

# 彤程新材 (603650)

证券研究报告

2020年06月04日

## 拟发行可转债，推进“一体两翼”的发展战略

### 事件

公司拟发行可转债募集资金总额不超过 99453 万元，用于包括 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期）、6 万吨橡胶助剂扩建项目、新型高效加氢裂化催化剂生产及功能型树脂中试装置项目等 7 大项目建设。

### 加速推进“一体两翼”的发展战略，布局可降解材料和电子化学品领域

公司拟投资约 6.7 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。产品定位于取代传统烯烃类不可降解的一次性软质包装材料，拥有巴斯夫聚合技术的独家授权专利技术，并且产品有部分交由巴斯夫作为 ecoflex 产品销售。公司预计达产后可产生年均收入约 9.8 亿元，年均税后利润约 2.2 亿元。公司在生物可降解塑料拓展迈出实质一步。

公司拟建设 50 吨/年功能型树脂中试装置，系高端封装行业以及覆铜板行业树脂的主要树脂原料，当前该产品主要为国外厂商垄断，公司通过小批量生产逐步实现部分国产化替代，满足客户需求，是公司开拓树脂高端应用的体现。此外，针对电子材料领域，公司自主开发了电子级酚醛树脂，在光刻胶等领域均有布局。

公司还拟投资 1 亿元用于建设研发中心扩建项目，包括电子化学品研发平台建设项目和生物可降解材料开发及应用平台扩建项目，以提高公司在相关领域软硬件水平，推进“一体两翼”战略布局。

### 夯实主业，稳固全球全产业链橡胶轮胎助剂一流服务商地位

据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2019 年特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业排名中，彤程新材均排名第一位（2019 年产量国内市占率 25.7%），公司连续多年是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商。目前公司客户已基本覆盖全球轮胎 75 强。此次公司公告将投资约 1.9 亿元新增 6 万吨橡胶助剂产能，同时拟投资约 1539 万元对现有配套烯烃（橡胶助剂主要原料）进行扩能改造，进一步巩固其在主业领域的竞争优势和龙头地位。

### 盈利预测与投资评级

考虑到疫情对汽车产业链影响等因素，我们预计公司 2020~2022 年的净利润分别为 4.57、5.25、6.10 亿元

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险，环保安全风险，汇率波动风险，新建项目达产进度或不及预期风险

| 财务数据和估值     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,174.88 | 2,208.00 | 2,326.21 | 2,485.04 | 2,691.30 |
| 增长率(%)      | 14.41    | 1.52     | 5.35     | 6.83     | 8.30     |
| EBITDA(百万元) | 616.15   | 755.68   | 621.51   | 710.42   | 806.97   |
| 净利润(百万元)    | 412.27   | 330.60   | 457.30   | 524.81   | 609.92   |
| 增长率(%)      | 30.93    | (19.81)  | 38.32    | 14.76    | 16.22    |
| EPS(元/股)    | 0.70     | 0.56     | 0.78     | 0.90     | 1.04     |
| 市盈率(P/E)    | 30.65    | 38.22    | 27.63    | 24.07    | 20.71    |
| 市净率(P/B)    | 5.55     | 5.62     | 5.12     | 4.63     | 4.16     |
| 市销率(P/S)    | 5.81     | 5.72     | 5.43     | 5.08     | 4.69     |
| EV/EBITDA   | 17.26    | 13.74    | 20.12    | 17.28    | 14.73    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 化工/化学制品  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 20.75 元  |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 585.99      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 131.42      |
| A 股总市值(百万元)   | 12,159.24   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,726.91    |
| 每股净资产(元)      | 3.96        |
| 资产负债率(%)      | 39.66       |
| 一年内最高/最低(元)   | 29.10/14.20 |

### 作者

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
hulii@tfzq.com

**张峰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080008  
zhangfeng@tfzq.com

**张健** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010002  
zjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《彤程新材-年报点评报告:强化橡胶特种助剂龙头地位，生物可降解材料迈出实质一步》2020-05-02
- 《彤程新材-首次覆盖报告:特种橡胶助剂龙头，多维度布局新材料》2020-03-06

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 1,154.10        | 695.72          | 232.62          | 1,292.22        | 807.39          |
| 应收票据及应收账款       | 831.02          | 537.19          | 755.15          | 834.67          | 793.54          |
| 预付账款            | 33.16           | 20.03           | 38.48           | 24.08           | 41.26           |
| 存货              | 153.02          | 197.19          | 88.81           | 229.70          | 111.21          |
| 其他              | 34.68           | 463.10          | 156.93          | 132.91          | 158.50          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>2,205.98</b> | <b>1,913.23</b> | <b>1,271.99</b> | <b>2,513.59</b> | <b>1,911.91</b> |
| 长期股权投资          | 34.41           | 1,313.94        | 1,313.94        | 1,313.94        | 1,313.94        |
| 固定资产            | 386.88          | 370.26          | 389.89          | 390.11          | 393.69          |
| 在建工程            | 128.80          | 144.26          | 116.56          | 99.93           | 119.96          |
| 无形资产            | 205.43          | 123.32          | 114.86          | 106.40          | 97.94           |
| 其他              | 206.10          | 228.22          | 135.44          | 171.15          | 176.19          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>961.62</b>   | <b>2,180.00</b> | <b>2,070.69</b> | <b>2,081.54</b> | <b>2,101.72</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,167.61</b> | <b>4,093.23</b> | <b>3,632.68</b> | <b>4,885.12</b> | <b>4,303.62</b> |
| 短期借款            | 338.90          | 1,050.02        | 642.82          | 1,392.95        | 642.25          |
| 应付票据及应付账款       | 329.67          | 469.12          | 372.07          | 453.47          | 473.05          |
| 其他              | 132.01          | 132.16          | 114.14          | 150.68          | 118.76          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>800.57</b>   | <b>1,651.30</b> | <b>1,129.03</b> | <b>1,997.09</b> | <b>1,234.06</b> |
| 长期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 117.32          | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 58.48           | 26.44           | 35.48           | 40.13           | 34.02           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>58.48</b>    | <b>26.44</b>    | <b>35.48</b>    | <b>157.45</b>   | <b>34.02</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>859.06</b>   | <b>1,677.74</b> | <b>1,164.51</b> | <b>2,154.54</b> | <b>1,268.08</b> |
| 少数股东权益          | 33.59           | 165.55          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本              | 585.99          | 585.99          | 585.99          | 585.99          | 585.99          |
| 资本公积            | 825.85          | 685.90          | 685.90          | 685.90          | 685.90          |
| 留存收益            | 1,662.12        | 1,653.54        | 1,882.19        | 2,144.59        | 2,449.55        |
| 其他              | (798.99)        | (675.48)        | (685.90)        | (685.90)        | (685.90)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>2,308.55</b> | <b>2,415.50</b> | <b>2,468.17</b> | <b>2,730.58</b> | <b>3,035.54</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>3,167.61</b> | <b>4,093.23</b> | <b>3,632.68</b> | <b>4,885.12</b> | <b>4,303.62</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2018            | 2019              | 2020E           | 2021E           | 2022E             |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| 净利润            | 411.58          | 320.20            | 457.30          | 524.81          | 609.92            |
| 折旧摊销           | 48.62           | 67.35             | 66.53           | 74.86           | 84.86             |
| 财务费用           | (7.94)          | 4.82              | 19.17           | 18.45           | 8.53              |
| 投资损失           | (4.09)          | (24.01)           | (98.00)         | (114.00)        | (114.00)          |
| 营运资金变动         | (223.97)        | (442.73)          | 164.90          | (95.11)         | 93.37             |
| 其它             | 127.83          | 493.14            | 0.00            | 0.00            | (0.00)            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>352.04</b>   | <b>418.78</b>     | <b>609.90</b>   | <b>409.01</b>   | <b>682.68</b>     |
| 资本支出           | 391.93          | 1,292.04          | 40.95           | 45.35           | 106.12            |
| 长期投资           | 34.41           | 1,279.53          | 0.00            | 0.00            | 0.00              |
| 其他             | (1,103.96)      | (4,041.60)        | (282.95)        | 18.65           | (92.12)           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(677.62)</b> | <b>(1,470.03)</b> | <b>(242.00)</b> | <b>64.00</b>    | <b>14.00</b>      |
| 债权融资           | 338.90          | 1,050.02          | 642.82          | 1,510.26        | 642.25            |
| 股权融资           | 701.31          | (159.11)          | (29.59)         | (18.45)         | (8.53)            |
| 其他             | (269.75)        | (165.50)          | (1,444.23)      | (905.23)        | (1,815.22)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>770.47</b>   | <b>725.41</b>     | <b>(831.00)</b> | <b>586.59</b>   | <b>(1,181.51)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>444.89</b>   | <b>(325.84)</b>   | <b>(463.10)</b> | <b>1,059.60</b> | <b>(484.83)</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,174.88</b> | <b>2,208.00</b> | <b>2,326.21</b> | <b>2,485.04</b> | <b>2,691.30</b> |
| 营业成本             | 1,387.48        | 1,441.76        | 1,514.13        | 1,596.42        | 1,708.71        |
| 营业税金及附加          | 10.00           | 8.24            | 10.69           | 10.71           | 11.34           |
| 营业费用             | 92.71           | 97.85           | 104.68          | 110.58          | 118.42          |
| 管理费用             | 115.89          | 132.78          | 139.57          | 136.68          | 134.57          |
| 研发费用             | 93.49           | 89.98           | 98.17           | 106.86          | 107.65          |
| 财务费用             | (9.44)          | 2.73            | 19.17           | 18.45           | 8.53            |
| 资产减值损失           | (0.76)          | (122.10)        | 2.00            | 2.24            | 2.51            |
| 公允价值变动收益         | (0.64)          | 18.47           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 0.01            | 24.01           | 98.00           | 114.00          | 114.00          |
| 其他               | (7.35)          | 150.13          | (196.00)        | (228.00)        | (228.00)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>493.50</b>   | <b>364.15</b>   | <b>535.80</b>   | <b>617.11</b>   | <b>713.58</b>   |
| 营业外收入            | 6.07            | 14.72           | 7.60            | 9.47            | 10.60           |
| 营业外支出            | 2.71            | 0.81            | 2.98            | 2.17            | 1.99            |
| <b>利润总额</b>      | <b>496.87</b>   | <b>378.07</b>   | <b>540.42</b>   | <b>624.40</b>   | <b>722.19</b>   |
| 所得税              | 85.29           | 57.86           | 83.12           | 99.59           | 112.26          |
| <b>净利润</b>       | <b>411.58</b>   | <b>320.20</b>   | <b>457.30</b>   | <b>524.81</b>   | <b>609.92</b>   |
| 少数股东损益           | (0.69)          | (10.40)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>412.27</b>   | <b>330.60</b>   | <b>457.30</b>   | <b>524.81</b>   | <b>609.92</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.70            | 0.56            | 0.78            | 0.90            | 1.04            |

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 营业收入           | 14.41%  | 1.52%   | 5.35%  | 6.83%  | 8.30%  |
| 营业利润           | 26.33%  | -26.21% | 47.14% | 15.17% | 15.63% |
| 归属于母公司净利润      | 30.93%  | -19.81% | 38.32% | 14.76% | 16.22% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 毛利率            | 36.20%  | 34.70%  | 34.91% | 35.76% | 36.51% |
| 净利率            | 18.96%  | 14.97%  | 19.66% | 21.12% | 22.66% |
| ROE            | 18.12%  | 14.69%  | 18.53% | 19.22% | 20.09% |
| ROIC           | 45.02%  | 24.14%  | 19.36% | 22.86% | 25.71% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 27.12%  | 40.99%  | 32.06% | 44.10% | 29.47% |
| 净负债率           | -35.31% | 14.67%  | 16.62% | 7.99%  | -5.44% |
| 流动比率           | 2.76    | 1.16    | 1.38   | 1.40   | 1.78   |
| 速动比率           | 2.56    | 1.04    | 1.30   | 1.29   | 1.69   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 2.69    | 3.23    | 3.60   | 3.13   | 3.31   |
| 存货周转率          | 15.92   | 12.61   | 16.27  | 15.60  | 15.79  |
| 总资产周转率         | 0.86    | 0.61    | 0.60   | 0.58   | 0.59   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.70    | 0.56    | 0.78   | 0.90   | 1.04   |
| 每股经营现金流        | 0.60    | 0.71    | 1.04   | 0.70   | 1.17   |
| 每股净资产          | 3.88    | 3.84    | 4.21   | 4.66   | 5.18   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |        |
| 市盈率            | 30.65   | 38.22   | 27.63  | 24.07  | 20.71  |
| 市净率            | 5.55    | 5.62    | 5.12   | 4.63   | 4.16   |
| EV/EBITDA      | 17.26   | 13.74   | 20.12  | 17.28  | 14.73  |
| EV/EBIT        | 18.69   | 15.01   | 22.53  | 19.31  | 16.46  |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |