

增持

——维持

日期：2017 年 08 月 25 日

行业：基础化工



分析师：邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513050001

研究助理：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070007

阳谷华泰 (300121)

证券研究报告/公司研究/公司动态

中报业绩符合预期，环保趋严持续受益

■ 公司动态事项

公司2017年半年报称，2017年上半年实现营业收入7.33亿元，同比增长38.63%；归属于母公司股东净利润8088万元，同比增长34.86%；基本每股收益0.29元，同比增长38.01%。

其中，促进剂业务营收增速高达65.80%，毛利率为20.40%，同比增长15.71个百分点。

■ 公司点评

全球防焦剂龙头企业，橡胶助剂领域佼佼者

公司是国内橡胶助剂龙头企业，主要产品产能包括防焦剂 CTP 2 万吨/年、促进剂 4.5 万吨/年（含 M 产品）。其中，防焦剂 CTP 全球市场占有率高于 60%，且自备原材料，成本控制为行业内领先水平，环保设施完备，客户优质；促进剂 M 及 NS 生产工艺先进，能降低废水排放及高树脂问题，同时减少了生产成本。此外，公司计划在募投项目三期中增加 1.5 万吨促进剂 M 产能和 1 万吨促进剂 NS 产能。

环保督查持续深化，供给收缩推动价格提升

国内橡胶助剂产能主要集中在山东、天津、河南等地区（其中促进剂在山东、天津、河南等地的产能占比超过 80%），随着京津冀及“2+26”城市大气污染防治强化督查的持续深入，不达标小厂被关停，甚至个别大厂也出现了问题。可以预见，伴随持续的环保整治，并且不排除未来对水污染排放的强监管的可能，我们认为助剂行业的供给收缩和行业集中度持续提升将是顺势所趋。受此影响，促进剂价格已经出现大幅上涨，据百川资讯统计，NS（天津）挂牌价从年初的 27500 元/吨（含税）上升至 35000 元/吨（含税），M（天津）挂牌价从年初的 14850 元/吨（含税）上升至 23500 元/吨（含税）。

不溶性硫磺募扩产，进口替代进程势不可挡

全球有 30 万吨不溶硫市场，国内需求目前约为 8-9 万吨。随着轮胎子午化率提高，不溶性硫磺需求仍将保持较好的增速。公司连续法生产工艺先进，产品质量可匹敌进口产品。现已扩产不溶性硫磺至 1.3 万吨，并拟增产共计 2 万吨的生产线。公司不溶性硫磺客户已涵盖国内外主流轮胎客户，将逐步实现进口替代。

收购达诺尔科技 10%股权，进军电子化学品领域

基本数据（截止 2017 年 8 月 21 日）

报告日股价（元）	15.57
12mth A 股价格区间（元）	11.94/20.46
总股本（百万股）	289.22
无限售 A 股/总股本	94.29%
流通市值（亿元）	41.31
每股净资产（元）	2.52

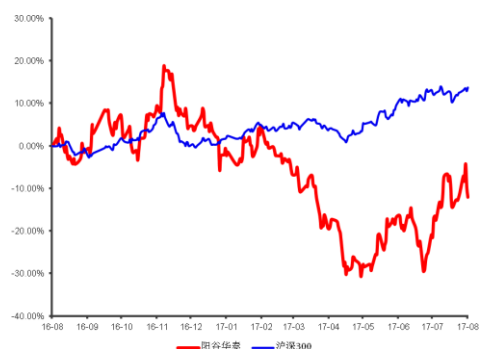
主要股东（2017H1）

王传华	38.97%
尹月荣	9.10%
王文博	4.71%

收入结构（2017H1）

加工助剂	39.76%
硫化助剂体系	31.73%
胶母粒	9.90%
橡胶防护蜡	9.01%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX17-YGHT02

首次报告日期：2017 年 8 月 11 日

相关报告：

2017/08/11 阳谷华泰深度报告：橡胶助剂

龙头受益环保趋严,产品多点开花助推业绩腾飞

2017 年 6 月,公司公告称将收购江苏达诺尔科技股份有限公司 10%的股权。这次投资是公司应对未来行业天花板走出的第一步,借助达诺尔的平台对电子化学品行业进行深入了解,为公司多元化发展打下良好的基础。主要客户有 BASF、武汉新芯、苏州晶瑞等,其中 2016 年第一大客户 BASF 占公司销售额的 38.85%,武汉新芯占 11.38%,苏州晶瑞占 7.13%。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司在 2017-2019 年将实现营业收入 16.26、20.16 和 22.29 亿元,同比增长 31.11%、23.99%和 10.61%,归属于母公司股东净利润为 2.25、2.97 和 3.60 亿元,同比增长 43.78%、31.78%和 21.30%,每股 EPS 为 0.78、1.03 和 1.25 元。对应 PE 为 20.00、15.2 和 12.5 倍。未来六个月,维持“增持”评级。

■ 风险提示

主要产品产能释放不及预期;出现环保及安全问题;下游行业需求不及预期;原材料价格出现大幅波动。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1239.89	1625.63	2015.60	2229.44
年增长率	44.17%	31.11%	23.99%	10.61%
归属于母公司的净利润	156.78	225.42	297.05	360.32
年增长率	298.80%	43.78%	31.78%	21.30%
每股收益 (元)	0.54	0.78	1.03	1.25
PE (X)	28.72	19.98	15.16	12.50

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	136	414	378	972
应收和预付款项	572	751	887	918
存货	124	272	214	304
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	448	375	301	228
无形资产和开发支出	78	69	60	51
其他非流动资产	16	15	13	13
资产总计	1373	1895	1854	2486
短期借款	149	0	0	0
应付和预收款项	318	814	542	894
长期借款	201	201	201	201
其他负债	52	52	52	52
负债合计	720	1067	796	1148
股本	289	289	289	289
资本公积	96	96	96	96
留存收益	268	443	674	953
归属母公司股东权益	653	828	1059	1339
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	653	828	1059	1339
负债和股东权益合计	1373	1895	1854	2486

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	173	483	30	667
投资活动产生现金流量	-42	3	3	3
融资活动产生现金流量	-120	-209	-69	-77
现金流量净额	7	278	-36	593

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1240	1626	2016	2229
营业成本	889	1167	1432	1526
营业税金及附加	11	15	18	20
营业费用	34	52	69	85
管理费用	86	117	145	178
财务费用	27	9	3	-3
资产减值损失	4	4	4	4
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	188	261	345	420
营业外收支净额	5	4	4	4
利润总额	193	265	349	424
所得税	36	40	52	64
净利润	157	225	297	360
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	157	225	297	360

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	28%	28%	29%	32%
EBIT/销售收入	18%	17%	17%	19%
销售净利率	13%	14%	15%	16%
ROE	24%	27%	28%	27%
资产负债率	52%	56%	43%	46%
流动比率	1.78	1.77	2.73	2.45
速动比率	1.52	1.43	2.34	2.11
总资产周转率	0.90	0.86	1.09	0.90
应收账款周转率	2.39	2.60	2.54	2.87
存货周转率	7.15	4.29	6.68	5.01

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。