

确成硅化 (833656.OC)

化学制品制造业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

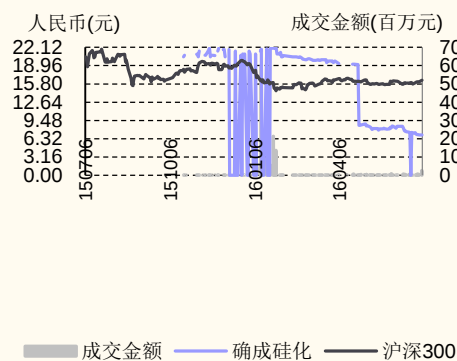
市场价格(人民币): 6.95 元

目标价格(人民币): 8.8-9.0 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	70.67
总市值(百万元)	1,042.50
年内股价最高最低(元)	22.13/6.95
沪深 300 指数	3204.70



十年磨一剑，高分散白炭黑国内龙头正起航

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.745	0.440	0.611	0.761
每股净资产(元)	4.17	4.91	5.89	7.05	8.81
每股经营性现金流(元)	0.75	1.26	1.43	1.56	2.03
市盈率(倍)	N/A	28.20	16.77	12.07	9.68
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	6.58%	14.32%	36.93%	38.93%	24.70%
净资产收益率(%)	15.60%	15.17%	17.30%	20.10%	20.04%
总股本(百万股)	N/A	150.00	347.90	347.90	347.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **亚洲第一、世界第三的高分散白炭黑生产商。**公司深耕高分散白炭黑领域，市场份额不断增加。公司 2015 营收 7.22 亿元，高分散白炭黑收入占比过半，绿色轮胎用高分散白炭黑业务的快速增长，推动公司营收净利的持续增长，2013-2015 年公司营收复合增速 19.06%，净利复合增速 10.38%。
- **三大下游市场支撑，绿色轮胎最具看点。**我国轮胎市场绿色化率较低，增长空间巨大。国内外轮胎标签法案的执行以及美国对我国轮胎出口的“双反”政策，倒逼我国轮胎产业进行绿色升级。2015 年我国子午线半钢胎绿色化率 10%，全钢胎几乎为 0，高分散白炭黑需求 12.15 万吨；预计 2020 年半钢胎绿色化率将达到 50%，全钢胎 10%，高分散白炭黑需求达 86.65 万吨。绿色轮胎用高分散白炭黑市场 2015-2020 年复合增速 48.13%，公司作为国内龙头将充分享受这一成长红利。
- **前向一体化控制成本，高分散白炭黑高毛利具有可持续性。**公司积极拓展上游，自主生产制备白炭黑的直接原料硅酸钠和浓硫酸，实现了白炭黑生产的全产业链运营，利于平抑原材料价格波动对生产成本的影响，有效控制成本。前向一体化后，公司产品三大原料纯碱、石英砂、硫磺。三大原料供应充分，近几年价格平稳，未来预计稳中有降。总体来看，公司产品成本可控，高毛利具有可持续性。
- **客户高粘性、技术创新优势、资质壁垒助力公司持续成长。**公司处在寡头垄断的高分散白炭黑行业，基于高粘性优质客户，深耕存量市场；发挥技术创新优势，拓展增量市场；依靠资质壁垒构筑门槛，防御潜在进入者。这三大核心竞争力保证了公司业务的持续增长。
- **海外扩张+国内并购的战略布局，打造未来国际巨头。**公司计划未来 5 年加快走出去步伐，结合“一带一路”国家战略，在泰国、波兰设立生产基地，在欧洲设立研发中心和生产基地，加大技术创新力度以维持技术领先优势、提供更好的服务以稳固高粘性优质客户。同时公司计划未来 5 年加速对国内行业的整合，采用收购、控股等方式，迅速完成中国南方地区、北方地区、西部全面布局，进一步提高行业集中度，扩大公司规模，增强规模效益。

投资建议

- 结合以上分析，我们认为公司深耕高分散白炭黑领域，目前此项业务占比过半且在持续增加，下游绿色轮胎市场快速增长带来公司此项业务未来五年的

王艺国

 联系人
 (8621)60937185
 wangyiguo@gjzq.com.cn

贺国文

 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegwen@gjzq.com.cn

高速增长。同时公司依靠客户高粘性、技术创新优势和资质壁垒三大竞争优势及海外扩张+国内并购的战略布局，保证公司业务的持续增长，进入国际巨头行列。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 9.16 亿、12.32 亿、15.67 亿，净利润分别为 1.53 亿、2.12 亿、2.65 亿。EPS 分别为 0.44、0.611、0.761 元。考虑公司成长性和三板流动性，按 2016 年 PE=20X 予以估值，目标价 8.8-9.0 元，给予买入评级。

风险提示

- 绿色轮胎市场存在“比量矛盾”，高分散白炭黑需求不达预期风险
“比”：轮胎企业力不从心，绿色化率不达预期。
“量”：强制提高绿色化率，必然会导致轮胎总量的下降。如果轮胎标签法案强制执行，强制提高绿色化率，由于轮胎企业绿色化能力严重不足，轮胎行业必然会经历一次大洗牌，实力大厂艰难转型，众多小厂商停产倒闭。由于扩张周期较长，大厂商对于停产小厂空缺的产能填补不会很快，轮胎市场整体产量必然经历突然下降和缓慢回升的过程。
在“比量矛盾”下，绿色轮胎用高分散白炭黑需求存在较大不达预期风险。
- 国际巨头产能扩张，公司增量市场的份额占比不达预期风险
索尔维、赢创、PPG 等国际巨头资金雄厚，国内高分散白炭黑需求一旦高速增长，必然会导致他们的扩大产能，攻夺增量市场。公司与国际巨头竞争，未来增速存在低于市场整体增速的风险。

内容目录

1. 亚洲第一、世界第三的高分散白炭黑生产商.....	5
1.1 公司深耕高分散白炭黑领域，产能不断扩张.....	5
1.2 公司营收持续增长，经营效率较高.....	6
1.3 股权结构稳健，实际控制人为行业领军人物.....	8
1.4 借力资本市场，公司进入规范化快速发展期.....	8
2. 三大下游市场支撑，绿色轮胎最具看点.....	9
2.1 白炭黑下游应用广泛，公司三大下游市场占总市场比例达 36%.....	9
2.2 绿色轮胎：高分散白炭黑需求增长可期.....	10
2.3 饲料行业：白炭黑需求较为稳定.....	17
2.4 口腔健康：白炭黑需求稳中有升.....	17
3. 前向一体化控制成本，高分散白炭黑高毛利具有可持续性.....	18
3.1 白炭黑直接原材料硅酸钠、浓硫酸成本占比较高，对毛利影响较大... ..	18
3.2 公司积极拓展上游，自主生产硅酸钠和浓硫酸.....	18
3.3 纯碱、石英砂、硫磺三大成本构成未来价格不会波动太大.....	19
4. 客户高粘性、技术创新优势、资质壁垒助力公司快速成长.....	20
4.1 基于高粘性优质客户，深耕存量市场.....	20
4.2 发挥技术创新优势，拓展增量市场.....	20
4.3 依靠资质壁垒构筑门槛，防御潜在进入者.....	21
5. 海外扩张+国内并购的战略布局，打造未来国际巨头.....	22
5.1 “一带一路走出去”，海外设立生产基地和研发中心.....	22
5.2 整合国内同行，提高行业集中度，完成地域布局.....	22
6. 投资建议及盈利预测.....	23
7. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司主要产品情况.....	5
图表 2：白炭黑性能对比.....	5
图表 3：2014 年公司业务结构.....	6
图表 4：2014 年公司产品毛利率，高分散白炭黑 51.34%.....	6
图表 5：2013-2015 年营收复合增速 19.06%（万元）.....	6
图表 6：2013-2015 年净利复合增速 10.38%（万元）.....	6
图表 7：2013-2015 年公司毛利率、净利率略有下降.....	7
图表 8：2015 年公司毛利率和净利率位于行业前列.....	7
图表 9：2013-2015 年公司经营效率较高.....	7
图表 10：公司经营效率位于行业前列.....	7
图表 11：2013-2015 年经营现金净流持续增加（万元）.....	8
图表 12：2013-2015 年公司现金流结构.....	8

图表 13: 公司 2015 年 10 月挂牌时股权结构	8
图表 14: 公司融资大事记	9
图表 15: 白炭黑按制造分类	9
图表 16: 2013 年沉淀法白炭黑消费结构	10
图表 17: 绿色轮胎三大优点	10
图表 18: 2005-2015 年我国轮胎产量 (亿条)	11
图表 19: 2012 年绿色轮胎分地区消费结构	11
图表 20: 2013 我国汽车轮胎销售区域结构	12
图表 21: 2013 年国内汽车轮胎出口地区分布	12
图表 22: 欧盟轮胎标签法案	12
图表 23: 欧盟轮胎标签法案执行计划	12
图表 24: 2015 年我国轮胎对美出口量大下滑	13
图表 25: 中国轮胎分级相关政策法规	13
图表 26: 中国轮胎分级标签图样	14
图表 27: 2013-2014 年企业乘用车平均燃料消耗量对比	14
图表 28: 2006-2014 年我国乘用车企业 CAFC 发展趋势	14
图表 29: 2005-2015 年我国子午线轮胎产量 (亿条)	15
图表 30: 2005-2015 年我国子午线半钢胎、全钢胎产量 (亿条)	15
图表 31: 我国轮胎绿色化率预测	16
图表 32: 2015-2020 年绿色轮胎高分散白炭黑复合增长率 48.13% (万吨)	17
图表 33: 2007-2017 年中国牙膏市场规模 (亿元)	18
图表 34: 2014-2017 年牙膏用白炭黑市场规模 (万吨)	18
图表 35: 沉淀法白炭黑全链生产工艺	19
图表 36: 2013/1-2016/6 纯碱价格走势 (元/吨)	19
图表 37: 2013/1-2016/6 硫磺价格走势 (元/吨)	19
图表 38: 公司拥有众多轮胎巨头客户	20
图表 39: 公司通过 ISO、欧盟、美国等各类相关认证	21
图表 40: 公司拥有国际化的研发和管理人员团队	21
图表 41: 分产品的盈利预测	24

1. 亚洲第一、世界第三的高分散白炭黑生产商

1.1 公司深耕高分散白炭黑领域，产能不断扩张

- 确成硅化成立于 2003 年，公司长期从事沉淀法白炭黑（二氧化硅）产品的研发、制造和销售，产品主要用于橡胶工业、饲料添加、口腔护理三大领域。其中橡胶工业用白炭黑有传统型（CS）、环保无尘型（GRS）、易分散型（EDS）和低聚高分散型（LPS&HDS）四个系列，前三者用于普通轮胎，低聚高分散型用于绿色轮胎；饲料添加剂白炭黑有 C 系列；牙膏添加剂有增稠型（DT）和摩擦型（DA）口腔护理系列。

图表 1：公司主要产品情况

产品类别	应用领域	主要用途
传统型白炭黑（CS）	橡胶工业	主要应用于子午线轮胎
环保无尘型白炭黑（GRS）	橡胶工业	主要应用于子午线轮胎
易分散型白炭黑（EDS）	橡胶工业	主要应用于子午线轮胎
低聚高分散型白炭黑（LPS&HDS）	橡胶工业	主要应用于子午线绿色轮胎
C 系列白炭黑	饲料	主要应用到饲料中作为吸附剂和增加饲料流动性
摩擦型白炭黑（DA）	口腔健康	牙膏摩擦剂
增稠型白炭黑（DT）	口腔健康	牙膏增稠剂

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- **高分散白炭黑和普通白炭黑区别：**轮胎中加入白炭黑替代炭黑可以大幅降低轮胎滚动摩擦力从而降低油耗。但普通白炭黑添加剂分散性能差，加入橡胶混炼时不易均匀分散，导致轮胎胎面补强不均匀，耐磨性下降，影响轮胎的使用寿命，一般只用在轮胎带束层；高分散白炭黑通过工艺改良，产品在微观形态上不易黏连凝结，分散性能大幅提高，和橡胶混炼更均匀，可用于轮胎胎面，降低油耗的同时保持轮胎的耐磨性和使用寿命，是绿色轮胎的必需添加剂。

图表 2：白炭黑性能对比

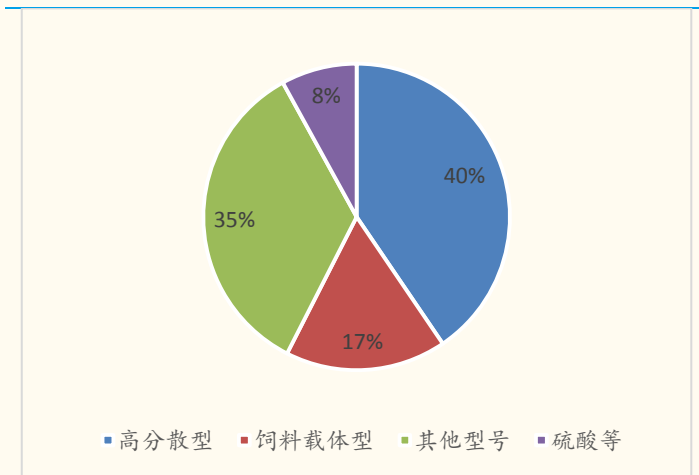
类别	分散系数	对轮胎补强性影响	轮胎添加部位
传统白炭黑（CS）	73%	降低	带束层
易分散白炭黑（EDS）	86%	降低	带束层
高分散白炭黑（LPS&HDS）	97%	无影响	带束层、胎面

来源：公开资料，国金证券研究所

注：分散系数越高，代表微观形态下，白炭黑分布越均匀，凝结部分越少。

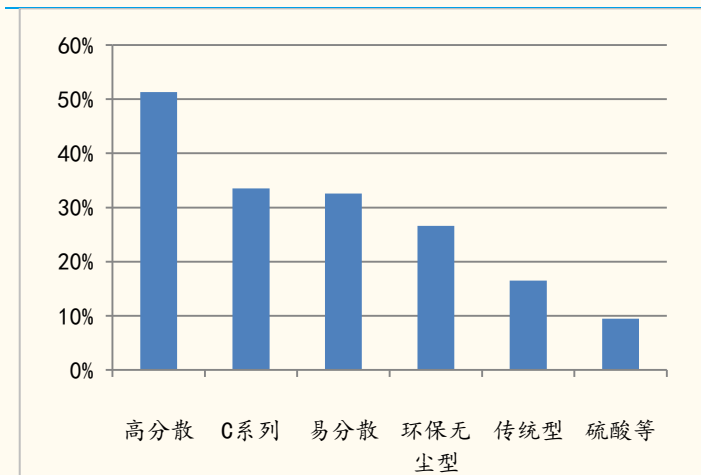
- 2015 年公司营收 7.22 亿元，2014 年为 6.12 亿元。对 2014 年营收进行分解：**从产品结构看**，2014 年高分散白炭黑占比 40%，其他型号白炭黑占比 35%，饲料载体（C 系列）占比 17%，硫酸等占比 8%，口腔护理用二氧化硅为公司开发的新品，暂时没有带来收入。**从产品毛利率看**，高分散白炭黑毛利率最高，为 51.34%；**从销售地域看**，业务收入中出口占比 34.82%。

图表 3：2014 年公司业务结构



来源：choice，国金证券研究所

图表 4：2014 年公司产品毛利率，高分散白炭黑 51.34%



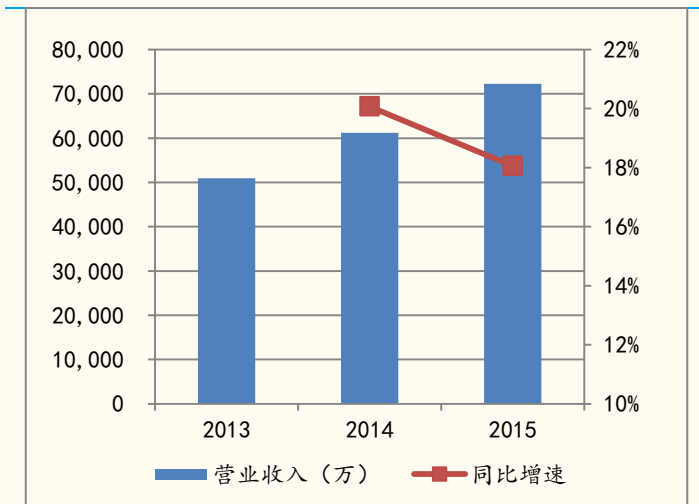
来源：choice，国金证券研究所

- 目前公司是亚洲第一、世界第三的高分散白炭黑生产商。公司自 2007 年开始研发高分散白炭黑产品并通过国际轮胎巨头认证打进国际市场，至 2014 年高分散白炭黑已经成为公司最大的生产销售品种。公司还是中国二氧化硅产品行业标准（HG/T3061-2009）起草单位、高分散白炭黑国家标准起草单位，且在二氧化硅产品、制造工艺及设备领域拥有 51 项专利，技术达到国际前列。

1.2 公司营收持续增长，经营效率较高

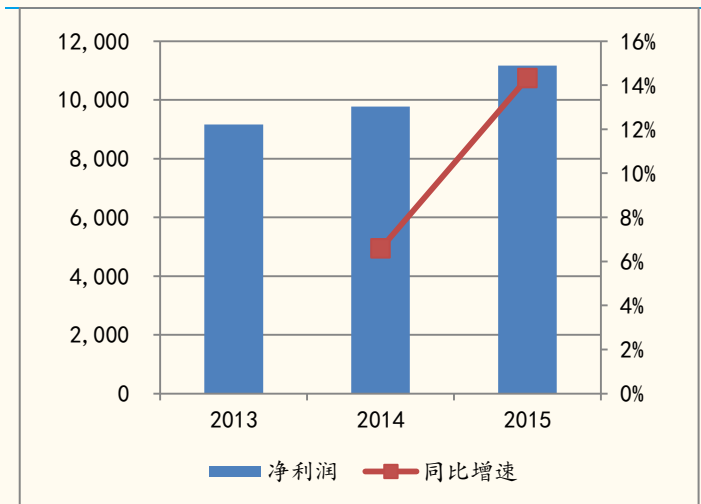
- 公司近三年营收、净利持续双增。公司 2013 年营收 50,949.87 万元、净利 9,165.75 万元；2014 年营收 61,177.38 万元，净利 9,769.05 万元；2015 年营收 72,223.13 万元，净利 11,168.25 万元。2013-2015 年营收复合增速 19.06%，净利复合增速 10.38%。

图表 5：2013-2015 年营收复合增速 19.06%（万元）



来源：choice，国金证券研究所

图表 6：2013-2015 年净利复合增速 10.38%（万元）

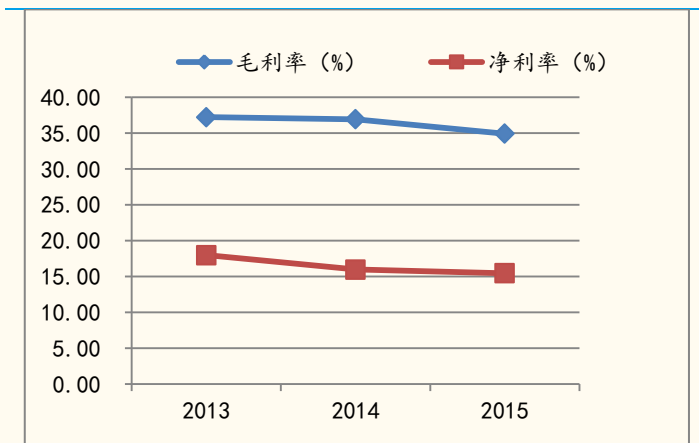


来源：choice，国金证券研究所

- 毛利率和净利率近三年略有下降，原因系公司使用能源全部绿色化导致成本上升。公司 2013 年、2014 年度、2015 年度主营业务毛利率分别为 37.22%、36.93%、34.92%，销售净利率分别为 17.99%、15.97%、15.46%，均略有下降。原因系公司自 2014 年 9 月起根据国家环保政策，将公司能源全部更换为天然气，使得燃料动力成本增加，导致产品成本率从 63% 上升到了 65%。但与同行业上市公司白炭黑业务相比，公司的毛利率和净利率仍处于较高水平。另外，随着公司高毛利产品高分散白炭黑占业务比重的

进一步增加，公司毛利率和净利率未来将逐步回升。

图表 7：2013-2015 年公司毛利率、净利率略有下降



来源：choice，国金证券研究所

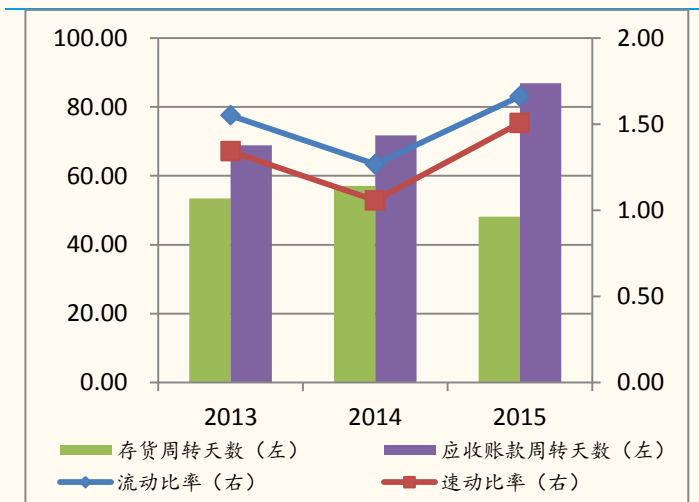
图表 8：2015 年公司毛利率和净利率位于行业前列

2015 年	营业总收入 (万元)	白炭黑业务 收入 (万元)	白炭黑 业务毛 利率 (%)	合并净利 率 (%)
确成硅化	72,223.13	66,445.28	34.92	15.46
双龙股份	67,840.02	17,489.16	34.28	20.39
黑猫股份	477,469.42	6,538.01	-17.70	0.42
龙星化工	173,706.89	6,543.86	23.51	-4.75

来源：choice，国金证券研究所

- **经营稳健，公司存货周转和应收账款周转均处于行业较高水平。**公司 2013 年-2015 年存货周转天数在 40 天左右，应收账款周转天数在 80 天左右，而且流动比率和速动比率均在 1 以上，短期无债务风险，公司经营效率较高。

图表 9：2013-2015 年公司经营效率较高



来源：choice，国金证券研究所

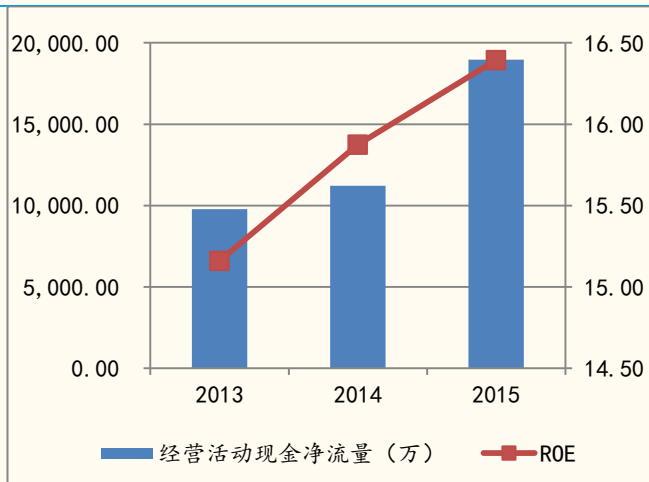
图表 10：公司经营效率位于行业前列

2015 年	存货周转 天数	应收账款 周转天数	流动比率	速动比率
确成硅化	48.78	88.04	1.66	1.51
双龙股份	283.91	126.08	3.94	2.52
黑猫股份	58.41	73.22	0.77	0.64
龙星化工	90.45	93.43	0.73	0.57

来源：choice，国金证券研究所

- **经营现金流充沛。**2013-2015 年公司经营活动现金流持续增加。2013 和 2014 年公司经营活动现金流量和筹资活动现金流量为正，投资活动现金流量为负。公司依靠经营活动和筹资活动带来的充沛现金流进一步提高营收水平和市场份额。2015 年公司挂牌后进行了一笔 3.68 亿的股利分红使得筹资活动现金流量净额为负。

图表 11：2013-2015 年经营现金净流持续增加（万元）



来源：choice，国金证券研究所

图表 12：2013-2015 年公司现金流结构

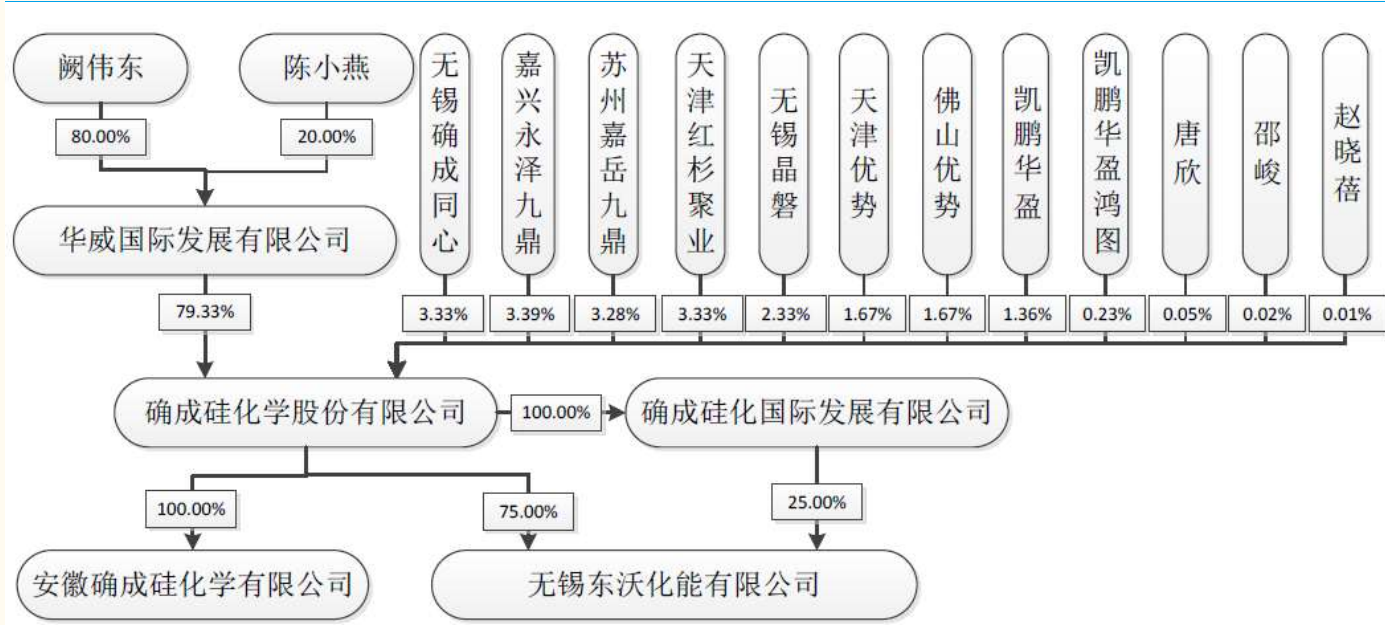
确成硅化	2013	2014	2015
经营活动现金流量净额 (万元)	9,772.34	11,222.60	18,962.26
投资活动现金流量净额 (万元)	-12,811.44	-6,241.64	-5,307.54
筹资活动现金流量净额 (万元)	706.61	1,636.82	-6,902.83
现金流量净额 (万元)	-2,332.49	6,617.78	6,751.89

来源：choice，国金证券研究所

1.3 股权结构稳健，实际控制人为行业领军人物

- 公司的控股股东为华威国际发展有限公司，实际控制人为阙伟东。华威国际发展有限公司持有本公司股份 119,000,000 股，占公司挂牌前总股本的 79.33%。阙伟东持有华威国际 80% 股权，陈小燕持有华威国际 20% 股权，阙伟东与陈小燕系夫妻关系。阙伟东担任确成硅化董事长兼总经理，为公司的实际控制人。
- 实际控制人为白炭黑行业领军人物。阙伟东先生是中国无机盐协会硅化物分会副会长，国内白炭黑行业领军人物，无锡市十大杰出青年。

图表 13：公司 2015 年 10 月挂牌时股权结构



来源：公开转让说明书，国金证券研究所，

1.4 借力资本市场，公司进入规范化快速发展期

- 公司 2011 年获得九鼎投资、红杉资本、优势资本等众多实力资本 173 万美元注资，并与当年 12 月完成股份制改造。公司 2015 年 12 月挂牌新三板，主办券商为华泰证券。2016 年 1 月 29 转为做市交易，做市商 8 家。公司

于 2016 年 3 月完成第一轮定增，发行股份 813.75 万股，发行价格 16 元，募集资金 13,020 万元，主要用于拓展公司业务和补充流动资金。借力资本市场，公司进入规范化快速发展期。

图表 14：公司融资大事记



来源：公司调研，国金证券研究所

2. 三大下游市场支撑，绿色轮胎最具看点

2.1 白炭黑下游应用广泛，公司三大下游市场占总市场比例达 36%

- 白炭黑是微细粉末状或超细粒子状无水及含水二氧化硅或硅酸盐类的统称，是一种白色、无毒、无定形微细粉状或粒状物。白炭黑具有多孔性，内表面积大、高分散性、质轻、化学稳定性好、耐高温、不燃烧、无毒无味以及电绝缘性好等优异特性，在橡胶、轮胎、制鞋、饲料、塑料、造纸、涂料、化妆品、牙膏以及油墨等方面具有广泛的应用。

白炭黑按制造方法分类，可分为沉淀白炭黑、气相法白炭黑，沉淀法白炭黑由于其价格优势，在国内市场份额占比 90%以上，公司生产的主要也是沉淀法白炭黑。

图表 15：白炭黑按制造分类

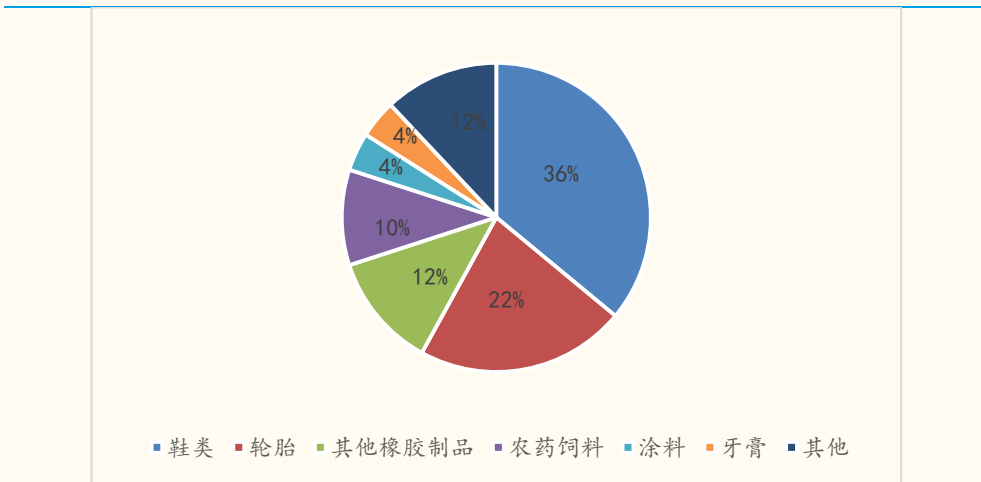
分类	制造方法及原料	主要技术指标	成本因素及用途	价格	价格发展趋势
沉淀白炭黑	通常采用硅酸钠、硫酸，反应时在液固相中进行	含量 98%、含水量 4-8%、灼减量≤7%、比表面积 100-220m ² /g、pH 值 5-8	原料成本较低，生产流程易于控制，广泛应用于橡胶、轮胎、制鞋、牙膏、饲料以及油漆、电池隔板等行业	产品价格便宜	沉淀法白炭黑产品价格优势明显，在国内市场，份额占 90%以上
气相法白炭黑	通常采用四氯化硅、氢气、氧气，通过高温燃烧反应，反应时在气固相中进行	纯度 99.8%以上、含水量小于 1%（统称无水白炭黑）	环保设施投资大，制备工艺复杂、产品主要用于 RTV、HTV 硅胶制品、墨粉、油漆等行业	产品价格较高	气相法白炭黑应用领域不同于沉淀法白炭黑，份额在 10%以下

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- 公司三大下游市场占总市场比例达 36%。据 2013 年中国橡胶工业年鉴数据，沉淀法白炭黑下游消费领域如下：制鞋 36%、轮胎 22%、其他橡胶制品 12%、饲料载体 10%、涂料 4%、口腔护理 4%、其他 12%。公司生产

的沉淀法白炭黑三大下游市场——绿色轮胎、饲料载体和口腔护理占沉淀法白炭黑下游市场的 36%。

图表 16：2013 年沉淀法白炭黑消费结构



来源：中国橡胶工业年鉴，国金证券研究所

2.2 绿色轮胎：高分散白炭黑需求增长可期

■ 绿色轮胎具有低油耗、高环保、超安全三大优良特性

绿色轮胎是指通过改进胶料配方、改善花纹设计、添加白炭黑等方式，从而降低轮胎滚动阻力，降低油耗和废气排放的子午线轮胎。滚动摩擦力、抗湿滑性能、轮胎耐磨性，是轮胎性能的三大关键指标。轮胎的滚动摩擦力大小直接影响汽车的油耗高低；抗湿滑性能和耐磨性则影响汽车的操控安全性和使用寿命。

图表 17：绿色轮胎三大优点

优点	说明
低油耗	绿色轮胎在不损失轮胎基本安全性能的情况下，使滚动阻力比普通轮胎下降 30%，减少油耗 5% 以上。假设汽车百公里油耗为 8 升，行驶 10000 公里/年，轮胎平均寿命 4 年（米其林推荐轮胎使用年限为 3-5 年）总共可节省燃油 160 升，按 6 元/升计算，绿色轮胎可节约油费 960 元。
高环保	绿色轮胎一方面通过降低油耗而降低一氧化碳、二氧化碳等废气的排放，另一方面绿色轮胎的添加剂更环保，从而降低轮胎磨损和废胎对环境的污染。
超安全	绿色轮胎通过优化设计，改进汽车在干地和湿地的抓地性能，平稳汽车驾驶、缩短制动距离，提高操控安全性。研究表明，绿色轮胎可以是汽车在湿滑路面的刹车距离缩短 15%，这对减少事故率和人员伤亡有着重大的意义。

来源：网络资料整理，国金证券研究所

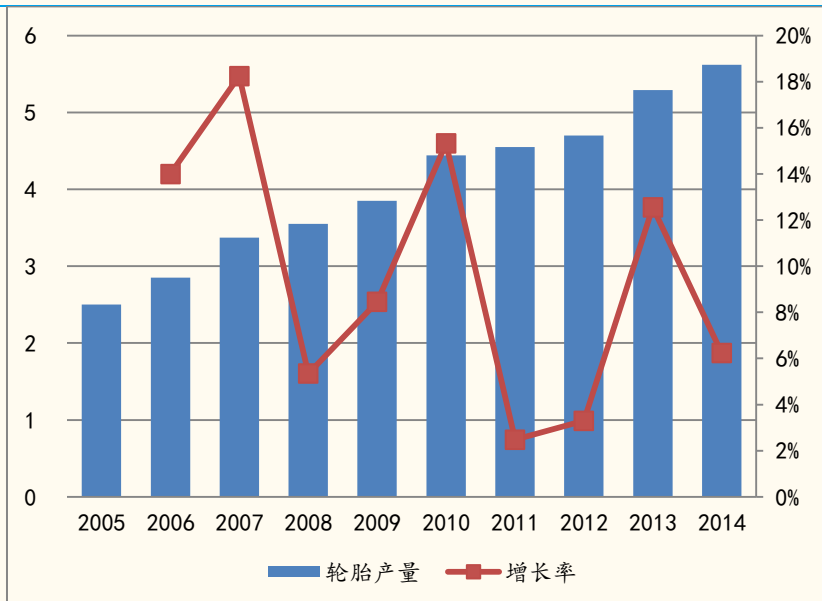
■ 高分散白炭黑性能卓越，是绿色轮胎的必需添加剂

高分散白炭黑性能优异，高达 60-90% 的替代轮胎用炭黑。高分散白炭黑对轮胎滚动摩擦力的降低达到 30%，节约燃料消耗达 5%；改善抗湿滑性能，提高车辆操控安全性。另外，其对于轮胎的耐磨性与炭黑更加接近，可以 60-90% 的替代炭黑（普通白炭黑损失轮胎补强性，只能替代 20-30%），有的轮胎生产厂商甚至百分百替代炭黑使用。

■ 我国轮胎市场绿色化率较低，增长空间巨大

我国是轮胎第一大生产国。近年来，我国轮胎行业随着汽车产业的崛起经历了快速发展期，目前是世界第一大轮胎生产国。据中国橡胶工业协会的统计，2015 年中国轮胎产量为 5.65 亿条，占到全球产量的三分之一，出口量占到我国总产量的 40% 以上，出口额约 145 亿美元，居世界第一位。

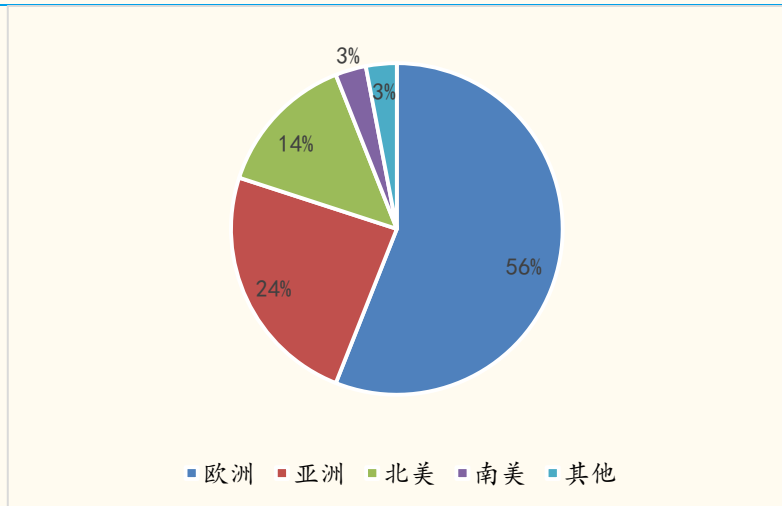
图表 18：2005-2015 年我国轮胎产量（亿条）



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

欧洲绿色轮胎市场趋近饱和，亚洲是未来绿色轮胎市场的重要市场。从绿色轮胎的地区消费结构看，欧洲占比 56%，亚洲占比 24%，北美占比 14%，南美占比 3%，其他占比 3%。欧洲绿色轮胎市场已趋近饱和，未来亚洲发展中国家将是绿色轮胎的重要增量市场。我国由于生产技术与国民环保意识等限制，绿色轮胎产业起步较晚。2010 年，我国绿色轮胎仅占轮胎产量的 2%，未来增长空间巨大。

图表 19：2012 年绿色轮胎分地区消费结构



来源：Smithers Rapra，国金证券研究所

■ 欧盟、美国标签法案及“双反”政策倒逼我国轮胎产业升级

■ 从《京都议定书》到《巴黎协定》签署，节能减排势在必行

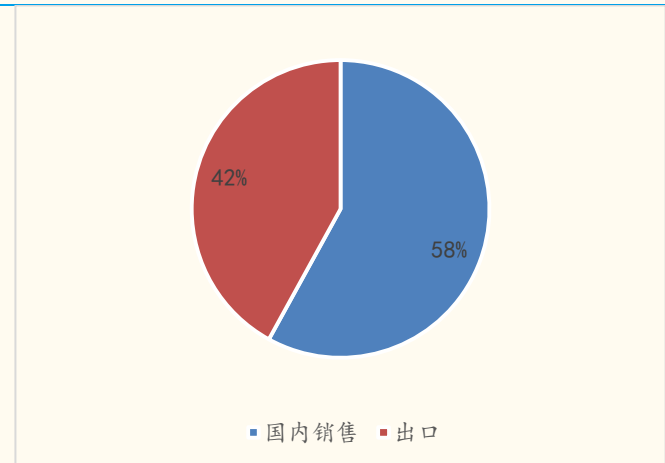
2016 年 4 月 22 日，170 多个国家领导人在联合国共同签署《巴黎协定》。《巴黎协定》是继 1992 年《联合国气候变化框架公约》、1997 年《京都议定书》之后，人类历史上应对气候变化的第三个里程碑式的国际法律文本，形成 2020 年后的全球气候治理格局。全世界的国

家和地区都将投入更多的精力和资源，节能减排，改善气候环境，其中二氧化碳排放量是最重要的治理项目。

■ 我国轮胎产量 42%需要出口，美国和欧盟出口占比 47%

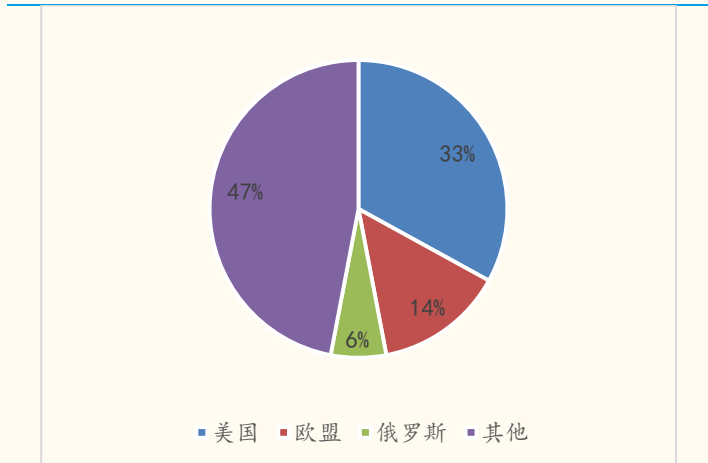
我国汽车轮胎出口比例较高且稳定，2013 年出口比例达到 42%，其中出口美国和欧盟的比例分别为 33%、14%，共计占到接近一半的比例。美国和欧盟市场的变化对我国轮胎产业影响巨大。

图表 20：2013 我国汽车轮胎销售区域结构



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

图表 21：2013 年国内汽车轮胎出口地区分布

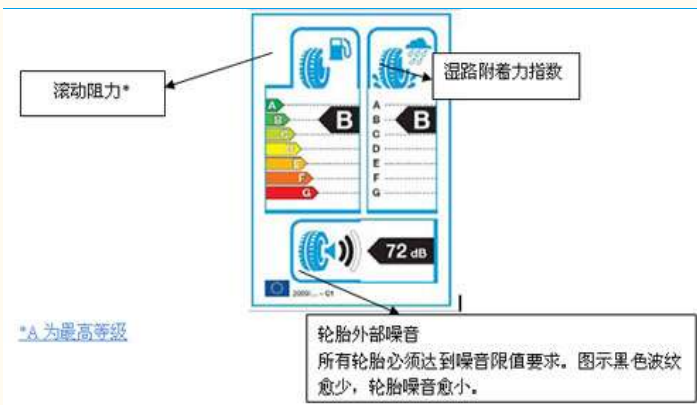


来源：海关总署，国金证券研究所

■ 欧盟将于 2018 年 11 月起禁止不满足标签法案第二阶段的轮胎销售

欧盟的轮胎标签法案对轮胎的能耗效率、湿地抓着力、噪音性能进行分类标示，并依据综合性能将轮胎分为 A-G 共 7 个等级。法案还给出了各指标的最低限值并分阶段实施（第一阶段标准是 G 级，第二阶段标准是 E 级），对于在规定时限达不到最低要求的轮胎将被禁止认证和销售。中国轮胎厂商大部分可达到欧盟第一阶段的最低要求，但相当比例达不到第二阶段最低要求。

图表 22：欧盟轮胎标签法案



来源：欧盟轮胎标签法案，国金证券研究所

图表 23：欧盟轮胎标签法案执行计划

时间节点	拒绝认证	禁止销售
2012 年 11 月	G 级以下	——
2014 年 11 月	——	G 级以下 C1、C2 轮胎
2016 年 11 月	E 级以下	G 级以下 C3 轮胎
2018 年 11 月	——	E 级以下 C1、C2 轮胎
2020 年 11 月	——	E 级以下 C3 轮胎

来源：欧盟轮胎标签法案，国金证券研究所

■ 美国对中国轮胎出口“双反”，2015 年中国轮胎对美出口大幅下滑

美国从 2007 年对中国非公路轮胎“双反”，2009 年对乘用车及轻卡轮胎启动特保调查，2015 年对乘用车及轻卡轮胎“双反”终裁，到 2016 年对非公路轮胎发起第二次“双反”调查和对卡客车轮胎提起“双反”，近 10 年来不间断地对我国轮胎实施各种贸易制裁。根据海关数据，2015 年我国对美国轮胎出口受“双反影响”乘用车轮胎出口量下降

42.7%，卡客车轮胎下降 10.2%，总量同比下降 21.8%，金额同比下降 31.1%。

图表 24：2015 年我国轮胎对美出口量大幅下滑

	年份	数量/吨	同比/%	金额/万美元	同比/%	单价/美元·千克
出口全球	2013	4819108	/	1561531	/	3.2
	2014	5458345	13.3	1584895	1.5	2.9
	2015	5238677	-4	1318997	-16.8	2.5
其中出口美国	2013	1150269	/	376482	/	3.3
	2014	1339392	16.4	396309	5.3	3
	2015	1047852	-21.8	272977	-31.1	2.6

来源：海关总署，国金证券研究所

■ 欧洲对中国轮胎出口的“双反”政策已在酝酿

2015 年 11 月 18 日，欧洲翻新轮胎制造商协会（RMA）代表和轮胎行业人士会见了当地的商务部长，会议指出低价进口轮胎直接影响了欧洲翻新轮胎行业 and 环境保护。2016 年 5 月 12 日，欧洲议会全体会议通过一项非立法性决议，反对承认中国市场经济地位。对于没有被“市场经济地位”的国家，“反倾销”发起国有权利选择替代国同类产品作为中国出口产品“正常价值”的参照，从而使“反倾销”高概率地取得成功。中国轮胎在欧盟随时面临被“双反”的危险。

■ 出口受阻，倒逼我国轮胎产业绿色升级

在标签法案和“双反”政策的双重压力下，高品质绿色升级是我国轮胎产业发展调整的唯一路径。例如虽然“双反”愈演愈烈，但以双钱为首的全钢轮胎仍能出口到美国车队；森麒麟、三角为首的高性能轮胎仍活跃在美国市场上；玲珑的半钢胎仍然大量出口到欧洲。高品质绿色轮胎既符合各国标签法案，又可以消灭贸易壁垒，可以从根源上解决我国轮胎出口受阻问题。

■ 国内政策趋严，轮胎厂商和整车厂商对绿色轮胎诉求强烈

■ 轮胎政策促使轮胎厂商绿色升级

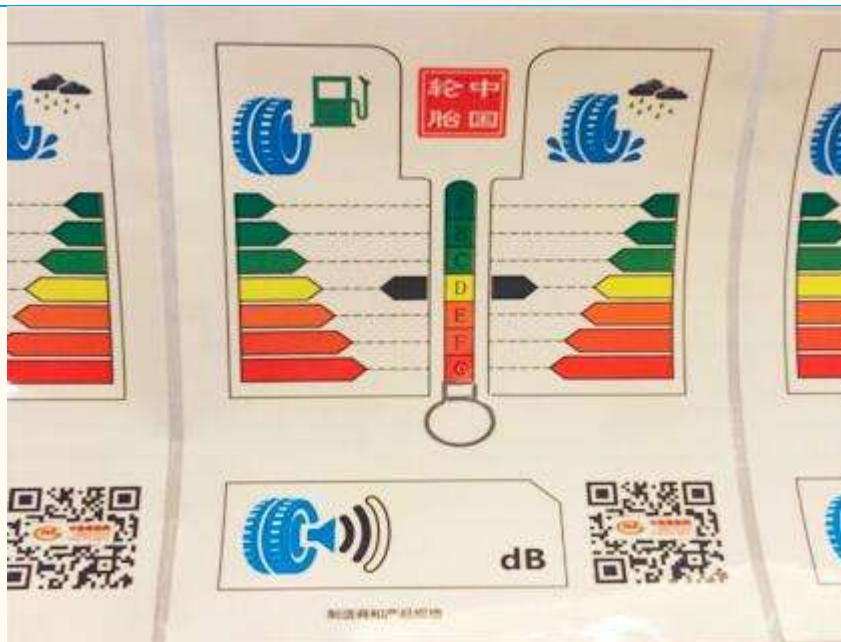
2016 年 6 月 15 日，中橡协公开发布《轮胎分级标准》、《轮胎标签管理规定》和中国橡胶工业协会轮胎标签式样，使中国轮胎分级正式进入自愿实施阶段，行业专家预计 2017 年后将进行强制执行。

图表 25：中国轮胎分级相关政策法规

时间	部门	名称	相关内容
2010 年	工信部	《轮胎产业政策》	鼓励轮胎产业发展环保型橡胶助剂和专用炭黑、白炭黑等原料
2014 年	中国橡胶工业协会	《绿色轮胎技术规范》、《绿色轮胎环保原材料指南》	规定了绿色轮胎滚动阻力、湿滑抓着力、轮胎噪音的准入限值，同时对原材料的使用提出要求，列出禁用原料及推荐原料
2015 年	中国橡胶工业协会	《绿色轮胎原材料推荐指南》	细化了推荐原料的技术参数，并进一步推荐了环保原料的供应商（ 确成硅化是唯一一家被推荐的高分散白炭黑供应商 ）
2016 年	中国橡胶工业协会	《轮胎分级标准》、《轮胎标签管理规定》	从燃油效率、抗湿滑性能和噪音三个方面规定了轮胎分级标准，中国轮胎分级正式进入自愿实施阶段

来源：公开资料，国金证券研究所

图表 26：中国轮胎分级标签图样



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

■ 油耗限值促使整车厂商绿色轮胎需求提高

国家乘用车油耗标准（2015 年 6.9 升/百公里、2020 年 5.0 升/百公里）强制执行，新车油耗控制迫在眉睫。工信部等部委发布的《国务院关于印发节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）的通知》提出，2015 年国家乘用车（包括进口车）平均燃料消耗量降至 6.9 升/百公里；到 2020 年，国家乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里。2014 年 1 月，工信部又颁布《乘用车燃料消耗量限值（征求意见稿）》，重申 2016 年 1 月 1 日新认证车型将执行该燃料消耗量限值标准，2017 年 1 月 1 日所有在产车也执行该标准。

仅依靠传统的技术升级，油耗达标依然有难度。根据《中国乘用车燃料消耗量发展年度报告 2015》的数据，2014 年国家乘用车平均燃料消耗量为 7.22 升/百公里，同比下降 1.5%，其中自主品牌企业不降反升，同比增加 3%。2016 到 2014 年国家乘用车平均燃料消耗量整体呈下降趋势，但下降缓慢，年降幅度仅 2% 左右。若仍以 2% 的降速计算，国家乘用车平均燃料消耗量 2015 年为 7.1 升/百公里，2020 年为 6.4 升/百公里，均达不到相应阶段的油耗限值。

图表 27：2013-2014 年企业乘用车平均燃料消耗量对比

2014 与 2013 年平均燃料消耗量对比			
企业类型	2014 年 CAFC (L/100km)	2013 年 CAFC (L/100km)	2014 与 2013 年 同比
国家平均水平	7.22	7.33	-1.5%
国产乘用车企业	7.12	7.22	-1.4%
合资企业	7.10	7.31	-2.8%
自主企业	7.14	6.95	+2.9%
进口车企业	8.76	9.05	-3.2%

来源：《中国乘用车燃料消耗量发展年度报告 2015》，国金证券研究所

图表 28：2006-2014 年我国乘用车企业 CAFC 发展趋势



来源：《中国乘用车燃料消耗量发展年度报告 2015》，国金证券研究所

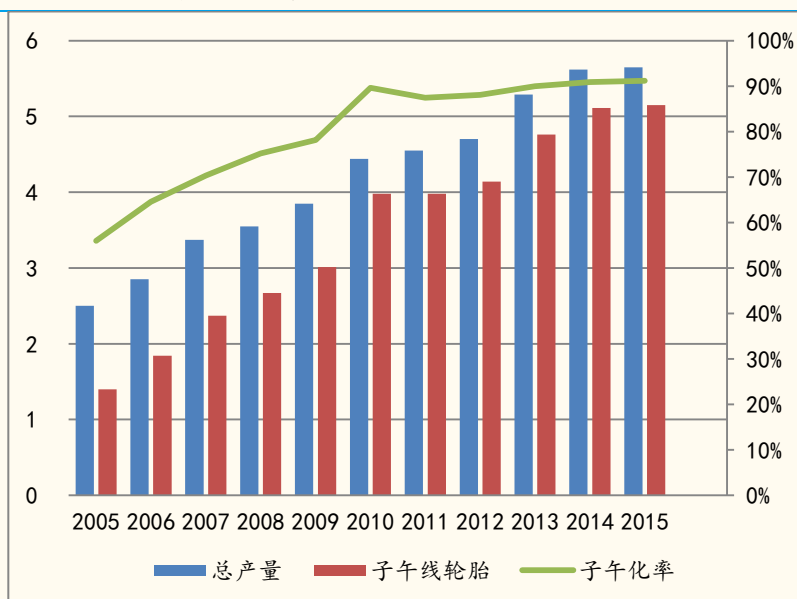
采用绿色轮胎是新车降低油耗限值的理想途径。国家油耗限值标准的逐步执行，汽车厂商使用绿色轮胎的诉求很高。从技术层面讲，从普

通轮胎升级为绿色轮胎相比改进发动机效率，提高传输效率等技术升级更为容易；从经济性方面讲，绿色轮胎相比普通轮胎价格平均高 250 元，一辆轿车的升级成本为 1000 元，相比于汽车的成本和价格，敏感性不高；从效果上来讲，以 2014 年国家乘用车平均燃料消耗量的 7.22 升/百公里为例，使用绿色轮胎节省 5% 的燃油后，降幅达到 0.36 升/百公里，十分可观。综合考虑，对汽车生产企业来说，升级绿色轮胎是降低新车油耗非常理想的途径之一。

■ 预计 2020 年我国子午线半钢胎绿色化率达 50%，全钢胎达 10%

- 子午线轮胎是轮胎绿色化的主要对象。目前我国汽车轮胎主要包括子午线轮胎和斜交轮胎两大类，子午线轮胎性能优异，是我国近年来大力推广替代斜交胎的轮胎品种，目前我国汽车轮胎子午化率已达 90% 以上，绿色轮胎也是指对子午线轮胎的绿色升级。

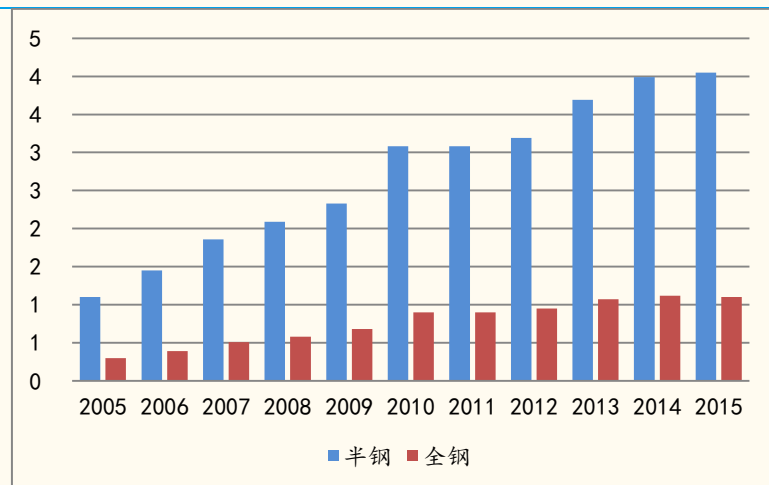
图表 29：2005-2015 年我国子午线轮胎产量（亿条）



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

- 轮胎绿色化将遵循先半钢胎、后全钢胎的顺序。子午线轮胎又分半钢和全钢轮胎，半钢胎一般为乘用车胎，全钢胎一般为载重车胎。根据我国新出台的轮胎标签法案，我国汽车轮胎绿色化的进程将遵循先半钢、后全钢，先原配、后替换，先自愿、后强制的理念进行。

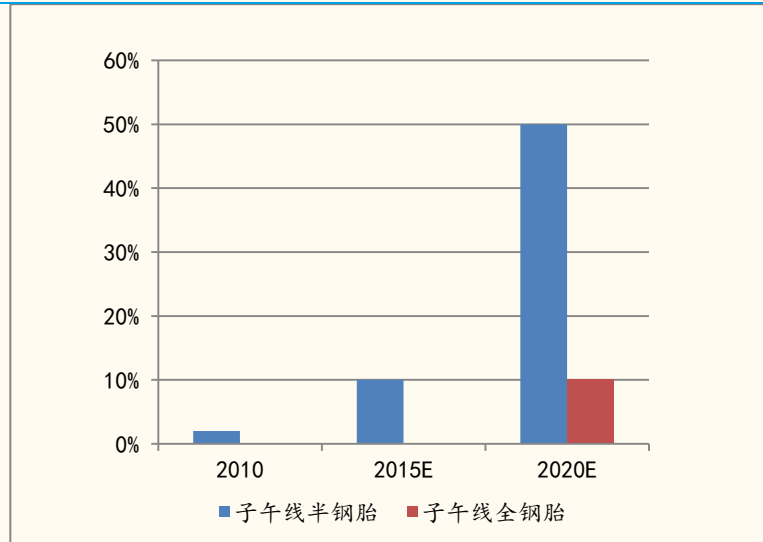
图表 30：2005-2015 年我国子午线半钢胎、全钢胎产量（亿条）



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

- **2020 年我国子午线半钢胎绿色化率可达 50%，全钢胎可达 10%。**在出口和内销双重政策压力下，我国轮胎产业绿色产业升级是必经之路。2015 年我国子午线半钢胎绿色化率已达到 10%，全钢胎绿色化率较低可忽略不计。预计到 2020 年，我国子午线半钢胎绿色化率可达 50%，全钢胎达 10%。

图表 31：我国轮胎绿色化率预测



来源：中国绿色轮胎发展研究，国金证券研究所

■ 预计我国绿色轮胎用高分散白炭黑 2015-2020 年复合增长率 48.13%

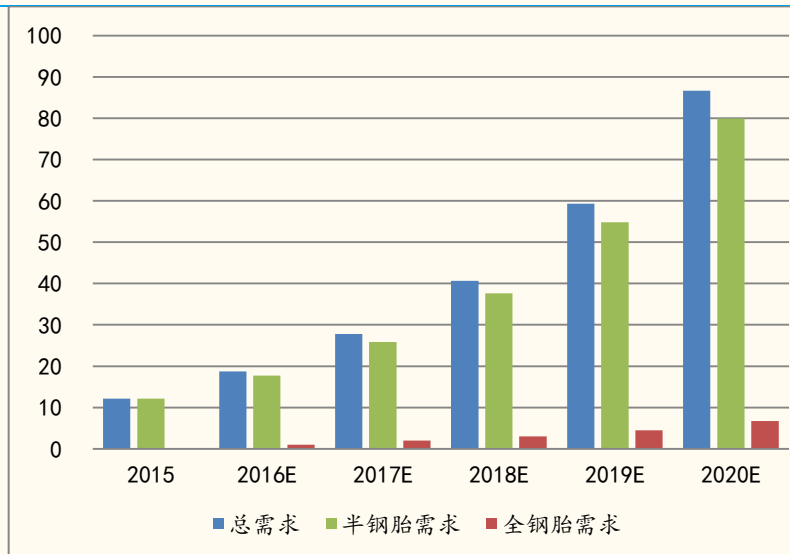
- **2020 年我国子午线半钢胎产量 5.33 亿条，全钢胎 1.34 亿条。**我国汽车轮胎产量在 2010 年后逐步企稳，子午线半钢胎和子午线全钢胎产量均变动不大，2010-2015 年子午线半钢胎产量的复合增长率为 5.63%，全钢胎为 4.10%，我们用这两个数据模拟未来五年半钢胎和全钢胎的增长率，得到 2020 年半钢胎产量 5.33 亿条，全钢胎 1.34 亿条。
- **分别预测半钢胎和全钢胎高分散白炭黑市场需求**

基本假设：一般来说，半钢胎（乘用车胎）的高分散白炭黑添加量在 30%以上，而全钢胎（载重车胎）的添加量接近 10%。半钢胎平均每条净重 10Kg，全钢胎平均每条净重 50Kg。

2015 年：我国子午线半钢胎产量 4.05 亿条，绿色化率 10%，高分散白炭黑需求量 12.15 万吨，与行业专家提供数据拟合较好。

2020 年：我国子午线半钢胎产量 5.33 亿条，绿色化率 50%，高分散白炭黑需求量 79.95 万吨。子午线全钢胎产量 1.34 亿条，绿色化率 10%，高分散白炭黑需求 6.7 万吨。我国绿色轮胎市场 2020 年高分散白炭黑总需求 86.65 万吨。

图表 32：2015-2020 年绿色轮胎高分散白炭黑复合增长率 48.13%（万吨）



来源：国金证券研究所

■ 公司将充分享受绿色轮胎用高分散白炭黑市场的高速增长红利

从国际来看，索尔维、赢创、PPG 三大集团均有在华工厂生产高分散白炭黑且技术较为领先，预计随着国内高分散白炭黑需求增加会继续扩大产能。从国内来看，除确成硅化外预计 2020 年前国内不会再出现量产高分散的企业。国内企业目前还有双龙股份、远翔新材也掌握了高分散白炭黑的生产工艺。双龙股份有 6 万吨高分散白炭黑产能，但近几年开工率只有 50%，正通过医药并购进行战略转型，预计未来几年扩产可能性不大。远翔新材的高分散白炭黑还处在中试阶段，测试完到客户认证估计还得 1-2 年，增加生产线需要 1 年左右达产，预计量产还需 2-3 年时间。对于其他生产普通白炭黑的企业，如果想转型高分散白炭黑，技术研发需要一段时间，客户认证需要 1.5-2 年时间。综合来看，预计 2020 年前国内不会再出现量产高分散的企业。

2015 年公司高分散白炭黑业务收入占比过半，未来将充分受益于行业整体的高增速。

2.3 饲料行业：白炭黑需求较为稳定

■ 沉淀法白炭黑在饲料添加剂中主要作为吸附剂和增加饲料的流动性，特别是在维生素 E 及氯化胆碱粉剂中用量较大。随着近几年养殖畜牧业的低迷，饲料市场也进入稳定期，市场规模变化不大。

■ 饲料添加剂业务未来几年将给公司提供稳定的收入来源。公司是世界最大的动物饲料载体用二氧化硅生产商，下游维生素 E 世界五大生产商里有 4 个都是公司的客户。2013-2014 年公司此部分业务销售收入分别为 1.02 亿元、1.04 亿元，客户和收入均比较稳定，预计未来几年将持续为公司提供收入来源。

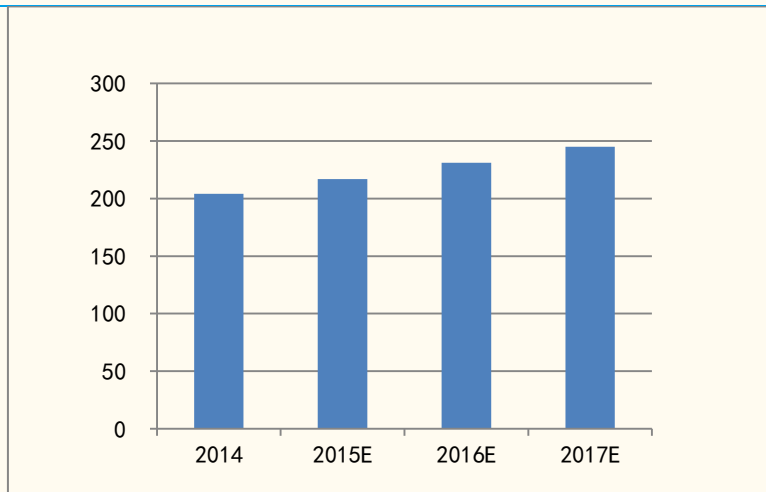
2.4 口腔健康：白炭黑需求稳中有升

■ 沉淀法白炭黑是目前牙膏用摩擦剂的主要品种。沉淀法白炭黑具有比表面积大、吸附能力强、粒径均匀、性质稳定、无毒无害等特征，可作为较好的牙膏原料。其折光指数与牙膏中其他配料的折光指数非常接近，适合作透明牙膏的配料。白炭黑在牙膏中应用时间不长，但已显示出多种功能，除作摩擦剂外，还可作缓蚀剂、增稠剂、触变剂。

■ 根据中国口腔清洁护理用品工业协会及 Euromonitor 公司调查显示，2014 年中国牙膏市场规模达到 204 亿元，预计 2017 年牙膏市场销售额将突破 245 亿元，2014-2017 年 CAGR7%。随着人民生活水平的提高，使用白炭黑为磨料的高档牙膏的消费比例将逐步提高。保守估计，2014-2017 年牙

膏用白炭黑市场增速和牙膏市场增速一致，为 7%。根据中国橡胶工业年鉴数据，2013 年牙膏用白炭黑市场 4.28 万吨，以 7% 的增速计算，2017 年市场需求达到 5.6 万吨。

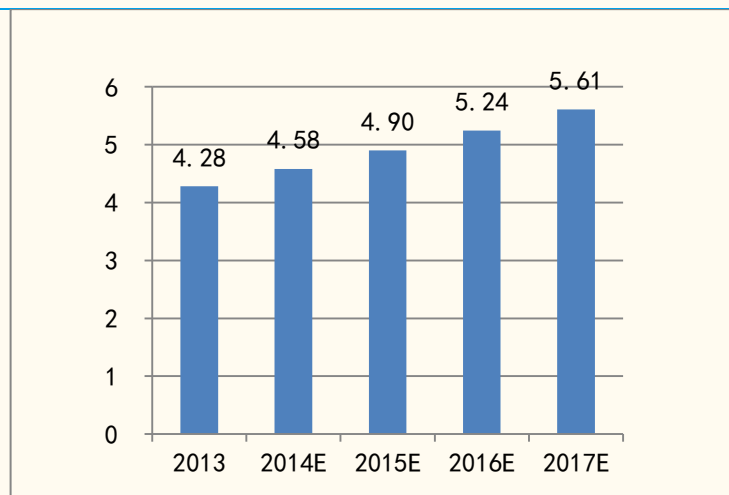
图表 33：2007-2017 年中国牙膏市场规模（亿元）



来源：中国口腔清洁护理用品工业协会，Euromonitor，国金证券研究所

- 口腔健康业务未来几年将给公司提供收入增量空间。公司牙膏添加产品目前已经通过宝洁的认证，预计 2017 年将逐步投产生产，释放业绩，为公司提供收入增量。

图表 34：2014-2017 年牙膏用白炭黑市场规模（万吨）



来源：中国橡胶工业年鉴，国金证券研究所

3. 前向一体化控制成本，高分散白炭黑高毛利具有可持续性

3.1 白炭黑直接原材料硅酸钠、浓硫酸成本占比较高，对毛利影响较大

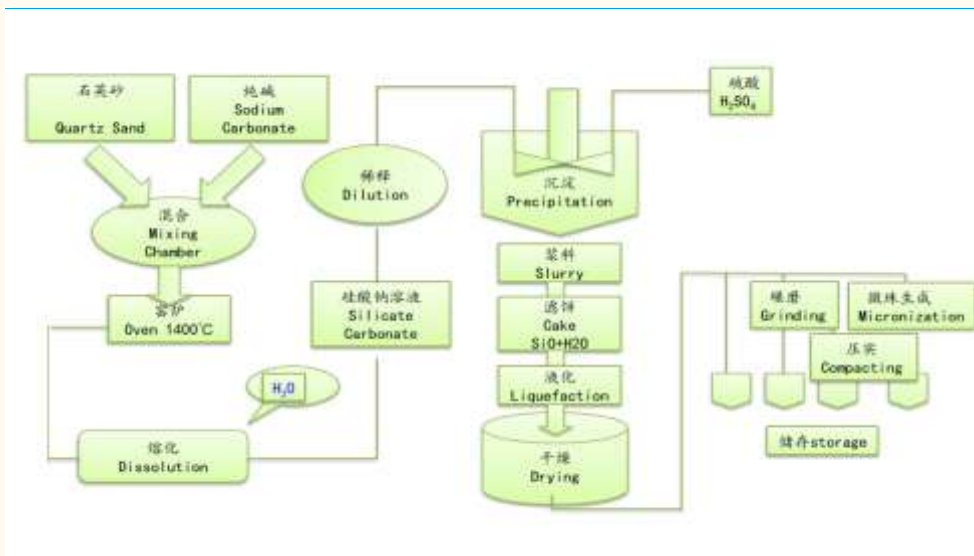
- 公司沉淀法白炭黑的生产流程为：以硅酸钠硫酸、水为原料，天然气、电力为能源，经过复杂工序制得白炭黑。作为直接生产白炭黑的原材料硅酸钠、浓硫酸的占比在较高，两者价格的波动对产品的毛利率影响较大。

3.2 公司积极拓展上游，自主生产硅酸钠和浓硫酸

- 确成硅化子公司安徽确成使用石英砂和纯碱生产硅酸钠，无锡东沃采用硫磺制酸工艺生产硫酸，并利用制酸余热产生蒸汽发电，所产电能供给确成硅化生产使用。公司实现了白炭黑生产的全产业链运营，实现自产两种主要原材料，利于平抑原材料价格波动对生产成本的影响，有效控制成本，

保证原料品质以及保障原料供应；利用制备硫酸的余热发电，不仅提高了能源使用效率，且有效防范了限电导致停产的风险，优化资源利用效率，实现可持续发展。

图表 35：沉淀法白炭黑全链生产工艺

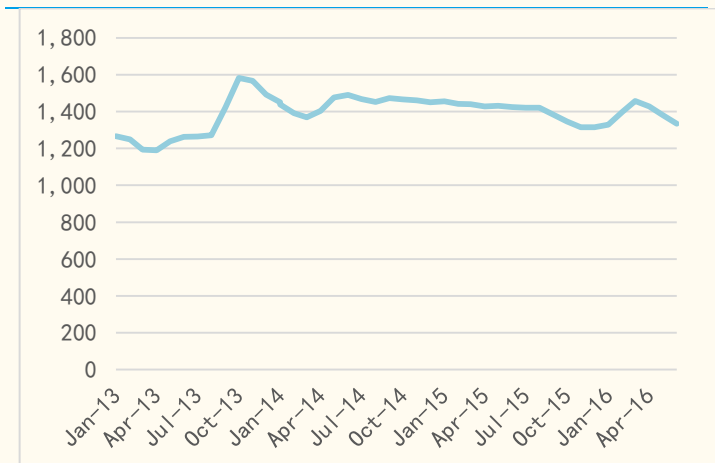


来源：公司调研，国金证券研究所

3.3 纯碱、石英砂、硫磺三大成本构成未来价格不会波动太大

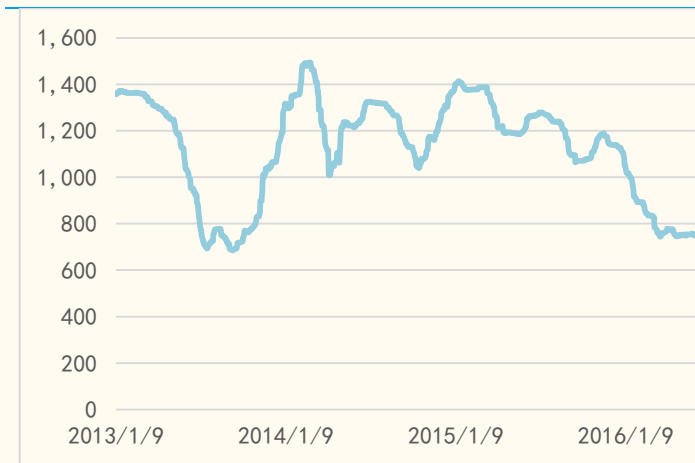
- 三大原料价格未来预计稳中有降。公司生产前向一体化后，上游主要原料为纯碱、石英砂、硫磺。纯碱市场随着化工行业的周期性低迷，近几年逐渐企稳，价格波动不大。硫磺市场价格从 15 年开始持续走低，各港口库存均处于高位，未来两年价格上涨可能性不大。我国石英砂主要为自产，价格便宜，供应充沛且变化不大。
- 综合来看，最上游原材料未来几年价格波动趋势都是稳中有降，原料成本对公司产品毛利的影响可控。

图表 36：2013/1-2016/6 纯碱价格走势（元/吨）



来源：choice，国金证券研究所

图表 37：2013/1-2016/6 硫磺价格走势（元/吨）



来源：choice，国金证券研究所

4. 客户高粘性、技术创新优势、资质壁垒助力公司快速成长

4.1 基于高粘性优质客户，深耕存量市场

■ 公司拥有众多下游行业高粘性优质客户

截止 2016 年，世界轮胎前 15 大生产商中的 9 大生产商均是公司的客户，国内轮胎行业的巨头也均是公司客户。另外，饲料行业中维生素 E 行业的世界 5 大巨头中的 4 大也是公司的稳定客户。

高分散白炭黑作为精细化学原料，对下游轮胎、饲料、牙膏的产品质量至关重要。下游客户从安全性、稳定性角度出发，对上游供应商的产品采购十分稳定，一般都不会轻易更换供应商。

■ 基于已有客户资源，深挖客户价值

公司生产的高分散白炭黑为 NEWSIL 系列 HD90GR、HD115GR、HD165GR、HD175GR、HD200GR 五个不同的牌号系列，新的技术参数的高分散白炭黑也在持续研发中。公司依靠认证壁垒带来的优势，深耕下游高粘性优质客户，提高已有客户采购额、拓宽已有客户产品采购线，带动业绩增长。

图表 38：公司拥有众多轮胎巨头客户

2014 年度排名	公司	所在地	2014 年销售（亿美元）
2	米其林	法国	246.685
3	固特异	美国	163.55
5	倍耐力	意大利	79.922
7	韩泰	韩国	62.006
8	优科豪马	日本	47.032
9	正新橡胶	中国台湾	44.413
10	杭州中策	中国内地	41.185
11	佳通轮胎	新加坡	34.74
13	锦湖轮胎	韩国	32.399
18	耐克森	韩国	18.623
19	玲珑橡胶	中国内地	18.841
21	恒封橡胶	中国内地	16.23
22	双钱轮胎	中国内地	15.3
24	赛轮金宇	中国内地	14.542
26	风神股份	中国内地	13.343
27	建大轮胎	中国台湾	11.681
36	通用科技	中国内地	7.101
49	华南橡胶	中国内地	4.979
59	森麒麟	中国内地	3.143
	合计		875.715

来源：中国橡胶网，国金证券研究所

4.2 发挥技术创新优势，拓展增量市场

■ 公司具有高分散白炭黑行业的领先技术

公司通过自主研发，掌握了高分散白炭黑的生产工艺。目前公司已通过 ISO9000、ISO22000、欧盟 Reach、欧盟 FAMI-QS、美国 FDA、TS16949 等认证；公司作为牵头者参加了国内轮胎标签法案的制定；公司是中国二氧化硅产品行业标准起草单位，公司目前已取得 51 项专利，同时还有二十多项发明专利尚在实质审查中。

图表 39：公司通过 ISO、欧盟、美国等各类相关认证

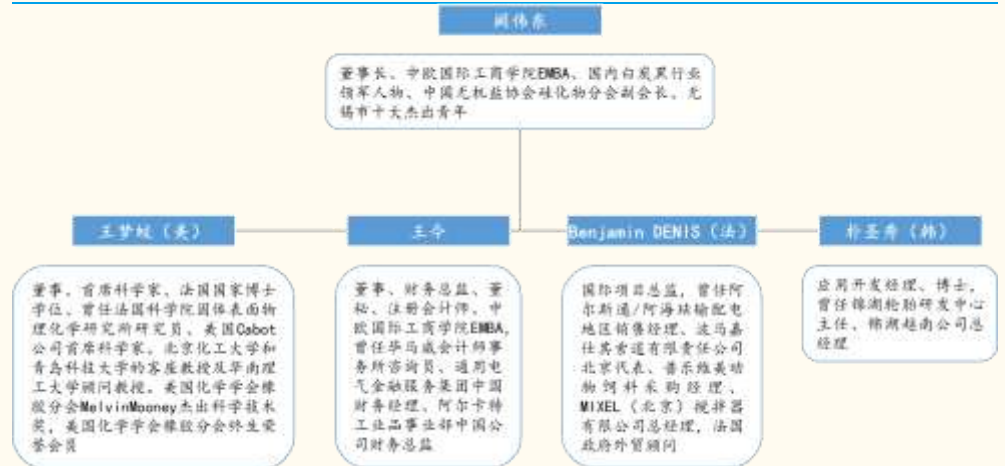


来源：公司调研，国金证券研究所

■ 持续创新是公司的发展宗旨

公司用于研发创新的费用对销售额占比达到 3% 以上，于 2012 年 8 月成立确成新材料技术研究院，下辖工艺装备、节能环保、新产品开发三个研究室；物理、化学、中心试验三个实验室。公司同时还拥有国际化的研发管理团队，包括中国无机盐协会硅化物分会副会长、前法国科学院固体表面物理化学研究所研究员、美国 Cabot 公司首席科学家、前锦湖轮胎研发中心主任及横滨轮胎研发中心主任等人才，研发及管理实力强劲。

图表 40：公司拥有国际化的研发和管理人员团队



来源：公开资料，国金证券研究所

■ 以技术创新为支撑，拓展新领域、新客户的增量市场

公司目前除了绿色轮胎用高分散白炭黑、普通白炭黑、饲料载体用二氧化硅产品外，还积极布局大健康领域二氧化硅的不同应用场景。包括牙膏添加剂、医药胶囊载体及食品级的二氧化硅。公司研发的 C 系列牙膏添加剂二氧化硅已获得国际快消品巨头宝洁的认证，新的业务领域、新的客户，将给公司带来新的业绩增长点。

4.3 依靠资质壁垒构筑门槛，防御潜在进入者

■ 客户漫长的认证周期使行业具有高门槛，极大降低潜在进入者威胁

是否具有高分散白炭黑生产工艺，是以通过客户认证为最终依据的。沉淀法白炭黑生产过程复杂，原料的质量、各组分浓度、温度、反应时间、PH

值、搅拌速度每个变量都需要严格精准的控制以达到理想的产品质量。特别是用于绿色轮胎的高分散白炭黑，需要长期的理论和实践经验积累才能实现稳定生产。作为涉及乘客安全的轮胎的原材料，技术优势壁垒和客户漫长的认证周期使行业具有很高的准入门槛，通常情况下国内客户认证需要 1.5-2 年；国际客户认证需要 2-4 年。

如果新的行业参与者进来，不仅需要一段时间完善技术、设备，还需要 2-4 年的时间进行客户认证，才有可能大规模释放产能。这就保证了未来 5 年绿色轮胎用高分散白炭黑市场的高速增长红利只能由目前的行业巨头分享，大大降低了潜在进入者带来的威胁，公司高分散白炭黑业务的高毛利高增长得到保证。

5. 海外扩张+国内并购的战略布局，打造未来国际巨头

5.1 “一带一路走出去”，海外设立生产基地和研发中心

公司计划未来 5 年加快走出去步伐，结合“一带一路”国家战略，在泰国、波兰设立自己的生产基地，在欧洲设立自己的研发中心和生产基地，加大技术创新力度以维持技术领先优势、提供更好的服务以稳固高粘性优质客户，力争进入国际巨头行列。

5.2 整合国内同行，提高行业集中度，完成地域布局

公司计划未来 5 年加速对国内行业的整合，采用收购、控股等方式，迅速完成中国南方地区、北方地区、西部全面布局，进一步提高行业集中度，扩大公司规模，增强规模效益。对上游提高原料采购议价能力，对下游提高市场定价权，从而提高公司产品成本-价格的剪刀差，进一步提高公司利润水平。

6. 投资建议及盈利预测

- **亚洲第一、世界第三的高分散白炭黑生产商。**公司深耕高分散白炭黑领域，市场份额不断增加。公司 2015 营收 7.22 亿元，高分散白炭黑收入占比过半，绿色轮胎用高分散白炭黑业务的快速增长，推动公司营收净利的持续增长，2013-2015 年公司营收复合增速 19.06%，净利复合增速 10.38%。
- **三大下游市场支撑，绿色轮胎最具看点。**我国轮胎市场绿色化率较低，增长空间巨大。国内外轮胎标签法案的执行以及美国对我国轮胎出口的“双反”政策，倒逼我国轮胎产业进行绿色升级。2015 年我国子午线半钢胎绿色化率 10%，全钢胎几乎为 0，高分散白炭黑需求 12.15 万吨；预计 2020 年半钢胎绿色化率将达到 50%，全钢胎 10%，高分散白炭黑需求达 86.65 万吨。绿色轮胎用高分散白炭黑市场 2015-2020 年复合增速 48.13%，公司作为国内龙头将充分享受这一成长红利。
- **前向一体化控制成本，高分散白炭黑高毛利具有可持续性。**公司积极拓展上游，自主生产制备白炭黑的直接原料硅酸钠和浓硫酸，实现了白炭黑生产的全产业链运营，利于平抑原材料价格波动对生产成本的影响，有效控制成本。前向一体化后，公司产品三大原料纯碱、石英砂、硫磺。三大原料供应充分，近几年价格平稳，未来预计稳中有降。总体来看，公司产品成本可控，高毛利具有可持续性。
- **客户高粘性、技术创新优势、资质壁垒助力公司持续成长。**公司处在寡头垄断的高分散白炭黑行业，基于高粘性优质客户，深耕存量市场；发挥技术创新优势，拓展增量市场；依靠资质壁垒构筑门槛，防御潜在进入者。这三大核心竞争力保证了公司业务的持续增长。
- **海外扩张+国内并购的战略布局，打造未来国际巨头。**公司计划未来 5 年加快走出去步伐，结合“一带一路”国家战略，在泰国、波兰设立生产基地，在欧洲设立研发中心和生产基地，加大技术创新力度以维持技术领先优势、提供更好的服务以稳固高粘性优质客户。同时公司计划未来 5 年加速对国内行业的整合，采用收购、控股等方式，迅速完成中国南方地区、北方地区、西部全面布局，进一步提高行业集中度，扩大公司规模，增强规模效益。
- 结合以上分析，我们认为公司深耕高分散白炭黑领域，目前此项业务占比过半且在持续增加，下游绿色轮胎市场快速增长带来公司此项业务未来五年的高速增长。同时公司依靠客户高粘性、技术创新优势和资质壁垒三大核心竞争优势及海外扩张+国内并购的战略布局，保证公司业务的持续增长，进入国际巨头行列。
- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 9.16 亿、12.32 亿、15.67 亿，净利润分别为 1.53 亿、2.12 亿、2.65 亿。EPS 分别为 0.44、0.611、0.761 元。考虑公司成长性和三板流动性，按 2016 年 PE=20X 予以估值，目标价 8.8-9.0 元，给予买入评级。

图表 41：分产品的盈利预测

项 目	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
传统型						
销售收入（百万元）	16.66	23.10	26.00	32.00	40.00	50.00
增长率（YOY）	-58.35%	38.66%	12.55%	23.08%	25.00%	25.00%
毛利率	18.52%	16.48%	14.40%	14.20%	14.00%	14.00%
销售成本（百万元）	13.57	19.29	22.26	27.46	34.40	43.00
增长率（YOY）	-55.96%	42.13%	15.36%	23.36%	25.29%	25.00%
毛利（百万元）	3.09	3.81	3.74	4.54	5.60	7.00
增长率（YOY）	-66.37%	23.38%	-1.65%	21.37%	23.24%	25.00%
占总销售额比重	3.27%	3.78%	3.60%	3.49%	3.25%	3.19%
占主营业务利润比重	1.63%	1.69%	1.48%	1.41%	1.29%	1.30%
环保无尘型						
销售收入（百万元）	137.76	98.36	63.40	50.00	45.00	40.00
增长率（YOY）	72405.26%	-28.60%	-35.54%	-21.14%	-10.00%	-11.11%
毛利率	31.11%	26.61%	21.80%	21.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	94.90	72.19	49.58	39.50	36.00	32.00
增长率（YOY）	66819.72%	-23.94%	-31.32%	-20.33%	-8.86%	-11.11%
毛利（百万元）	42.86	26.17	13.82	10.50	9.00	8.00
增长率（YOY）	88844.75%	-38.93%	-47.19%	-24.03%	-14.29%	-11.11%
占总销售额比重	27.04%	16.08%	8.78%	5.46%	3.65%	2.55%
占主营业务利润比重	22.60%	11.59%	5.48%	3.26%	2.08%	1.49%
易分散						
销售收入（百万元）	72.25	87.53	93.00	110.00	135.00	168.00
增长率（YOY）	37926.32%	21.15%	6.25%	18.28%	22.73%	24.44%
毛利率	36.76%	32.57%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	45.69	59.02	66.96	79.20	97.20	120.96
增长率（YOY）	32118.44%	29.18%	13.45%	18.28%	22.73%	24.44%
毛利（百万元）	26.56	28.51	26.04	30.80	37.80	47.04
增长率（YOY）	55020.16%	7.34%	-8.66%	18.28%	22.73%	24.44%
占总销售额比重	14.18%	14.31%	12.88%	12.01%	10.96%	10.72%
占主营业务利润比重	14.01%	12.62%	10.32%	9.55%	8.74%	8.75%
高分散						
销售收入（百万元）	136.89	247.96	368.00	547.00	820.00	1,100.00
增长率（YOY）	71947.37%	81.14%	48.41%	48.64%	49.91%	34.15%
毛利率	55.49%	51.34%	45.40%	43.00%	41.00%	39.00%
销售成本（百万元）	60.93	120.66	200.93	311.79	483.80	671.00
增长率（YOY）	42863.94%	98.03%	66.53%	55.17%	55.17%	38.69%
毛利（百万元）	75.96	127.30	167.07	235.21	336.20	429.00
增长率（YOY）	157546.23%	67.59%	31.24%	40.78%	42.94%	27.60%
占总销售额比重	26.87%	40.53%	50.96%	59.73%	66.57%	70.21%
占主营业务利润比重	40.06%	56.35%	66.24%	72.94%	77.71%	79.78%
C系列						
销售收入（百万元）	101.77	104.30	116.00	116.00	126.00	138.00
增长率（YOY）	53463.16%	2.49%	11.22%	0.00%	8.62%	9.52%
毛利率	35.89%	33.54%	31.00%	30.50%	30.00%	29.00%
销售成本（百万元）	65.24	69.32	80.04	80.62	88.20	97.98
增长率（YOY）	45906.62%	6.24%	15.47%	0.72%	9.40%	11.09%
毛利（百万元）	36.53	34.98	35.96	35.38	37.80	40.02
增长率（YOY）	75703.70%	-4.22%	2.80%	-1.61%	6.84%	5.87%
占总销售额比重	19.97%	17.05%	16.06%	12.67%	10.23%	8.81%
占主营业务利润比重	11.42%	9.07%	7.65%	5.96%	4.73%	3.89%
浆料						
销售收入（百万元）	1.12	0.81	0.80	0.80	0.80	0.80
增长率（YOY）	489.47%	-27.68%	-1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	50.65%	50.45%	50.35%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	0.55	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
增长率（YOY）	289.74%	-27.39%	-1.04%	0.70%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	0.57	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40
增长率（YOY）	1077.32%	-27.96%	-1.43%	-0.70%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.22%	0.13%	0.11%	0.09%	0.06%	0.05%
占主营业务利润比重	0.30%	0.18%	0.16%	0.12%	0.09%	0.07%
硫酸						
销售收入（百万元）	43.06	49.71	55.00	60.00	65.00	70.00
增长率（YOY）	22563.16%	15.44%	10.64%	9.09%	8.33%	7.69%
毛利率	9.48%	9.48%	9.40%	9.40%	9.00%	9.00%
销售成本（百万元）	38.98	45.00	49.83	54.36	59.15	63.70
增长率（YOY）	27384.85%	15.44%	10.74%	9.09%	8.81%	7.69%
毛利（百万元）	4.08	4.71	5.17	5.64	5.85	6.30
增长率（YOY）	8371.87%	15.44%	9.71%	9.09%	3.72%	7.69%
占总销售额比重	8.45%	8.13%	7.62%	6.55%	5.28%	4.47%
占主营业务利润比重	2.15%	2.09%	2.05%	1.75%	1.35%	1.17%

来源：国金证券研究所

7. 风险提示

■ 绿色轮胎市场存在“比量矛盾”，高分散白炭黑需求不达预期风险

“比”：轮胎企业力不从心，绿色化率不达预期。

“量”：强制提高绿色化率，必然会导致轮胎总量的下降。如果轮胎标签法案强制执行，强制提高绿色化率，由于轮胎企业绿色化能力严重不足，轮胎行业必然会经历一次大洗牌，实力大厂艰难转型，众多小厂商停产倒闭。由于扩张周期较长，大厂商对于停产小厂空缺的产能填补不会很快，轮胎市场整体产量必然经历突然下降和缓慢回升的过程。

在“比量矛盾”下，绿色轮胎用高分散白炭黑需求存在较大不达预期风险。

■ 国际巨头产能扩张，公司增量市场的份额占比不达预期风险

索尔维、赢创、PPG 等国际巨头资金雄厚，国内高分散白炭黑需求一旦高速增长，必然会导致他们的扩大产能，攻夺增量市场。公司与国际巨头竞争，未来增速存在低于市场整体增速的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	509	612	722	916	1,232	1,567
增长率		20.1%	18.1%	26.8%	34.5%	27.2%
主营业务成本	-320	-386	-470	-593	-799	-1,029
%销售收入	62.8%	63.1%	65.1%	64.8%	64.9%	65.7%
毛利	190	226	252	322	433	538
%销售收入	37.2%	36.9%	34.9%	35.2%	35.1%	34.3%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-5	-6	-8
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-36	-44	-48	-60	-78	-96
%销售收入	7.1%	7.3%	6.6%	6.5%	6.3%	6.1%
管理费用	-46	-58	-61	-77	-101	-125
%销售收入	9.0%	9.4%	8.5%	8.4%	8.2%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	103	119	138	181	248	309
%销售收入	20.3%	19.4%	19.2%	19.8%	20.1%	19.7%
财务费用	-2	-9	-4	-1	4	5
%销售收入	0.4%	1.5%	0.5%	0.1%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-1	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	3	-4	1	0	0	0
投资收益	0	2	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	2.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	104	105	132	181	252	314
营业利润率	20.5%	17.1%	18.3%	19.8%	20.5%	20.1%
营业外收支	5	10	1	1	1	1
税前利润	109	115	133	182	253	315
利润率	21.4%	18.8%	18.4%	19.9%	20.5%	20.1%
所得税	-17	-18	-21	-29	-40	-50
所得税率	15.9%	15.2%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	92	98	112	153	212	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	92	98	112	153	212	265
净利率	18.0%	16.0%	15.5%	16.7%	17.2%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	92	98	112	153	212	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	54	62	65	79	100
非经营收益	1	12	5	5	-1	-1
营运资金变动	-32	-51	11	-9	-57	-59
经营活动现金净流	98	112	190	214	234	305
资本开支	-128	-65	-53	-100	-159	-210
投资	0	2	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-128	-62	-53	-101	-159	-210
股权募资	0	0	0	0	-39	0
债权募资	84	27	5	-171	0	1
其他	-76	-11	-69	-10	0	0
筹资活动现金净流	7	15	-64	-181	-39	1
现金净流量	-23	65	72	-68	36	96

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	90	153	231	163	199	295
应收款项	173	191	251	283	380	484
存货	47	75	51	81	109	141
其他流动资产	44	35	16	15	20	25
流动资产	354	453	548	542	708	945
%总资产	40.5%	44.9%	51.3%	49.4%	52.7%	55.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	470	501	470	521	606	721
%总资产	53.7%	49.6%	44.0%	47.5%	45.2%	42.6%
无形资产	46	45	44	30	26	23
非流动资产	520	557	520	554	635	746
%总资产	59.5%	55.1%	48.7%	50.6%	47.3%	44.1%
资产总计	875	1,010	1,067	1,096	1,343	1,690
短期借款	98	140	170	0	0	0
应付款项	103	122	133	180	243	312
其他流动负债	28	95	27	32	43	55
流动负债	229	358	330	212	286	367
长期贷款	41	25	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	1	0	0	0
负债	270	384	331	212	286	368
普通股股东权益	605	626	736	884	1,057	1,322
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	875	1,010	1,067	1,096	1,343	1,690

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	0.745	0.440	0.611	0.761
每股净资产	4.031	4.174	4.909	5.893	7.048	8.814
每股经营现金净流	0.651	0.748	1.264	1.430	1.559	2.033
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.16%	15.60%	15.17%	17.30%	20.10%	20.04%
总资产收益率	10.48%	9.67%	10.46%	13.95%	15.82%	15.67%
投入资本收益率	11.68%	12.71%	12.80%	17.24%	19.69%	19.62%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	20.07%	18.06%	26.80%	34.51%	27.20%
EBIT 增长率	N/A	14.90%	16.59%	31.17%	36.62%	24.66%
净利润增长率	N/A	6.58%	14.32%	36.93%	38.93%	24.70%
总资产增长率	N/A	15.48%	5.67%	2.70%	22.52%	25.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.9	72.7	88.0	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	27.1	57.9	48.8	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	52.4	98.7	84.7	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	244.0	284.1	225.5	194.0	166.6	155.3
偿债能力						
净负债/股东权益	7.41%	1.92%	-8.26%	-18.42%	-18.81%	-22.24%
EBIT 利息保障倍数	54.5	13.2	36.7	263.3	-66.2	-60.9
资产负债率	30.88%	38.02%	31.02%	19.37%	21.29%	21.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD