

阳谷华泰 (300121)

橡胶助剂龙头，新产能打开成长空间

买入（首次）

2018 年 1 月 15 日

投资要点

■ **公司为橡胶助剂领域龙头。**目前公司是我国橡胶助剂行业产品序列最齐全的生产商之一，其中，防焦剂 CTP 产能达 2 万吨/年，占据全球 60% 的市场；不溶性硫磺产品质量达到国际一流企业的标准；促进剂 M、促进剂 NS 和促进剂 CBS 等产品绿色环保优势也非常明显。

■ **环保趋严，公司促进剂盈利显著提升。**废水排放是促进剂生产过程中最棘手的问题，近年来，受环保因素影响，不少传统的促进剂企业的生产受到冲击，停产、限产现象较为普遍。公司在促进剂清洁生产工艺开发上成果优异，受环保检查影响相对较小。今年环保限产导致促进剂供给收缩，价格上涨，公司盈利能力提升显著。公司具备促进剂 M 产能 1.5 万吨，促进剂 NS2 万吨，促进剂 CBS1 万吨，未来的新建产能包括促进剂 M1.5 万吨，促进剂 NS1 万吨。未来公司促进剂业务有望量价齐升，盈利能力显著提高。

■ **不溶硫磺产品质量达到国际标准，未来稳步放量。**不溶硫磺主要用于高档子午线轮胎，高端品种仍依赖进口。公司具备不溶硫磺产能 1 万吨，目前基本开顺、开满。公司在阳谷基地新建 2 万吨不溶硫磺产能，当前已完成一期 1 万吨建设。新建装置采用技术先进的连续法工艺，成本大幅降低，产品质量可与国际一线品牌企业的技术指标基本没有差别，得到下游用户的认可。未来公司不溶性硫磺产品逐步放量，将对进口产品实现有力替代。

■ **收购江苏达诺尔，进入电子化学品领域。**2017 年 6 月公司通过新三板市场协议转让的方式，出资 2214 万元，收购江苏达诺尔科技股份有限公司 10% 股权。达诺尔科技主营产品包括半导体用超纯氨水和超纯异丙醇，产品均为自主研发。近些年我国超纯化学品的工艺和技术水平不断突破，随着中国芯片行业的发展，超纯化学品的市场需求空间较大。公司通过外延收购的方式进军电子化学品领域，有望打开未来的发展空间。

投资建议

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 15.53 亿元、18.84 亿元和 24.28 亿元，净利润分别为 2.06 亿元、2.85 亿元和 3.52 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.99 元和 1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、14X 和 12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新建项目不及预期，产品价格大幅波动。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	12.40	15.53	18.84	24.28
同比(%)	44%	25%	21%	29%
净利润(亿元)	1.57	2.06	2.85	3.52
同比(%)	299%	31%	39%	23%
每股收益(元/股)	0.54	0.71	0.99	1.22
P/E	26.5	19.9	14.3	11.6

资料来源：Wind，东吴证券研究所

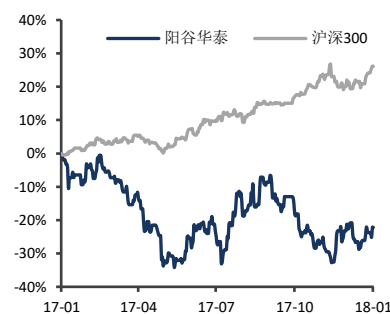
证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199761

chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.34
一年最低/最高价	11.74/18.52
市净率(倍)	5.34
流通市值(百万元)	3,910.57

基础数据

每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	49.58
总股本(百万股)	289.22
流通股(百万股)	272.70

相关研究

目录

1. 公司概况	4
1.1. 上市以来，业务一直集中在橡胶助剂领域	4
1.2. 公司具备东营和阳谷两大生产基地	4
1.3. 公司的业务稳步发展	5
2. 行业需求稳步扩大，环保趋严导致供给收紧	7
3. 橡胶助剂多点开花，稳步发展	9
3.1. 加工助剂发展平稳	9
3.1.1. 环保趋严，防焦剂 CTP 价格稳步提升	9
3.1.2. 均匀剂和增塑剂 A 稳步上量	10
3.2. 环保治理直接决定硫化助剂的生产经营情况	10
3.3. 不溶硫黄产品质量达到国际标准，未来稳步放量	12
3.4. 公司在胶母粒及其他细分助剂领域也有一定的发展空间	13
3.4.1. 预分散胶母粒是一种新型橡胶助剂	13
3.4.2. 橡胶防护蜡仍有一定的弹性	13
3.4.3. 增粘树脂具备一定的发展空间	13
4. 收购江苏达诺尔，进入电子化学品领域	14
5. 盈利预测与财务分析	14
5.1. 基本假设	14
5.2. 盈利预测与估值	14
6. 风险提示	15
6.1. 新建项目不达预期的风险	15
6.2. 产品价格大幅波动的风险	15

图表目录

图表 1: 公司的组织结构示意图	4
图表 2: 阳谷华泰主要产品产能	5
图表 3: 公司营业收入及同比增速	6
图表 4: 公司净利润及同比增速	6
图表 5: 公司各产品板块营业收入占比 (%)	6
图表 6: 公司各产品板块毛利占比 (%)	6
图表 7: 公司主要产品板块毛利率情况 (%)	7
图表 8: 公司营业收入地区来源占比 (%)	7
图表 9: 中国轮胎产量	8
图表 10: 我国橡胶助剂的销售收入	8
图表 11: 2016 年我国橡胶助剂的产量明细 (万吨)	8
图表 12: 防焦剂 CTP 的生产工艺简图	10
图表 13: 促进剂的主要生产工艺简图	11
图表 14: 促进剂 M 和促进剂 NS 的市场价 (单位: 元/吨)	12
图表 15: 公司的不溶性硫磺生产工艺	13
图表 16: 分版块盈利预测 (单位: 万元)	15
图表 17: 可比公司估值	15

1. 公司概况

1.1. 上市以来，业务一直集中在橡胶助剂领域

阳谷华泰总部位于山东聊城，2010 年深交所上市。上市以来，公司的业务一直集中在橡胶助剂领域，产品从早先的防焦剂、促进剂 NS 等几个品种逐步拓展到涵盖加工助剂、硫化助剂，橡胶防护等多个体系。目前公司是我国橡胶助剂行业产品序列最齐全的生产商之一，防焦剂 CTP 占了全球 60% 的市场，不溶性硫磺产品质量达到国际一流企业的标准，促进剂 M、促进剂 NS 和促进剂 CBS 等产品绿色环保优势也非常明显。

公司的发展脉络比较清晰：

94 年建厂，建厂之初，公司主要从事防焦剂的生产。经过多年的发展，成为防焦剂的绝对龙头，产品市占约占全球需求的 60%。

02 年收购华洋，产品业务延伸到促进剂 NS 和其他加工助剂领域。

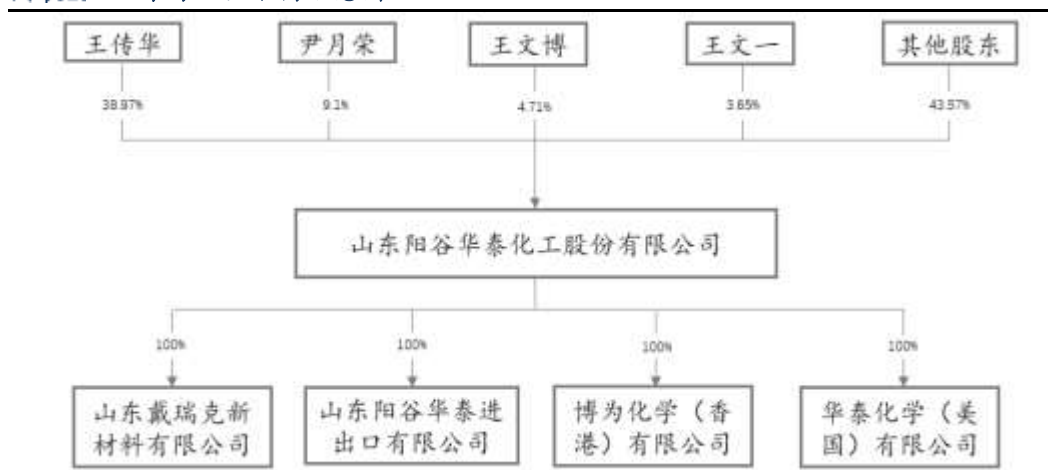
07 年公司申请设立橡胶助剂国家工程中心，开始专业从事橡胶助剂的产业化研发，为公司的后续发展积累了技术储备和人才。

2010 年 9 月份公司成功上市，上市后继续做大做强阳谷基地的同时，新开辟东营基地。

1.2. 公司具备东营和阳谷两大生产基地

公司股权结构相对集中，治理结构稳定。大股东及其一致行动人持股比例 56.43%。目前公司下属四家全资子公司，其中山东戴瑞克新材料有限公司是生产型企业，主要承担东营基地的产品生产。

图表1：公司的组织结构示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

东营基地主要是山东戴瑞克新材料有限公司，主要产品有促进剂 M1.5 万吨，促进剂 NS1 万吨，促进剂 CBS1 万吨。由于园区基础设施配套不很健全，相关业务磨合时间略低于市场预期，目前基本步入正轨。

阳谷基地是公司的核心业务所在地，其余产品基本都在阳谷本部生产。

图表2: 阳谷华泰主要产品产能

种类	产品	东营基地	阳谷基地	新增产能
		万吨	万吨	万吨
促进剂	促进剂 M	1.5		1.5
	促进剂 NS	1.5	0.5	1
	促进剂 CBS	1		
加工助剂系列	均匀剂		1.5	
	防焦剂 CTP	1	1	
	加工助剂		1	
	塑解剂 DBD		0.1	
	微晶蜡		1.6	
橡胶防护体系	PK900		0.1	
	不溶性硫磺		1	2
硫磺	不溶性硫磺		1	2
胶母粒	预分散胶母粒		1	

资料来源: 公司宣传册, 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 公司的业务稳步发展

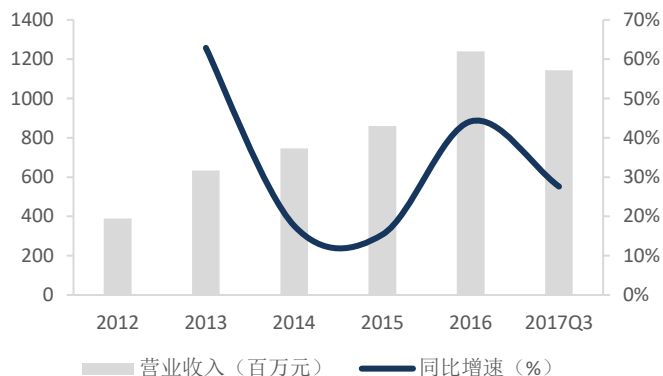
公司的生产经营拐点出现在 15 年, 随着绿色环保工艺的促进剂 M、促进剂 NS 取得突破, 不溶硫磺产品质量得到国际企业认可, 公司的生产经营跃上一个台阶。

在公司各项业务中, 加工助剂和硫化助剂所占比重较高, 为公司当前核心业务。

从盈利能力看, 公司加工助剂一直占据了毛利的主要部分, 近年来, 硫磺业务也开始迎头赶上。

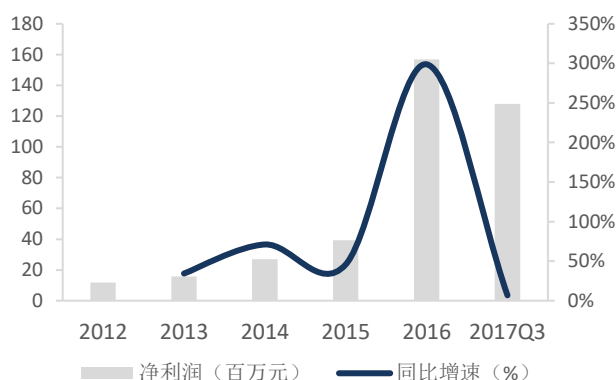
2016 年, 公司营业收入和净利润取得显著增长。2012-2016 年, 公司营业收入的复合增长率为 26%, 净利润的复合增长率为 68%。2016 年公司环保型促进剂产品市场推广进展较快, 公司硫化助剂体系销售额同比增长 101.13%, 毛利从 689 万元增长到了 4360 万元, 微晶石蜡、不溶性硫磺、均匀剂等新品种的市场认可程度得到进一步提升。随着公司在硫化助剂、加工助剂等板块的技术不断提升, 产品销售量不断增加, 公司的营业收入在 2016 年增长 44.17%, 净利润增长近 3 倍。

图表3: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

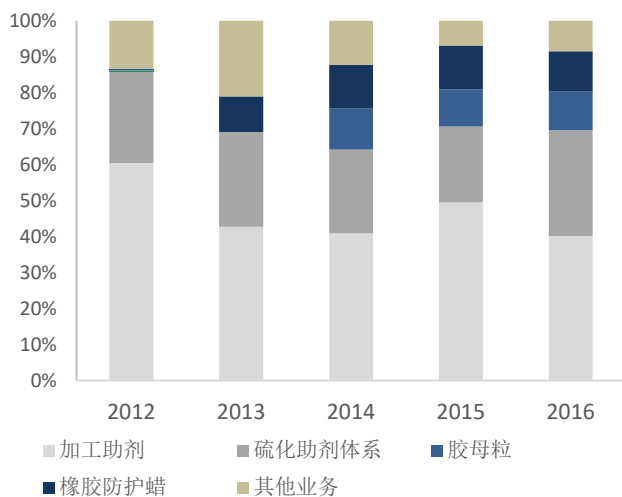
图表4: 公司净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

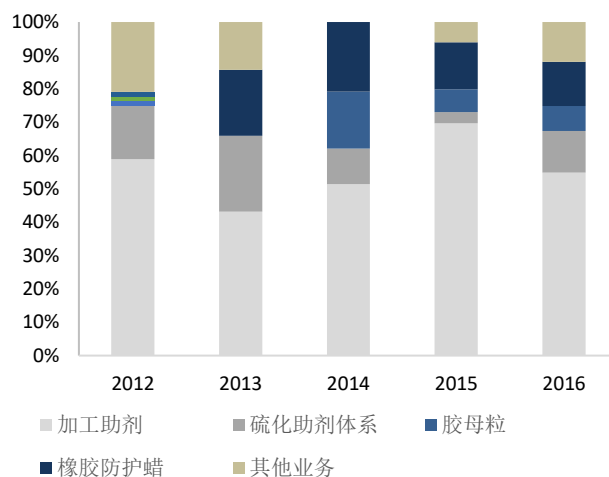
从收入结构上看,加工助剂是公司主要的收入和利润来源。过去五年,加工助剂的营业收入和毛利润一直占据着整个公司收入和毛利润 50%左右。公司的加工助剂占据很高的国内外市场份额,在加工助剂市场具有很强的议价能力,加工助剂的毛利率也一直维持着较高水平,最近两年更是成为了公司各板块中毛利率最高的产品。而公司的加工助剂产品又以防焦剂 CTP 为主,其产销量约占全球市场的 60%,拥有较强的全球市场定价权。

图表5: 公司各产品板块营业收入占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

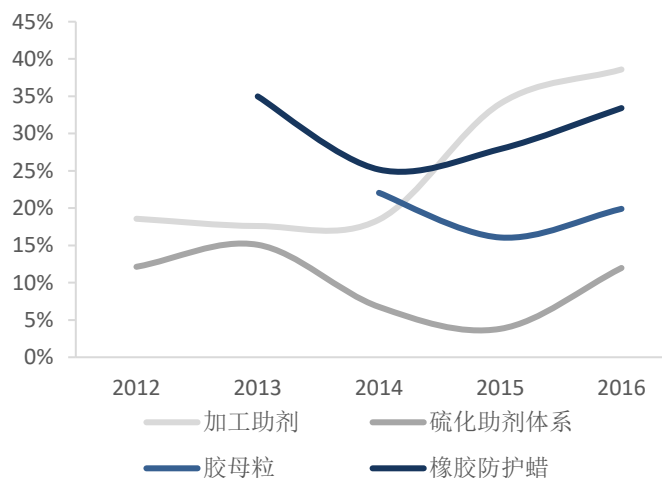
图表6: 公司各产品板块毛利占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

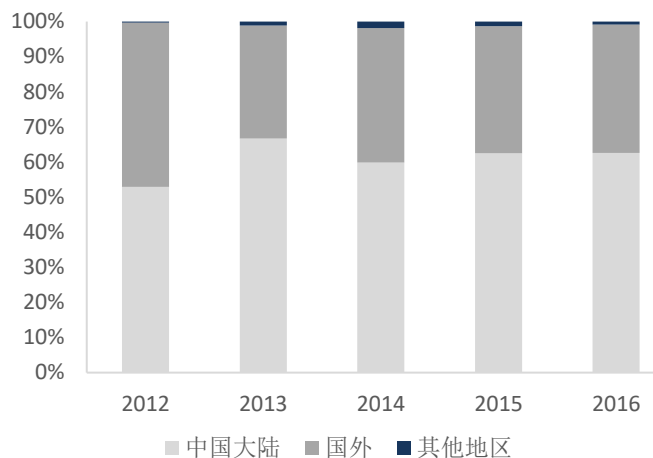
公司主要产品的毛利率近两年稳步增长。随着公司生产规模不断扩大,技术不断改进,公司各板块的毛利率均有所提升。其中橡胶防护蜡的毛利率已经高于 30%,加工助剂已经接近 40%。

图表7: 公司主要产品板块毛利率情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表8: 公司营业收入地区来源占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出口国外是公司收入的重要来源。最近三年,公司出口收入一直占据着营业总收入的35%以上,随着公司产量和规模的扩大,公司也需要继续拓宽海外市场。公司在2016年11月在美国投资设立全资子公司华泰化学(美国)公司,注册资本200万美元,促进公司在北美地区的产品销售,加强市场开拓力度。

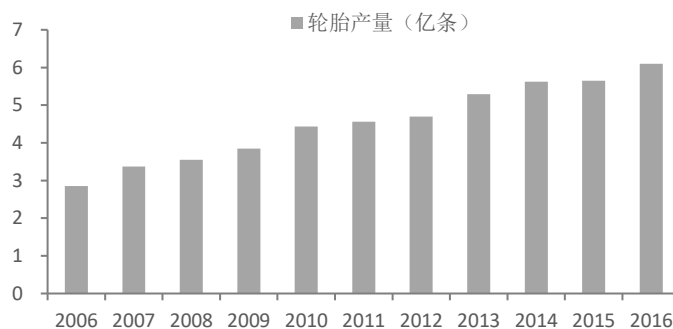
2. 行业需求稳步扩大, 环保趋严导致供给收紧

橡胶助剂是橡胶工业重要的辅助原料。按传统分类,橡胶助剂分为硫化和硫化活性剂、促进剂、防老剂、加工型助剂和特种功能性助剂五大类。橡胶助剂在改善橡胶加工工艺、节约能源和提高产品质量等方面起着重要的作用。

橡胶助剂的需求量与橡胶消费量直接相关,通常橡胶助剂消耗量约占橡胶消耗量的5%~6%。考虑到轮胎工业和其他橡胶制品工业对橡胶助剂的需求略有差异,吨位较大、壁垒较高的助剂品种大多和轮胎工业直接相关。

因此,橡胶助剂的需求与轮胎行业息息相关。我国是全球第一大轮胎生产和出口国,年产量约6.1亿条,约占全球年产量的25%。展望未来,国内汽车保有量和新增产量均可保持稳定增长,据中汽协预测,2018年,中国市场汽车销量为2970万辆,增长率为3%,支撑我国轮胎需求量稳中有升,较大的轮胎市场为橡胶助剂的下游需求提供保障。

图表9: 中国轮胎产量

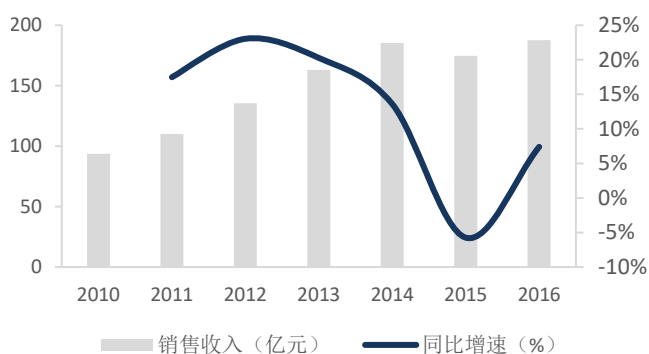


资料来源: 中橡协, 东吴证券研究所

我国橡胶助剂行业起步较晚, 但经过几十年的快速发展, 已经成为全球第一大橡胶助剂生产国, 产量全球占比超过 70%。

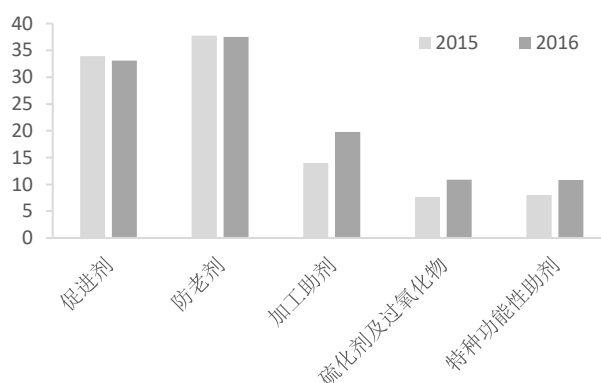
根据中国橡胶工业协会助剂分委会统计, 2016 年我国橡胶助剂总产量达 112.1 万吨, 自 2010 年以来年均复合增长 8.1%。2016 年我国橡胶助剂产值 187.6 亿元, 自 2010 年以来年均复合增长 12.2%, 总体保持稳步增长的态势。

图表10: 我国橡胶助剂的销售收入



数据来源: 中橡协, 东吴证券研究所

图表11: 2016 年我国橡胶助剂的产量明细 (万吨)



数据来源: 中橡协, 东吴证券研究所

除少数高端产品外, 我国橡胶助剂基本能满足国内市场需求, 同时有大量产品出口, 据中橡协统计, 2016 年我国橡胶助剂出口量 32.8 万吨, 出口额 56 亿元, 分别占我国橡胶助剂总产量和总销售收入的 30% 左右, 随着国内橡胶助剂工艺技术的进步, 未来出口市场有望继续扩大。

橡胶助剂细分产品众多, 我国生产的最主要橡胶助剂品种为防老剂、促进剂和加工助剂, 据中橡协统计, 2016 年这三类助剂的产量分别为 37.5 万吨、33.1 万吨和 19.8 万吨, 分别占总产量的 33.5%、29.5% 和 17.7% (硫化剂及过氧化物单独列出, 未计入促进剂类别)。2016 年我国硫化剂及过氧化物产量达 10.9 万吨, 其中不溶性硫磺产量 8.3 万吨, 占据 76% 左右, 特种功能性助剂产量 10.8 万吨, 较 2015 年增长 34.5%, 主要增长点为粘合剂及补强树脂。

我国橡胶助剂生产企业较多，综合实力较强的五家企业分别是圣奥化工、尚舜化工、科迈化工、阳谷华泰和蔚林化工等，2016 年这五大企业的销售额之和为 75.4 亿元，占我国橡胶助剂总销售收入的 40.2%。

上市之初，公司的业务就是防焦剂、促进剂少数几个品种，上市后，公司产品逐步延伸到加工助剂、硫化助剂，橡胶防护等多个体系。

从公司的产品延伸角度看，环保是公司的发展的抓手。公司传统产品防焦剂 CTP 的改良工艺，促进剂 M 的新工艺都是针对行业比较棘手的废水排放问题入手。

除了环保外，公司也比较看重大体量，壁垒比较高的一些橡胶助剂品种，比如连续工艺生产不溶硫黄。

我们认为从橡胶助剂工业的发展来看，未来主要的发展方向是绿色环保生产工艺的开发，有毒有害产品的替代以及大力发展复配产品、母粒产品。依托橡胶助剂国家工程中心，阳谷的相关产品的布局基本涵盖上述三个方面。

3. 橡胶助剂多点开花，稳步发展

从使用功能性看，橡胶加工助剂可分为防焦剂、均匀剂、分散剂、增塑剂、润滑剂、隔离剂、脱模剂等多个类型，可以改善胶料在开炼机或密炼机中的混炼、压延、挤出、成型等性能，同时还能改善填料的分散性并缩短混炼时间，具有节约能源、提高产品质量和生产效率等特点。

3.1. 加工助剂发展平稳

橡胶加工助剂的目的在于提高橡胶制品质量、改善操作条件、提高加工效率，主要产品有防焦剂、增塑剂、均匀剂等。

2016 年，我国橡胶加工助剂产量达 19.8 万吨。彤程新材料和阳谷华泰占据了绝大部分市场份额。

公司目前的加工助剂总产能超过 4 万吨/年，主要包括防焦剂、均匀剂、增塑剂 A，以及其他高附加值小品种加工助剂等。公司在防焦剂领域有绝对的话语权。

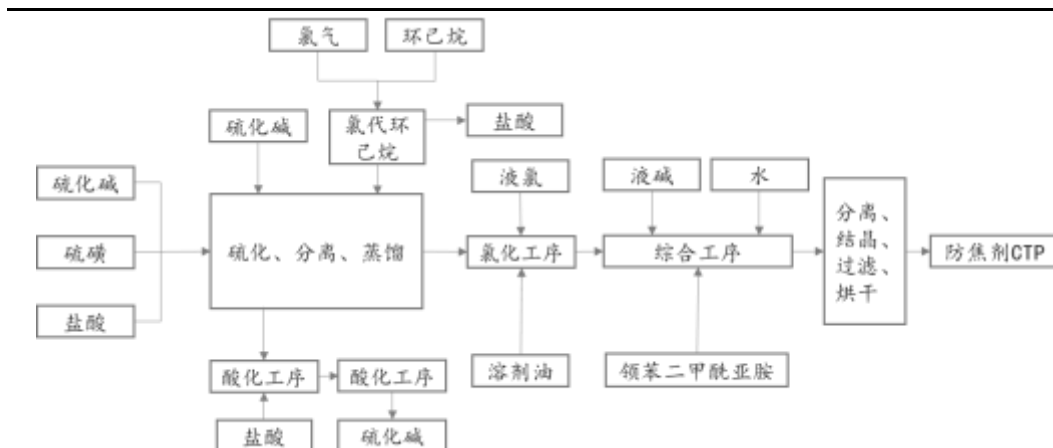
3.1.1. 环保趋严，防焦剂 CTP 价格稳步提升

橡胶防焦剂可分为有机酸类、亚硝基化合物类和次磺酰胺类，其中次磺酰胺类占据绝对主导地位，代表产品为防焦剂 CTP。

防焦剂 CTP 对所有的硫磺硫化的二烯类和低不饱和度的橡胶均有良好的防焦烧效果，同时与其他橡胶助剂配合使用时其活性不受影响。

氯代环己烷和邻苯二甲酰亚胺是生产防焦剂 CTP 的主要原料，经过多年的努力，公司目前已经实现了这两种原材料的自主生产。

图表12: 防焦剂 CTP 的生产工艺简图



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

传统的防焦剂 CTP 生产过程中主要有一定的废水和废气排放,生产每吨防焦剂 CTP 会产生 6 吨左右的含硫化钠母液废水。公司的工艺采用母液循环套用较好解决废水的问题,同时溶剂尾气回收工艺也有独创工艺。

防焦剂 CTP 产能主要集中在国内,据百家号和橡胶工业协会统计,目前国内产能约 3.1 万吨/年,产量约 2.2 万吨左右。

公司现有防焦剂 CTP 产能 2 万吨/年,产量稳定在 1.4~1.5 万吨左右,产销量约占全球市场的 60%,拥有较强的全球市场定价权。

近年来,随着环保督查工作的不断深入,小厂纷纷停产或者限产,行业格局得到改善,价格也稳步提升。

3.1.2. 均匀剂和增塑剂 A 稳步上量

公司加工助剂品种较多,除了防焦剂 CTP 外,吨位较大的产品还有均匀剂和增塑剂 A 等。

均匀剂:均匀剂属于多组分混合物,其主要成分是脂肪烃和芳香烃,主要是为了解决橡胶的相容性问题。公司现有均匀剂产能 1.2 万吨/年,产量稳定在 1 万吨左右。

增塑剂 A 是天然橡胶最好的物理塑解剂,主要原材料为脂肪酸和氧化锌,主要应用于子午胎领域。公司目前增塑剂 A 的产能约在 4000 吨/年,国内市场占有率较高。

3.2. 环保治理直接决定硫化助剂的生产经营情况

硫化助剂主要指硫化促进剂,它加入胶料中能促使硫化剂活化,从而加快硫化剂与橡胶分子间的交联反应,达到缩短硫化时间、降低硫化温度的效果。

根据化学结构的不同,硫化促进剂可分为次磺酰胺类、噻唑类、秋兰姆类,以及二硫代氨基甲酸盐类、黄原酸盐类、胍类、硫脲类、醛胺类等,其中次磺酰胺类促进剂综合性能最好、使用最广泛。

公司的业务目前主要覆盖促进剂 M、促进剂 NS 和促进剂 CBS,其中促进剂 M 属于噻唑类促进剂,主要作为促进剂 NS、CBS 等的重要中间体。促进剂 NS 和促进剂 CBS 是次磺酰胺类促进剂中最主要的品种,这一类促进剂在橡胶硫化过程中不会产生 N-亚

硝胺类毒性物质，是指替代易产生致癌物促进剂 NOBS 的绿色、高效、环保型橡胶助剂产品。

据中国橡胶工业协会统计，2016 年，国内促进剂产量 33.1 万吨，山东尚舜、科迈化工、蔚林新材、阳谷华泰是国内最重要的促进剂生产企业，产量约占国内生产总量的 60%。

公司的主要品种有促进剂 M、促进剂 NS 以及促进剂 CBS。其中，促进剂 M 产能 1.5 万吨，促进剂 NS2 万吨，促进剂 CBS1 万吨。按照生产安排，计划扩产促进剂 M1.5 万吨，促进剂 NS1 万吨。

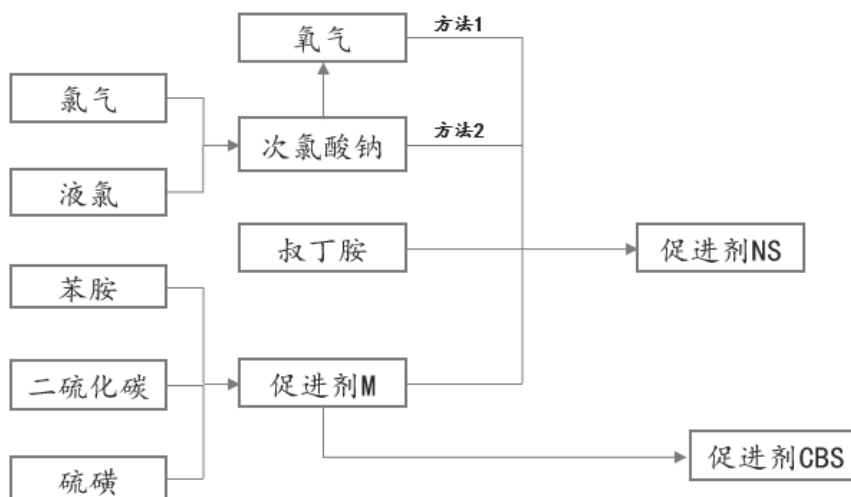
废水排放是促进剂生产过程中最棘手的问题。

传统的促进剂 M 生产工艺包括缩合反应和 M 的精制。缩合反应国内主要以苯胺、二硫化碳和硫磺为原料，在高温高压下反应得到粗 M。M 的精制目前主要采用酸碱法和溶剂法。酸碱法 M 的优势是质量好、纯度高，但是精制过程中会产生 20-30 吨的含盐（主要是硫酸钠）废水。阳谷华泰创造性的将萃取法和碱溶酸析法结合到一起，保证了促进剂 M 的收率和高纯度，与现有技术相比缩短了工艺流程，没有废水产生，解决了树脂提取困难的难题，萃取剂甲苯可回收循环使用，产品纯度高，不仅环保优势明显，而且成本同传统工艺相比可降低 10%。

传统的促进剂 NS 合成主要是次氯酸钠法，这种生产方法每生产 1 吨促进剂 NS 要消耗次氯酸钠 2.4 吨，每吨产成品废水量为 8~10t，且废水含盐量高，环境治理成本较高。公司采用氧气法，不产生含盐废水，而且产品质量和次氯法相当

常规促进剂 CBS 主要采用次氯酸钠氧化法，合成过程中产生很多废水，且污水含量高，含盐量高。公司目前正在进行双氧水氧化法的技术攻关，目前产品质量基本满足下游客户的需求。

图表13：促进剂的主要生产工艺简图

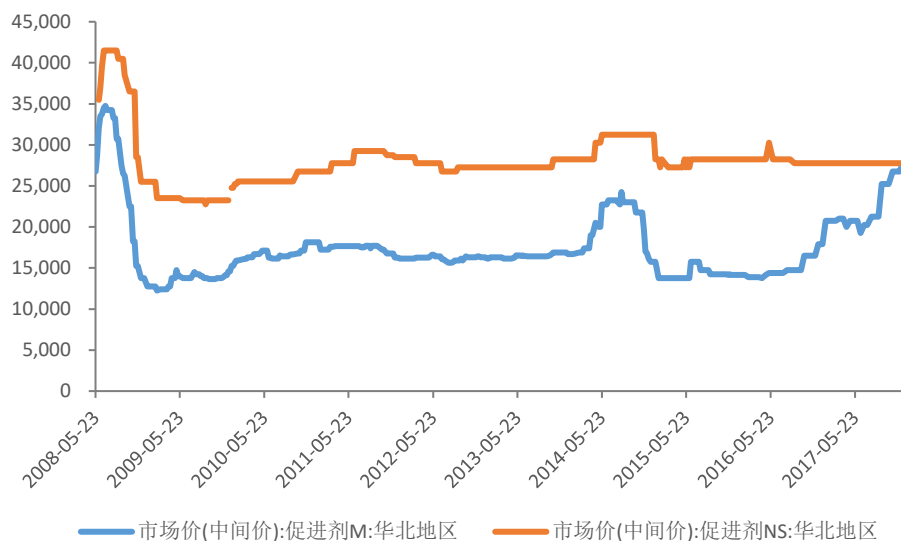


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

促进剂的清洁生产工艺开发是阳谷华泰近年来最重要的工作之一，但是要把环保优势转换为经济优势需要依赖国家的环保治理力度。近年来，受环保因素影响，不少传统的促进剂企业的生产受到冲击，停产、限产现象较为普遍，近期价格涨幅较大。

我们认为未来促进剂的行业格局将在环保抓手下持续转好，高价有望维持，公司作为环保过关的促进剂生产企业，有望从中受益。

图表14：促进剂 M 和促进剂 NS 的市场价（单位：元/吨）



资料来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 不溶硫磺产品质量达到国际标准，未来稳步放量

不溶性硫磺是一种无毒、可燃的黄色粉末，因其不溶于二硫化碳而得名。它是由硫磺热聚合制得，硫原子数高达 108 以上，具有高聚物的粘弹性和分子量分布等特征。

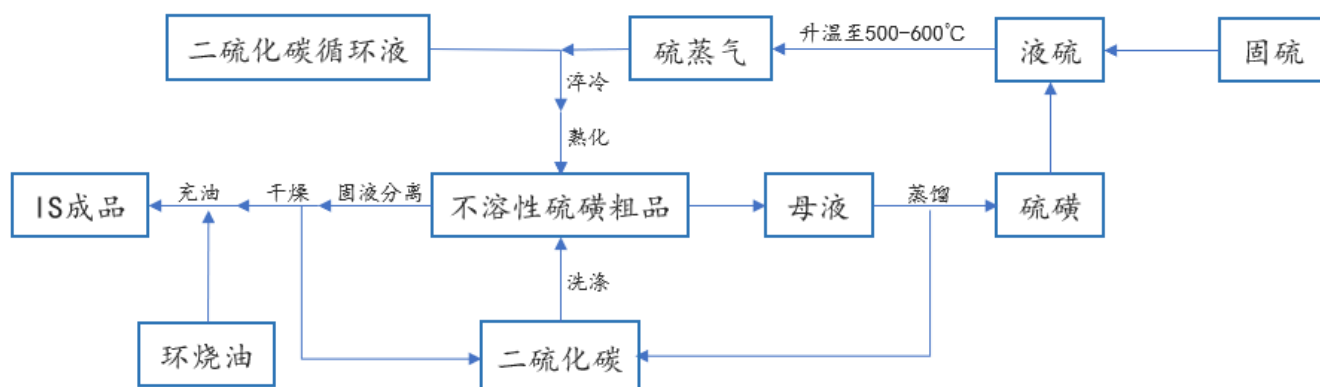
不溶性硫磺能使子午线、钢丝与橡胶粘贴更牢固，有效防止喷霜，提高轮胎耐热、耐磨性能，属于轮胎，尤其是子午轮胎生产中必不可少的原料。与用普通硫磺生产的轮胎相比，用不溶硫磺生产的轮胎耐磨性提高 30%~50%，使用寿命延长 50%，能耗降低 6%~8%。

不溶性硫磺的生产方法可分为连续法、间歇溶剂法和高温水法三种，生产过程为物理变化。国外龙头企业美国富莱克斯和日本四国化工均采用连续法工艺生产高性能不溶性硫磺，而国内企业则因工艺和技术限制，主要采用间歇溶剂法和高温水法工艺，生产普通不溶性硫磺。

2016 年，国内硫化剂及过氧化物产量达 10.9 万吨，其中不溶性硫磺产量 8.3 万吨，主要是山东尚舜、阳谷华泰、蔚林新材和无锡华盛橡胶新材料是主要的生产企业。其中阳谷华泰的产品质量基本接近富莱克斯的工艺参数。

公司原有不溶性硫磺 10000 吨/年，计划新增 2 万吨的生产装置。新建装置采用技术先进的连续法工艺，该工艺生产过程中蒸馏回收的副产硫磺可以循环用于不溶性硫磺的生产，完全解决了产生固体副产物的问题，成本得到大幅度降低，产品质量和国际一线品牌企业的技术指标基本没有差别，得到下游用户的认可。

图表15: 公司的不溶性硫磺生产工艺



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 公司在胶母粒及其他细分助剂领域也有一定的发展空间

3.4.1. 预分散胶母粒是一种新型橡胶助剂

传统橡胶助剂多为粉状，与橡胶的相容性不是很好，不易于自动控制剂量。

预分散胶母粒是一种新型、绿色、环保的颗粒状橡胶助剂，在较低的混炼温度下也易于分散，是橡胶助剂未来发展的方向，一般用于质量要求较高的精密产品。

据中橡协统计，2016年我国胶母粒产量约为3.5万吨，产量较大的主要是宁波艾克姆、山东阳谷华泰、珠海科茂新材以及亚特曼等。

公司现有胶母粒产能约1万吨/年，基本开满，未来有继续扩产可能。

3.4.2. 橡胶防护蜡仍有一定的弹性

胶橡胶防护蜡（微晶石蜡）是防老剂的一种，它是以石蜡、微晶蜡等为原料，附加多种助剂物理调和而成，具有一定的碳数分布及正异构烷烃含量的物理防老剂，能够有效防止橡胶轮胎的臭氧老化，延长使用寿命，是生产子午线轮胎的重要原材料。

石蜡的主要成分是正构烷烃，微晶蜡则含有较多的异构烷烃和带有长侧链的环烷烃，若将石蜡与微晶蜡按一定比例混合（即正构烷烃与异构烷烃按比例混合），结晶会形成无定形的、致密的、较厚的蜡膜，可有效防止臭氧的穿透，从而达到良好的防护臭氧的目的。通常情况下，正构烷烃与异构烷烃的比例为25%~45%。

据中橡协统计，目前国内的橡胶防护蜡的用量在6-8万吨，主要生产企业有百瑞美、阳谷华泰和莱茵股份等。

公司现有微晶石蜡产能1.6万吨/年，产量基本稳定在1.5万吨左右。

3.4.3. 增粘树脂具备一定的发展空间

橡胶的树脂属于特种功能助剂的一种，主要包括硫化、粘合、增粘、补强树脂四大类。

2016年，我国特种功能性助剂产量10.8万吨，较2015年上涨34.5%，主要增长点在于粘合剂及补强树脂。

目前，公司已经开始涉足增粘树脂，并且开始进行超级增粘树脂的技术储备。我们

估计，超级增粘树脂的毛利多在 50%以上，全球需求也在 6-7 万吨，具备一定的发展空间。

4. 收购江苏达诺尔，进入电子化学品领域

2017 年 6 月公司通过新三板市场协议转让的方式，出资 2214 万元，收购江苏达诺尔科技股份有限公司 10% 股权。

标的公司成立于 2004 年 7 月，主要从事半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的研发、生产和销售，主营产品包括超纯氨水和超纯异丙醇，其所采用的核心技术均为自主研发，产品品质优良，达到国际半导体标准的 PPT 最高级。

2016 年江苏达诺尔净利润 1381 万元，以转让价格计算，市盈率约为 16 倍。

高纯度电子级化学品（超净高纯试剂）是超大规模集成电路（IC）制作过程中的关键性基础材料之一，主要用于芯片的清洗、蚀刻，还可用于芯片掺杂和沉淀工艺，它的纯度和洁净度对集成电路的成品率、电性能及可靠性有十分重要的影响，一代 IC 产品需要一代超净高纯试剂与之配套。

国外超纯化学品的研发在上世纪末已经基本成型，其产品质量可达 100PPT 水平，可用于超大规模集成电路（12 寸芯片）的制造。我国超纯化学品研究起步较晚，行业基础较为薄弱，最初国内生产工艺和技术远落后于国际先进水平，产品只能应用于 4-6 寸芯片的生产。近些年我国超纯化学品的工艺和技术水平不断突破，随着中国芯片行业的发展，超纯化学品的市场需求空间较大。

5. 盈利预测与财务分析

5.1. 基本假设

公司当前在建产能包括 1.5 万吨促进剂 M，1 万吨促进剂 NS，2 万吨不溶硫磺。当前胶母粒产能利用率较低，产量仍有增长空间。

假设促进剂 NS2018 年产量增加 1000 吨，2019 年产量增加 9000 吨；

不溶性硫磺 2018 年产量增加 6000 吨，2019 年产量增加 11000 吨；

胶母粒每年增量 5000 吨；

假设 2018 年主要产品价格与 2017 年四季度持平，不考虑 2018 年及以后的价格波动。

5.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 15.53 亿元、18.84 亿元和 24.28 亿元，净利润分别为 2.06 亿元、2.85 亿元和 3.52 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.99 元和 1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、14X 和 12X。

公司产品橡胶助剂为精细化工品，技术和环保壁垒较高。公司在橡胶助剂领域具有较强技术积累，环保前期投入到位，有望持续受益于环保趋严带来的行业格局改善。参考同行业公司的估值水平以及公司业绩增速预期，可给予公司 18 年 20 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表16: 分版块盈利预测 (单位: 万元)

		2016	2017E	2018E	2019E
加工助剂	营业收入	49,849	51,811	56,996	58,363
	毛利	19235	19,181	22,616	23,983
硫化助剂	营业收入	36425	51,282	58,120	85,043
	毛利	4360	8,410	11,248	17,274
防护助剂	营业收入	13944	16,500	18,700	19,800
	毛利	4659	5,850	6,800	7,200
胶母粒	营业收入	13259	14,219	25,200	35,700
	毛利	2639	2,830	4,800	6,800
不溶硫磺	营业收入	9,199	9,936	17,778	30,000
	毛利	3879	4356	8178	13800

资料来源: 东吴证券研究所整理

图表17: 可比公司估值

公司	总市值(亿元)	收盘价	EPS			P/E			P/B(最新)
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
阳谷华泰	41.47	14.34	0.54	0.71	0.99	26.45	19.86	14.31	5.34
利安隆	30.91	17.17	1.01	0.66	0.87	0.00	26.07	19.84	3.55
德美化工	60.16	14.35	0.35			30.98	0.00	0.00	3.37
硅宝科技	31.57	9.54	0.28	0.14	0.20	50.16	69.53	46.76	4.33

资料来源: Wind (除阳谷华泰外为 Wind 一致预期), 东吴证券研究所

6. 风险提示

6.1. 新建项目不达预期的风险

公司当前在建项目主要包括促进剂、不溶性硫磺等, 由于山东地区环保严格, 审批流程长, 新建项目或有不达预期的风险。

6.2. 产品价格大幅波动的风险

橡胶助剂的生产对环保要求较高, 环保收紧将导致产品供给侧发生较大变化, 今年产品的价格波动就主要受供给因素影响。未来供给侧开工存在一定不确定性, 产品价格有大幅波动的风险。

资产负债表（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	700	867	946	1138	1503
现金	154	171	110	129	202
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	83	129	162	197	253
应收款项	289	389	464	563	725
其它应收款	12	17	21	26	33
存货	128	124	145	171	221
其他	34	36	45	53	68
非流动资产	542	545	580	610	636
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	437	435	477	515	548
无形资产	80	78	70	63	57
其他	25	33	33	32	32
资产总计	1241	1412	1526	1748	2139
流动负债	603	495	548	675	977
短期借款	286	149	143	214	411
应付账款	90	102	127	150	193
预收账款	7	3	4	5	6
其他	221	241	274	306	367
长期负债	139	264	264	264	264
长期借款	0	0	0	0	0
其他	139	264	264	264	264
负债合计	742	759	812	938	1241
股本	281	289	289	289	289
资本公积金	96	96	96	96	96
留存收益	122	267	328	424	513
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	499	653	714	810	898
负债及权益合计	1241	1412	1526	1748	2139

现金流量表（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	81	173	220	266	288
净利润	39	157	206	285	352
折旧摊销	59	60	64	68	72
财务费用	37	29	30	27	49
投资收益	(0)	0	0	0	0
营运资金变动	(54)	(73)	(87)	(123)	(198)
其它	(0)	0	7	8	13
投资活动现金流	(51)	(42)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(52)	(43)	(100)	(100)	(100)
其他投资	1	0	0	0	0
筹资活动现金流	(16)	(120)	(181)	(146)	(116)
借款变动	186	(86)	(6)	71	197
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	0	(1)	0	0	0
股利分配	(140)	(140)	(145)	(190)	(263)
其他	(61)	98	(30)	(27)	(49)
现金净增加额	13	10	(61)	20	72

资料来源：Wind，东吴证券研究所

利润表（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860	1240	1553	1884	2428
营业成本	652	889	1101	1301	1682
营业税金及附加	5	11	14	17	22
营业费用	39	34	43	52	67
管理费用	81	86	124	151	194
财务费用	31	27	30	27	49
资产减值损失	6	4	4	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	188	237	331	409
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	50	193	242	336	414
所得税	10	36	36	50	62
净利润	39	157	206	285	352
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	39	157	206	285	352
EPS（元）	0.14	0.54	0.71	0.99	1.22

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	44%	25%	21%	29%
营业利润	165%	303%	26%	40%	24%
净利润	46%	299%	31%	39%	23%
获利能力					
毛利率	24.2%	28.3%	29.1%	30.9%	30.7%
净利率	4.6%	12.6%	13.2%	15.1%	14.5%
ROE	7.9%	24.0%	28.8%	35.3%	39.2%
ROIC	7.8%	21.8%	26.5%	29.7%	29.8%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	53.8%	53.2%	53.7%	58.0%
净负债比率	23.0%	10.6%	9.4%	12.2%	19.2%
流动比率	1.2	1.7	1.7	1.7	1.5
速动比率	0.9	1.5	1.5	1.4	1.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	5.1	7.0	8.2	8.2	8.6
应收帐款周转率	3.4	3.7	3.6	3.7	3.8
应付帐款周转率	6.7	9.3	9.6	9.4	9.8
每股资料（元）					
每股收益	0.14	0.54	0.71	0.99	1.22
每股经营现金流	0.29	0.60	0.76	0.92	1.00
每股净资产	1.78	2.26	2.47	2.80	3.11
每股股利	0.50	0.50	0.66	0.91	1.12
估值比率					
PE	102.4	26.5	19.9	14.3	11.6
PB	8.1	6.4	5.7	5.0	4.5
EV/EBITDA	36.0	17.7	14.5	11.2	9.0

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>