



300121.SZ

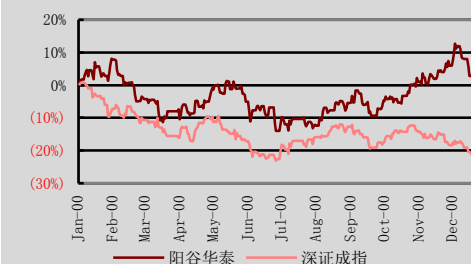
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 12.87

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7.6	(8.7)	(8.2)	0.3
相对深证成指	27.9	5.3	8.4	16.0

发行股数(百万)	375
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	4,786
3 个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%) (2018E)	3
主要股东(%)	
王传华	39

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 7 月 6 日收市价为标准

相关研究报告

《化工行业 2017 年年报及 2018 年一季报总结》20180506

《化工行业 2018 年中期投资策略》20180626

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 橡胶

余嫒嫒

(8621)20328550

Yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

*鞠龙为本报告重要贡献者

阳谷华泰

橡胶助剂龙头, 受益行业景气上行

经过多年积累, 阳谷华泰已成为优秀的橡胶助剂生产商之一, 后续有望受益于行业景气上行。另一方面, 公司配股募投项目正按计划有序实施, 具备较好的成长性, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **优秀的橡胶助剂公司。**公司主要产品包括促进剂 M, 促进剂 CBS、促进剂 NS、防焦剂 CTP、不溶性硫磺等, 其中防焦剂 CTP 产能为 2 万吨/年, 市占率达全球 60%。2017 年公司实现归母净利润 2.04 亿元, 同比增长 29.83%; 2018 年公司一季度实现归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 197.05%。
- **橡胶助剂价格创多年新高, 公司显著受益。**我国橡胶助剂产能主要集中在山东、天津、河南等省份。自 2016 年下半年开始, 环保督查组对江苏、天津、河北、山西、山东等省市进行重点检查, 加上 2017 年“2+26”城市治霾行动, 较多橡胶助剂企业停产或者限产, 部分企业年内整体开工率不到 50%。东北助剂、天津一化等企业停产。橡胶助剂市场供应紧张, 价格上行。根据卓创资讯数据, 促进剂 NS 目前价格为 37,500 元/吨, 较 2016 年 6 月份上涨 58.90%, 判断价格将维持高位。公司技术环保优势突出, 为行业货紧价扬受益者。
- **配股投建新项目、参股达诺尔进入电子化学品领域, 开启新篇章。**公司于近期完成了配股募集资金, 部分用于投建年产 2 万吨不溶性硫磺、年产 1.5 万吨促进剂 M 和年产 1 万吨促进剂 NS。我国不溶性硫磺需求量为 11 万吨, 高端产品依赖进口。公司扩增不溶性硫磺产能, 巩固行业优势地位, 市场前景良好, 逐步实现进口替代。此外, 公司在 2017 年收购了达诺尔 10% 股权, 切入了电子化学品领域, 为公司多元化发展奠定基础。

评级面临的主要风险

- 1、环保风险; 2、安全生产风险。

估值

- 预计 2018-2020 年每股收益分别为 1.15 元、1.40 元、1.56 元, 对应 PE 分别为 11.2 倍、9.2 倍、8.2 倍。首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,240	1,638	2,181	2,479	2,814
变动(%)	44	32	33	14	14
净利润(人民币 百万)	157	204	430	523	587
全面摊薄每股收益(人民币)	0.418	0.542	1.145	1.395	1.564
变动(%)	298.8	29.8	111.1	21.8	12.1
全面摊薄市盈率(倍)	30.8	23.7	11.2	9.2	8.2
价格/每股现金流量(倍)	28.0	111.7	7.3	13.6	8.3
每股现金流量(人民币)	0.46	0.12	1.76	0.95	1.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.6	14.4	7.6	6.4	5.5
每股股息(人民币)	0.077	0.300	0.286	0.349	0.391
股息率(%)	0.6	2.3	2.2	2.7	3.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司概况：橡胶助剂龙头企业.....	5
橡胶助剂，防焦剂、促进剂为公司主要产品.....	5
股权结构：王传华家族为公司的实际控制人.....	5
公司业绩稳步上升.....	6
橡胶助剂行业供需改善，价格上行.....	8
需求端：汽车及轮胎行业发展推动橡胶助剂需求向好.....	8
供给端：环保监管趋严，行业集中度提升.....	10
环保督查，橡胶助剂价格创多年新高.....	11
竞争优势突出，橡胶助剂业务量价齐涨.....	12
防焦剂：公司核心产品，规模优势显著.....	12
不溶性硫磺：子午轮胎需求扩张成其发展主要推力.....	13
微晶石蜡：技术提高有望改善进口依赖局面.....	15
参股达诺尔进入电子化学品领域.....	17
盈利预测与投资评级.....	18
主要假设.....	18
投资建议.....	18
风险提示.....	19

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司主要产品产能.....	5
图表 2.公司股权结构.....	6
图表 3.公司营业收入及同比增长情况.....	6
图表 4.归母净利润及同比增长情况.....	6
图表 5.公司 2017 年主营业务构成情况.....	7
图表 6.公司 2017 年毛利构成情况.....	7
图表 7.公司国内外主营业务收入占比情况.....	7
图表 8.公司各产品毛利率情况.....	7
图表 9.橡胶助剂产业链结构图.....	8
图表 10.橡胶助剂下游应用领域.....	8
图表 11.我国橡胶助剂销售额恢复增长.....	8
图表 12.轮胎全球销售额跌幅收窄.....	9
图表 13.全球汽车（乘用车+商用车）销量上升.....	9
图表 14.我国历年汽车产量.....	9
图表 15.我国汽车保有量稳步增长.....	9
图表 16.我国橡胶轮胎产量.....	10
图表 17.我国橡胶轮胎出口回升.....	10
图表 18.2017 年我国橡胶助剂产量小幅增长.....	10
图表 19.2017 年各助剂产量占比.....	10
图表 20.国内主要橡胶助剂企业 2016 年基本数据.....	11
图表 21.促进剂（M）和促进剂（NS）价格走势.....	11
图表 22.公司产品价格每上涨 1,000 元的 EPS 弹性.....	12
图表 23.防焦剂 CTP 生产工艺.....	12
图表 24.纯苯（华北地区）价格情况.....	13
图表 25.苯胺（华北地区）价格情况.....	13
图表 26.我国子午线外胎历年产量.....	13
图表 27.子午线外胎产量占比逐步提升.....	13
图表 28.我国不溶性硫磺历年产量.....	14
图表 29.现有不溶性硫磺生产工艺及优缺点.....	14
图表 30.国内不溶性硫磺主要产能.....	14

图表 31.公司配股资金投入项目	15
图表 32.微晶石蜡制造工艺	15
图表 33.我国微晶石蜡历年进口量	16
图表 34.达诺尔营业收入情况	17
图表 35.达诺尔归母净利润情况	17
图表 36.超净高纯试剂产业示意图	17
图表 37.销售收入结构预测	18
损益表(人民币百万)	20
资产负债表(人民币百万)	20
现金流量表(人民币百万)	20
主要比率(%)	20

公司概况：橡胶助剂龙头企业

山东阳谷华泰化工股份有限公司成立于 2000 年 3 月 23 日，从事橡胶助剂的研发、生产和销售，产品主要包括防焦剂 CTP、胶母粒、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫磺、微晶石蜡等品种。股票于 2010 年 9 月在深圳证券交易所挂牌交易。

橡胶助剂，防焦剂、促进剂为公司主要产品

公司橡胶助剂产品广泛应用于橡胶、轮胎、胶管、胶带等行业，其中防焦剂 CTP 技术水平国内领先，产品质量达到了同类产品国际先进水平，占据国内 70% 的市场份额。与众多大中型轮胎企业，如倍耐力、正新轮胎、玲珑轮胎、赛轮金宇等都有长期合作关系。

图表1.公司主要产品产能

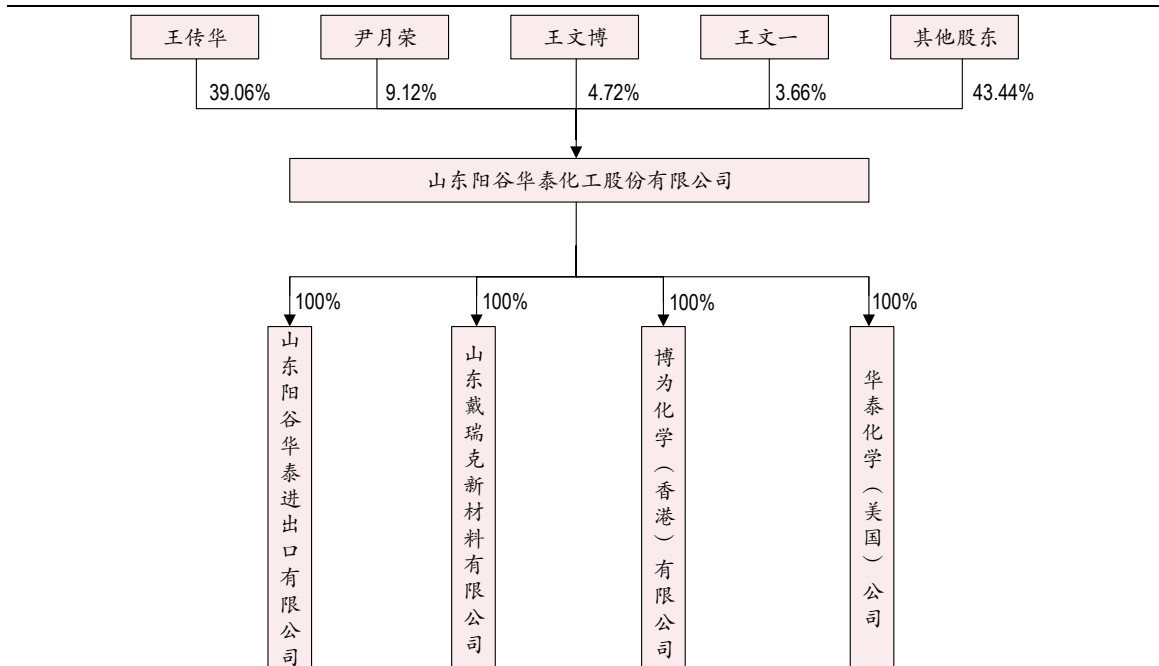
类别	产品	现有产能（万吨/年）	备注
硫化助剂	促进剂 NS	2	促进剂 M 是促进剂 NS 和促进剂 CBS 的原料。促进剂能够加快硫化反应速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，并能提高或改善硫化胶物理机械性能的橡胶助剂
	促进剂 M	1.5	
	促进剂 CBS	1	
加工助剂	防焦剂 CTP	2	能够避免橡胶在贮存和加工过程中发生早期硫化，并能显著改进硫化胶料贮藏稳定性及在高温下压延安全性
	均匀剂	1.5	可改善不同极性和不同粘度橡胶之间的均匀性，可以促进丁基胶和天然胶的混合效果
橡胶防护蜡	微晶石蜡	2	一种物理防老剂，一种能为橡胶制品提供较高温度、较长时间的臭氧防护，防止橡胶制品龟裂
胶母粒	胶母粒	1.5	采取预分散方式替代普通粉体、使得有效成分功效明显提高的一类新型橡胶加工助剂
其他	不溶性硫磺	2	能够有效提高橡胶制品耐热、耐磨性能，避免早期硫化，防止胶料喷霜，并确保硫化胶硫化均匀性，增强胶体黏性

资料来源：公司公告，中银证券

股权结构：王传华家族为公司的实际控制人

公司实际控制人为王传华家族，持股比例达到 56.56%。公司拥有四家全资子公司，分别为山东戴瑞克新材料有限公司（主营橡胶助剂制造，化工产品销售，新材料技术研发）、山东阳谷华泰进出口有限公司（货物及技术进出口业务，防焦剂 CTP、橡胶助剂的制造，化工产品销售）、博为化学（香港）有限公司（防焦剂 CTP 的进出口业务）、华泰化学（美国）公司（化工产品及其设备的进出口与销售）。

图表2.公司股权结构

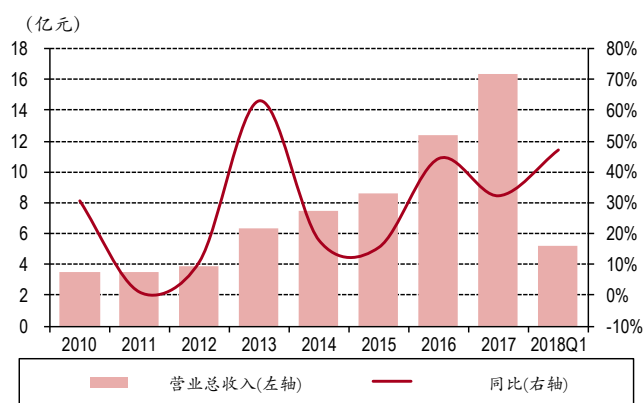


资料来源：公司公告、万得以及中银证券

公司业绩稳步上升

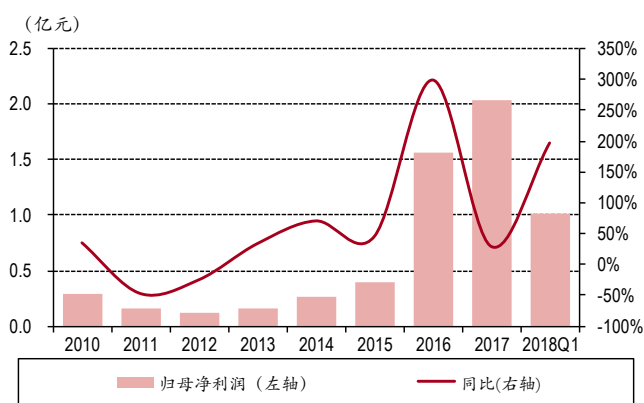
受益公司产能陆续投放，业绩持续增长。近年来，公司促进剂、均匀剂、不溶性硫磺等产品陆续投产，支撑了公司业绩的增长。另一方面，自国家环保政策趋严以来，中小企业落后产能逐步被市场淘汰，而下游轮胎行业的需求尚可，致使橡胶助剂产品供给持续偏紧，橡胶助剂产品价格大幅上升。2017年公司实现营业收入为16.38亿元，同比增长32.09%；归母净利润为2.04亿元，同比增长29.83%。2018年第一季度实现营业收入5.24亿元，同比增长46.95%；归母净利润1.02亿元，同比增长197.05%。

图表3.公司营业收入及同比增长情况



资料来源：万得，中银证券

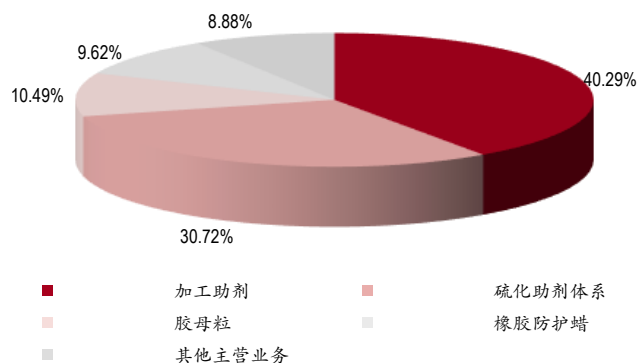
图表4.归母净利润及同比增长情况



资料来源：万得，中银证券

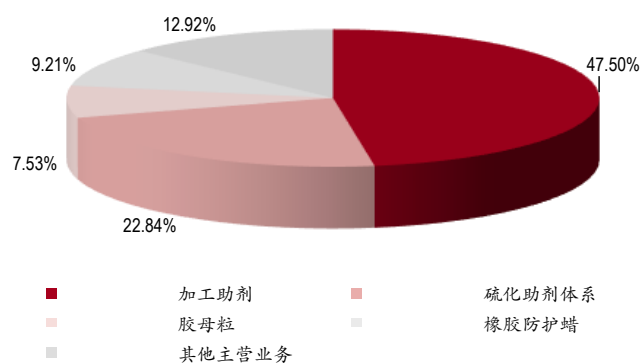
根据公司2017年财务报告，公司加工助剂和硫化助剂占主营业务收入比重较大，分别占40.29%和30.72%。从2017年毛利构成情况来看，加工助剂和硫化助剂仍然占据较高水平，比重分别为47.50%和22.84%，占比超过毛利的70%，成为公司盈利的主要来源。

图表5.公司 2017 年主营业务构成情况



资料来源：万得，中银证券

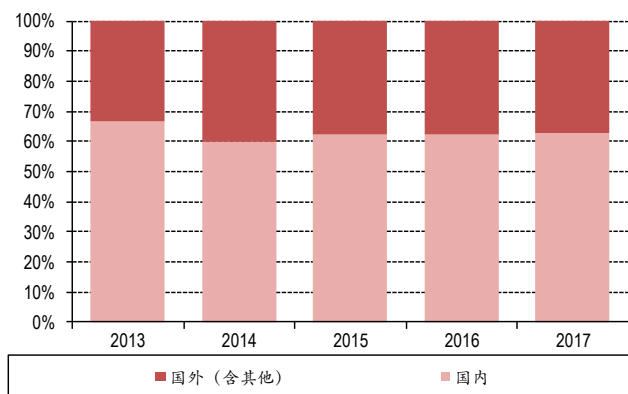
图表6.公司 2017 年毛利构成情况



资料来源：万得，中银证券

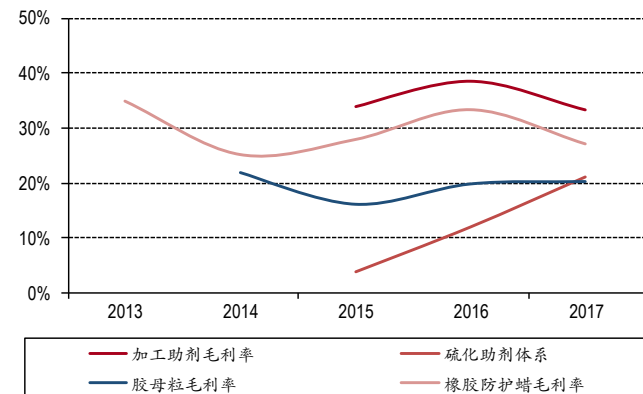
近几年来，公司收入规模不断扩大。从占比来看公司境内收入仍占主导。近几年公司主营产品毛利率维持在较高水平，2017 年加工助剂与橡胶防护体系助剂的毛利率分别达到 33.42%、27.13%。

图表7.公司国内外主营业务收入占比情况



资料来源：万得，中银证券

图表8.公司各产品毛利率情况

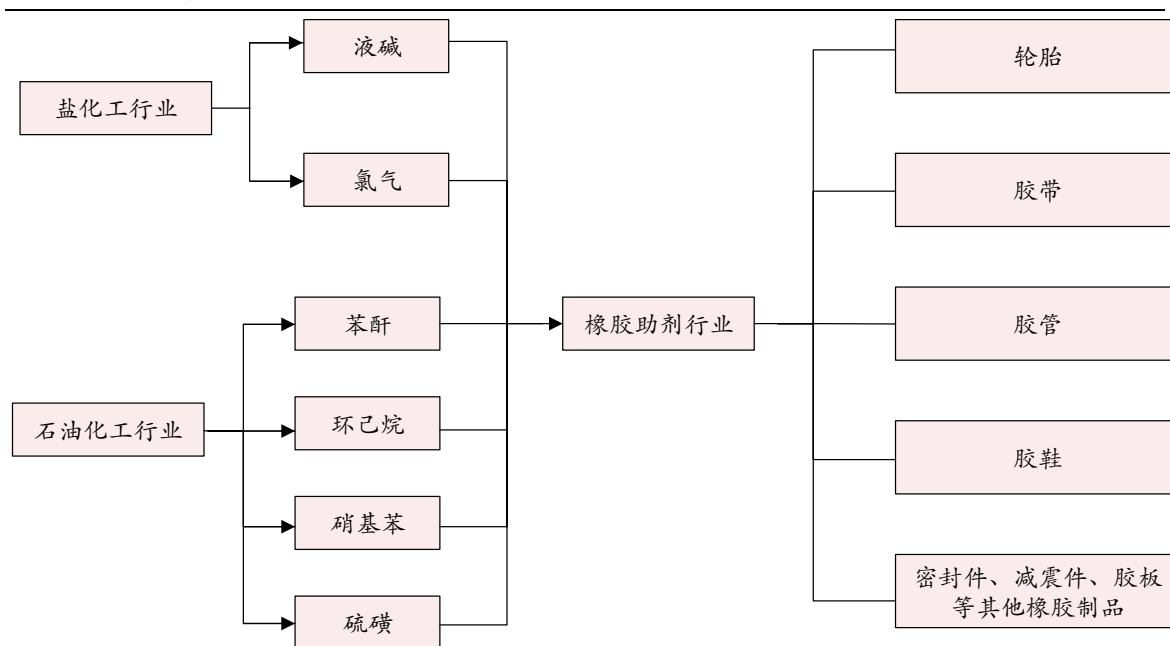


资料来源：万得，中银证券

橡胶助剂行业供需改善，价格上行

橡胶助剂是橡胶工业重要的辅助原料，橡胶助剂上游原材料主要来自于盐化工行业（液碱、氯气）和石油化工行业（苯酐、环己烷、硝基苯、硫磺），下游主要用于轮胎、胶带、胶管、胶鞋、密封件等行业。

图表9.橡胶助剂产业链结构图

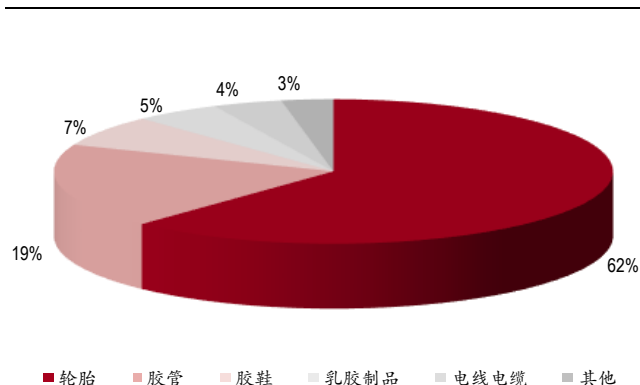


资料来源：公司公告，万得，中银证券

需求端：汽车及轮胎行业发展推动橡胶助剂需求向好

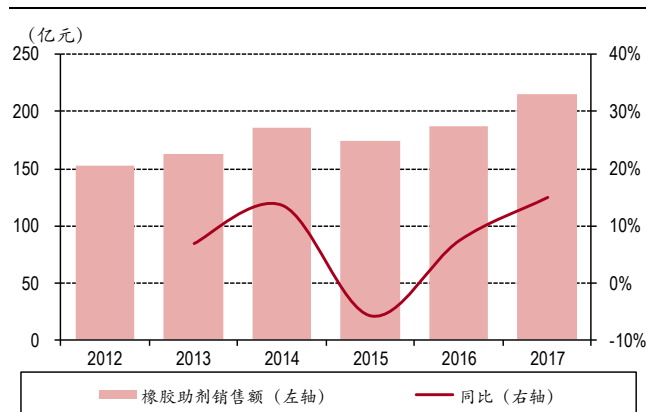
轮胎是橡胶助剂最重要下游应用领域，占橡胶助剂总消费量的 62%；其次，胶管占比达到了 19%。根据 IHS 统计，2020 年全球橡胶助剂消费量将达到 180 万吨，2015-2020 年复合增速为 3.50%。根据中橡协橡胶助剂委员会数据，我国 2017 年橡胶助剂销售额为 215.70 亿元，同比增长 14.98%。

图表10.橡胶助剂下游应用领域



资料来源：卓创资讯，中银证券

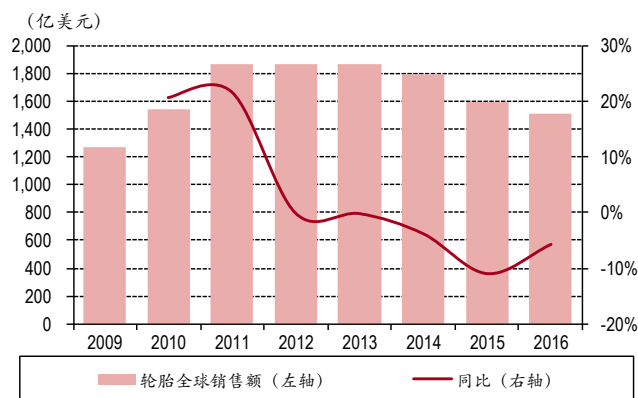
图表11.我国橡胶助剂销售额恢复增长



资料来源：中国橡胶工业协会，中银证券

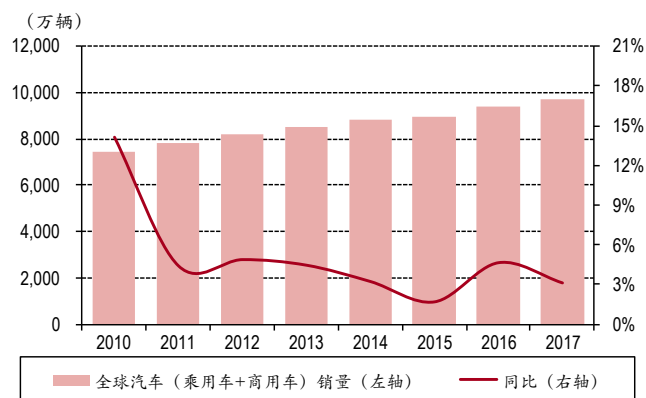
全球轮胎行业企稳。全球轮胎市场在 2011 年达到峰值后，进入长达五年的下行通道。2016 年全球轮胎行业销售额为 1,510 亿美元，同比下滑 5.7%，跌幅收窄。进入 2017 年后，由于汽车行业复苏对轮胎需求拉动，轮胎市场微弱复苏，预计总体呈现稳中向好的态势。

图表12.轮胎全球销售额跌幅收窄



资料来源：中国橡胶工业协会，中银证券

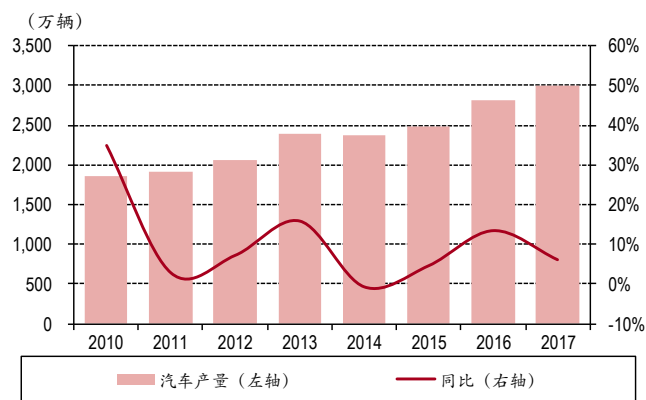
图表13.全球汽车（乘用车+商用车）销量上升



资料来源：国际汽车制造商协会，中银证券

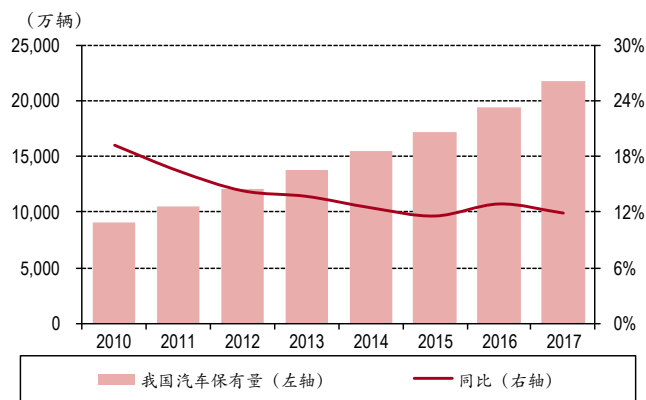
我国汽车产量和保有量持续提升。根据国家统计局数据，2017 年我国汽车保有量为 2.17 亿辆，同比增长 11.85%；汽车产量 2,994.20 万辆，同比增长 6.20%。随着乘用车消费的人群规模扩大，2009 年我国成为全球汽车消费第一大国。然而从保有比重看，中国汽车市场销售与人口比重仍有很大差距。因此，我国对汽车的刚性需求，仍将是未来汽车行业发展的主要推动力。汽车行业的发展对橡胶助剂需求的增长具有重要的影响。

图表14.我国历年汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会，中银证券

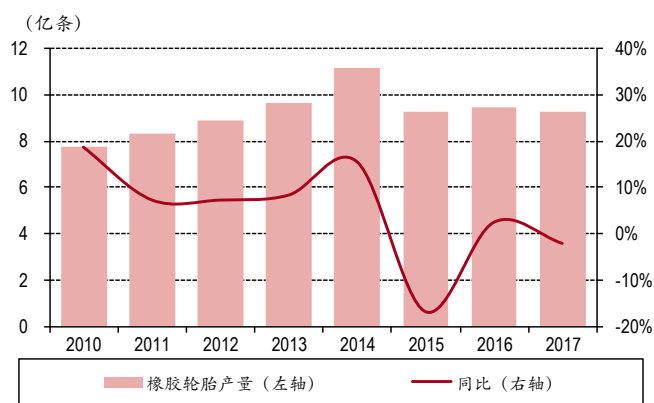
图表15.我国汽车保有量稳步增长



资料来源：中国汽车工业协会，中银证券

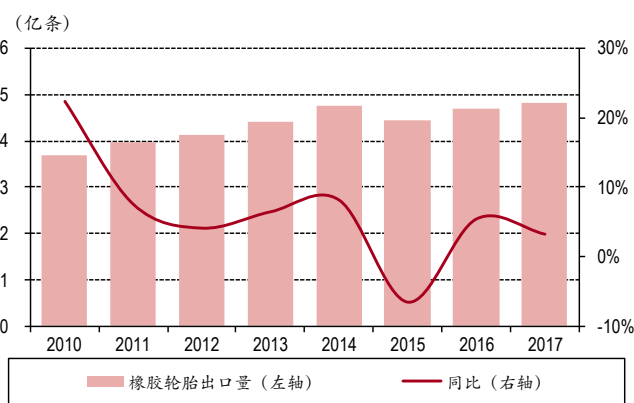
轮胎需求稳中有升，带动橡胶助剂行业发展。根据统计数据显示，我国轮胎产量从 2007 年到 2017 年实现平稳发展，我国橡胶外胎产量由 2007 年的 5.56 亿条增加到 2017 年的 9.26 亿条，复合增长率达 5.51%。另外，我国轮胎企业积极开拓海外市场，2017 年橡胶轮胎出口量增幅达 3.21%。轮胎行业的发展带动上游助剂产品产销。

图表16.我国橡胶轮胎产量



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表17.我国橡胶轮胎出口回升

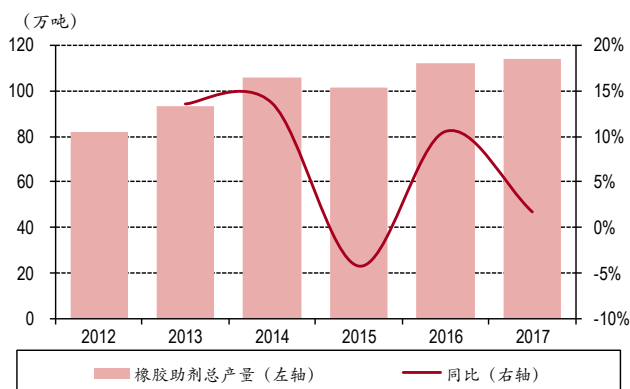


资料来源：卓创资讯、中银证券

供给端：环保监管趋严，行业集中度提升

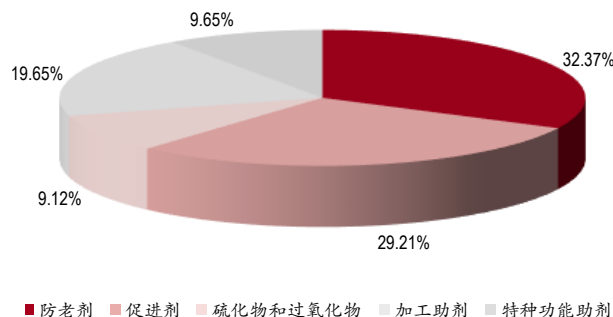
橡胶助剂产量小幅上涨。经过十多年快速发展，我国橡胶助剂已经形成了品种门类齐全、性能指标可靠、结构相对合理的产业体系，基本满足国内橡胶工业需求。我国橡胶助剂在全球橡胶助剂市场所占份额逐年增长，已经为全球主要橡胶助剂生产国和供应国。2017 年橡胶助剂总产量 114 万吨，同比增长 1.69%，产量达到全球总产量 80%，其中防老剂和促进剂总产量为 70.2 万吨，与 2016 年持平。

图表18.2017 年我国橡胶助剂产量小幅增长



资料来源：中国橡胶工业协会、中银证券

图表19.2017 年各助剂产量占比



资料来源：中国橡胶工业协会、中银证券

国内的橡胶助剂综合实力较强的企业有山东尚舜化工有限公司、山东阳谷华泰化工股份有限公司、科迈化工股份有限公司、濮阳蔚林新材料科技股份有限公司、圣奥化学科技有限公司、彤程新材料集团股份有限公司等。圣奥化学是中化国际控股子公司，主要产品包括防老剂 PPD (13.5 万吨/年)、中间体 RT 培司及不溶性硫磺等；山东尚舜化工在新加坡主板上市，是全球规模较大的橡胶助剂企业，主要产品有促进剂、不溶性硫磺等；科迈化工是全球少数掌握高含量防老剂 TMQ 的生产技术并实现产业化的企业之一。根据中国橡胶工业协会统计，行业前十名企业占全行业销售收入的 65.1%。

图表20.国内主要橡胶助剂企业 2016 年基本数据

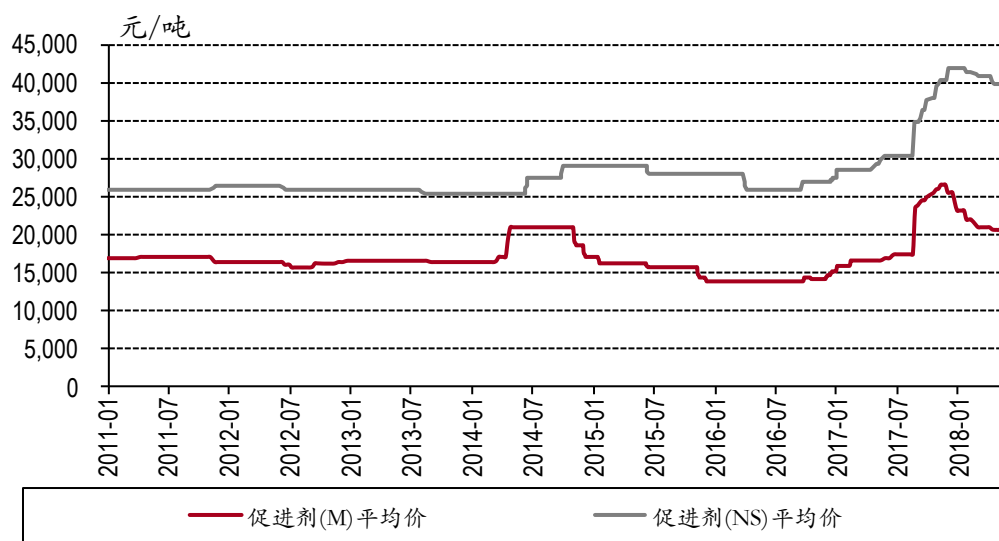
序号	单位名称	工业总产值/亿元	总产量/万吨	出口量/万吨
1	圣奥化学科技有限公司	23.27	13.59	5.19
2	山东尚舜化工有限公司	22.5	13.13	4.42
3	科迈化工股份有限公司	17.88	9.52	3.84
4	山东阳谷华泰化工股份有限公司	14.22	7.01	1.51
5	彤程新材料集团股份有限公司	13.06	8.96	3.49
6	蔚林新材料科技股份有限公司	10.82	5.15	1.27
7	南京曙光硅烷化工有限公司	6.09	3.61	1.39
8	南京化学工业有限公司	5.25	4.81	0.68
9	山东斯迈尔化工科技有限公司	5.07	3.85	1.33

资料来源: CNKI, 中银证券

环保督查, 橡胶助剂价格创多年新高

橡胶助剂废水具有含盐量高、COD 高等特点, 传统的污泥生化法等废水治理工艺无法实现对该类废水的有效治理。自 2016 年下半年开始, 环保督查组对江苏、天津、河北、山西、山东等省市进行重点检查, 加上 2017 年“2+26”城市治霾行动, 较多橡胶助剂企业停产或者限产, 部分企业年内整体开工率不到 50%。东北助剂、天津一化等企业停产。橡胶助剂市场供应紧张, 价格上行。

图表21.促进剂 (M) 和促进剂 (NS) 价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

竞争优势突出，橡胶助剂业务量价齐涨

公司是橡胶助剂领先企业，具备以下优势：第一，近年来，公司通过不断的技术攻关，形成多项核心技术。促进剂 M、NS 绿色新工艺的研发成功，解决了一直困扰促进剂行业的三废问题，环保型均匀剂、高热稳定高分散型不溶性硫磺等产品成功实现了国产化，打破了国外技术垄断，为公司构建新的业绩增长点。第二，公司促进剂 M 采用溶剂法工艺，不同于传统工艺在生产过程中每吨产品要产生 20 吨左右的废水，具有环保优势；第三，随着子公司戴瑞克所在工业园区污水配套设施提升，产能利用率相继提升。因此，在环保趋严、落后产能退出的背景下，公司是产品价格上涨的受益者。

图表22. 公司产品价格每上涨 1,000 元的 EPS 弹性

产品名称	权益产能（万吨/年）	EPS 弹性（元/股）
促进剂 NS	2	0.04
促进剂 CBS	1	0.03
防焦剂 CTP	2	0.04
不溶性硫磺	2	0.04

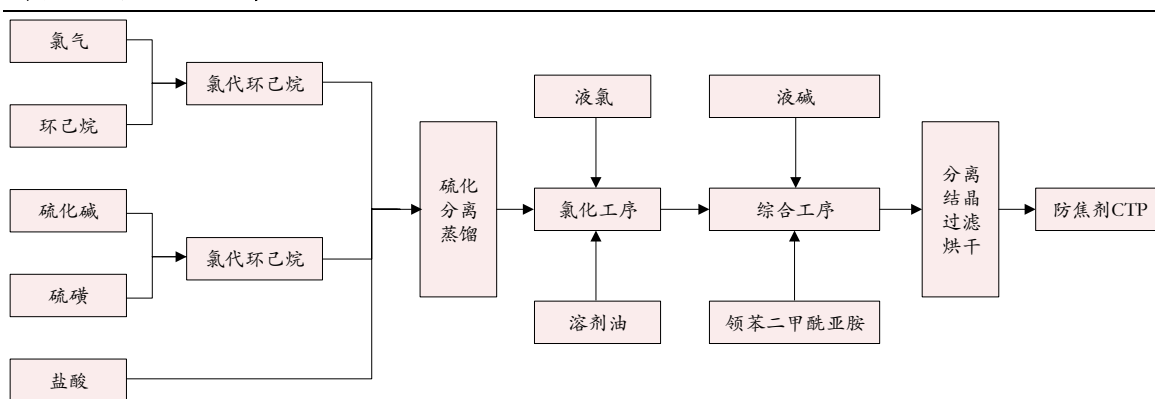
资料来源：万得，中银证券注：EPS 弹性为产品涨价 1,000 元/吨，EPS 增厚值

另一方面，配股项目包括不溶性硫磺（20,000 吨/年）、促进剂 M（15,000 吨/年）及促进剂 NS（10,000 吨/年）等扩产将巩固公司的行业地位，为公司业绩提供增长动力。

防焦剂：公司核心产品，规模优势显著

防焦剂是天然橡胶、合成橡胶的传统硫磺硫化体系的有效助剂，适用于轮胎、胶管、胶带等橡胶制品，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高温下压延安全性。公司防焦助剂采用“一步法”合成，主要原料自产，产品质量高，生产周期有效缩短 35%，有机溶剂消耗显著降低，在行业内成本优势显著，且具有较强定价权。

图表23. 防焦剂 CTP 生产工艺



资料来源：公司公告，中银证券

竞争优势明显，市占率高。防焦剂 CTP 作为公司的主导产品，其在全球市场占有率超过 60%，产品质量具有较大的竞争优势，已与米其林、倍耐力等知名轮胎企业建立了战略合作关系。公司防焦剂 CTP 产能为 2 万吨/年，远高于行业内其他竞争者。2017 年，国内防焦剂 CTP 产量为 2.5 万吨，公司占国内总产量的 64%。

环保叠加原材料价格上行，防焦剂 CTP 价格上涨。氯代环己烷和邻苯二甲酰亚胺是合成防焦剂 CTP 直接原料，其上游来源于苯和苯胺。自 2016 年下半年开始，国家启动环保督察，由于防焦剂 CTP 生产过程中有一定的废水和废气排放，汤阴永新等企业防焦剂 CTP 限产。同时纯苯、苯胺价格支撑。2018 年 6 月份，防焦剂 CTP 价格 3.9 万元/吨，较去年均价上涨 30%。2018 年 6 月，中央第三环境保护督察组对河北、河南等橡胶助剂生产大省启动环境保护督察“回头看”。总体判断，防焦剂 CTP 价格将维持高位运行。

图表 24. 纯苯（华北地区）价格情况



资料来源：万得、中银证券

图表 25. 苯胺（华北地区）价格情况



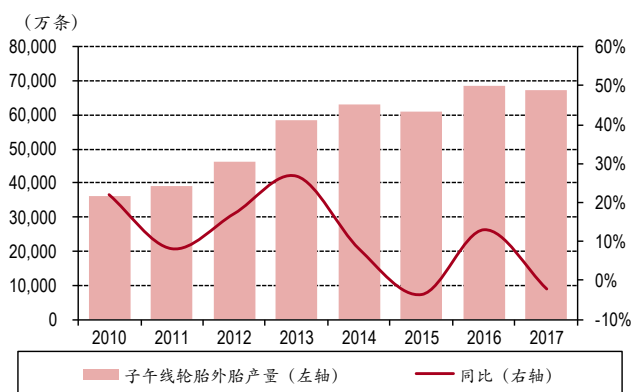
资料来源：万得、中银证券

不溶性硫磺：子午轮胎需求扩张成其发展主要推力

不溶性硫磺是硫磺的均聚物，又称聚合硫磺，是普通硫磺的高聚合形态同素异构体和高分子改性品种，是一种重要的橡胶硫化交联剂。不溶性硫磺在橡胶生产可以提高轮胎的耐热、耐磨性能，其是轮胎生产中必不可少的重要原料，特别是在汽车全钢丝子午轮胎生产中，目前尚无替代产品。除此之外，不溶性硫磺还可用于电缆、油封、胶管、胶带、内胎、绝缘胶件等产品中。

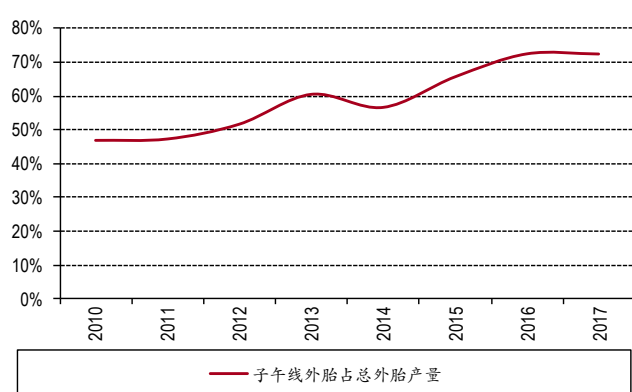
子午轮胎产量提升。随着我国汽车工业的高速增长及交通道路状况的不断改善，轮胎工业得到快速发展。我国橡胶轮胎外胎产量从 2008 年的 5.46 亿条增至 2017 年的 9.26 亿条，复合增长率为 6.05%。2017 年子午线外胎产量为 6.71 亿条，同比小幅下滑 2.25%，占总橡胶外胎量的 72.45%。2010 年 10 月工信部印发的《轮胎产业政策》明确提出，乘用车胎子午化率达 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达 90%。政策鼓励汽车企业装配新型轮胎产品，提高国产大型客车和载重车装配轮胎的子午化率，预计未来子午化率继续提升。

图表 26. 我国子午线外胎历年产量



资料来源：万得、中银证券

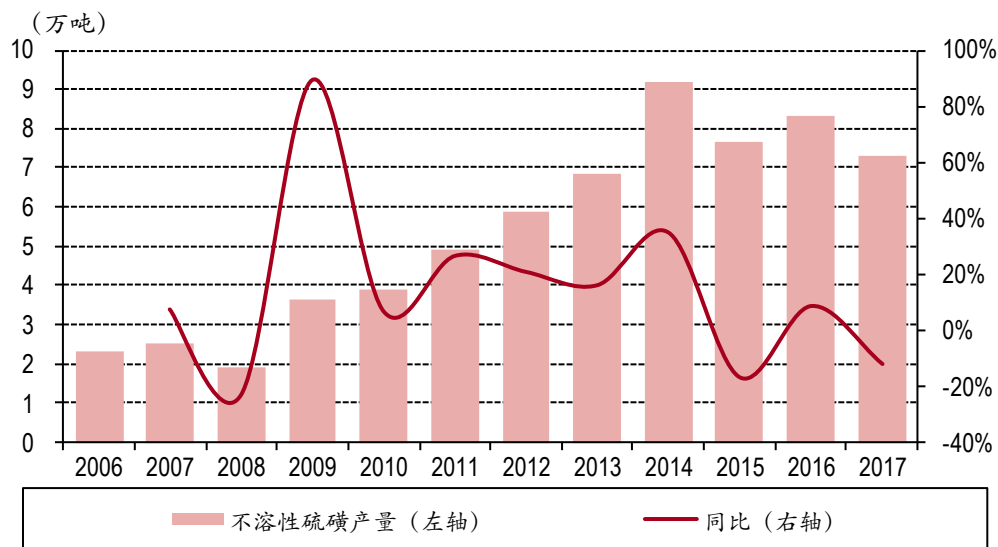
图表 27. 子午线外胎产量占比逐步提升



资料来源：万得、中银证券

不溶性硫磺进口替代空间较大。根据中国橡胶工业协会统计，全球不溶性硫磺每年需求规模约 30 万吨，美国 Flexsys 化学公司占市场 18 万吨容量，基本垄断了全球高性能不溶性硫磺市场，并且价格较高。2017 年，我国不溶性硫磺产量为 7.29 万吨，同比下滑 12.17%。而我国不溶性硫磺需求量为 11 万吨，高端产品依赖进口。

图表 28.我国不溶性硫磺历年产量



资料来源：中国橡胶工业协会，中银证券

国内主要生产厂家有山东尚舜、濮阳蔚林、无锡华盛等公司，一般都是采用间歇法或者高温水热法等，生产成本较高，部分指标无法满足轮胎公司的要求。公司生产高性能不溶性硫磺采用清洁连续生产工艺，生产过程中蒸馏回收的副产物硫磺可以循环用于不溶性硫磺的生产，解决了产生固体副产物的问题，提高了资源利用率，减少了三废处理费用，降低了产品生产成本。目前，公司已逐步建立了较为稳定的客户群体。公司主要客户包括玲珑集团、佳通轮胎（中国）投资有限公司、风神轮胎股份有限公司等。

图表 29.现有不溶性硫磺生产工艺及优缺点

方法	优点	缺点
溶剂连续法	产品指标稳定、操作环境安全、污染小、生产成本较低	工艺较为复杂
间歇溶剂法	生产控制过程相对简单、生产设备较少、热稳定高	设备产能较低、生产成本较高
高温水法	生产安全性高、转化率高	热稳定性较差、产生一定量的废水

资料来源：公司公告，中银证券

图表 30.国内不溶性硫磺主要产能

公司	产能 (万吨/年)	备注
山东尚舜化工	3	采用溶剂间歇法合成，2017 年产能利用率为 75%
阳谷华泰	2	采用溶剂连续法合成，2017 年产能利用率超过 70。2018 年规划扩产 2 万吨/年（分两期完成）
无锡华盛	1.5	采用高温水法合成。2017 年公司高温水法不溶性硫磺产能关停，转向连续法新工艺，总产能下降近万吨

资料来源：中国橡胶助剂工业协会，中银证券

配股募投再扩不溶性硫磺，巩固行业地位。公司拟配股金额不超过 7.35 亿元，其中高性能橡胶助剂生产项目 3.15 亿元，补充流动资金 4.2 亿元。高性能橡胶助剂生产项目包括：年产 2 万吨高性能橡胶助剂不溶性硫磺（分两期建设）、年产 1.5 万吨高性能橡胶助剂促进剂 M 和年产 1 万吨高性能橡胶助剂促进剂 NS。公司新建的 2 万吨/年高性能不溶性硫磺采用溶剂法，性能指标已经得到部分轮胎公司认可，可以有效缓解高端不溶性硫磺依赖进口的现状，未来发展前景较好。

图表 31.公司配股资金投入项目

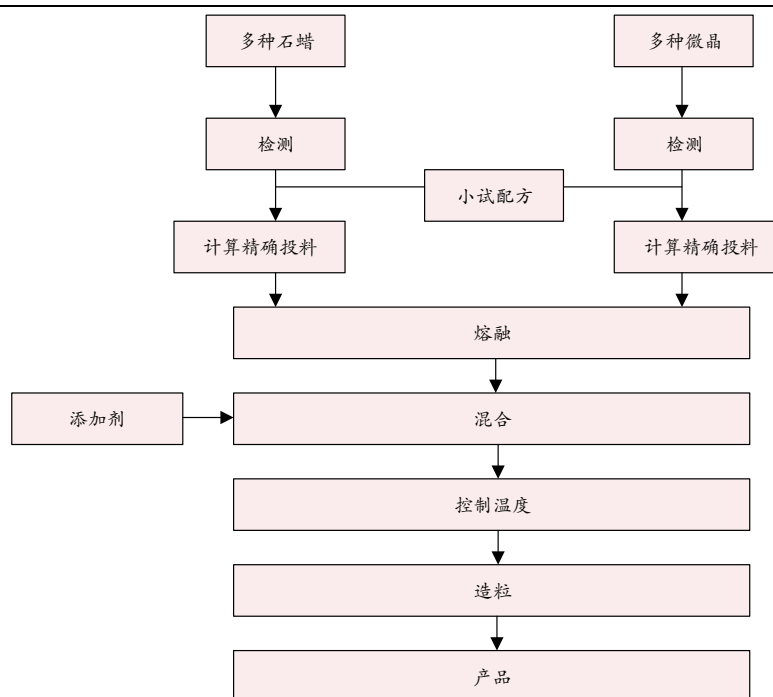
项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金额（万元）
高性能橡胶助剂生产项目	34,697.9	31,488.54
补充流动资金	42,000	42,000
合计	76,697.9	73,488.54

资料来源：中国橡胶助剂工业协会，中银证券

微晶石蜡:技术提高有望改善进口依赖局面

微晶石蜡，从原油蒸馏后经溶剂精制、溶剂脱蜡，再经溶剂脱油并补充精制制得的片状或针状结晶，主要成分为正构烷烃。与一般石蜡不同，微晶石蜡具有硬度小、柔韧性好、熔点高，能与各种天然蜡互熔，提高低度蜡的熔点，改进其性能，是橡胶制品和轮胎中必不可少的成分。

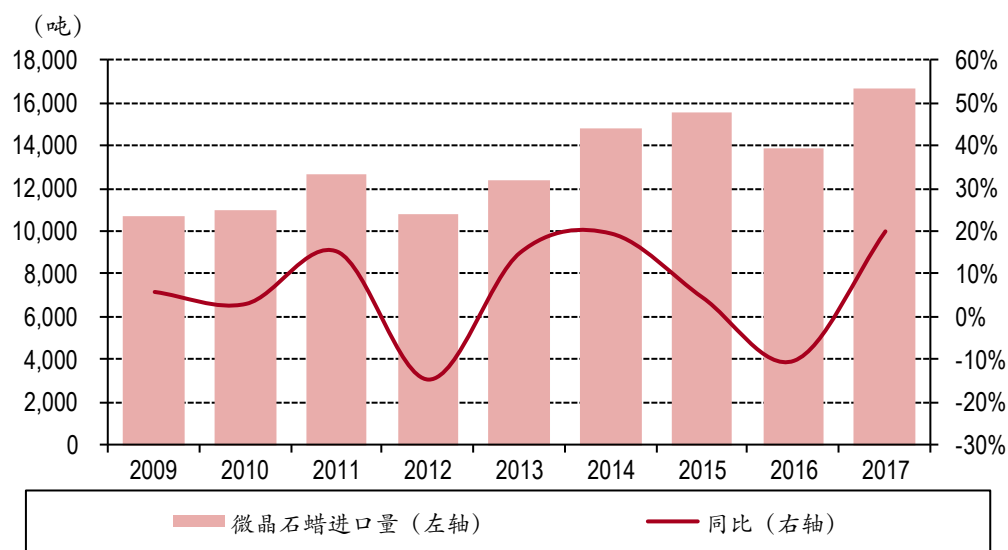
图表 32.微晶石蜡制造工艺



资料来源：公司配股说明书，中银证券

微晶石蜡仍需要大量进口。国外生产微晶石蜡的主要为美国、日本、德国等国家。全球微晶石蜡产量近 50 万吨，产量远不能满足市场需求。亚太地区是微晶石蜡需求量最大的地区，我国微晶石蜡的进口量从 2006 年的 0.73 万吨增至 2017 年的 1.67 万吨，国内需求也在不断上升。公司自 2013 年涉足高端微晶石蜡产品，现有微晶石蜡产能 2 万吨/年。公司普通产品均价约 12,000 元/吨，高端产品报价可以达到 15,000-18,000 元/吨，毛利率达到近 30%。

图表 33.我国微晶石蜡历年进口量

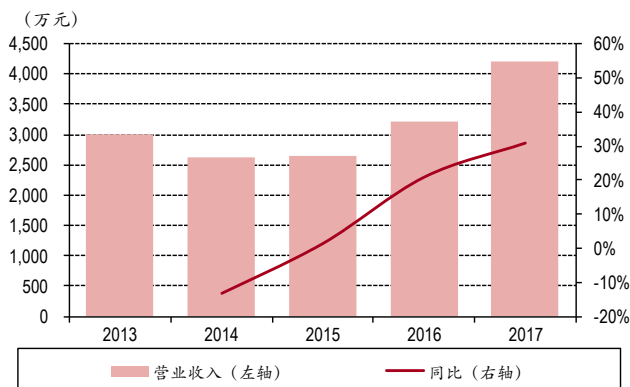


资料来源：海关总署，中银证券

参股达诺尔进入电子化学品领域

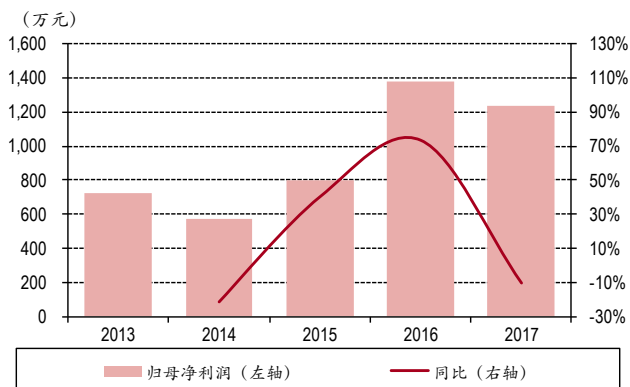
根据公司公告，2017年6月，公司以2,214万元收购江苏达诺尔科技股份有限公司10%的股权，涉足电子化学品领域。达诺尔是从事半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的研发、生产和销售的公司，主营产品包括超纯氨水和超纯异丙醇，其产品质量指标达到国际半导体标准。2017年，达诺尔公司实现净利润1,235.37万元，同比下滑10.55%。

图表 34.达诺尔营业收入情况



资料来源：万得、中银证券

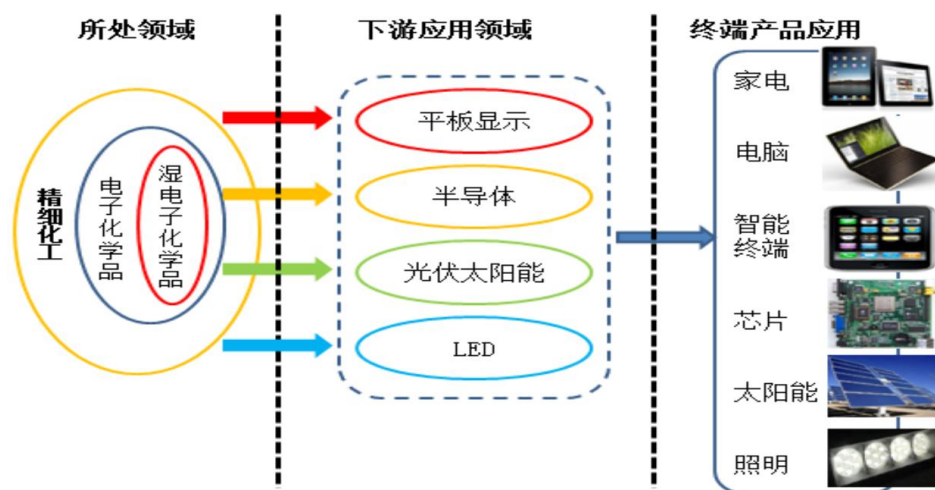
图表 35.达诺尔归母净利润情况



资料来源：万得、中银证券

高纯度电子级化学品（超净高纯试剂）在国际上通称为工艺化学品，欧美国家和中国台湾地区又称之为湿化学品，是超大规模集成电路(IC)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、蚀刻。超净高纯试剂的纯度和洁净度对集成电路的成品率、电性能及可靠性均有十分重要的影响。达诺尔是国内高纯化学品的行业优质公司，具备较强的研发实力和先进的管理体系。因此，公司参股达诺尔对于公司业绩具有良好的前景。

图表 36.超净高纯试剂产业示意图



资料来源：公司配股说明书、中银证券

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司不溶性硫磺，产能逐步放大，销售上量；
2. 公司促进剂、防焦剂 CTP 等产品均价上涨，毛利率提升。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 21.81 亿元、24.79 亿元、28.14 亿元；同比增速分别为 33.15%、13.67%、13.51%。2018-2020 年归母净利润为 4.30 亿元、5.23 亿元、5.87 亿元；同比增速分别为 111.11%、21.79%、12.10%。

图表 37. 销售收入结构预测

(人民币, 万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	163,780	218,070	247,880	281,358
防焦剂 CTP	41,405	48,069	50,560	55,690
促进剂 NS	34,439	55,862	59,677	73,276
微晶石蜡	15,758	17,931	19,203	20,517
胶母粒	17,179	19,310	21,724	24,138
不溶性硫磺	11,457	19,052	30,172	36,207
促进剂 CBS	12,045	17,931	19,784	20,948
均匀剂	6,993	8,060	8,534	8,534
其他	24,503	31,854	38,225	42,048
营业总收入增长率(%)	32.09	33.15	13.67	13.51
防焦剂 CTP(%)	22.62	16.10	5.18	10.14
促进剂 NS(%)	18.07	62.20	6.83	22.79
微晶石蜡(%)	13.01	13.79	7.09	6.85
胶母粒(%)	29.56	12.41	12.50	11.11
不溶性硫磺(%)	24.54	66.29	58.37	20.00
促进剂 CBS(%)	66.00	48.86	10.34	5.88
均匀剂(%)	13.44	15.25	5.88	0.00
其他(%)	118.18	30.00	20.00	10.00
毛利率(%)	28.35	36.48	37.93	37.37
防焦剂 CTP(%)	38.09	43.58	46.20	45.41
促进剂 NS(%)	25.62	39.83	38.98	36.29
微晶石蜡(%)	27.13	40.42	42.63	44.68
胶母粒(%)	32.83	32.59	32.59	32.59
不溶性硫磺(%)	45.48	48.33	52.02	52.02
促进剂 CBS(%)	19.26	30.53	33.11	33.11
均匀剂(%)	27.29	45.63	48.66	48.66
其他(%)	10.13	14.00	15.00	15.00

资料来源：公司公告、中银证券

投资建议

公司在橡胶助剂行业具有领军地位。经过多年的积累与工艺改进，公司的销售毛利率和净利率在原有水平上进一步抬升，支撑公司利润稳步增长。随着配股募投投产，公司产能瓶颈被逐步打破，未来增长有望持续。预计 2018-2020 年每股收益分别为 1.15 元、1.40 元、1.56 元，对应 PE 分别为 11.2 倍、9.2 倍、8.2 倍。首次给予 **买入** 评级。

风险提示

- 1、**环保风险：**公司主要从事橡胶助剂的生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对环境保护的日益重视，新《环保法》、《环保税法》等越来越严格的环保法律法规的颁布实施，企业执行的环保标准也将更高更严格。
- 2、**安全生产风险：**公司生产过程中，部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质。产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等原因而造成意外安全事故的风险。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,240	1,638	2,181	2,479	2,814
销售成本	(900)	(1,193)	(1,409)	(1,566)	(1,793)
经营费用	(67)	(103)	(134)	(141)	(156)
息税折旧前利润	273	341	638	773	865
折旧及摊销	(58)	(58)	(71)	(87)	(103)
经营利润(息税前利润)	215	283	567	685	763
净利息收入/(费用)	(27)	(35)	(39)	(42)	(42)
其他收益/(损失)	5	0	(1)	(1)	(1)
税前利润	193	249	527	642	720
所得税	(36)	(46)	(98)	(119)	(133)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	157	204	430	523	587
核心净利润	158	202	429	523	586
每股收益(人民币)	0.418	0.542	1.145	1.395	1.564
核心每股收益(人民币)	0.420	0.540	1.144	1.394	1.563
每股股息(人民币)	0.077	0.300	0.286	0.349	0.391
收入增长(%)	44	32	33	14	14
息税前利润增长(%)	178	32	101	21	11
息税折旧前利润增长(%)	102	25	87	21	12
每股收益增长(%)	299	30	111	22	12
核心每股收益增长(%)	295	28	112	22	12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	193	249	527	642	720
折旧与摊销	58	58	71	87	103
净利息费用	27	35	39	42	42
运营资本变动	(82)	(234)	133	(274)	(96)
税金	(36)	(45)	(98)	(119)	(133)
其他经营现金流	13	(20)	(11)	(23)	(51)
经营活动产生的现金流	173	43	662	355	585
购买固定资产净值	(2)	(2)	220	270	240
投资减少/增加	0	(21)	1	1	1
其他投资现金流	(40)	(67)	(440)	(540)	(480)
投资活动产生的现金流	(42)	(90)	(219)	(269)	(239)
净增权益	(29)	(113)	(107)	(131)	(147)
净增债务	(137)	323	(172)	65	(65)
支付股息	29	113	107	131	147
其他融资现金流	16	(352)	(119)	(173)	(188)
融资活动产生的现金流	(120)	(29)	(291)	(108)	(253)
现金变动	10	(75)	152	(22)	92
期初现金	154	171	118	269	248
公司自由现金流	130	(47)	443	86	346
权益自由现金流	21	311	310	193	322

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	171	118	269	248	340
应收帐款	536	684	770	882	1,181
库存	124	147	161	181	230
其他流动资产	36	49	51	60	67
流动资产总计	867	997	1,252	1,371	1,819
固定资产	448	488	620	785	907
无形资产	78	76	93	110	126
其他长期资产	18	47	49	52	52
长期资产总计	543	611	761	947	1,085
总资产	1,412	1,624	2,029	2,333	2,918
应付帐款	243	159	310	211	366
短期债务	149	210	100	165	100
其他流动负债	103	336	148	93	149
流动负债总计	495	705	559	470	615
长期借款	201	0	200	200	200
其他长期负债	62	63	65	65	65
股本	289	289	375	375	375
储备	411	594	830	1,223	1,663
股东权益	787	969	1,206	1,598	2,038
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,412	1,624	2,029	2,333	2,918
每股帐面价值(人民币)	2.10	2.58	3.21	4.26	5.43
每股有形资产(人民币)	1.89	2.38	2.96	3.97	5.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.06)	0.25	0.08	0.31	(0.11)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.0	20.8	29.3	31.2	30.7
息税前利润率(%)	17.3	17.3	26.0	27.6	27.1
税前利润率(%)	15.5	15.2	24.2	25.9	25.6
净利率(%)	12.6	12.4	19.7	21.1	20.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.4	2.2	2.9	3.0
利息覆盖率(倍)	8.0	8.2	14.5	16.3	18.3
净权益负债率(%)	22.9	9.5	2.5	7.3	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.2	2.0	2.5	2.6
估值					
市盈率(倍)	30.8	23.7	11.2	9.2	8.2
核心业务市盈率(倍)	30.6	23.9	11.2	9.2	8.2
市净率(倍)	6.1	5.0	4.0	3.0	2.4
价格/现金流(倍)	28.0	111.7	7.3	13.6	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.6	14.4	7.6	6.4	5.5
周转率					
存货周转天数	51.1	41.5	39.9	39.9	41.9
应收帐款周转天数	135.3	135.9	121.7	121.7	133.8
应付帐款周转天数	73.7	44.8	39.3	38.4	37.5
回报率					
股息支付率(%)	18.4	55.6	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	22.7	23.1	39.5	37.3	32.3
资产收益率(%)	13.2	15.2	25.3	25.6	23.7
已运用资本收益率(%)	3.7	4.4	8.0	7.5	6.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371