

彤程新材 (603650.SH)

评级表现

盈利能力 **A**资本运用 **A**估值指标 **A**股票流通性 **A**机构持股情况 **B**

目标股价 (人民币元)

23.80**买入**

新加坡

Ted Worley, 全球发布公关
ted_worley@chinaknowledge.com
Tel: (65) 6743 1728

上海

赵中隆, 执行董事
charles@chinaknowledge.com
Tel: (86) 21 6607 5535

香港

Christina 王馨雪
执行董事, 研究部
christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

崔诗嘉, 何巧航

投资要点

(中盛分析师团队于7月8日拜访彤程新材董秘)

● 橡胶助剂行业稳定增长，彤程新材市场占有率达 65% 以上

2018年橡胶助剂总产量117.2万吨，同比增长2.8%，预计到2025年，我国橡胶助剂行业总产量将达到150万吨，行业总销售收入250亿元以上，彤程新材在服务于轮胎橡胶行业的高新技术产品中处于领导者地位，酚醛树脂产品亚洲市场占有率第一，公司产品市场占有率达到65%以上，随着中国橡胶助剂行业的发展，公司营收有望进一步增长。

● 公司注重生产工艺的环保与安全，受益于国家严控环保政策

公司在“材料制造”业务板块把“环保生产、生产环保产品”作为企业信条，拥有大量环保生产技术。截止2018年底，公司拥有授权有效环保产品相关发明专利37件。公司对生产安全与环保的高度重视，使得公司在国家出台严控环保政策时更加具有竞争力。近期，各地化工园区安全事故频发，国家重新重视起园区安全和环保要求，环保条例将限制部分竞争对手的产出与经营，这将有益于公司在行业中的竞争力，提高公司的市场份额和营业收入。

● 经营模式由“贸易”转为“生产+贸易”的模式，毛利率稳步提升

彤程新材原有贸易业务起家，现已在国内布局三家工厂并且投入使用，有望在2019年底前释放产能2.7万吨，实现营业收入的进一步增长。同时公司贸易产品与自身生产产品针对同类消费者，消费者粘性大，且两类产品互为补充，共同拉动公司销售额和利润增长。此外，公司努力贯通上、下游全产业链，利用已有的销售渠道和客户群体，进一步整合生产工序，同时拥有较强的定价权，保障毛利率稳步提升。

● 公司保持长期大量研发投入，开展测试业务加强与客户的合作

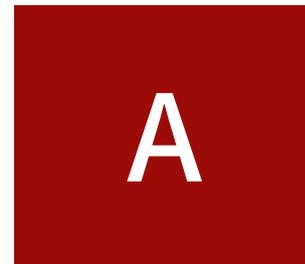
公司先后在北京和上海设立两个研发中心，自主研发新型技术和产品，北京中心主营业务主要为轮胎成分测试和物理测试，保障了公司与客户的密切联系，切实了解客户需求，并为客户提供针对性服务，提高客户忠诚度。上海中心则主要负责自有产品的改进，保障产品生产安全与质量，实现产品性能稳定，为公司在行业内长期保持领先优势提供保障。公司累计申请各类专利279个，与各所高校、平台合作，布局原有产品的上下游新材料，实现公司可持续性增长。

1 盈利能力

主要利润指标

指标 (亿元人民币)	2017	2018	变化
营业额	19.01	21.75	14.41%
营业总成本	15.13	16.89	11.63%
毛利率 (%)	35.63	36.20	1.60%
归母净利润	3.15	4.12	30.79%
每股基本盈利 (元)	0.60	0.74	23.33%

来源: China Knowledge 数据库、彤程新材年度报告



彤程新材主要业务为自产酚醛树脂，同时还生产其他产品和进行部分产品的贸易。其中，自产酚醛树脂在 2018 年实现营业收入 14.85 亿元，占 2018 年营业收入 68.3%，是公司的主要业务。在 2018 年，公司加快了对海外市场的开拓，使得高毛利率的自产酚醛树脂的营收增长显著，从而实现了营业收入 14.41% 的增长。同时，由于公司产量的增长，公司成本随收入同向增加，由 2017 年的 15.13 亿元，增长到 2018 年的 16.89 亿元，成本上升幅度低于营业额的增长，拉动了公司毛利率和归母净利润的增长。

目前，特种橡胶行业需求仍处于持续增长阶段，作为行业龙头的彤程新材可以通过进一步释放产能来满足市场需求，实现公司的收入增长。在 2018 年，公司通过上市募集资金投入自有工厂的建设，如今公司在国内已拥有三家工厂。其中位于江苏省张家港的华奇化工有望在 2019 年底实现 2.7 万吨产能的释放，为公司带来显著产能提升。公司利用卓越的贸易销售渠道和固定的客户群体，有望进一步扩大市场份额，拉动营业收入的大幅增长。

此外，公司布局高科技研发，与各大高校平台合作，由主营业务的酚醛树脂为基础，向上下游延伸，投资石墨烯等新材料，以更低的成本更安全的技术生产出质量更稳定的 PTBP 等材料，有望进一步提高公司客户粘性和毛利率水平。

综上，我们在盈利能力方面给予公司“A”评级。

2 资本运用

指标	2017	2018	行业平均
资产负债率 (%)	36.16	27.12	21.34
流动比率	2.25	2.76	4.15
速动比率	2.07	2.56	3.57
流动负债比总负债 (%)	96.83	93.19	90.66

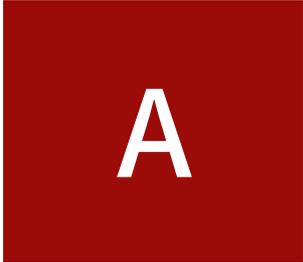
来源：China Knowledge 数据库、彤程新材年度报告

尽管彤程新材 2018 年的资产负债率较 2017 年下降了 9 个百分点，但仍高于行业平均水平的 21.34%。同时，公司的流动比率和速动比率均低于行业平均水平，债务基本均为短期。

具体来看，截止 2019 年第一季度，彤程新材短期借款较上期期末增加了不到 1 亿，总计达 4.35 亿，负债总合达 8.55 亿，其中 93.19% 为短期债务。比较公司的货币资金，第一季度公司拥有货币资金 11.75 亿，完全足够偿还公司的债务，说明公司的债务风险较小。

从长期来看，公司目前自有的三个工厂即将或已经投产，在未来能为公司带来稳定的现金流入和销售增长。从这个角度来分析，公司的债务水平超过同业，事实上是由于公司比同行利用了更多的杠杆来撬动业务发展，实现营业收入的增长，在短期负债偿还有保障的同时，公司合理利用筹集的资金扩大生产规模，利于公司长期的发展和行业领先地位的保持。

据此，我们给予彤程新材资本利用方面“A”评级。



3 估值指标

财务摘要	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	21.75	25.16	29.19	31.61
归属母公司股东净利润 (亿元)	4.12	4.69	5.82	7.09
EPS (元)	0.74	0.79	0.98	1.20
PE	29.74	25.65	20.59	16.88

来源: China Knowledge 数据库、彤程新材年度报告

由于公司持续投入高科技研发,我们预测公司产品在未来仍将保持行业龙头地位。同时,公司于2018年在江苏募投的华奇化工厂将为公司释放出2.7万吨橡胶助剂产能,拉动公司营业额显著增长。我们预测公司在2019年实现25.16亿元营业收入,对应EPS为0.79元。而到2020年和2021年,我们预测公司分别实现营业收入29.19亿元和31.61亿元,对应EPS分别为0.98元和1.20元。

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	每股盈利 (元)	营收增长率 (%)	毛利率 (%)
彤程新材	603650.SH	122.59	30.30	0.74	14.50	36.20
雅克科技	002409.SZ	73.59	46.86	0.31	36.58	28.01
利安隆	300596.SZ	57.91	27.48	1.07	30.23	31.12
阳谷华泰	300121.SZ	32.10	10.00	1.01	27.12	32.54
晨化股份	300610.SZ	19.03	21.42	0.57	12.07	22.29
美思德	603041.SH	16.94	36.70	0.41	-0.96	26.27
平均			28.79			29.41

来源: China Knowledge 数据库, 彤程新材年度报告

市值, 市盈率和市净率截止2019年7月5日, 其他指标取自上市公司年报。

根据彤程新材所处的行业特点,我们选择了5家上市公司与其进行比较。在盈利水平方面,彤程新材36.20%的毛利率远高于行业平均水平29.41%,主要是因为彤程新材整合上下游行业,具有较强的客户黏性,可以从多道生产工序中获得利润。

比较市盈率(P/E)水平,彤程新材的市盈率30.30略高于行业平均水平28.79。我们预测,随着公司的研发投入上升,加强产品竞争力,成本持续降低,使得净利润进一步增长,因此当前公司市盈率处于合理水平。

我们给予彤程新材估值方面“A”评级。



4 股票流通性

6月4日至7月5日

公司名称	股票代码	Amihud 流动性度量 (10^{10})
彤程新材	603650.SH	0.9
雅克科技	002409.SZ	0.2
利安隆	300596.SZ	0.2
阳谷华泰	300121.SZ	0.1
晨化股份	300610.SZ	0.1
美思德	603041.SH	0.1
平均		0.3

来源: China Knowledge 数据库, 彤程新材年度报告

Amihud 流动性指标是金融文献中广泛使用的流动性指标, 它使用每日成交量与收益比率的绝对值来捕捉价格影响。数字越大, 股票的流动性越强。

根据 Amihud 流动性指标, 彤程新材的股票流动性指标是 0.9, 远高于其他同行业水平, 说明在 6 月 4 日至 7 月 5 日其股票流动性较好, 但绝对值仍然较低, 与其他行业相比流动性有待加强。

我们在股票流通性方面给予公司 “A” 评级。



5 机构持股情况

机构名称	Q42018	Q12019	变化
中国农业银行股份有限公司 - 中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	674,100	611,300	-9.32%
华润深国投信托有限公司 - 润之信 56 期集合资金信托计划	431,600	431,600	-
领航投资澳洲有限公司 - 领航新兴市场股指基金 (交易所)	345,100	345,100	-
香港中央结算有限公司	-	271,891	NEW
南京雷奥投资管理有限公司 - 雷奥 2 期证券投资基金	200,000	200,000	-
上海宝杉实业有限公司	156,000	156,000	-
华夏中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	43,600	43,600	-
平安中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	35,500	35,500	-
嘉实中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	26,600	26,600	-
天弘中证 500 指数型发起式证券投资基金	18,900	18,900	-

来源: China Knowledge 数据库, 彤程新材年度报告

在最近一个季度, 香港中央结算有限公司加入了彤程新材的机构名单中, 购买了 271,829 股。香港中央结算有限公司持有的股份是其代理的在香港中央结算有限公司交易平台上交易的 H 股股东账户的股份总和, 包括沪股通的部分, 涉及个人投资者和海外基金。

排名前十位的持股机构中, 中国农业银行股份有限公司 - 中证 500 交易型开放式指数证券投资基金降低了持有彤程新材股份比例, 其他投资机构没有变化。截止 2019 年第一季度, 在彤程新材前十大投资机构中, 共有两家外国投资者, 分别位于第三位、第四位, 持股比例较低, 说明彤程新材对外国投资者有一定吸引力, 但是仍然需要进一步引进外国投资者的资金, 促进企业持续发展。

综上, 我们给出“B”评级。



风险提示及免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）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盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛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。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，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。中盛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，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，中盛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盛或其附属及关联公司的商标、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。中盛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盛的客户。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盛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盛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，中盛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。中盛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盛成员的立场。

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盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛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。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。