

阳谷华泰(300121)/橡胶

橡胶助剂龙头受益行业好转, 不溶性硫磺放量空间大

评级: 买入

市场价格: 14.72

目标价格: 20

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qizq.com.cn

分析师: 孙琦祥

电话: S0740517020007

Email: sunqx@r.qizq.com.cn

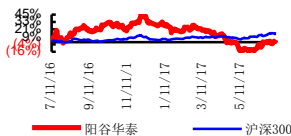
分析师: 罗雅婷

电话: S0740517030002

Email: luoyt@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	289
流通股本(百万股)	273
市价(元)	14.72
市值(百万元)	4,257
流通市值(百万元)	4,013

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	860.0	1239.9	1611.9	2014.8	2518.5
增长率 yoy%	15.4%	44.2%	30.0%	25.0%	25.0%
净利润	39.3	156.8	189.1	245.3	321.7
增长率 yoy%	45.8%	298.8%	20.6%	29.7%	31.1%
每股收益(元)	0.14	0.54	0.65	0.85	1.11
净资产收益率	7.9%	24.0%	21.9%	22.9%	23.9%
P/E	108.3	27.2	22.5	17.4	13.3
PEG	1.3	1.0	0.2	0.2	0.5
P/B	8.3	6.4	4.8	3.9	3.1

备注:

投资要点

- 事件:** 公司公告 17 年半年报业绩预告, 预计 17 年 1~6 月实现盈利 8096.31 万元~9595.63 万元, 同比增长 35%~60%。
- 供给收缩下橡胶助剂价格大幅上涨:** 上半年公司业绩大幅增长, 主要是由于受到国家供给侧改革政策以及环保执法力度趋严影响, 尤其是促进剂生产较为集中的京津冀周边区域每次环保核查基本都会受到一定冲击, 促进剂等橡胶助剂品种供应一直较为紧张, 17 年上半年促进剂均价 28945 元/吨, 同比去年上涨 22%, 因此 17 年上半年营收和净利润有一定幅度的增长。同时, 非经常性损益对公司净利润的影响金额预计为 33 万元。
- 橡胶助剂行业景气底部向上, 公司龙头优势明显:** 经过 2-3 年的底部过程, 在成本推动及环保执法力度趋严的背景下, 橡胶助剂行业自 2016 年四季度开始景气回升, 山东、河南、河北等橡胶助剂集中产地中小企业开工明显受限, 促进剂 M、CZ、NS 等产品供应紧张, 价格走高。我们判断国家环保监管上的强硬手腕还将持续影响橡胶助剂行业, 部分环保不达标或者存在安全问题的企业出现停产、减产并逐步退出市场将是必然趋势, 同时除公司外无新增产能, 在供应收缩的情况下橡胶助剂行业景气整体向上。公司作为橡胶助剂行业龙头企业, 拥有防焦剂产能 2 万吨, 促进剂 3 万吨, 长期在环保上的投入将获得回报, 未来将受益于行业的景气向上。
- 不溶性硫磺放量空间大, 未来 2-3 年主要潜力产品:** 不溶性硫磺是子午线轮胎必不可少的助剂, 目前全球市场 25 万吨产能, 由于生产壁垒较高仅有等少数几个国家能够生产, 其中福莱克斯占据 18 万吨左右, 日本四国产能 3 万吨, 几乎全部垄断了我国高端不溶性硫磺的市场。根据公告, 国内不溶性硫磺需求为 11 万吨左右, 生产行业集中度低, 且性能指标参差不齐, 无法满足大多数轮胎厂商对高性能不溶性硫磺产品的指标要求, 公司不溶性硫磺项目经过前几年的投入期, 目前产能达到 1 万吨, 新设备经过改造后成本已经明显降低, 公司计划分两期投产 2 万吨高性能不溶性硫磺, 产能将进一步提升, 可充分缓解国内目前进口依存度高的状况, 实现进口替代。同时新产能的投放将带动公司业绩增长。
- 产能扩大和新产品突破带来持续增长动力:** 17 年 5 月公司公告配股发行股票预案, 拟募集 7.5 亿元投资用于建设高性能橡胶助剂生产项目, 包括年产 2 万吨高性能橡胶助剂不溶性硫磺(分两期建设)、年产 1.5 万吨高性能橡胶助剂促进剂 M 和年产 1 万吨高性能橡胶助剂促进剂 NS。落后产能淘汰背景下公司新增产能和产品的投放将带来市占率的提升和持续的增量业绩。
- 盈利预测与估值:** 公司作为国内橡胶助剂龙头, 将受益于行业景气的复苏, 同时新增产能和产品投放后将带来市占率的提升和持续的增量业绩, 其中不溶性硫磺是公司未来 2-3 年业绩增长的主要驱动力, 我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 0.65、0.85、1.11 元, 未来三年复合增速 30%以上, 暂不考虑配股对应 17 年 22 倍 PE, 维持买入评级, 目标价 20 元。
- 风险提示:** 环保政策低于预期, 产品价格涨幅不达、新增产能投放进度不及预期、上游原料价格大幅波动。

图表 1：阳谷华泰盈利预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860.0	1,239.9	1,611.9	2,014.8	2,518.5	成长性					
减: 营业成本	652.1	889.3	1,152.5	1,420.4	1,763.0	营业收入增长率	15.4%	44.2%	30.0%	25.0%	25.0%
营业税费	4.7	11.1	5.6	7.1	8.8	营业利润增长率	165.4%	302.6%	34.3%	29.5%	31.2%
销售费用	38.9	34.3	43.5	58.4	73.0	净利润增长率	45.8%	298.8%	20.6%	29.5%	31.2%
管理费用	81.5	86.3	128.9	161.2	206.5	EBITDA增长率	29.8%	101.8%	27.4%	27.5%	24.7%
财务费用	30.5	26.9	29.2	41.3	38.9	EBIT增长率	49.4%	178.3%	31.0%	30.7%	27.1%
资产减值损失	5.7	4.3	-	-	-	NOPLAT增长率	43.2%	185.9%	20.8%	30.7%	27.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.7%	9.2%	-24.0%	90.4%	-30.0%
投资和汇兑收益	0.0	-	-	-	-	净资产增长率	6.0%	30.8%	31.9%	24.2%	25.5%
营业利润	46.6	187.7	252.1	326.4	428.3	利润率					
加: 营业外净收支	3.0	5.0	-	-	-	毛利率	24.2%	28.3%	28.5%	29.5%	30.0%
利润总额	49.6	192.7	252.1	326.4	428.3	营业利润率	5.4%	15.1%	15.6%	16.2%	17.0%
减: 所得税	10.3	35.9	63.0	81.6	107.1	净利润率	4.6%	12.6%	11.7%	12.2%	12.8%
净利润	39.3	156.8	189.0	244.8	321.2	EBITDA/营业收入	15.7%	22.0%	21.5%	22.0%	21.9%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	153.9	170.6	539.9	403.0	829.4	固定资产周转天数	181	127	97	77	61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	61	84	51	69	71
应收账款	301.2	406.1	548.2	648.9	825.9	流动资产周转天数	285	227	274	278	276
应收票据	82.7	129.4	90.9	219.2	168.3	净利率	112	103	107	107	105
预付账款	33.5	36.1	126.7	41.7	157.0	存货周转天数	54	37	45	43	41
存货	127.9	124.4	274.9	210.9	360.5	总资产周转天数	515	385	397	377	356
其他流动资产	0.4	0.0	4.8	1.7	2.2	投资资本周转天数	279	226	160	160	143
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	24.0%	21.9%	22.9%	23.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	3.2%	11.1%	8.8%	11.7%	11.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	10.4%	23.5%	26.0%	44.7%	29.8%
固定资产	436.9	434.7	432.4	430.3	423.1	费用率					
在建工程	12.5	13.1	31.6	40.8	45.4	销售费用率	4.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%
无形资产	79.8	77.7	75.6	73.5	71.4	管理费用率	9.5%	7.0%	8.0%	8.0%	8.2%
其他非流动资产	12.5	19.8	14.9	14.1	15.4	财务费用率	3.5%	2.2%	1.8%	2.0%	1.5%
资产总额	1,241.3	1,412.0	2,139.9	2,084.1	2,898.5	三费/营业收入	17.5%	11.9%	12.5%	12.9%	12.6%
短期债务	285.6	149.0	150.0	226.0	150.0	偿债能力					
应付账款	127.7	173.4	279.8	258.5	394.3	资产负债率	59.8%	53.8%	59.7%	48.7%	53.7%
应付票据	167.3	141.0	630.4	168.8	758.9	负债权益比	148.7%	116.3%	148.4%	94.9%	115.9%
其他流动负债	22.9	32.0	27.6	29.2	35.5	流动比率	1.16	1.75	1.46	2.23	1.75
长期借款	-	-	-	134.4	-	速动比率	0.95	1.50	1.20	1.93	1.48
其他非流动负债	138.8	263.7	190.7	197.7	217.4	利息保障倍数	2.53	7.97	9.63	8.91	12.00
负债总额	742.2	759.2	1,278.5	1,014.7	1,556.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.04	0.10	0.10	0.13	0.17
股本	280.8	289.2	289.2	289.2	289.2	分红比率	28.6%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
留存收益	218.1	411.4	572.1	780.2	1,053.2	股息收益率	0.3%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%
股东权益	499.1	652.8	861.3	1,069.5	1,342.5	业绩和估值指标					
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.14	0.54	0.65	0.85	1.11
净利润	39.3	156.8	189.0	244.8	321.2	BVPS(元)	1.73	2.26	2.98	3.70	4.64
加: 折旧和摊销	58.6	59.5	65.9	75.0	84.7	PE(X)	108.3	27.2	22.5	17.4	13.3
资产减值准备	5.7	4.3	-	-	-	PB(X)	8.5	6.5	4.9	4.0	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-212.9	157.5	12.3	-42.2	8.9
财务费用	36.9	29.5	29.2	41.3	38.9	P/S	5.0	3.4	2.6	2.1	1.7
投资收益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.3	19.9	11.6	9.9	6.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	84.0%	27.0%	91.4%	84.0%	27.0%
营运资金的变动	-37.4	-22.6	214.5	-552.4	346.9	PEG	1.3	1.0	0.2	0.2	0.5
经营活动产生现金流	80.5	172.5	498.7	-191.3	791.6	ROIC/WACC	1.0	2.3	2.5	4.3	2.9
投资活动产生现金流	-51.2	-42.2	-80.0	-80.0	-80.0	REP	6.4	3.0	2.6	0.9	1.6
融资活动产生现金流	-15.9	-120.4	-49.4	134.4	-285.2						

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。