



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

橡胶助剂领跑者，蓄势腾飞

——阳谷华泰（300121.sz）首次覆盖报告

2018年1月18日

郭荆璞	化工行业首席分析师
张燕生	化工行业分析师
李皓	化工行业分析师

橡胶助剂领跑者，蓄势腾飞

首次覆盖报告

2018年01月18日

本期内容提要：

- ◆ **公司是国内橡胶助剂领跑者。** 阳谷华泰主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售，主要产品为广泛应用于轮胎、胶管、胶带等行业的防焦剂、促进剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、胶母粒等。公司防焦剂全球市场占有率超过 60%，促进剂独创清洁生产工艺，近年来受益于促进剂产能利用率提升，新品种不溶性硫磺、微晶石蜡、胶母粒等持续放量，同时环保高压下主导产品提价，公司业绩迎来高速增长。
- ◆ **橡胶助剂需求未来处于平稳增长期。** 橡胶助剂是轮胎工业中的重要原料，70%的橡胶助剂用于轮胎生产，橡胶助剂的需求量与汽车保有量和汽车产销量密切相关。2017 年，我国汽车产销量分别达到 2901.54 万辆和 2887.89 万辆，同比增长 3.19% 和 3.04%。随着全球汽车保有量的增加，轮胎替换市场远大于原配市场，约占轮胎销售额的 3/4，因此，即使在经济低迷、新车销量锐减的时候，轮胎也具有较为稳定的需求。我们预计未来几年我国橡胶助剂需求量将保持 6% 左右的增长率。
- ◆ **环保监管趋严，橡胶助剂供应趋紧。** 我国橡胶助剂产能主要集中在山东、河南、江苏、河北、天津、内蒙等地区，多数区域均属于京津冀及周边“2+26”城市大气污染防治强化督查区域，在安全环保监管日趋严格、产品升级与市场竞争加剧等多重因素驱动下，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，导致部分企业开工率不足，产品供货紧张。2017 年 1-11 月，我国橡胶助剂产量为 113.4 万吨，同比微降 0.7%，出口 34.7 万吨，同比增长 8.2%，其中促进剂产量 38.4 万吨，同比下降 0.6%，虽然产量下降幅度不大，但考虑到出口大增，同时需求方面汽车产销仍以约 3% 的速度增长，产品供给紧张局面可想而知。2017 年下半年以来，防焦剂价格从 3 万元/吨上涨到 4.1 万元/吨，涨幅达到 36.7%，促进剂 NS 价格从 3.05 万元/吨上涨到 4.1 万元/吨，涨幅达到 34.4%。
- ◆ **借力配股项目，优势产品有望再腾飞。** 2017 年 11 月，公司配股申请审核通过，此次募集资金总额不超过人民币 73488 万元，其中拟投入高性能橡胶助剂生产项目 31488.54 万元，补充流动资金 42000 万元。高性能橡胶助剂生产项目均采用新型清洁生产工艺，主要包括年产 2 万吨不溶性硫磺、年产 1.5 万吨促进剂 M 以及年产 1 万吨促进剂 NS。项目建成后，有望进一步提高公司的市场份额。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 暂不考虑配股带来的影响，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 16.21 亿、19.87 亿和 22.45 亿，归母净利润分别为 2.14 亿、3.19 亿和 3.42 亿，EPS（摊薄）分别为 0.74、1.10 和 1.18 元。估值方面采用相对估值法，可比公司的 2017 年平均预测市盈率为 27 倍，按照 27 倍的 PE 估值以及公司 2017 年 0.74 元的 EPS，合理估值为 19.98 元，参考 2018 年 1 月 18 日的收盘价 14.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

证券研究报告

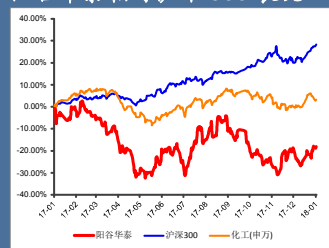
公司研究——首次覆盖

阳谷华泰（300121.sz）



首次评级

阳谷华泰相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.1.18）

收盘价（元）	14.38
52 周内股价波动区间(元)	11.74-18.52
最近一月涨跌幅(%)	-0.49
总股本(亿股)	2.89
流通 A 股比例(%)	94.29
总市值(亿元)	41.59

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师

执业编号：S1500517050001

联系电话：+86 10 83326708

邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号：S1500515070002

联系电话：+86 10 83326852

邮箱：lihao1@cindasc.com

◆ **风险因素：**下游轮胎需求增长不及预期；环保突发事件导致公司产品停限产；产品价格下滑；原材料价格上涨等风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	860.03	1,239.89	1,621.22	1,987.11	2,245.33
增长率 YoY %	15.38%	44.17%	30.76%	22.57%	12.99%
归属母公司净利润(百万元)	39.31	156.78	214.13	319.03	342.42
增长率 YoY%	45.80%	298.80%	36.58%	48.99%	7.33%
毛利率%	24.17%	28.28%	31.40%	35.07%	33.84%
净资产收益率 ROE%	8.11%	27.22%	28.18%	31.08%	25.23%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.14	0.54	0.74	1.10	1.18
市盈率 P/E(倍)	106	27	19	13	12
市净率 P/B(倍)	8.33	6.37	4.80	3.51	2.72

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年01月18日收盘价

目录

一、阳谷华泰——国内一流的橡胶助剂生产商	1
二、橡胶助剂需求未来处于平稳增长期	3
1、橡胶助剂——现代橡胶工业的基础	3
2、汽车工业的发展带动橡胶助剂需求稳步增长	4
三、环保监管趋严，橡胶助剂供应趋紧	6
四、橡胶助剂第一股，高速增长领风骚	7
1、橡胶助剂龙头企业，产品门类齐全	7
2、借力配股项目，优势产品有望再腾飞	10
3、研发优势：拥有唯一一家国家级橡胶助剂工程技术研究中心	10
4、入股达诺尔切入电子化学品领域	12
五、盈利预测及估值分析	13
六、风险因素	15

表目录

表 1：橡胶助剂具体分类	3
表 2：公司主要产品产能	8
表 3：新建高性能橡胶助剂生产项目内容	10
表 4：2016 年公司项目概览	11
表 5：主要业务盈利预测（百万元）	14
表 6：可比公司市盈率	15

图目录

图 1：公司营业收入及同比增长情况（百万元）	1
图 2：归属母公司净利润及同比增长情况（百万元）	1
图 3：公司销售毛利率及净利率情况	2
图 4：公司主营收入构成情况（2017H1）	2
图 5：公司毛利构成情况（2017H1）	2
图 6：公司出口收入及占比情况（百万元）	2
图 7：公司股权结构（截止到 2017 年 9 月 30 日）	2
图 8：橡胶助剂产业链	4
图 9：全球汽车产销量（辆）	5
图 10：2016 年全球汽车主要消费地区占比	5
图 11：我国汽车产量及增速（辆）	5
图 12：我国汽车销量及增速（辆）	5
图 13：我国橡胶轮胎外胎产量及增速（万条）	6
图 14：中国轮胎行业开工率（%）	6
图 15：我国橡胶助剂产量及增速（万吨）	6
图 16：2016 年中国不同橡胶助剂产量占比	6
图 17：公司促进剂板块历史财务表现	9
图 18：促进剂近期价格走势（元/吨）	9
图 19：达诺尔营业收入及同比增长情况（百万元）	13
图 20：达诺尔净利润及同比增长情况（百万元）	13
图 21：达诺尔销售毛利率及净利率情况	13
图 22：达诺尔主营收入构成情况（2017H1）	13

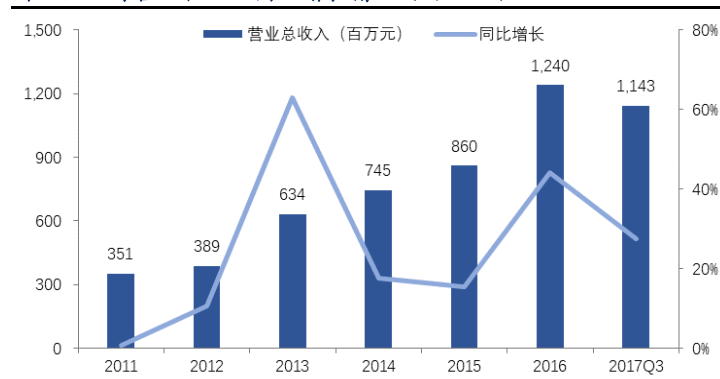
一、阳谷华泰——国内一流的橡胶助剂生产商

山东阳谷华泰化工股份有限公司（简称“阳谷华泰”）是中国橡胶助剂行业骨干企业，为橡胶助剂行业国内首家上市企业。公司主要从事橡胶助剂的研发、生产、销售，主要产品为广泛应用于橡胶、轮胎、胶管、胶带等行业的防焦剂、促进剂、加工助剂、预分散体化学品等种类齐全的橡胶助剂产品。公司先后被评为“全国民营化工优秀企业”、“省级星火示范企业”、“山东省科技企业重点联系单位”、“山东省优秀民营科技企业”、“山东省十佳民营科技企业”等。

2011 年以来，公司营业收入和净利润保持稳定快速增长，2011-2016 年营业收入平均复合增长率达 28.68%，归属母公司净利润平均复合增长率达 58.95%。2017 年前三季度，公司实现营业收入 11.43 亿元，同比增长 27.59%，实现归属母公司净利润 1.28 亿元，同比增长 6.78%，实现基本每股收益 0.45 元。公司近期公告，预计 2017 年归属于母公司股东的净利润区间为 19597.3-21948.98 万元，同比增长 25-40%，折算四季度净利润区间为 7125.43-9477.11 万元，其中前三季度单季度净利润分别为 3417 万元、4671 万元和 4705 万元，四季度业绩环比三季度大增 34-101%，主要原因为公司主导产品防焦剂与促进剂价格上涨，带来盈利能力提升。

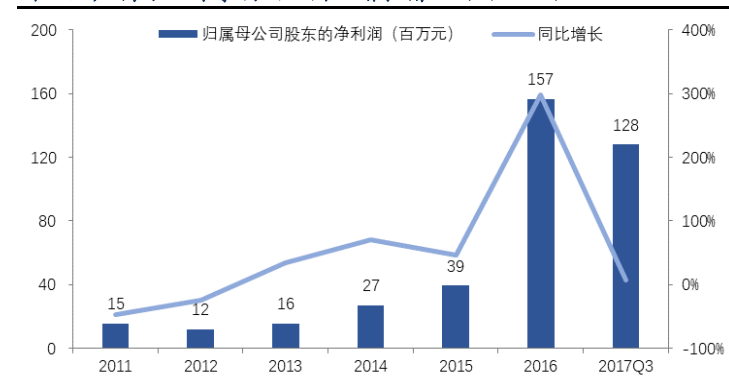
目前，加工助剂和硫化助剂业务为公司的主要收入和利润来源，2017 年上半年分别占到公司营业收入的 39.76%和 31.73%，毛利润占比达 44.75%和 22.44%。公司近几年来凭借较高的性价比优势，与诸多国际知名厂商建立合作关系，2016 年出口收入占到营业收入的 36.62%。

图 1：公司营业收入及同比增长情况（百万元）

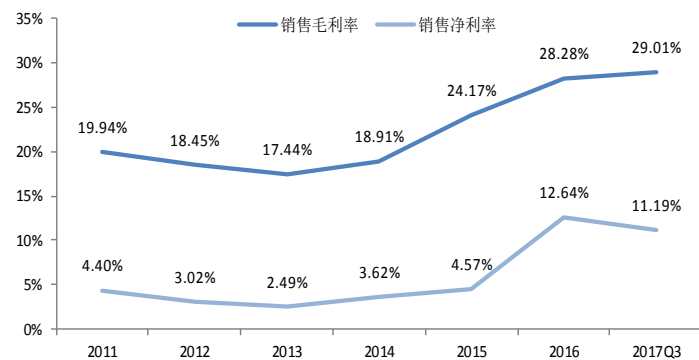


资料来源：Wind，信达证券研发中心

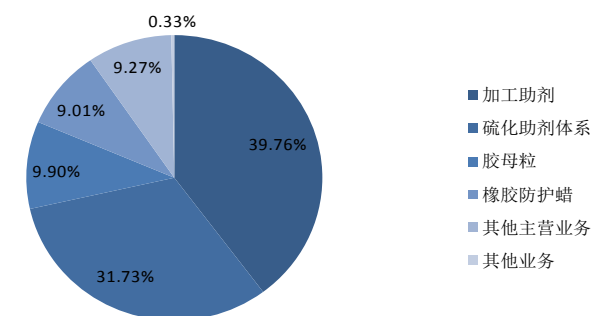
图 2：归属母公司净利润及同比增长情况（百万元）



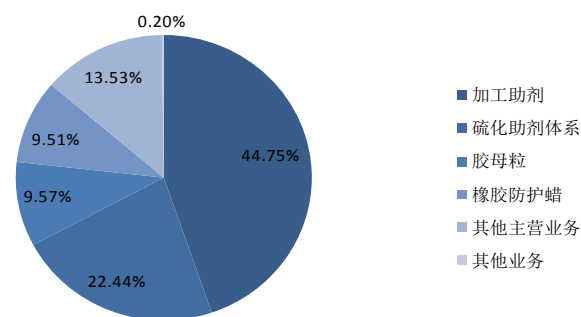
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司销售毛利率及净利率情况


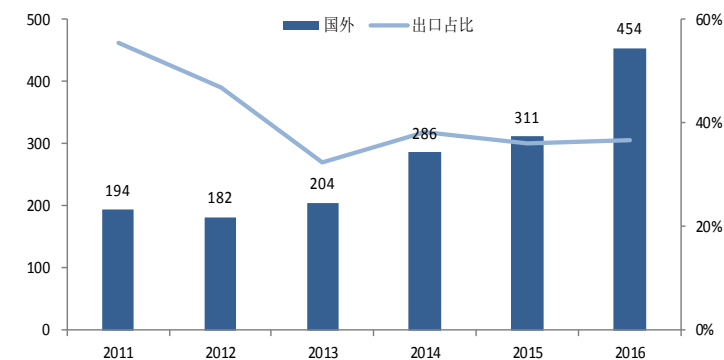
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司主营收入构成情况（2017H1）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司毛利构成情况（2017H1）


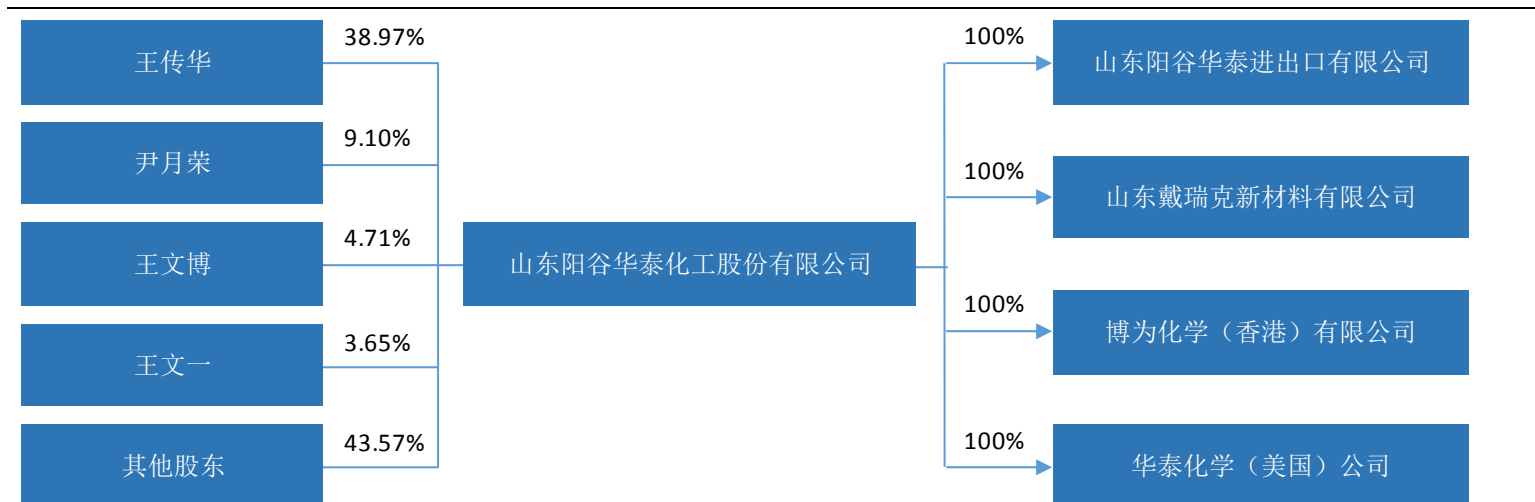
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司出口收入及占比情况（百万元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司控股股东王传华持股比例为 38.97%，为公司实际控制人。王传华、尹月荣、王文一、王文博为一致行动人。

图 7：公司股权结构（截止到 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、橡胶助剂需求未来处于平稳增长期

1、橡胶助剂——现代橡胶工业的基础

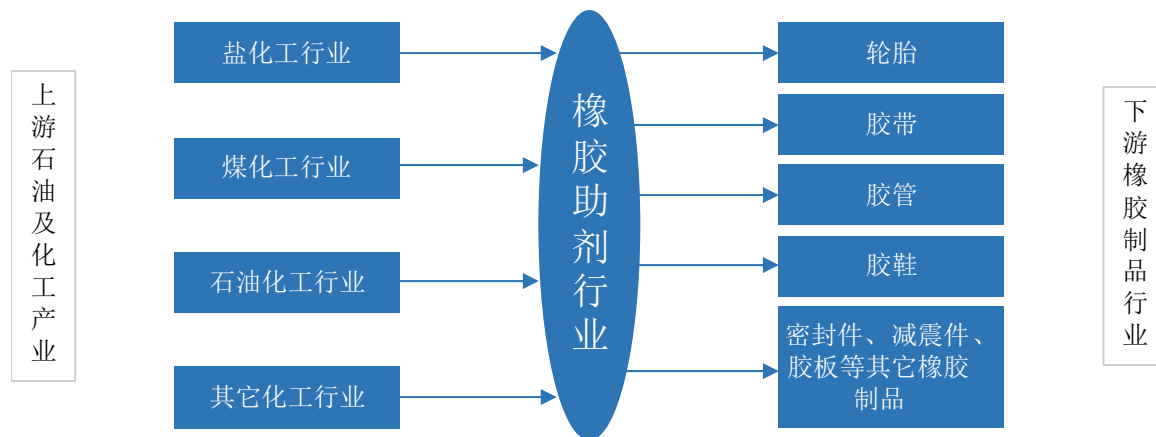
橡胶助剂是在天然橡胶或合成橡胶加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称，包括硫化类助剂、防护类助剂、加工型助剂、粘合型助剂和特种功能型助剂等五大类二百余个品种。橡胶助剂是现代橡胶工业的基础，橡胶助剂与橡胶生胶进行科学配比，可以赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐腐蚀、耐磨耗、耐高温、耐低温、绝缘、消音等性能。

表 1：橡胶助剂具体分类

功能大类	硫化体系	防护体系	粘合体系	加工体系	功能体系
具体分类	硫化剂、 硫化促进剂 、硫化活性剂等。	防老剂、抗硫化、返原剂等。	间甲白体系剂、钴盐类、均三嗪类。	分散剂、均匀剂、脱模剂、 增塑剂 、 防焦剂 、润滑剂等。	偶联剂、着色剂、发泡剂、阻燃剂、抗静电剂等。
功能	使橡胶发生硫化反应（即分子间结构由线型变为网状）。	延长橡胶制品的贮存期和使用寿命，延缓老化。	促进橡胶与橡胶骨架如钢丝、帘线等粘合。	提高橡胶制品质量、改善操作条件、提高加工效率。	赋予橡胶制品特定功能和性能。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：橡胶助剂产业链



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

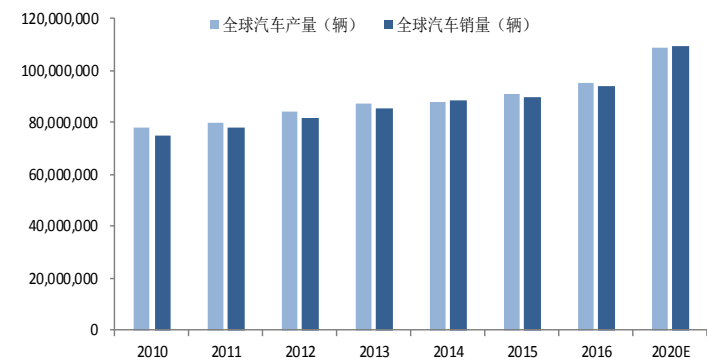
橡胶助剂的需求量与橡胶消耗量密切相关，早期一般按橡胶消耗量的 4% 计算，随着橡胶制品性能的提高和橡胶助剂新产品的不断开发，目前橡胶助剂的需求量增加至橡胶消耗量的 5%-6%。

2016 年，全球橡胶消耗量达 2753.5 万吨，自 2000 年以来复合增长率约为 2.7%，按照橡胶消耗量的 5% 计算，对应的橡胶助剂需求量约 153 万吨。根据市场咨询机构 MarketsandMarkets 预测，2015 年到 2020 年全球橡胶助剂市场复合年均增长率将达到 5.4%，到 2020 年市场价值将达到 48 亿美元，橡胶助剂行业拥有广阔的发展空间。

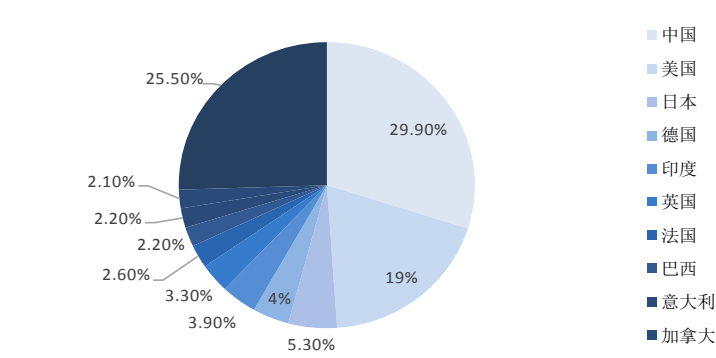
2、汽车工业的发展带动橡胶助剂需求稳步增长

汽车行业占用了全球生胶量的 70% 以上，其中轮胎占 60%，汽车橡胶制品配件占 40%。近 90% 的橡胶助剂应用与汽车相关，橡胶助剂是轮胎工业中的重要原料，**橡胶助剂产量的 70% 用于轮胎生产**。每个轮胎企业都有自己的助剂配方，其中硫化体系类和防护体系类产品占主要部分，用量分别达到 45% 和 35% 左右，以促进剂和防老剂为代表，其余约占 20%。

近年来，在全球经济不景气、经济增长放缓的背景下，世界汽车产销总量依然稳步增加。2016 年，全球累计生产各类汽车 9497.66 万辆，销售 9385.64 万辆，自 2010 年以来复合增长率分别为 3.4% 和 3.90%，以此速率，2020 年全球汽车产销量均可达 1.09 亿辆。目前，我国为全球汽车消费第一大国，美国、加拿大紧随其后。

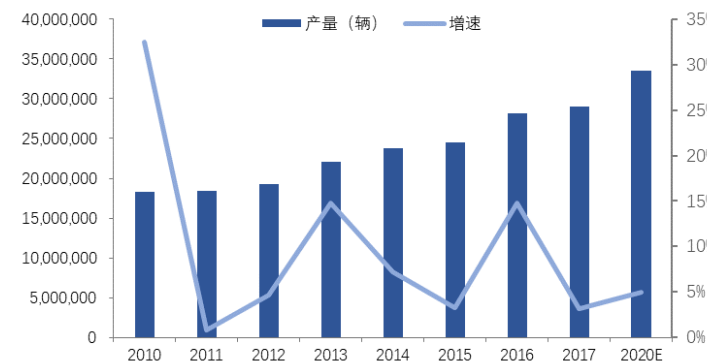
图 9：全球汽车产销量（辆）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

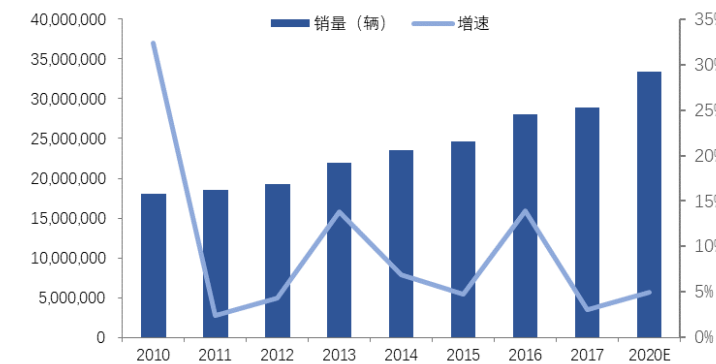
图 10：2016 年全球汽车主要消费地区占比


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

从国内市场来看，2017 年，我国汽车产销量仍位列全球首位：汽车产量达 2901.54 万辆，同比增长 3.19%；销量达 2887.89 万辆，同比增长 3.04%。其中，新能源汽车产销量分别为 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8%和 53.3%，成为汽车市场产销的一大亮点。未来，我国汽车市场将从高速增长期逐渐步入平稳增长期，轮胎产业也将告别高增长时代，汽车和轮胎增速将逐渐回落至 5%左右，但受益于经济的增长、新能源汽车的蓬勃发展以及“一带一路”对工程车辆需求带来的契机，我国汽车工业仍将对橡胶轮胎和橡胶助剂有着持续且旺盛的需求。

图 11：我国汽车产量及增速（辆）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

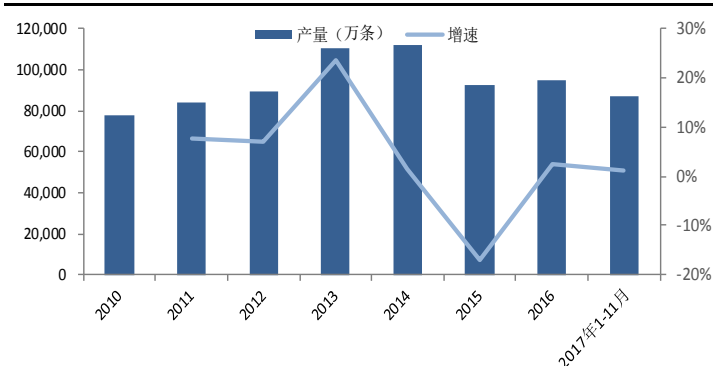
图 12：我国汽车销量及增速（辆）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

除新车所需轮胎等橡胶制品外，汽车轮胎的通常使用寿命为 4-5 年，需要定期保养和更换，因而轮胎市场可分为原配市场和替换市场。截止目前，全球汽车保有量已接近 13 亿辆，替换市场远大于原配市场，约占轮胎销售额的 3/4，因此，即使在经

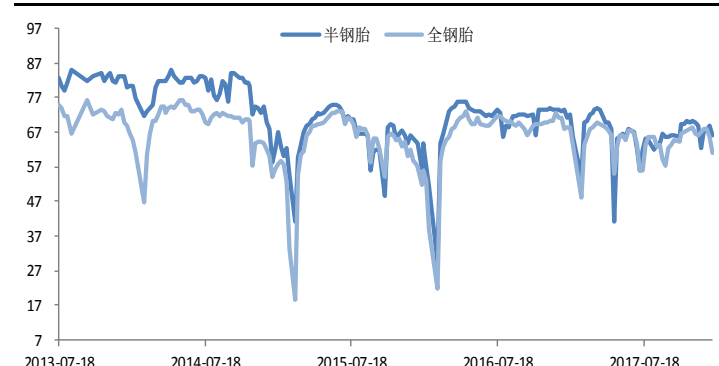
济低迷、新车销量锐减的时候，轮胎也具有较为稳定的需求。我国橡胶轮胎外胎产量由 2007 年的 5.56 亿条增加到 2016 年的 9.50 亿条，复合增长率高达 6.13%。我们预计未来几年我国橡胶助剂需求量将保持 6% 左右的增长率。

图 13: 我国橡胶轮胎外胎产量及增速 (万条)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 14: 中国轮胎行业开工率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

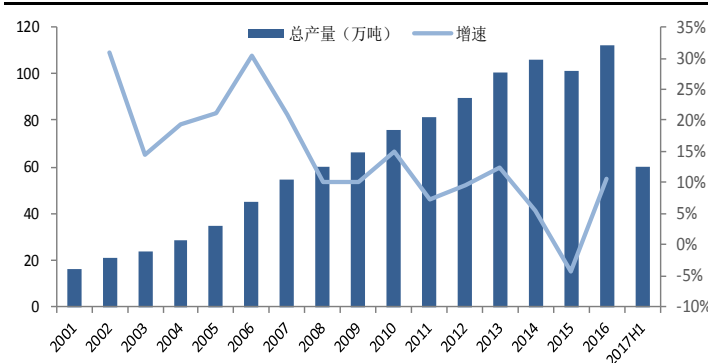
三、环保监管趋严，橡胶助剂供应趋紧

经过几十年的发展，我国橡胶助剂行业已形成门类齐全的产业体系，覆盖硫化体系、防护体系、促进剂体系、加工助剂体系、功能树脂等五大体系，上百种常规品种，品种结构合理，除去少部分还需进口外，大部分实现了国产化。

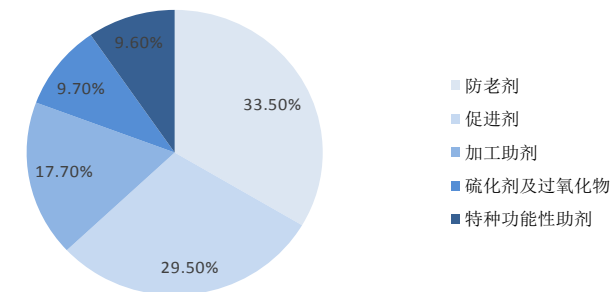
2001 年-2016 年，我国橡胶助剂产量从 16 万吨增至 112.1 万吨，复合增长率达 13.86%，全球产量占比达到 70% 以上，目前行业从业企业约 100 家，前十名企业的产业集中度达到 70-80%。

图 15: 我国橡胶助剂产量及增速 (万吨)

图 16: 2016 年中国不同橡胶助剂产量占比



资料来源：橡胶助剂专业委员会，信达证券研发中心



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

橡胶助剂在生产过程中产生大量废水，其如何处理一直是困扰橡胶助剂行业发展的一个难题，橡胶助剂废水具有含盐量高、COD 高、难以生化的特点，因而一直是环保部门重点监管的对象。就促进剂 M 而言，国内普遍采用酸碱法生产，该方法生产 1 吨促进剂 M 产生废水多达 20 吨，其中硫酸钠约 600 千克，COD 在 4000 毫克/升以上，每吨 M 的处理费用在 2000-3000 元不等。

我国橡胶助剂产能主要集中在山东、河南、江苏、河北、天津、内蒙等地区，多数区域均属于京津冀及周边“2+26”城市大气污染防治强化督查区域，在安全环保监管日趋严格、产品升级与市场竞争加剧等多重因素驱动下，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，导致部分企业开工率不足，产品供货紧张。2017 年 1-11 月，我国橡胶助剂产量为 113.4 万吨，同比微降 0.7%，出口 34.7 万吨，同比增长 8.2%，其中促进剂产量 38.4 万吨，同比下降 0.6%，虽然产量下降幅度不大，但考虑到出口大增，同时需求方面汽车产销仍以约 3% 的速度增长，产品供给紧张局面可想而知。

未来，在环保核查日趋严格、产品升级与市场竞争加剧等多重因素驱动下，部分环保及技术更新不达标、资金实力不强的企业开始降低开工负荷，并将逐步退出市场。行业龙头企业由于资金实力较强、环保设施及工艺较为先进、研发实力较强，企业竞争优势逐渐凸显。

四、橡胶助剂第一股，高速增长领风骚

1、橡胶助剂龙头企业，产品门类齐全

公司是国内橡胶助剂的龙头企业，先后开发出四大体系、七大品种的绿色环保型橡胶助剂系列产品，产品主要包括防焦剂 CTP、胶母粒、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫黄、微晶石蜡等品种。

表 2：公司主要产品产能

产品	产能
促进剂 NS	2.0 万吨/年
促进剂 CBS	1.0 万吨/年
促进剂 M	1.5 万吨/年（自用）
不溶性硫黄	0.9 万吨/年
防焦剂 CTP	2.0 万吨/年
微晶石蜡	1.5 万吨/年
胶母粒	1.0 万吨/年
均匀剂	1.2 万吨/年

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

防焦剂 CTP

防焦剂为能够避免橡胶在贮存和加工过程中发生早期硫化，并能显著改进硫化胶料贮藏稳定性及在高温下压延安全性的一种橡胶助剂，主要品种为防焦剂 CTP。

公司目前拥有防焦剂产能 2 万吨，主要原材料均自产，是全球最大的防焦剂 CTP 生产企业，在全球市场的占有率超过 60%，拥有一定的成本优势及定价权。环保高压下，目前行业正常生产的企业仅两家，除了公司以外，还有汤阴永新（防焦剂产能 1 万吨），另外两家小企业一家彻底关停、一家开工极不正常。此前，防焦剂行业格局比较稳定，价格也较稳定在 3 万元/吨左右，2017 年下半年以来，价格一路上涨，目前已涨到 4.1 万元/吨，涨幅达到 36.7%。

促进剂

公司目前拥有 2 万吨促进剂 NS、1 万吨促进剂 CBS 和 1.5 万吨促进剂 M（自用）产能。

就促进剂而言，国内产品结构集中度不高，几种主流促进剂的占比相对较为平均，比重最高的促进剂 M 为 22%，促进剂 CBS、促进剂 NS 和促进剂 DM 都在 15%~18% 之间。同时生产企业众多，主要促进剂生产厂商在 10 余家，且大部分公司都没有完善的水处理设施。2016 年，我国促进剂（除硫化剂及过氧化物）总产量 33.1 万吨，4 家龙头企业尚舜化工、科迈化工、蔚林化工、阳谷华泰的总产量达 20.1 万吨，占比 60.7%。

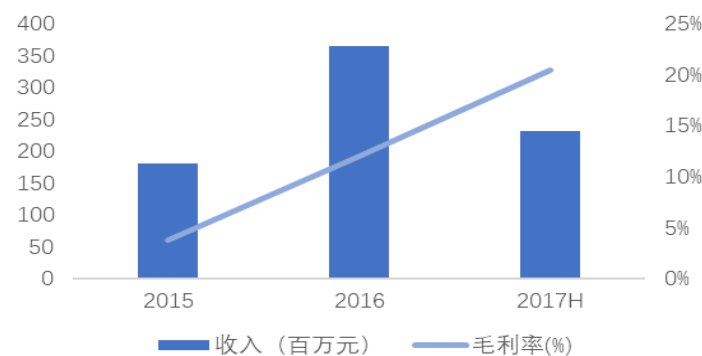
促进剂 M 既是主要的促进剂种类，也是 DM、NS、CZ 等促进剂的重要中间体，是国内促进剂体量最大的品种，年消耗量约为 20 万吨。传统工艺（酸碱法）每生产 1 吨促进剂 M 产生大约 20 吨高盐废水，占橡胶助剂废水量的一半，每吨 M 的处理费用在 2000-3000 元不等。公司经过多年研发，创造性的将萃取法和碱溶酸析法结合到一起，从源头上杜绝了废水的产生，解决了树脂提取困难的难题，同时减少盐类排放 600 千克，减少大量的 COD 排放，成本同传统工艺相比可降低 10%。

促进剂 NS 是目前优良的环保品种，年消耗量 10 万吨。传统工艺（次氯酸钠法）每生产一吨促进剂 NS 产生高盐废水 10 吨，公司历经 6 年开发了氧气氧化法合成促进剂 NS 的清洁生产工艺，解决了全球至今未能攻克的工业化难题，可降低废水排放 80%，减少盐类排放 800 千克，并且具有较高的原子利用率。此外，氧气氧化法原料利用氧气替代了次氯酸钠，可节约成本 1600-1700 元/吨，同时采用自产溶剂法 M 为原料，生产过程清洁无废水，节约了后端废水处理成本。

公司在促进剂方面虽然攻克了清洁生产工艺，但在初期由于后端水处理能力跟不上，加之新工艺处于摸索时期，产能一直无法有效释放，产品毛利率较低。2016 年以来，得益于后端水处理的完善和技术攻关，公司促进剂产能利用率持续提升，产品合格率也由最初的 50% 左右上升到正常水平 99%，产品毛利率持续改善。

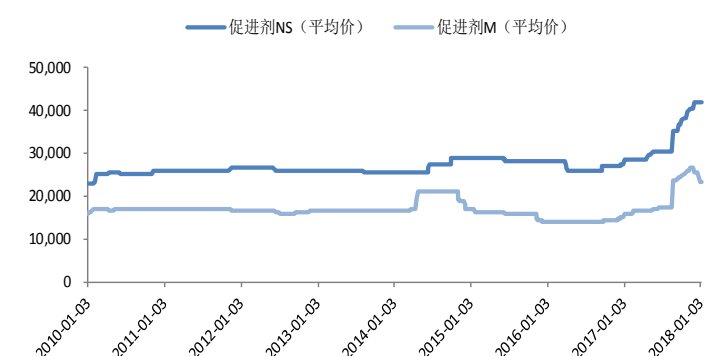
2017 年下半年以来，促进剂 NS 价格由 30500 元/吨上涨到目前的 41000 元/吨，涨幅达到 34.4%。

图 17：公司促进剂板块历史财务表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：促进剂近期价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

新型助剂

（1）不溶性硫黄

不溶性硫黄是硫的链状高分子聚合物，具有物理和化学惰性，能在胶料中均匀分散，有效降低硫黄的聚集，减少胶料存放过程的焦烧倾向，提高粘结力的同时保证外观质量。加入不溶性硫黄的轮胎耐磨性好（比普通轮胎提高 30%~50%），使用寿命长（为普通轮胎的 1.5 倍），节能多（可省油 6%~8%），高速驾驶情况下安全性更高。目前不溶性硫黄广泛应用于子午线轮胎的生产中。随着国内全钢胎产量以及总子午化率不断走高，有望进一步拉动国内不溶性硫黄需求。

目前，国外不溶性硫黄主要厂商为弗莱克斯（拥有 18 万吨产能）和日本四国化学（拥有 3 万吨产能），均采用连续法工艺，国内主要为尚舜化工（2 万吨产能）。公司高性能不溶性硫黄生产采用清洁连续生产工艺，目前产能达到 9000 吨（其中溶剂法传统工艺 7000 吨，连续法 2000 吨）。

(2) 微晶石蜡

微晶石蜡（英文名为 microcrystalline wax）又称为橡胶防护蜡，是国外八十年代迅速发展的一种性能优良的橡胶物理防老剂。从石油炼制中得到，用于橡胶加工，特别是在子午线轮胎的表面形成一定厚度、质地致密、有较好的弹性。公司目前拥有微晶石蜡产能 1.3 万吨，生产的微晶石蜡全球供应，跟国际厂商如荷兰百瑞美、德国莱茵等直接竞争。

(3) 胶母粒

胶母粒全称为预分散胶母粒，是按照“绿色化工”新概念开发的一类新型橡胶加工助剂，较低的粘度和剪切率赋予其易分散等优良加工性能，是橡胶助剂未来的发展方向。预分散胶母粒在我国主要用于质量要求较高的精密产品，如高档胶鞋、汽车橡胶制品以及高品质橡胶管等。在汽车橡胶领域，我国轮胎企业相继引进多条子午线轮胎生产线，这些生产线为了提高自动化都开始使用预分散胶母粒产品。公司目前拥有胶母粒产能 1 万吨/年。

2、借力配股项目，优势产品有望再腾飞

2017 年 11 月，公司配股申请审核通过。此次募集资金总额不超过人民币 73488 万元，其中拟投入高性能橡胶助剂生产项目 31488.54 万元，补充流动资金 42000 万元。高性能橡胶助剂生产项目主要包括年产 2 万吨不溶性硫黄、年产 1.5 万吨促进剂 M 以及年产 1 万吨促进剂 NS，分三期进行建设，总工期拟定为 36 个月。

表 3：新建高性能橡胶助剂生产项目内容

项目建设期	具体内容	计划投产时间
第一期	年产 2 万吨不溶性硫黄一期建设项目	2017 年 12 月
第二期	年产 2 万吨不溶性硫黄二期建设项目	2018 年 8 月
第三期	年产 1.5 万吨促进剂 M 和年产 1 万吨促进剂 NS 建设项目	2019 年 4 月

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前，我国不溶性硫黄每年的需求量大约为 11 万吨，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黄产品的指标要求。高性能不溶性硫黄指标表现在具有高的热稳定性和分散性，市场基本被国外企业垄断，产品重度依赖进口。公司计划新建 2 万吨/年的高性能不溶性硫黄，投产后将有望实现进口替代。同时，公司也将采用新型环保工艺生产促进剂 NS、促进剂 M，这些环保工艺的应用，不仅简化了生产工艺、提高了原料利用率，更减少了三废处理费用，从而有效降低了生产成本。在环保趋严的大背景下，公司有望斩获更多市场份额。

3、研发优势：拥有唯一一家国家级橡胶助剂工程技术研究中心

橡胶助剂行业是技术密集型行业，能否通过研发不断提升现有产品质量，开发出更符合市场需要的新产品，是决定企业未来发展的关键。随着 REACH 及轮胎标签法规深入实施，绿色轮胎已经成为轮胎工业的主流，与绿色轮胎配套的环保助剂品种需求明显增加。只有具有较强科研能力、在高性能新型橡胶助剂方面具有自主研发能力、掌握高精尖技术的企业方能长久发展。目前，我国橡胶助剂产业虽取得了飞速的发展，但尖端产品核心技术仍掌握在国际巨头企业，国内大部分企业核心竞争力不强，每年需进口 5 万吨高性能橡胶助剂。

公司自成立以来，始终坚持以自主研发和创新为主导，拥有国内橡胶助剂行业唯一以企业为载体的国家级橡胶助剂工程技术研究中心，拥有优秀的研发团队，并且重视对技术人才的培养。公司通过自主培养、引进人才以及联合高校和科研院所等方式形成了专业稳定的科研队伍，2015 年公司获批设立企业博士后工作站，截止 2016 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 312 人，占比 22.58%。

近年来，公司自主研发多项核心技术，成功研发了防焦剂 CTP 原材料氯代环己烷的生产技术和促进剂 NS 的原材料促进剂 M 的生产技术，使公司主要产品的原材料从外购逐步转向自行生产，原材料采购成本不断下降；成功研制了促进剂 M、NS 的绿色生产新工艺，“万吨级橡胶促进剂 M 清洁生产工艺项目”获得中国石油与化学联合会科技进步一等奖；实现了环保型均匀剂、高热稳定高分散性不溶性硫黄、PK900、BDB、微晶石蜡等产品的国产化，打破了国外的技术垄断。截止 2016 年底，公司拥有授权发明专利 27 件，实用新型专利 20 件。

公司在橡胶助剂新技术、新产品和新工艺等方面具有的自主创新优势，从根本上巩固了公司现有产品在市场竞争中的地位，并源源不断地为公司创造新的利润增长点，是保持公司可持续性发展的根本动力。

表 4：2016 年公司项目概览

项目名称	项目用途及优势	项目进展
高耐磨补强材料	可为制造低滚阻高性能的轮胎提供新的途径，对提高高炭黑橡胶中分散均匀性和速度、发展绿色轮胎和轮胎绿色化有重要意义。	已完成实验室研究并结题，2 项发明专利正在审查当中。
新型硫化剂 DTDC	是轮胎等大型模型橡胶制品、耐热橡胶制品卫生橡胶制品及彩色橡胶制品的最佳硫化剂，使用过程中不产生有害物质，绿色环保。	进行了中试放大试验，产品品质均达到了国外同类产品水平，处于市场推广过程。
新型硫化促进剂 ZBEC	用于天然橡胶、丁苯橡胶、丁基橡胶及三元乙丙橡胶，天然胶乳或合成胶乳中的主促进剂或助促进剂，使用过程中不产生有害物质，绿色环保。	目前已完成实验室小试验研究，已结题。
双氧水法合成新型硫化促进剂 TBZTD	是替代 TMTD、TMTM 等具有极具发展潜力的秋兰姆类促进剂。	目前已完成实验室小试验研究。
双氧水直接氧化法合成促进剂 DM	杜绝了有毒有害物质的使用和高盐废水的产生。	目前已完成实验室小试验研究，已结题。
新型多功能助剂 KA9188	提高胶料的抗硫化返原性能。	目前已完成实验室小试验研究。
促进剂 TiBTD	使用过程中不产生亚硝酸有毒物质，广泛用于天然橡胶、顺丁橡胶、	目前正在开展实验室小试验研究。

	丁苯橡胶等，是促进剂 TMTD、TETD、TMTM、TRA 等的替代产品。	
粘合剂 HMMM	添加后使胶料老化性能好，覆胶率高，粘合抽出力大，是 HMT 的替代品。	收集和整理相关资料，准备进行实验室小试试验研究。
硅烷偶联剂	与白炭黑配伍使用，发展绿色轮胎所需要的主要助剂产品类之一。	收集和整理相关资料，准备进行实验室小试试验研究。
低锌活性剂	氧化锌是橡胶硫化的活性剂，低锌减少锌对环境、生物造成的危害，并节约锌资源。	收集和整理相关资料，准备进行实验室小试试验研究。
粘合树脂增进剂	是一种粘合剂，使用过程不产生有毒有害黄烟物质，可减少对人身和环境的伤害。	收集和整理相关资料，准备进行实验室小试试验研究。

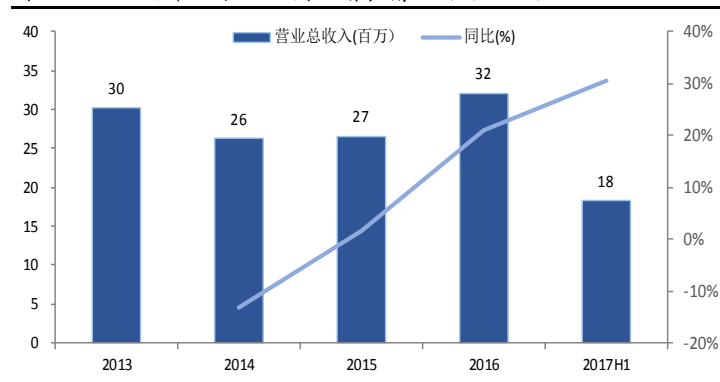
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4、入股达诺尔切入电子化学品领域

2017 年，公司以人民币 2214 万元收购达诺尔科技股份有限公司 10% 的股权，迈出了进军电子化学品的第一步。达诺尔主营业务包括半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的研发、生产和销售，主要产品包括超纯氨水和超纯异丙醇，产品质量指标达到国际半导体标准的 PPT 最高级。超高纯试剂是超大规模集成电路制作过程中的关键性基础化工材料之一，主要用于芯片的清洗、刻蚀，另外超净高纯试剂还用于芯片掺杂和沉淀工艺，其对集成电路的成品率、电性能及可靠性有十分重要的影响。我国的超纯化学品研发起步较晚，生产工艺和技术均远落后于国际先进水平。达诺尔是国内少有的生产此类高纯化学品的企业，并且拥有先进的技术管理体系及完整的电子化学品研发团队，产品品质优良且具有价格优势。

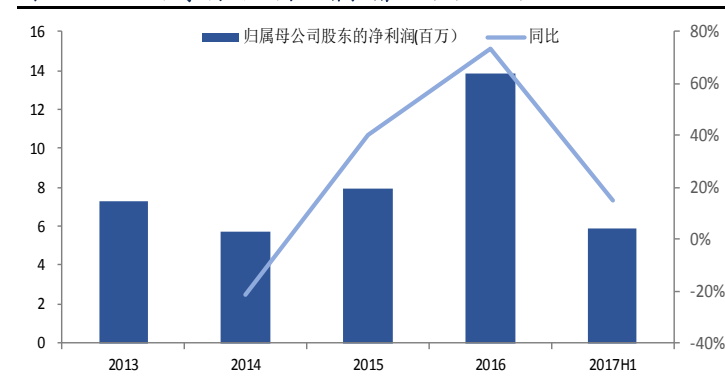
2017 年上半年，达诺尔营业收入达 1825 万元，同比增长 30%，归属母公司净利润达 584 万元，同比增长 14.68%，财务表现良好。未来，公司将以达诺尔为切入点逐步布局电子化学品行业。

图 19: 达诺尔营业收入及同比增长情况 (百万元)



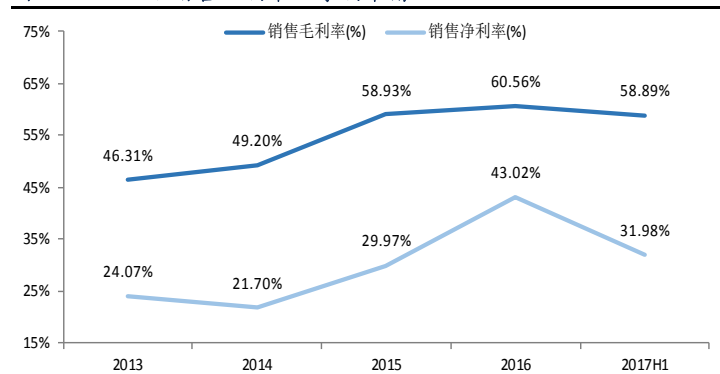
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 达诺尔净利润及同比增长情况 (百万元)



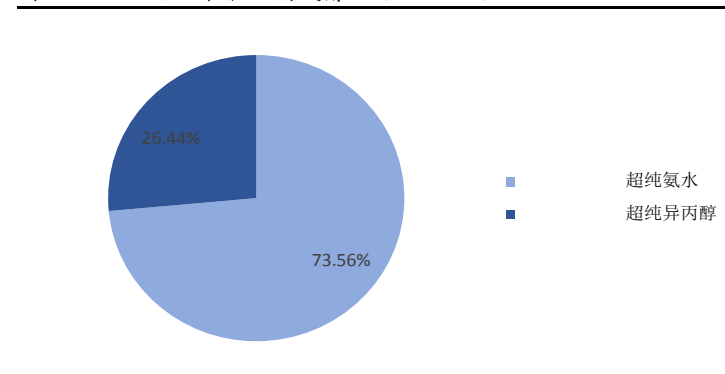
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 达诺尔销售毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 达诺尔主营收入构成情况 (2017H1)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

五、盈利预测及估值分析

盈利预测主要假设

- (1) 假设公司以自有资金进行高性能橡胶助剂项目（包括 2 万吨不溶性硫黄、1.5 万吨促进剂 M 以及 1 万吨促进剂 NS）的建设，2017-2019 年资本支出分别为 1.29 亿、1.45 亿和 1.23 亿，项目进展顺利，如期投放；

- (2) 对于加工助剂体系（主要产品防焦剂）和硫化助剂体系（促进剂），2018 年环保高压对防焦剂和促进剂的供给约束依然存在，产品价格维持高位，2019 年行业格局重新趋于平衡，价格中枢将有所回落，但仍高于 2017 年水平，毛利率也将呈现相应趋势；
- (3) 对于防护助剂体系（微晶石蜡），公司产能充分发挥，由于市场竞争较激烈，产品价格每年有 5% 的小幅下调，同时公司通过挖潜降成本，产品毛利率仍维持稳定；
- (4) 对于胶母粒，产能利用率继续提升，产品价格与毛利率维持稳定；
- (5) 对于不溶性硫黄（归类在“其他”里），由于产品供应紧张，2018-2019 年产品价格中枢上调，同时新产能如期投放，产销量有所放大；
- (6) 暂不考虑配股带来的影响；
- (7) 公司销售费用率、管理费用率参考 2017 年上半年水平。

表 5：主要业务盈利预测（百万元）

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
加工助剂	收入	425.75	498.49	624.29	742.27	701.18
	毛利率	34.01%	38.59%	39.68%	43.00%	41.00%
硫化助剂	收入	181.10	364.25	570.00	714.00	865.00
	毛利率	3.81%	11.97%	25.00%	30.00%	28.00%
防护助剂	收入	104.75	139.44	161.94	153.84	146.15
	毛利率	27.92%	33.41%	27.00%	27.00%	27.00%
胶母粒	收入	88.94	132.59	160.00	170.00	170.00
	毛利率	16.06%	19.90%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	59.49	105.12	105.00	207.00	363.00
	毛利率	21.31%	39.66%	41.01%	42.49%	43.14%
合计	收入	860.03	1239.89	1621.23	1987.11	2245.33
	毛利率	24.17%	28.28%	31.40%	35.07%	33.84%

资料来源：信达证券研发中心

根据以上假设条件，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 16.21 亿、19.87 亿和 22.45 亿，同比增长 30.76%、22.57%、12.99%，归属母公司净利润分别为 2.14 亿、3.19 亿和 3.42 亿，同比增长 36.58%、48.99%、7.33%，对应 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 0.74、1.10 和 1.18 元。

估值情况

公司属于橡胶助剂行业，我们选取了化学试剂和助剂制造业的 6 家上市公司作为可比公司，其预测市盈率情况如下表。

表 6：可比公司市盈率

证券代码	证券简称	PE		
		2017E	2018E	2019E
002584.SZ	西陇科学	103.40	83.82	69.80
300214.SZ	日科化学	21.40	18.39	15.60
300596.SZ	利安隆	27.07	20.61	15.01
300610.SZ	晨化股份	30.07	24.18	19.05
603041.SH	美思德	36.26	27.75	21.83
603968.SH	醋化股份	19.62	14.81	12.70
平均值（剔除西陇科学）		26.88	21.15	16.84

资料来源：Wind、信达证券研发中心（注：采用 2018 年 1 月 18 日收盘价和 Wind 一致预期计算）

剔除估值倍数过高的西陇科学，可比公司的 2017 年平均预测市盈率为 27 倍，按照 27 倍的 PE 估值以及阳谷华泰 2017 年 0.74 元的 EPS，公司合理估值为 19.98 元，而公司 2018 年 1 月 18 日的收盘价为 14.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险因素

下游轮胎需求增长不及预期；环保突发事件导致公司产品停限产；产品价格下滑；原材料价格上涨等风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	699.63	866.68	1,083.96	1,384.80	1,745.59
货币资金	153.91	170.65	188.16	303.82	521.32
应收票据	82.69	129.43	169.23	207.43	234.38
应收账款	289.19	389.26	508.98	623.85	704.92
预付账款	33.48	36.10	45.15	52.37	60.30
存货	127.92	124.39	155.57	180.48	207.80
其他	12.45	16.86	16.86	16.86	16.86
非流动资产	541.62	545.29	610.49	684.45	724.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	436.86	434.70	408.11	475.24	537.84
无形资产	79.78	77.67	75.54	73.42	71.30
其他	24.98	32.92	126.84	135.79	115.37
资产总计	1,241.26	1,411.97	1,694.45	2,069.26	2,470.11
流动负债	603.44	495.43	563.78	619.55	677.98
短期借款	285.56	149.00	149.00	149.00	149.00
应付账款	89.92	102.27	127.91	148.39	170.86
其他	227.96	244.16	286.87	322.16	358.12
非流动负债	138.76	263.73	263.73	263.73	263.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.76	263.73	263.73	263.73	263.73
负债合计	742.20	759.17	827.51	883.29	941.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	499.05	652.81	866.94	1,185.97	1,528.39
负债和股东权益	1241.26	1411.97	1694.45	2069.26	2470.11

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860.03	1,239.89	1,621.22	1,987.11	2,245.33
同比(%)	15.38%	44.17%	30.76%	22.57%	12.99%
归属母公司净利润	39.31	156.78	214.13	319.03	342.42
同比(%)	45.80%	298.80%	36.58%	48.99%	7.33%
毛利率(%)	24.17%	28.28%	31.40%	35.07%	33.84%
ROE(%)	8.11%	27.22%	28.18%	31.08%	25.23%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.54	0.74	1.10	1.18
P/E	106	27	19	13	12
P/B	8.33	6.37	4.80	3.51	2.72
EV/EBITDA	30.66	16.01	12.28	8.78	8.08

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860.03	1,239.89	1,621.22	1,987.11	2,245.33
营业成本	652.12	889.27	1,112.21	1,290.25	1,485.60
营业税金及附加	4.66	11.08	19.45	23.85	26.94
营业费用	38.92	34.27	46.85	57.43	64.89
管理费用	81.47	86.30	135.70	166.32	187.93
财务费用	30.51	26.95	24.20	24.25	23.57
资产减值损失	5.74	4.31	6.14	8.25	8.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.00	1.17	1.17	1.17
营业利润	46.62	187.71	277.83	417.93	449.08
营业外收入	4.88	6.83	9.21	9.21	9.21
营业外支出	1.87	1.88	1.54	1.76	1.73
利润总额	49.63	192.66	285.51	425.38	456.57
所得税	10.31	35.89	71.38	106.34	114.14
净利润	39.31	156.78	214.13	319.03	342.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	39.31	156.78	214.13	319.03	342.42
EBITDA	145.13	281.64	367.19	513.65	558.04
EPS	0.14	0.54	0.74	1.10	1.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	80.54	172.52	162.05	275.02	356.20
净利润	39.31	156.78	214.13	319.03	342.42
折旧摊销	58.57	59.50	64.52	72.24	84.87
财务费用	36.93	29.48	17.17	16.03	16.60
投资损失	-0.01	0.00	-1.17	-1.17	-1.17
营运资金变动	-59.79	-78.13	-137.55	-137.68	-93.33
其它	5.53	4.89	4.96	6.55	6.81
投资活动现金流	-51.24	-42.16	-127.37	-143.33	-122.09
资本支出	-52.31	-42.49	-128.53	-144.50	-123.26
长期投资	0.00	0.00	1.17	1.17	1.17
其他	1.06	0.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-15.95	-120.37	-22.48	-21.35	-21.92
吸收投资	0.00	48.42	0.00	0.00	0.00
借款	83.51	-267.01	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	48.57	37.46	22.48	21.35	21.92
现金净增加额	14.80	6.84	17.52	115.65	217.51

化工研究小组简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。