

评级：买入(维持)

市场价格：15.8

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.qlzq.com.cn

分析师：孙琦祥

电话：S0740517020007

Email: sunqx@r.qlzq.com.cn

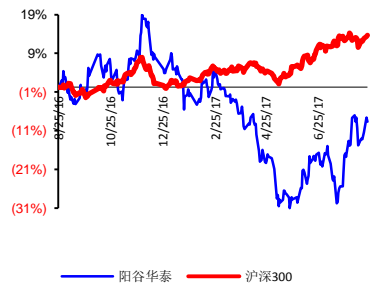
分析师：罗雅婷

电话：S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	289
流通股本(百万股)	273
市价(元)	15.8
市值(百万元)	4,570
流通市值(百万元)	4,308

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 橡胶助剂龙头受益行业好转，不溶性硫磺放量空间大

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	23.8	18.4	14.0
PEG	1.3	1.0	0.3	0.2	0.5
P/B	8.3	6.4	5.2	4.2	3.4

备注：

投资要点

- **事件：公司实现营业收入 73,250.57 万元，较上年同期增长 38.63%，营业利润 9,903.91 万元，较上年同期增长 39.15%，归属于上市公司股东的净利润 8,088.15 万元，较上年同期上升 34.86%。折合 EPS 0.29 元/股。加权平均 ROE 11.79%，同比增加 0.33 个百分点。公司业绩符合预期。**
- **环保冲击下橡胶助剂供应收缩，公司受益：经过 2-3 年的底部过程，在供给侧改革的大背景下，橡胶助剂行业自 2016 年四季度开始景气回升，17 年以来持续的中央环保督查、地方自查及环保部对“2+26”城市为期一年的大气污染强化督查，使得橡胶助剂行业的主产地山东、河南、江苏、河北、天津、内蒙等地区的供应受到显著影响，部分环保及技术更新不达标、资金实力不强的企业出现停产、关停、破产情况，部分企业开工率不足，产品供货紧张。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，问题产能退出市场将是必然趋势，同时目前行业内除阳谷华泰外无新增产能，在供应收缩的情况下橡胶助剂行业景气整体向上，公司作为龙头企业将会显著受益。上半年公司业务上整体向好，收入大幅增加 39%，毛利率 28.85%，同比继续增加 1.29 个百分点，三项费用率 13.48%，同比去年基本持平，其中由于研发和股权激励的摊销，今年上半年公司的管理费用同比去年增加了 1800 万。**
- **由于行业企业产能受限及整改力度加大，阳谷华泰 9 月份产品执行价格全线上调：促进剂 NS 从 3 万元/吨上调至 3.5 万元/吨，促进剂 CBS 从 2.4 万元/吨上调至 2.8 万元/吨，防焦剂从 3.2 万元/吨上调至 3.4-3.5 万元/吨。公司年产量：促进剂 NS 1.7 万吨、促进剂 CBS 0.8 万吨、防焦剂 1.8 万吨。此轮调价将使得三块业务年化分别增加 6200 万、2300 万、3900 万的净利润（总的增加是 1.24 亿利润）。目前公司仅 46 亿市值，此轮价格上调后，动态利润将达到 3.5 亿以上。从历史上看由于橡胶助剂类产品是轮胎行业必需消耗品，且成本占比 1-2% 以内，一旦出现供给端冲击，价格弹性巨大，此前防焦剂历史最高价格到过 10 万元/吨。**
- **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。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。**
- **投资建议：细分子行业中的中小企业将在今年面临集体出清，具有环保安监能力的细分龙头将显著受益！公司此前阳谷厂区在山东“三评价一评级”的综合打分是 91.5 分，环保安监非常到位，因此此轮环保对其影响甚小，成为价格上涨的受益者。我们认为在中央环保督查组、环保部及地方环保安监部门多重压力下，供给端的冲击将继续，产品价格将继续上涨，继续推荐橡胶助剂行业龙头阳谷华泰！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 24 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：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	EBIT/营业收入	9.0%	17.3%	17.5%	18.3%	18.6%
货币资金	153.9	170.6	539.9	403.0	829.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	181	127	97	77	61
应收账款	301.2	406.1	548.2	648.9	825.9	流动营业资本周转天数	61	84	51	69	71
应收票据	82.7	129.4	90.9	219.2	168.3	流动资产周转天数	285	227	274	278	276
预付账款	33.5	36.1	126.7	41.7	157.0	应收账款周转天数	112	103	107	107	105
存货	127.9	124.4	274.9	210.9	360.5	存货周转天数	54	37	45	43	41
其他流动资产	0.4	0.0	4.8	1.7	2.2	总资产周转天数	515	385	397	377	356
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	279	226	160	160	143
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	24.0%	21.9%	22.9%	23.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.2%	11.1%	8.8%	11.7%	11.1%
固定资产	436.9	434.7	432.4	430.3	423.1	ROIC	10.4%	23.5%	26.0%	44.7%	29.8%
在建工程	12.5	13.1	31.6	40.8	45.4	费用率					
无形资产	79.8	77.7	75.6	73.5	71.4	销售费用率	4.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	12.5	19.8	14.9	14.1	15.4	管理费用率	9.5%	7.0%	8.0%	8.0%	8.2%
资产总额	1,241.3	1,412.0	2,139.9	2,084.1	2,898.5	财务费用率	3.5%	2.2%	1.8%	2.0%	1.5%
短期债务	285.6	149.0	150.0	226.0	150.0	三费/营业收入	17.5%	11.9%	12.5%	12.9%	12.6%
应付账款	127.7	173.4	279.8	258.5	394.3	偿债能力					
应付票据	167.3	141.0	630.4	168.8	758.9	资产负债率	59.8%	53.8%	59.7%	48.7%	53.7%
其他流动负债	22.9	32.0	27.6	29.2	35.5	负债权益比	148.7%	116.3%	148.4%	94.9%	115.9%
长期借款	-	-	-	134.4	-	流动比率	1.16	1.75	1.46	2.23	1.75
其他非流动负债	138.8	263.7	190.7	197.7	217.4	速动比率	0.95	1.50	1.20	1.93	1.48
负债总额	742.2	759.2	1,278.5	1,014.7	1,556.0	利息保障倍数	2.53	7.97	9.63	8.91	12.00
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	280.8	289.2	289.2	289.2	289.2	DPS(元)	0.04	0.10	0.10	0.13	0.17
留存收益	218.1	411.4	572.1	780.2	1,053.2	分红比率	28.6%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	499.1	652.8	861.3	1,069.5	1,342.5	股息收益率	0.2%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	39.3	156.8	189.0	244.8	321.2	EPS(元)	0.14	0.54	0.65	0.85	1.11
加: 折旧和摊销	58.6	59.5	65.9	75.0	84.7	BVPS(元)	1.73	2.26	2.98	3.70	4.64
资产减值准备	5.7	4.3	-	-	-	PE(X)	114.5	28.7	23.8	18.4	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.0	6.9	5.2	4.2	3.4
财务费用	36.9	29.5	29.2	41.3	38.9	P/FCF	-225.2	166.6	13.1	-44.6	9.5
投资收益	-0.0	-	-	-	-	P/S	5.2	3.6	2.8	2.2	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.3	19.9	12.3	10.4	7.2
营运资金的变动	-37.4	-22.6	214.5	-552.4	346.9	CAGR(%)	84.0%	27.0%	91.4%	84.0%	27.0%
经营活动产生现金流	80.5	172.5	498.7	-191.3	791.6	PEG	1.4	1.1	0.3	0.2	0.5
投资活动产生现金流	-51.2	-42.2	-80.0	-80.0	-80.0	ROIC/WACC	1.0	2.2	2.5	4.3	2.9
筹资活动产生现金流	-15.9	-120.4	-49.4	134.4	-285.2	REP	6.4	3.0	2.8	0.9	1.7

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。