比例



- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- **新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂**
- 公司的主要竞争优势
- 投资建议
- 风险提示

# 不溶性硫磺：高性能新型橡胶硫化剂

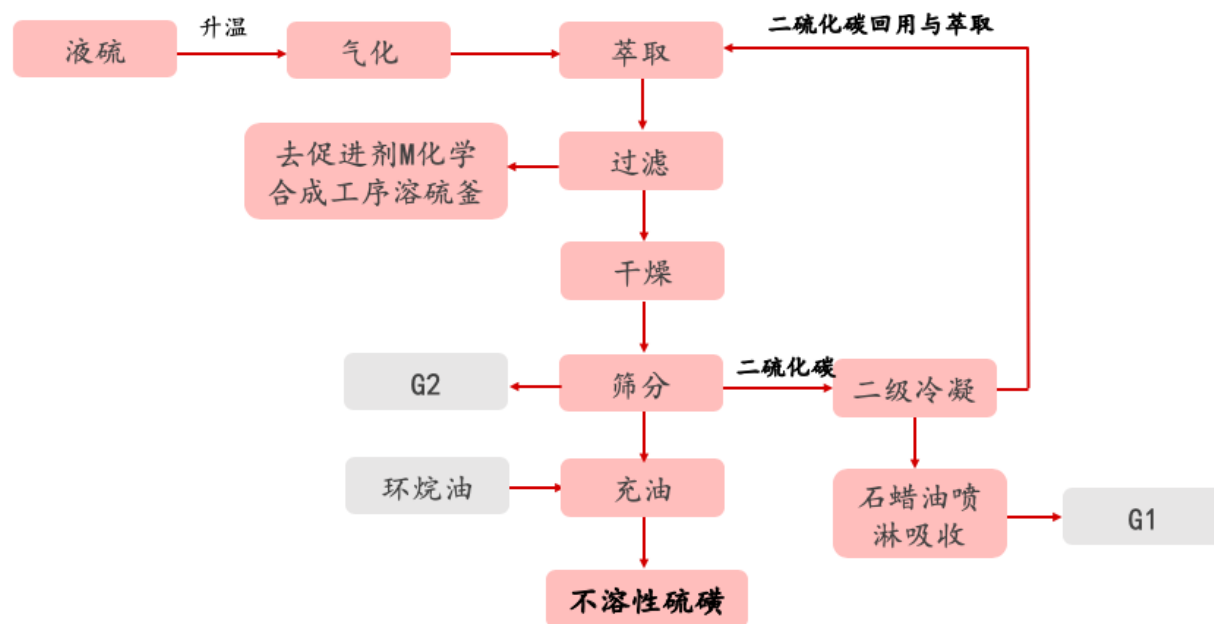
## ► 不溶性硫磺是高端橡胶硫化剂

是一种无毒、可燃的黄色粉末，因其不溶于二硫化碳而得名。它经普通硫磺热聚合制得，分子链上的硫原子数高达108以上，有高聚物的粘弹性和分子量分布，因此也称弹性硫或聚合硫，属于无机高分子化工原料。一般作为高级促进剂和硫化剂，用于高硫配方体系中，使用在胶料中不易产生早期硫化，并能够有效防止混炼胶中的硫磺喷霜，增强胶体黏性。

## ► 连续法工艺优势明显

不溶性硫磺主要有连续法与间歇法两种制备工艺，连续法是目前世界上最先进、产品质量最好的生产工艺，具有设备运行成本低，碳循环效率高，硫磺消耗低，污染小，且产品质量更加稳定等优点。

图表43：连续法制不溶性硫磺工艺



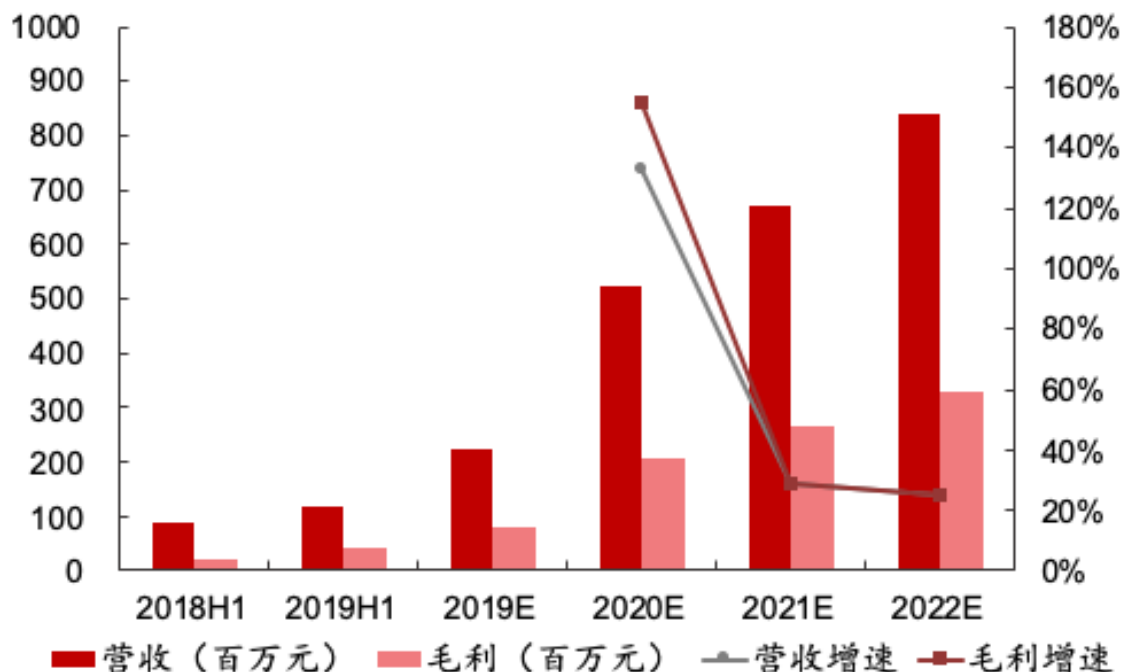
资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：G1、G2为二硫化碳不凝气及粉尘

# 不溶性硫磺：连续法突破，即将迎来大发展

2019年H1，公司不溶性硫磺业务共实现营收1.18亿元，同比增长35.25%，毛利率为34.96%。公司现拥有不溶性硫磺产能4万吨/年（连续法2.2万吨、间歇法1.8万吨），其中2万吨连续法不溶性硫磺为刚于2020年1月投产的新增产能，2020年有望实现满产。同时，公司以自有资金规划新建4万吨/年连续法不溶性硫磺，预计将于2021年投产。

图表44：不溶性硫磺历史业绩及预测

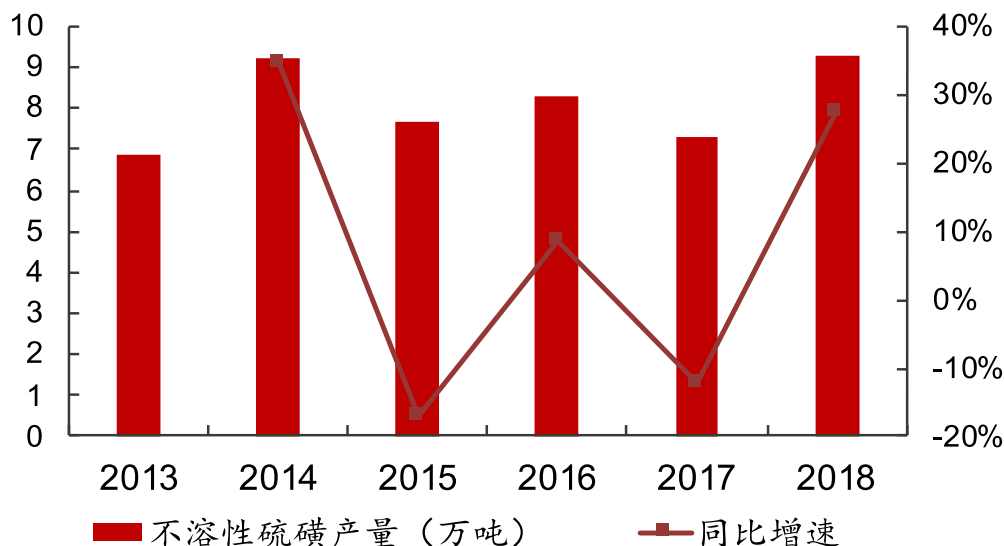


资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

# 国内产量较低，连续法市场空间较大

- 据中橡协统计，2018年我国不溶性硫磺总产量约为9.3万吨，高热稳定性不溶性硫磺为6.1万吨，普通不溶性硫磺产量为3.2万吨。国内目前不溶性硫磺的生产性能指标参差不齐，难以满足大多数轮胎厂商对高性能不溶性硫磺的指标要求，仍大量依赖国外进口。
- 阳谷华泰为国内目前唯一掌握连续法生产不溶性硫磺工艺的企业，产品各项参数已达到了国际水平，可有效替代进口，为国内不溶性硫磺市场的龙头。随公司2020年2万吨以及2021年预计的4万吨不溶性硫磺的投产，公司将进一步抢占市场份额，我们预计未来有望增加超2亿元的净利。

图表45：我国不溶性硫磺近年生产情况





# 阳谷华泰为国内唯一一家突破连续法技术的企业

- 目前全球不溶性硫磺产能约44.3万吨，其中海外不溶性硫磺产能约为26.8万吨，以美国福莱克斯20万吨/年的产能为主，采用连续溶剂法制备。国内目前不溶性硫磺产能在17.5万吨左右，主要生产厂家为阳谷华泰、尚舜化工、圣奥化学、中信华诚等，阳谷华泰已突破连续法不溶性硫磺的生产工艺，目前为国内唯一一家具有连续法生产技术的企业。
- 2020年不溶性硫磺的新增产能仍以阳谷华泰为主，行业内新增产能少，尤其是高性能不溶性硫磺，未来整体供给偏紧。

图表46：2019年全球不溶性硫磺市场产能分布

图表47：我国未来不溶性硫磺行业新增产能情况

	在产企业	所在国家/地区	现有产能 (万吨)
海外公司	福莱克斯	美国	20
	四国化成	日本	4
	三新化工	日本	0.5
	东方碳	印度	2.3
	合计	/	26.8
国内公司	阳谷华泰	华东	4
	尚舜化工	华东	3.5
	中信华诚	西南	3
	圣奥化学	华东	1.5
	无锡华盛	华东	1.5
	开仓化工	华中	1
	红星发展	西南	1
	固瑞特	华东	1
	嘉鸿化工	华北	1
	合计	/	17.5
海内外总计	总计	/	44.3

在建企业	所在地区	未来新增产能 (万吨)	投产时间
阳谷华泰	华东	4	2020年Q4
尚舜化工	华东	6	2021年Q4
科迈新材料二期	华北	2	2022年
朗润(蔚林新材料)二期	华中	1	2022年

# 中国不溶性硫磺的市场空间在 19 亿元左右

- 根据国际橡胶研究会（IRSG），2020 年全球橡胶消费量将增长 2.6%，中国的橡胶消耗量占全球总消费量的 33.4% 左右，其中轮胎的橡胶消费占比约为 60%。据中国知网，高性能不溶性硫磺主要应用于子午线轮胎的生产，其用量是子午线胎耗胶总量的 3%~4% 左右。根据我们的计算，我国在 2018 年轮胎子午率已经达到了 84.8%。
- 按照不溶性硫磺市场价（含税）在 1.3 万元/吨来计算，我们测算，2018 年我国高性能不溶性硫磺的需求量 13.80 万吨，预计 2019E/2020E/2021E 的需求量为 14.11/14.54/14.97 万吨，市场规模为 18.34/18.90/19.46 亿元。

图表 48：我国应用于橡胶轮胎的不溶性硫磺需求估算及预测

年份	中国橡胶消费量 (万吨)	轮胎子午化率	高性能不溶性硫磺需 求量 (万吨)	高性能不溶性硫磺市 场规模 (亿元)	高性能不溶性硫磺需 求增速
2010	785	46.91%	9.58	12.46	-21.39%
2011	824	47.01%	9.74	12.66	1.62%
2012	889	51.57%	10.91	14.19	12.10%
2013	967	50.18%	12.75	16.57	16.80%
2014	1141	56.39%	13.72	17.84	7.62%
2015	1164	65.41%	12.09	15.72	-11.87%
2016	1346	69.05%	12.48	16.22	3.20%
2017	1527	72.31%	12.94	16.83	3.74%
2018	1537	84.80%	13.80	17.94	6.62%
2019E	1540	85.00%	14.11	18.34	2.24%
2020E	1583	85.20%	14.54	18.90	3.03%
2021E	1626	85.40%	14.97	19.46	2.95%

资料来源：CNKI，IRSG，Wind，方正证券研究所整理

# 全球不溶性硫磺的市场空间在 44 亿元左右

- 我们测算，2018 年全球高性能不溶性硫磺的需求量约为 32.29 万吨，预计 2019E/2020E/2021E 的需求量为 32.98/34.01/35.10 万吨，全球市场规模在 2021 年将达到 45.63 亿元左右。

图表49：全球应用于橡胶轮胎的不溶性硫磺需求估算及预测

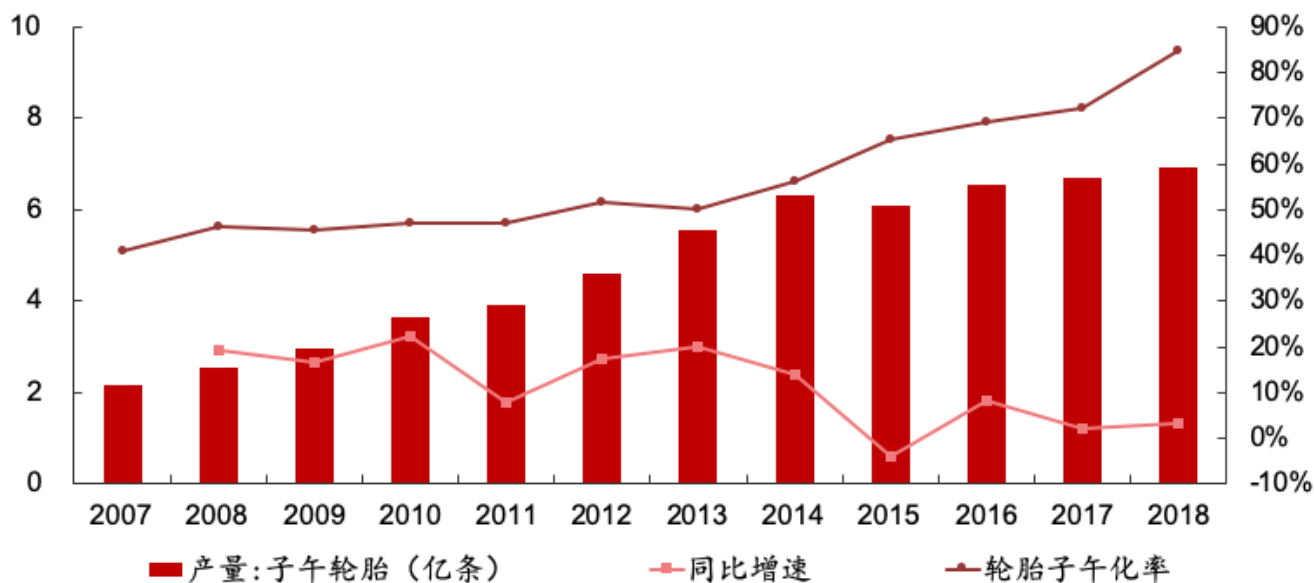
年份	全球橡胶消费量 (万吨)	轮胎子午化率	高性能不溶性硫磺需求 量(万吨)	高性能不溶性硫磺市场 规模(亿元)	高性能不溶性硫 磺需求增速
2010	2485	82.00%	21.67	28.18	-
2011	2581	82.30%	22.89	29.75	5.61%
2012	2598	82.60%	23.07	29.99	0.80%
2013	2682	83.00%	24.10	31.33	4.46%
2014	2640	83.50%	28.08	36.50	16.51%
2015	2678	83.90%	28.36	36.87	1.00%
2016	2750	84.30%	30.80	40.04	8.61%
2017	2838	84.70%	32.24	41.91	4.66%
2018	2919	85.20%	32.29	41.98	0.16%
2019E	2920	85.30%	32.98	42.87	2.12%
2020E	3001	85.60%	34.01	44.22	3.15%
2021E	3083	86.00%	35.10	45.63	3.19%

资料来源：CNKI，IRSG，Wind，方正证券研究所整理

# 子午轮胎需求增长，子午化率逐年上升

我国轮胎子午化率逐年上升，带动不溶性硫磺需求增长。目前我国子午线轮胎率逐年上升至2018年，轮胎子午化率达到84.8%。据智研咨询统计，欧美等国家的轮胎子午化率目前已超过90%，部分发达国家已接近100%，我国轮胎子午化率与发达国家相比还有一定增长空间，且轮胎是易耗品，随着我国汽车保有量的不断增加，与此相对应的轮胎需求量依旧旺盛。同时，如今人们对高性能汽车的需求不断提升，子午胎取代普通斜交胎将成为未来趋势，高性能不溶性硫磺拥有十分乐观的市场需求增量。

图表50：2018年我国轮胎子午化率超80%



# 拟投资项目拓展特种橡胶助剂板块，注入成长新动力

- 特种橡胶助剂拥有广阔成长空间。根据Notch Consulting, Inc. 统计，2016年全球防老剂、促进剂及其他橡胶助剂的需求量分别为52.04万吨、40.88万吨以及52.21万吨，特种橡胶助剂占总需求量的比例约为36%，需求还有很大的增长空间，特种橡胶助剂主要有增粘树脂等增粘剂、均匀剂、防焦剂、粘合树脂等粘合剂，是推动轮胎工业工艺技术变革的创新性材料。
- 公司年产90000吨橡胶助剂项目以高档系列产品为主，升级产品结构，适应不同客户需求。目前高档的特种橡胶加工助剂大多依赖进口，因此，公司在2019年拟投入资金5.06亿元，建设新型橡胶加工助剂项目，以缓解国内橡胶加工助剂高度依赖进口的情况。公司此举将进一步拓展业务板块，适应客户不同的产品需求，为公司注入新的业绩成长动力。

图表51：公司9万吨高性能橡胶助剂投资项目情况

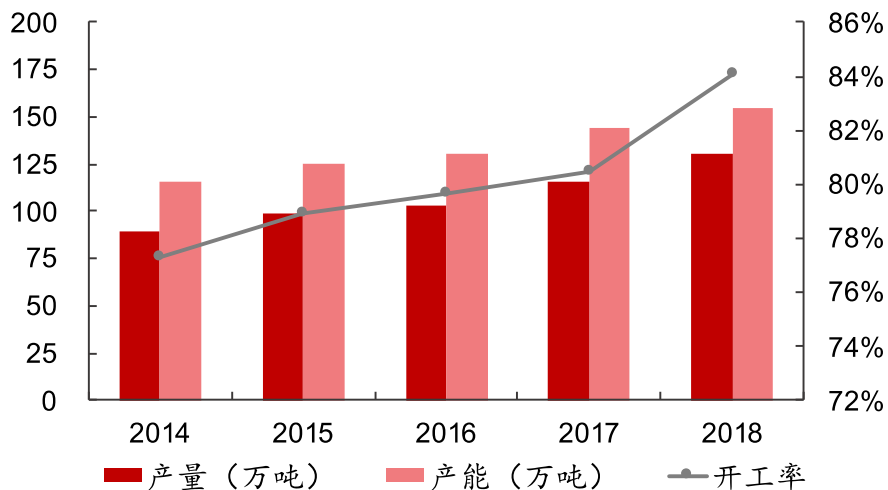
项目名称	产品大类	公司主营产品	未来新增产能 (吨)	目前产品单价 (含税: 万元/吨)	预计年营收 (满产情况下不含税: 亿元)	投资总额 (亿元)	预计投产时间
规划9万吨高性能橡胶助剂募投项目	硫化助剂	不溶性硫磺	40000	1.30	4.60	5.06	规划中
		促进剂TBzTD	2000	3.25	0.58		
		硫化剂DTDM	1000	/	/		
	粘合助剂	树脂	35000	1.75	5.42		
		粘合剂HMMM	10000	0.90	0.80		
	防护助剂	抗硫化返原剂HTS	1000	7.00	0.62		
	其他	钴盐HT-C20	1000	13.00	1.15		
规划项目总计			<b>90000</b>	/	<b>13.16</b>		

资料来源：公司公告，方正证券研究所

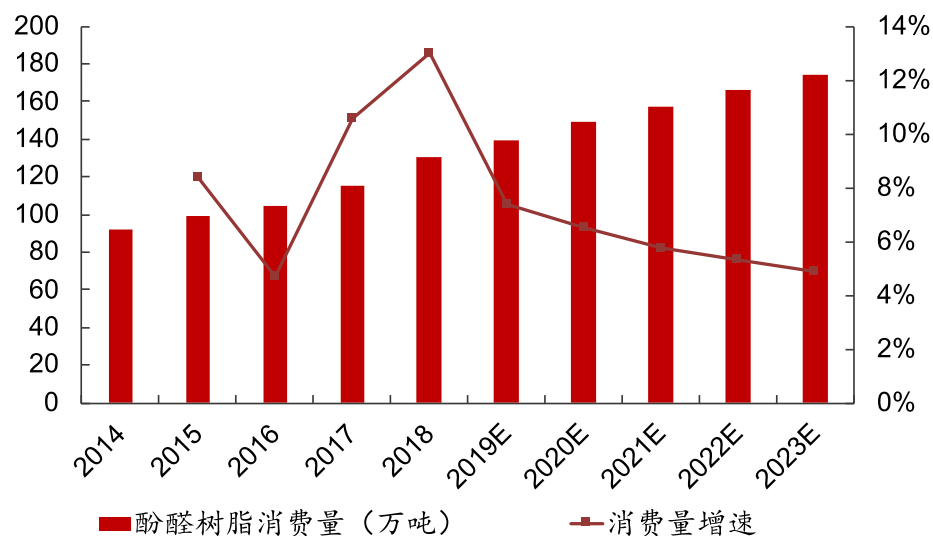
- 目前国内生产轮胎橡胶用酚醛树脂的企业有形程新材、济南圣泉等。2018年国内酚醛树脂的总产能在66.8万吨左右，年产量为61.28万吨。国际上，圣莱科特产能约7万吨。但部分国内酚醛树脂生产企业在关键工艺、质量稳定性方面与国外企业仍有一定差距。
- 阳谷华泰正在规划布局3.5万吨酚醛树脂，在公司先进的技术优势以及稳定的客户群体条件下，有望给公司带来新的利润增量。

- 橡胶助剂分为通用型橡胶助剂以及特种橡胶助剂。橡胶用酚醛树脂（增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等）属于特种橡胶助剂。
- 据艾瑞咨询统计，2019年全国酚醛树脂产量为111.9万吨，占全球产量比例超20%，消费量约为139.8万吨，同比上升7.37%，未来至2023年有望突破170万吨。

图表52：我国酚醛树脂生产情况



图表53：我国酚醛树脂消费量及其未来预测



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所



图表54：我国酚醛树脂主要生产企业情况

	公司名称	所在地	国外投资方	2018年产能 (万吨/年)	2018年产量 (万吨/年)	主要产品下游应用
海外公司	太尔化工；太尔胶黏剂	上海；广东肇庆	新加坡爱克	15	13.5	酚醛树脂原材料、低固含液体酚醛树脂
	圣莱科特	上海、南京	美国圣莱科特	7	6.2	轮胎橡胶用酚醛树脂
	苏州住友电木	苏州市	日本住友电木	4	3.4	电子材料专用酚醛树脂
	松下电子	上海、广州、苏州	日本松下电器	3	2.5	酚醛树脂模塑料、半导体电子封装用酚醛树脂
	欧区爱铸造	南通市	德国欧区爱化工	2.2	1.8	铸造用酚醛树脂
	可隆乔治亚太平洋	苏州市	韩国可隆；美国乔治亚太平洋树脂	1.8	1.7	轮胎、电子用酚醛树脂和酚醛绝缘材料
	总计				33	29.1
国内公司	济南圣泉	济南市	/	31	30.18	磨料磨具、摩擦材料、耐火材料、保温材料、轮胎橡胶用材料、
	山东宇世巨化	乐陵市	/	20	17.5	磨料磨具、摩擦材料、耐火材料、保温材料、
	山东莱芜润达	莱芜市	/	6	5.3	铸造材料、磨料磨具、耐火材料
	彤程新材料	上海市	/	5.8	4.9	轮胎橡胶用酚醛树脂
	辽宁锦成化工	营口市	/	4	3.4	耐火酚醛
	总计				66.8	61.28

资料来源：艾瑞咨询，公司公告，方正证券研究所



# 钴盐原材料价格下行接近底部

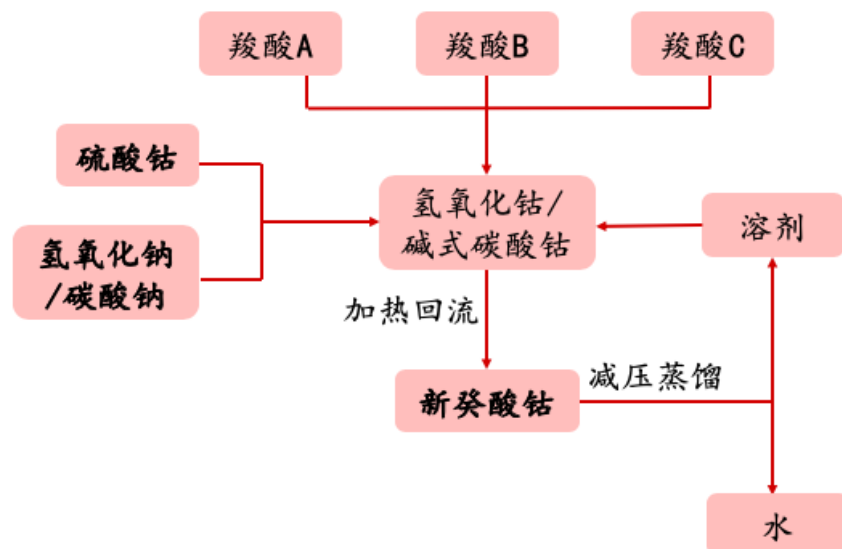
- ▶ 钴盐粘合增进剂主要应用于子午线轮胎、运输带、胶管及胶带，在子午线轮胎的胶料中加入钴盐粘合促进剂能有效提高橡胶与钢丝帘线的粘合功能，有效防止因各种老化而导致的粘合度降低，增加轮胎载重力，使用寿命，提高安全性。根据中国知网，每1万条子午线轮胎消耗0.15吨钴盐计算，我们结合我国子午轮胎产量测算到2018年钴盐粘合促进剂的消费量为1.04万吨左右，我国现有钴盐产能约1.18万吨左右。
- ▶ 目前国内外制备新型钴盐大多以硫酸钴为初始原料，2019年12月硫酸钴的价格约为5.37万元/吨，同比下降52.20%。

图表55：钴盐粘合增进剂主要原材料报价



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表56：新癸酸钴工艺流程



资料来源：CNKI，方正证券研究所

# 我国钴盐现有产能约1.18万吨左右

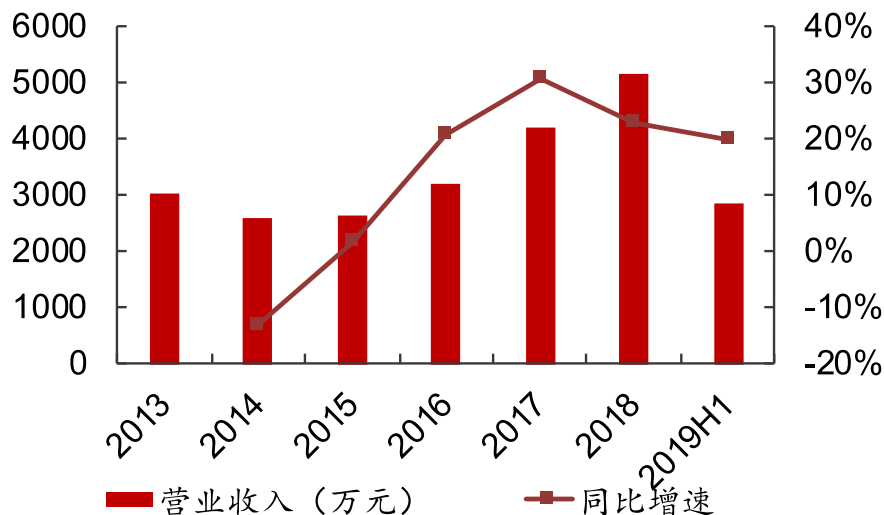
图表57：我国钴盐粘合增进剂主要生产企业情况

	公司名称	产能 (吨)	国内代理商/国内子公司	主要品种
海外公司	英国OMG公司	/	罗地亚	硼酰化钴 Manobond 680C Manobond C22.5 新癸酸钴 Manobond CN20.5 Manobond 740C 硬脂酸钴 Manobond CS95
	美国SHEPHERD公司	/	上海彤程	硼酰化钴 Comend A Comend B 新癸酸钴 Cobalt neodecanoate 环烷酸钴 Cobalt naphthenate 硬脂酸钴 Cobalt stearate
	澳大利亚NEUPLEX旗下APS业务	1500	被大连爱柏斯收购	新癸酸钴 Texistab Cobalt 20.5 硼酰化钴 Texistab Cobalt 22.5 环烷酸钴 Texistab Cobalt 10.5 硬脂酸钴 Texistab Cobalt 9.5
	大日本油墨化学工业 (DIC)	/	迪爱生合成树脂 (中山)	新癸酸钴 DIC7000 硼酰化钴 DIC7200
国内公司	江苏江阴三良橡塑	2700	/	硼酰化钴 癸酸钴 硬脂酸钴
	浙江金茂橡胶助剂	3100		癸酸钴 硼酰化钴
	辽宁朝阳征和	2000		固体环烷酸钴 ZH-10-A、ZH-10-B 硬脂酸钴 癸酸钴 硼酰化钴 ZH-L、H-D
	江苏镇江迈特	1200		环烷酸钴 RC-N10 硬脂酸钴 RC-S95 癸酸钴 RC-D20 硼酰化钴 RC-B23
	江苏卡欧化工	500		硬脂酸钴 KO-95 环烷酸钴 KO-10T 新癸酸钴 KO-20 硼酰化钴 KO-23
	山东阳谷华泰	50		环烷酸钴 癸酸钴 硬脂酸钴
	合计	11750		

# 参股江苏达诺尔，进军电子化学品行业

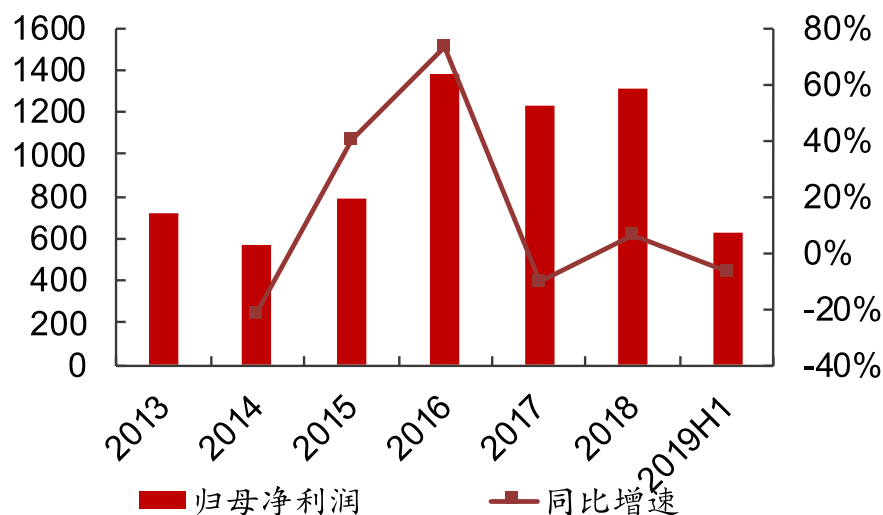
- ▶ 公司收购电子化学品行业的领先企业江苏达诺尔10%股权，主要从事超高纯微电子化学品的研发、生产和销售，主要产品为PPT级超纯异丙醇、超纯氨水等。
- ▶ 达诺尔是国内微电子化学品行业的领先企业之一，所采用的核心技术均为自主研发，打破了国际技术垄断，产品品质达到国际的10ppt级别水平，成功填补国内技术空白。公司采用直销模式，为多家海内外电子芯片厂家提供超纯氨水和超纯异丙醇产品，目前已在新三板挂牌登记。
- ▶ 2019年H1达诺尔实现营收2878.79万元，同比增速为19.9%，实现归母净利润628.7万元，同比下降6.98%，归母净利润同比稍有下降，主要是由于公司相比较2018年营业外收入有所下降。

图表58：江苏达诺尔公司营收情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表59：江苏达诺尔公司净利润情况

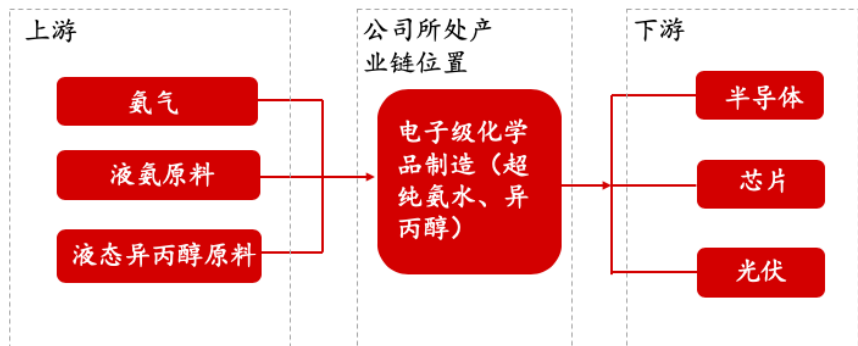


资料来源：Wind，方正证券研究所

# 电子化学品市场潜力大

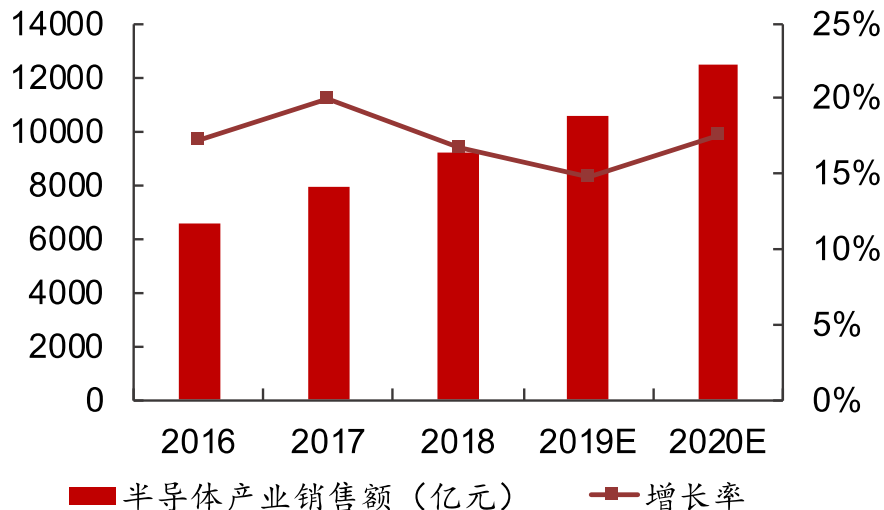
- 达诺尔所生产的超高纯氨水是半导体行业常用的八大化学试剂之一，消耗量位居行业第三，主要用于硅晶片的扩散、腐蚀、清洗等。在2007年前，国内使用的超高纯氨水全部依赖进口，随着中国芯片行业的快速发展，对超纯氨水的需求也越来越大。2018年全球半导体市场规模约为4779.4亿美元，同比增长15.9%左右。我国半导体产业市场销售额约为9202亿元，增长率为14.8%，发展势头较为强劲。
- 我国超纯化学品开发研究起步较晚，生产工艺和技术远落后于国际先进水平，因此我国超纯化学品的行业替代空间非常广阔，而达诺尔已经率先研发出10ppt级别水平的电子化学品，达到了国际半导体标准，看好达诺尔未来的发展潜力。

图表60：江苏达诺尔所处产业链



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表61：我国半导体行业发展情况

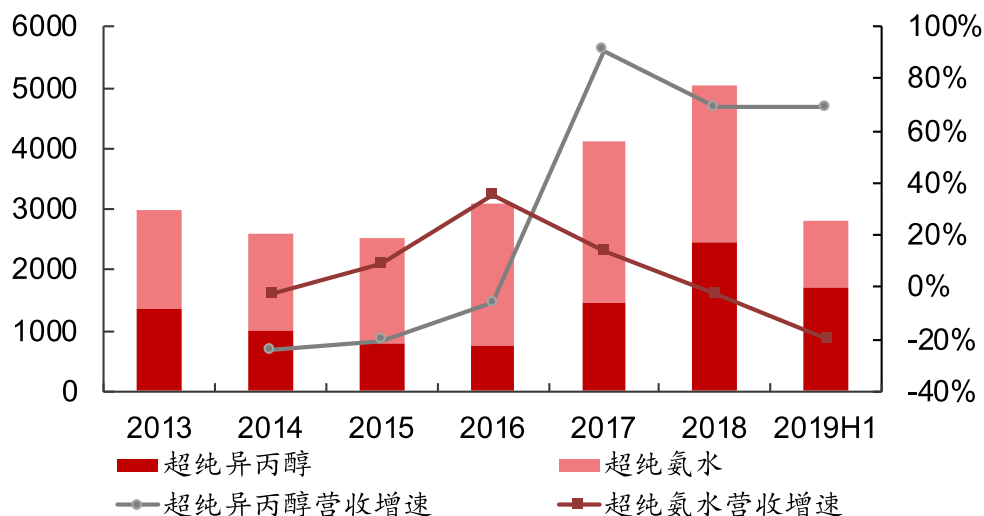


资料来源：CSIA、CEMIA2009.02，方正证券研究所

# 达诺尔重视新产品研发，不断拓宽销售渠道

- 达诺尔在2019年超纯异丙醇收入为1725.1万元，同比增速为68.86%，毛利率为47.86%，超纯氨水收入为1067.68万元，同比增速为-20.29%，毛利率为49.46%。
- 在销售渠道方面，公司超纯氨水已成功进入国内最大半导体存储芯片厂——紫光集团旗下长江存储科技有限责任公司、重庆万国半导体等多家12寸半导体芯片厂，产品长期稳定的销往国际巨头巴斯夫等公司，公司未来将继续以高性价比的产品优势，扩大产品销售量。
- 技术研发方面，公司非常注重对技术研发的投入，掌握了多项核心技术，拥有业内较为领先的成本优势，2019年公司的新基地新产品已正式投产，超纯硫酸的制备以及无硼超纯水的制备都已获得专利权。

图表62：江苏达诺尔分产品营收情况（万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

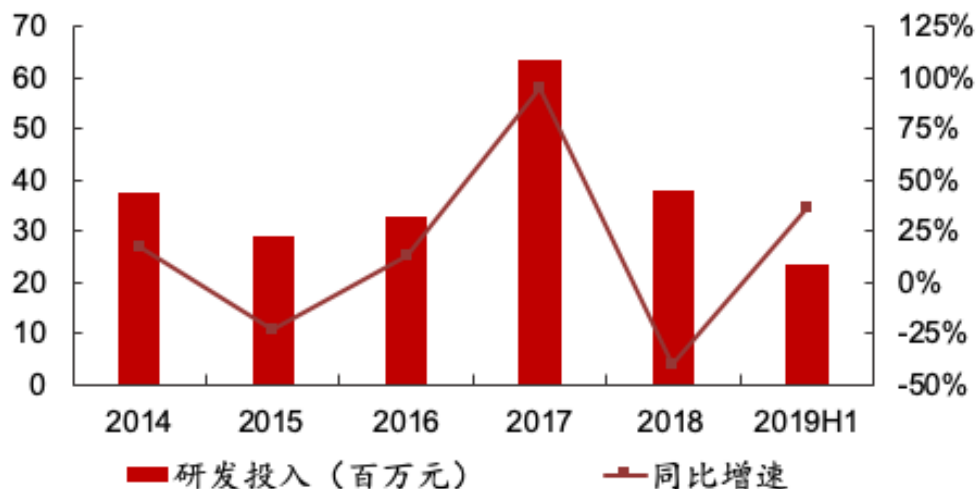
- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- **公司的核心竞争优势**
- 投资建议
- 风险提示

# 公司核心竞争力：领先的技术创新与研发能力

➤ 公司在橡胶助剂行业中技术较为领先，新型橡胶助剂将向市场投放，有望成为公司新的利润增长点。

- ① 橡胶助剂行业属于技术密集型行业，公司要在行业中保持领先并不断扩大优势的关键在于不断提升产品质量，开发出更符合市场需要的产品。由于橡胶助剂产品存在开发周期长、技术垄断强等因素，公司历年来重视产品研发，拥有国内橡胶助剂行业以企业为载体的国家级工程技术研发中心。
- ② 公司促进剂M、NS绿色新工艺的成功研发，解决了促进剂行业的三废问题，环保型均匀剂、高热稳定高分散型不溶性硫磺、PK900、DBD等产品成功实现了国产化，打破了国外技术垄断。
- ③ 公司研发的胎面树脂、硫化剂DTDC、促进剂TBzTD、TiBTD、新型多功能交联剂以及新型粘合促进剂HMMM是发展绿色轮胎的重要原材料，可成为公司新的利润增长点。

图表63：2019年H1公司研发投入增速为36.29%



资料来源：公司公告，方正证券研究所



图表64：公司重要项目研发进展情况

产品名称	产品特性	研发进展
轮胎胎面功能性树脂	用于轮胎胎面可以提升轮胎干/湿抓地力并平衡滚动阻力的高分子材料，可以大幅度提升轮胎的操控和安全性能，是行业研究的热点	目前已完成中试试验研究，产品品质达到了国际同类产品先进水平，下一步准备进行工业化建设
新型硫化剂 DTDC	本品可赋予胶料优良的耐热性、耐压缩性和高定伸应力，具有不喷霜、焦烧安全和硫化速度快等特点，是轮胎等大型模型橡胶制品、耐热橡胶制品卫生橡胶制品及彩色橡胶制品的最佳硫化剂	已建成500吨/年生产规模的生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平。产品已销往欧美和国内重要轮胎客户，客户反馈良好，市场正在进一步推广认证。
双氧水法合成新型硫化促进剂 TBZTD	属于秋兰姆类促进剂，不产生亚硝胺类致癌物质，环保无污染。其焦烧时间比TMTD长，硫化速度稍低于TMTD，是替代TMTD、TMTM等具有极具发展潜力的秋兰姆类促进剂	已建成500吨/年生产规模的生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平。产品已销往欧美和国内重要轮胎客户，客户反馈良好，市场正在进一步推广认证。
新型多功能交联剂	具有硫化促进剂的作用，又具有抗硫化返原的作用，在硫化过程中可以形成稳定的交联网络，提高胶料的抗硫化返原性能	目前已建成500吨/年生产规模的生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平。产品正在进行市场推广。
促进剂TiBTD	在使用过程中不产生亚硝胺有毒物质，是一种新型的、安全环保的秋兰姆类促进剂，可广泛用于天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶等，是替代促进剂TMTD、TETD、TMTM、TRA等替代产品	目前已建成500吨/年生产规模的生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平。产品正在进行市场推广。
新型粘合促进剂 HMMM	由于HMT在使用过程中分散困难、有毒，更为严重的是硫化过程中释放氨等问题，对钢丝帘线会腐蚀，胶料不耐盐水、湿及蒸汽热等老化，对胶料粘合性能负面影响较大。添加HMMM的胶料耐湿热和盐水等老化性能好，覆胶率高，粘合抽出力大等优点，是HMT的替代品，也是今后粘合体系发展的主流产品	目前已建成6000吨/年生产规模的生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平，产品已销往欧美和国内重要轮胎客户，客户反馈良好，市场正在进一步推广认证
后硫化稳定剂 HTS	本品用于硫黄硫化聚合物，增加抵抗因过硫化、高温化和无氧老化导致的交联密度下降，为制品提供优越的柔顺性、耐热老化性、动态耐疲劳性，并有效抑制配合剂的析出、提高定伸应力	目前已建成500吨/年生产规模生产车间，产品品质达到国际同类产品先进水平。产品正在进行市场推广。
超级增粘树脂	属于活性交联点，易于发生交联反应，因此具有更好的耐湿热性能，被誉为超级增粘树脂	目前正在开展小试试验研究，并取得了突破性进展
新型补偿型抗硫化返原剂	一种多官能基团的含有不饱和双键的新型补偿型抗硫化返原剂，是专门为解决硫黄硫化不饱和橡胶硫化返原而开发的。在减震制品上可以有效提高刚度等性能的稳定性的稳定性，提高产品合格率，降低产品成本	目前正在开展实验室试验研究，已取得了突破性进展。
新型防焦剂	天然橡胶、合成橡胶用优异的防焦剂，尤其适用于EPDM、NBR和HNBR，减少硫化时间，提高生产效率，提高定伸应力，减小永久压缩变形	目前已完成了小试研究开发，形成了成熟的小试合成工艺技术。

资料来源：公司公告，方正证券研究所



## ➤ 产业链一体化带来的成本优势

促进剂M是主要的制促进剂以及胶母粒的原材料。公司自主研发了防焦剂CTP原材料氯代环己烷的生产技术和促进剂NS的原材料促进剂M的生产技术，这些技术的成功运用将使公司的主要产品的原材料从外购逐步转向自行生产，公司促进剂M自用率接近66%，最大程度的降低了生产成本。公司使用的循环经济工业每年可为防焦剂CTP节省630万元的成本，在促进剂的生产成本上至少比国内酸碱法技术节省1100元/吨的单吨费用（不计节省的废水处理成本）。

## ➤ 享有业内领先的贸易渠道优势

公司采用“大客户”的直销战略，橡胶助剂产品部分出口至海外市场，部分直供国内大中型轮胎企业。公司在橡胶助剂市场享有卓越的品牌名誉，公司国内客户主要有玲珑轮胎、杭州中策、风神控股、上海轮胎、三角轮胎、佳通股份、华南轮胎、正新轮胎等国内知名轮胎企业。与此同时，公司成立了阳谷华泰进出口有限公司、博为化学（香港）以及华泰化学（美国），专门对接海外客户贸易往来与维护，已成功与米其林、普利司通、固特异、大陆、倍耐力、锦湖、韩泰等国际头部企业达成长期贸易合作关系。

## ➤ 环保优势

绿色环保是加工制造业的行业趋势，国家也越来越重视制造业的环保问题，公司自主开发了多效蒸发+生化处理组合工艺，解决了橡胶助剂废水难以生化处理的难题，生产模式符合并领先行业发展趋势。

- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- 公司的核心竞争优势
- **投资建议**
- 风险提示

图表65：可比公司估值表

代码	名称	当前股价	总市值 (亿元)	EPS(元)				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603650	彤程新材	16.98	99.50	0.70	0.73	0.91	1.09	28.19	23.19	18.76	15.53
300596	利安隆	37.01	75.87	1.07	1.53	2.10	2.67	28.90	24.20	17.59	13.84
300214	日科化学	8.10	34.49	0.24	0.43	0.84	1.03	22.79	18.89	9.69	7.86
300387	富邦股份	9.28	27.08	0.23	0.35	0.52	0.79	24.88	26.81	17.98	11.77
	平均值			0.56	0.76	1.09	1.40	26.19	23.27	16.01	12.25
300121	阳谷华泰	8.67	33.65	0.98	0.51	0.74	1.26	8.72	16.97	11.62	6.89

资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1334.83	1439.49	1734.13	2250.96	营业总收入	2081.93	1997.75	2269.90	2787.06
现金	413.61	494.71	691.51	990.97	营业成本	1404.47	1508.98	1689.87	1902.45
应收账款	521.68	467.81	526.08	648.17	营业税金及附加	21.58	21.27	24.44	29.71
其它应收款	24.40	23.54	26.53	32.67	营业费用	78.70	79.91	83.99	103.12
预付账款	49.66	56.38	62.01	70.24	管理费用	87.78	103.88	99.88	130.99
存货	206.84	182.19	205.89	231.07	财务费用	13.03	-6.66	-11.86	-16.82
其他	118.63	214.86	222.10	277.84	资产减值损失	3.04	0.00	0.00	0.00
非流动资产	765.95	773.76	781.14	778.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	29.05	33.61	39.88	47.01	投资净收益	1.70	1.36	1.47	1.43
固定资产	586.61	593.54	598.66	593.12	营业利润	459.32	239.26	348.33	584.78
无形资产	75.33	71.64	67.63	63.88	营业外收入	0.74	0.00	0.00	0.00
其他	74.97	74.97	74.97	74.97	营业外支出	6.24	0.00	0.00	0.00
资产总计	2100.78	2213.25	2515.26	3029.95	利润总额	453.83	235.47	343.97	580.61
流动负债	378.12	299.37	322.18	365.75	所得税	86.58	44.25	64.77	109.50
短期借款	109.90	0.00	0.00	0.00	净利润	367.25	191.22	279.20	471.11
应付账款	120.00	117.12	129.78	146.63	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	148.22	182.24	192.40	219.12	归属母公司净利润	367.25	191.22	279.20	471.11
非流动负债	16.53	16.53	16.53	16.53	EBITDA	524.03	294.11	404.36	644.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.95	0.51	0.74	1.26
其他	16.53	16.53	16.53	16.53					
负债合计	394.65	315.89	338.71	382.28					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股本	375.13	375.13	375.13	375.13					
资本公积	650.88	650.88	650.88	650.88					
留存收益	696.55	887.77	1166.98	1638.09					
归属母公司股东权益	1706.14	1897.36	2176.56	2647.67					
负债和股东权益	2100.78	2213.25	2515.26	3029.95					
现金流量表					主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	441.09	277.99	289.65	390.98	成长能力				
净利润	367.25	191.22	279.20	471.11	营业收入	0.27	-0.04	0.14	0.23
折旧摊销	67.03	74.34	82.58	90.93	营业利润	0.84	-0.48	0.46	0.68
财务费用	19.02	2.42	0.00	0.00	归属母公司净利润	0.80	-0.48	0.46	0.69
投资损失	-1.70	-1.36	-1.47	-1.43	获利能力				
营运资金变动	-15.86	7.57	-75.01	-173.81	毛利率	0.33	0.24	0.26	0.32
其他	5.35	3.79	4.36	4.17	净利率	0.18	0.10	0.12	0.17
投资活动现金流	-212.49	-84.57	-92.85	-91.52	ROE	0.22	0.10	0.13	0.18
资本支出	-206.92	-81.37	-88.05	-85.82	ROIC	0.26	0.13	0.18	0.27
长期投资	-6.00	-3.20	-4.80	-5.70	偿债能力				
其他	0.43	0.00	0.00	0.00	资产负债率	0.19	0.14	0.13	0.13
筹资活动现金流	90.30	-112.32	0.00	0.00	净负债比率	0.09	0.02	0.02	0.02
短期借款	0.00	-109.90	0.00	0.00	流动比率	3.53	4.81	5.38	6.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.98	4.20	4.74	5.52
普通股增加	583.86	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积增加	0.00	1.91	1.92	1.91	总资产周转率	1.12	0.93	0.96	1.01
其他	-493.56	-4.34	-1.92	-1.91	应收账款周转率	4.35	4.04	4.57	4.75
现金净增加额	318.91	81.09	196.81	299.45	应付账款周转率	19.45	16.85	18.39	20.17
					每股指标(元)				
					每股收益	0.95	0.51	0.74	1.26
					每股经营现金	1.14	0.72	0.75	1.01
					每股净资产	4.39	4.88	5.60	6.81
					估值比率				
					P/E	9.15	16.97	11.62	6.89
					P/B	1.97	1.77	1.54	1.27
					EV/EBITDA	5.70	-1.52	-1.59	-1.46

数据来源：wind 方正证券研究所

- 主要观点：防焦剂世界冠军，不溶性硫磺有望带来高速增长
- 橡胶添加剂行业的隐形冠军
- 原有主业显示冠军实力：防焦剂、硫化助剂、微晶石蜡、胶母粒
- 新增业务带来高速增长：不溶性硫磺、新型特种橡胶助剂
- 公司的核心竞争优势
- 投资建议
- 风险提示

- 竞争对手不溶性硫磺连续法工艺突破
- 新项目进展缓慢
- 装置受不可抗力关停的风险
- 宏观经济波动导致的产品需求下降的风险
- 产品价格大幅下跌
- 市场竞争加剧的风险
- 主要原材料价格大幅波动
- 安全环保风险
- 研发成果转化不及时的风险
- 应收账款回笼的风险
- 对外担保风险

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。



本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。



# THANKS

方正证券 正在你身边

方正化工 李永磊 ( 15120081690 )  
董伯骏 ( 15210959531 )  
研究支持 肖依琳



**方正证券股份有限公司**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层  
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,  
Xicheng District, Beijing, China