

彤程新材 (603650.SH) 国内特种橡胶助剂龙头，新材料布局静待花开

2020年02月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

金益腾 (分析师)

张玮航 (联系人)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

zhangweihang@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790119120025

证书编号: S0790120010015

日期	2020/2/20
当前股价(元)	18.39
一年最高最低(元)	29.10/14.87
总市值(亿元)	107.76
流通市值(亿元)	24.17
总股本(亿股)	5.86
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	165.68

● 国内特种橡胶助剂龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内规模最大的特种橡胶助剂企业之一，2018年特种橡胶助剂产量占国内总产量24%，客户基本覆盖全球轮胎75强。我们预测公司2019-2021年净利润为4.06、4.86、5.89亿元，EPS分别为0.69、0.83、1.00元/股，当前股价对应2019-2021年PE为26.6、22.2、18.3倍。公司募投项目陆续投产，我们看好公司凭借规模、客户、技术优势，绑定优质客户共同成长，不断提升市场份额；公司积极布局电子酚醛和可降解材料，未来值得期待。首次覆盖给予“买入”评级。

● 募投产能陆续释放，产品种类不断丰富

公司2018年上市前拥有酚醛树脂总产能5.8万吨，随着销售规模的提升，产能瓶颈日益凸显，2016-2018年公司酚醛树脂产能利用率高达120.73%、128.57%、136.94%。2019年底华奇一期2万吨扩建项目正式投产，华奇二期2.7万吨项目将于2020年投产，届时公司酚醛树脂产能将增至8.9万吨，同时新增1.6万吨均匀剂、抗湿滑剂、硫化树脂等新产品线。募投产能的投放有利于公司扩大规模优势，提升橡胶用酚醛的市场份额；产品线也进一步丰富，可满足客户多样化需求。

● 参股中策橡胶贡献投资受益，有望发挥协同作用

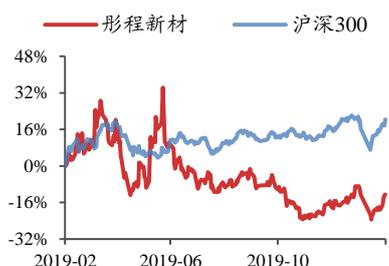
公司通过增资子公司上海彤中，间接收购中策橡胶10.1647%股权，于2019年10月25日完成工商变更。中策橡胶是中国排名第一的轮胎企业，受益于中策橡胶良好的盈利能力，我们测算本次收购将给公司带来每年约5,000万元的业绩增厚。公司预计2020年对中策橡胶及其子公司的销售额将达3.2-4亿元，同比增长29%-61%。公司深度绑定优质客户，有望增加产品销售，保障新增产能有效消化。

● 电子酚醛和环保材料是公司未来发展方向

受益下游国产化，国内电子酚醛需求以15%-20%高速增长，公司积极拓展酚醛树脂在电子材料的应用并加快市场化。在限塑政策的驱动下，国内可降解塑料的需求空间将迎来快速增长，公司重点培养可降解高分子材料，未来发展可期。

● 风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、下游需求低迷等。

股价走势图



数据来源：贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,901	2,175	2,242	2,515	2,814
YOY(%)	9.7	14.4	3.1	12.2	11.9
净利润(百万元)	315	412	406	486	589
YOY(%)	19.8	30.9	-1.6	19.8	21.1
毛利率(%)	35.6	36.2	35.1	34.9	36.4
净利率(%)	16.6	19.0	18.1	19.3	20.9
ROE(%)	26.9	17.8	16.1	17.6	18.8
EPS(摊薄/元)	0.54	0.70	0.69	0.83	1.00
P/E(倍)	34.2	26.1	26.6	22.2	18.3
P/B(倍)	9.2	4.7	4.3	3.9	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、深耕橡胶助剂行业，自产酚醛业务持续增长.....	4
2、橡胶用酚醛：下游需求长期向好，彤程新材优势显著.....	7
2.1、酚醛树脂是重要的特种橡胶助剂之一.....	7
2.2、需求端：下游需求向头部轮胎厂商集中.....	9
2.3、供给端：国内橡胶助剂快速发展，彤程新材引领风骚.....	11
3、募投产能陆续释放，参股中策橡胶发挥协同作用.....	13
3.1、募投项目缓解产能瓶颈，拓宽产品类型.....	13
3.2、参股中策橡胶提升盈利能力，协同效应初步显现.....	15
4、电子酚醛和可降解材料是公司未来发展方向.....	16
4.1、把握国产替代机遇，积极布局电子酚醛.....	16
4.2、顺应政策趋势，开拓可降解高分子材料.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	19
6、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

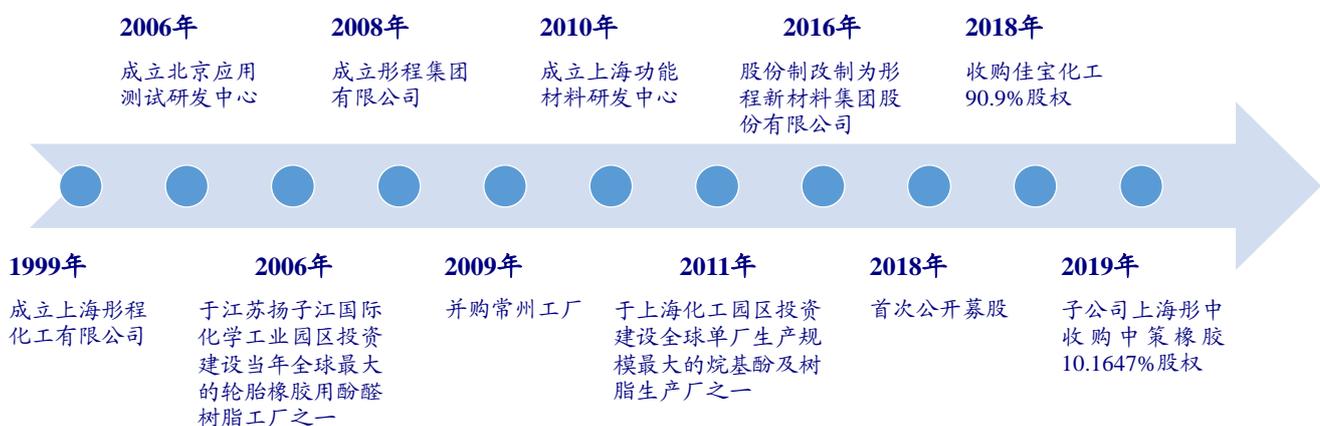
图 1：公司深耕橡胶助剂行业二十余年.....	4
图 2：2019 年前三季度营业收入同比增长 0.49%.....	6
图 3：2019 年前三季度归母净利润同比增长 1.80%.....	6
图 4：公司盈利能力持续提升.....	6
图 5：公司费用管控能力良好.....	6
图 6：2015-2019Q3 自产酚醛收入持续增长.....	7
图 7：2015-2018 年自产酚醛毛利润持续增长.....	7
图 8：特种橡胶助剂约占橡胶助剂总需求量的 36%.....	8
图 9：酚醛树脂可以提高橡胶性能、改善橡胶生产工艺.....	8
图 10：轮胎占橡胶助剂下游需求的 65%.....	8
图 11：全球轮胎市场 73% 来自替换需求.....	9
图 12：2018 年全球汽车销量同比减少 0.63%.....	9
图 13：2015 年全球汽车保有量达 12.82 亿辆.....	9
图 14：2001-2019 年国内轮胎外胎产量 CAGR 为 10.75%.....	10
图 15：2001-2018 年我国轮胎出口量 CAGR 为 9.09%.....	10
图 16：2018 年国内轮胎企业前 51 强销售总额不及国际三大巨头的一半.....	10
图 17：近年来轮胎行业固定资产投资持续下滑.....	10
图 18：近年来轮胎行业开工率不足 80%.....	10
图 19：我国轮胎厂商中亏损企业众多.....	11
图 20：2001-2018 年我国橡胶助剂产量快速增长.....	12
图 21：2016 年国内特种橡胶助剂产量占全球需求 59%.....	12
图 22：彤程新材的橡胶用酚醛毛利率较高.....	13
图 23：公司酚醛树脂产能利用率长期维持高位.....	14
图 24：公司间接持有中策橡胶 8.9195% 权益.....	15
图 25：2018 年中策橡胶销售收入排名国内第一.....	15

图 26: 2018 年中策橡胶归母净利润为 8.02 亿元.....	15
图 27: 中策橡胶是公司第一大客户	16
图 28: 公司对中策橡胶的销售额将显著提升.....	16
图 29: 2008-2018 年大陆 PCB 产值 CAGR 为 8.05%	17
图 30: 中国大陆 IC 封测、制造业销售额快速增长.....	17
图 31: 全球可降解塑料需求持续增长	19
图 32: 2011-2018 年中国 PBAT 树脂需求 CAGR 为 17%	19
表 1: 公司拥有四大生产基地	4
表 2: 公司自产产品包括以酚醛树脂为主的多种橡胶助剂产品.....	5
表 3: 公司贸易业务代理多家全球化工企业的橡胶助剂产品	5
表 4: 橡胶助剂分为通用型和特种橡胶助剂.....	7
表 5: 优质轮胎企业积极向海外布局	11
表 6: 彤程新材与竞争对手相比产能更大、产品线更全.....	12
表 7: 彤程新材特种橡胶助剂产量的国内市占率在 20%以上	13
表 8: 募投项目将增加 4.7 万吨酚醛树脂及各类加工助剂产能.....	14
表 9: 电子级酚醛应用于覆铜板、塑封料和光刻胶.....	16
表 10: 国家政策支持可降解塑料的发展	18
表 11: 公司业务拆分	19
表 12: 可比公司盈利预测与估值	20

1、深耕橡胶助剂行业，自产酚醛业务持续增长

公司起步于橡胶助剂代理业务，历经多年发展后，目前已成长为国内最大的特种橡胶助剂生产商之一。公司前身是成立于1999年的彤程化工，早期主要从事全球知名化工企业的轮胎橡胶助剂产品在国内的商贸代理。2005年起，公司开始构建自己的研发及技术服务团队，在北京和上海建立南北两个研发中心。基于强大的自主研发能力，公司在江苏、上海等地投资并建设了国际化标准的生产基地，打破了国外企业对高端轮胎橡胶用酚醛树脂产品的垄断。2015年，为理顺管理及业务架构，公司实控人 Zhang Ning 以彤程有限为主体实施同一控制下资产重组。2018年上市后，公司通过股权转让及增资，收购佳宝化工（后更名为彤程精细）90.9%股权。从最初开展橡胶助剂的代理业务，到实现以橡胶用酚醛树脂为主的特种橡胶助剂自主生产，公司已成为特种橡胶助剂产品系列较丰富的生产供应商。公司客户已基本覆盖全球轮胎75强，包括普利司通、米其林、固特异、大陆、倍耐力等全球知名轮胎企业。

图1：公司深耕橡胶助剂行业二十余年



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司自产产品以橡胶用酚醛树脂为主。公司生产业务主要通过彤程化学、华奇化工、常京化学以及彤程精细四个子公司实施。公司自产产品主要为特种橡胶助剂，目前型号达180余种，以橡胶用酚醛树脂产品为主，涵盖增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等多个品类，公司酚醛树脂产品在亚洲轮胎市场占有率第一。随着公司产业链的不断延伸，增粘树脂生产过程中所需的对叔丁基苯酚（PTBP）、烯炔等关键中间体基本实现自主生产，成本控制能力进一步提高。在通用型橡胶助剂产品领域，子公司彤程精细主要生产各类硫化促进剂。此外，公司在产的高规格PTBP还可用作阻聚剂，公司目前是聚碳酸酯（PC）生产过程中终止剂的亚洲最重要供应商之一。

表1：公司拥有四大生产基地

子公司	地区	产品
华奇化工	江苏张家港	橡胶用酚醛树脂、均匀剂、脂肪酸锌皂盐、抗湿滑剂、硫化树脂
彤程化学	上海	橡胶用酚醛树脂，以及PTBP、烯炔等中间体
常京化学	江苏常州	橡胶用酚醛树脂
彤程精细	江苏盐城	硫化促进剂

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

表2: 公司自产产品包括以酚醛树脂为主的多种橡胶助剂产品

产品类别	主要产品	主要原料	用途	
橡胶用酚醛树脂	增粘树脂	对叔丁基苯酚 (PTBP) 苯酚、异丁烯、 增粘树脂 甲醛	适用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶等以及这些橡胶的并用胶料, 主要用于合成胶配合量大、要求加工粘性高的橡胶制品。	
	增粘树脂	对特辛基苯酚 (PTOP) 苯酚、二异丁烯、 增粘树脂 甲醛	具有优异的增粘性能, 可用于任何需要高粘度连接的复合橡胶制品, 尤其是合成橡胶。	
	补强树脂	改性苯酚-甲醛树脂 苯酚、甲醛		
	补强树脂	非改性苯酚-甲醛树脂 苯酚、甲醛、腰果油、 妥尔油	主要应用在轮胎的胎圈部位, 也用于鞋底胶及车窗密封条等。	
粘合树脂	间苯二酚甲醛树脂	间苯二酚、甲醛	广泛用于天然橡胶、丁苯、顺丁、三元乙丙橡胶或其并用胶料与钢丝、尼龙、人造丝棉、聚酯、维尼龙, 玻璃纤维粘合。	
其他橡胶助剂	促进剂	硫化促进剂 M、硫化促进剂 DM、硫化促进剂 CZ、硫化促进剂 NS	苯胺、环己胺、叔丁胺	加速硫化反应、缩短硫化时间、降低硫化温度, 并能提高或改善硫化胶物理机械性能。
	均匀剂	-	氧化沥青、石油树脂	使不同极性和不同粘度的胶料混合更加均匀、充分, 同时有利于粉料的分散。
	脂肪酸锌皂盐	-	硬脂酸、氧化锌、蜡、石油树脂/熟化松香	同时提供优异的分子内润滑及分子间润滑双重功效, 提高胶料的流动性、充模及脱模性能。
	抗湿滑剂	-	苯乙烯、 α -甲基苯乙烯	添加到胎面中可提高轮胎的湿地抓着力, 同时降低滚动阻力。
	硫化树脂	烷基酚甲醛硫化树脂	辛基苯酚/对叔丁基苯酚、 甲醛	主要用于硫化饱和度较高的合成橡胶, 为天然胶和各种合成胶(如丁苯、氯丁、丁腈、丁基)的硫化剂, 特别是因不饱和度低而难于硫化的橡胶的硫化剂(如丁基、三元乙丙胶)。
其他自产产品	阻聚剂	高规格对叔丁基苯酚 (PTBP)	苯酚、异丁烯	用于终止聚合反应。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司贸易业务主要是为下游轮胎制造商提供配套橡胶助剂产品。公司代理销售十余家国际知名化工企业的百余种橡胶助剂产品, 如巴斯夫的超级增粘树脂、Flow Polymers 的均匀剂、住友化学的间苯二酚、Struktol 的均匀剂及其他加工助剂、道达尔的环保油、赢创的白炭黑等, 这些产品大部分被授权中国区域独家代理。公司大多数贸易产品在成分及用途上与生产产品存在显著差异, 贸易产品可作为自产橡胶助剂的有效补充, 向下游轮胎厂商配套销售, 满足客户多样化的使用需求。

表3: 公司贸易业务代理多家全球化工企业的橡胶助剂产品

产品名称	供应商	是否独家	用途
均匀剂	Struktol	独家代理	使不同极性和不同粘度的橡胶混合更加均匀、充分, 同时有利于粉料的分散, 提高胶料的耐屈挠性能。
超级增粘树脂	BASF	独家代理	相比普通的增粘树脂, 超级增粘树脂增强橡胶与橡胶之间粘合的能力更强, 合成过程对工艺、设备要求较高。
钴盐	Shepherd	独家代理	在轮胎配方中改善橡胶与镀铜钢丝之间的粘合。
白炭黑	Evonik	独家代理	易与乙二醇活性剂和胺类及其他碱性促进剂配合使用, 从而获得较好的硫化胶性能; 同时, 在适当配合其他添加剂的情况下, 可使硫化胶具有优异的透明度。用于胎体、胎侧、胎面胶料、电缆、鞋类、其他工业橡胶制品。

产品名称	供应商	是否独家	用途
防护蜡	百瑞美	独家代理	用于在橡胶制品表面形成一层坚韧、持久有效的蜡膜，从而有效防止橡胶的老化和空气中臭氧的攻击。此外，由于其碳素分布较宽，使得轮胎表面维持较高的光泽度。
环保油	道达尔	非独家代理	用于橡胶工业中的软化剂。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司收入利润稳步提升，海外业务增速亮眼。2018年公司在有限的产能下，通过调整产品结构，高端产品销量大幅提升，同时开拓了新的海外市场，开发了大客户订单和潜在客户。2018年公司实现营业收入21.75亿元，同比增长14.41%；实现归母净利润4.12亿元，同比增长30.93%。2018年公司海外业务收入4.49亿元，同比增长30.69%；海外收入占比20.63%，较上一年提升2.57pct。2019年受主要原材料价格下降的影响，公司自产酚醛树脂产品价格有所降低，2019年前三季度实现营业收入16.38亿元，同比增长0.49%；实现归母净利润3.28亿元，同比增长1.80%。

图2：2019年前三季度营业收入同比增长0.49%



数据来源：Wind、开源证券研究所

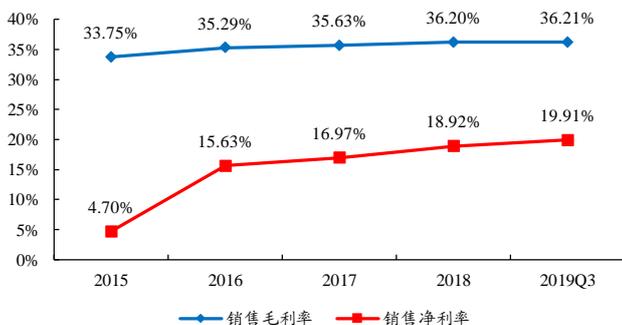
图3：2019年前三季度归母净利润同比增长1.80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

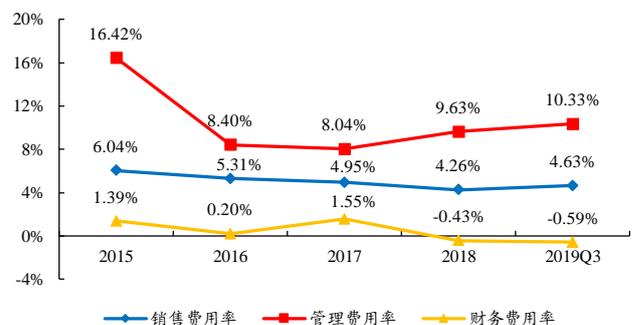
公司毛利率稳中有升，期间费用管控得当。公司坚持合理定价的策略，通过产业链向上延伸降低生产成本，毛利率维持在35%以上较高水平。2018年公司毛利率36.20%，同比小幅提升0.57pct，主要系公司加快海外市场开拓，高毛利产品销量有所增加。公司期间费用率整体保持稳定，其中管理费用率呈上升趋势，2018年管理费用率同比提高1.59pct，主要系收购彤程精细增加折旧摊销、新材料研发项目投入加大；上市后财务费用减少，主要系募集资金理财收入增加。2018年公司实现净利率18.92%，同比提升1.95pct，2019年前三季度净利率19.91%，盈利能力持续提升。

图4：公司盈利能力持续提升



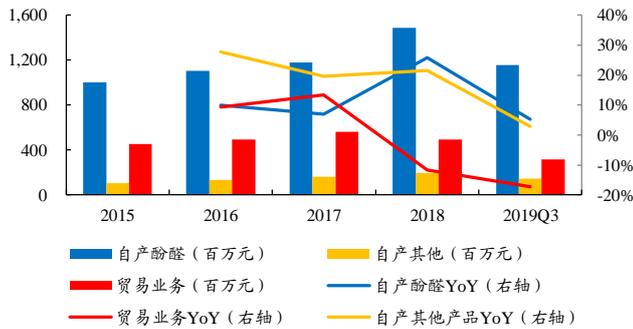
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司费用管控能力良好

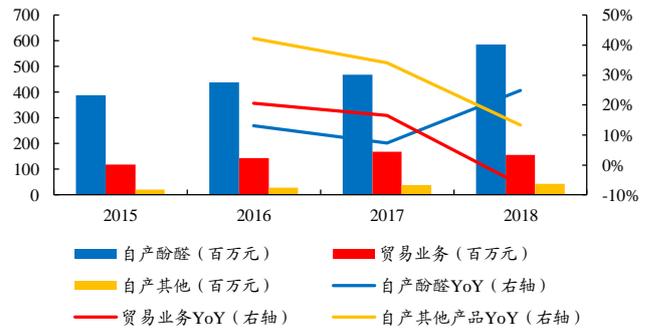


数据来源：Wind、开源证券研究所

自产酚醛树脂是公司收入和毛利的来源，未来有望保持增长。2018 年公司自产酚醛树脂营收 14.85 亿元，同比增长 25.8%，占总营收的 68.26%；2018 年公司自产酚醛树脂毛利 5.86 亿元，同比增长 24.79%，占总毛利 74.38%。由此可见，自产酚醛树脂是公司收入和毛利的来源，未来随着募投产能释放，公司酚醛树脂业务凭借较高的毛利率将贡献主要业绩增量。

图6：2015-2019Q3 自产酚醛收入持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2015-2018 年自产酚醛毛利润持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、橡胶用酚醛：下游需求长期向好，彤程新材优势显著

2.1、酚醛树脂是重要的特种橡胶助剂之一

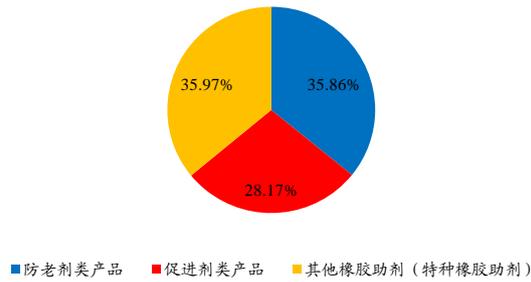
橡胶助剂分为通用型和特种橡胶助剂。橡胶助剂是橡胶加工过程中添加的化工产品的总称，随着橡胶工业的发展，橡胶助剂产品的类别及种类不断丰富。在橡胶制品生产过程中，防老剂、促进剂、硫化剂及硫化活性剂被广泛、大量使用，且各类产品在性能及技术较为成熟，因此被统称为通用型橡胶助剂。特种橡胶助剂具有改善橡胶制品的性能及质量、提高橡胶制品的生产效率、增强异质材料的粘合性等特殊作用，按产品类型主要分为加工型橡胶助剂和功能性橡胶助剂，按产品种类可以分为增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂、粘合剂等。根据 Notch Consulting, Inc. 统计，特种橡胶助剂占橡胶助剂总需求量的比例约为 36%。各品种的橡胶助剂在橡胶制品加工过程中发挥着不同作用，各产品之间相互配合，通过一定的配比才能使橡胶制品达到稳定的最佳状态。

表4：橡胶助剂分为通用型和特种橡胶助剂

橡胶助剂系列	橡胶助剂类型	主要产品	用途
通用型橡胶助剂	防老剂	防老剂 6PPD、防老剂 TMQ 等	延缓橡胶老化、延长橡胶制品的贮存期和使用寿命。
	促进剂	促进剂 MBT、CBS、TBBS 等	加速硫化反应、缩短硫化时间、降低硫化温度。
	硫化及硫化活性剂	不溶性硫磺、氧化锌等	使链状橡胶分子进行交联成为三维网状结构，从而使橡胶变得硬实而有弹性（即硫化）。
特种橡胶助剂	加工型橡胶助剂	增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂等	改善操作条件、改善橡胶胶料的加工性能、提高生产效率、提高橡胶产品的内在和外观质量。
	功能性橡胶助剂	粘合剂等	用于橡胶与化学纤维帘线或镀黄铜钢丝帘线（橡胶骨架材料）的粘合，在粘合界面上形成异质材料之间的化学键合。

资料来源：公司公告、中国橡胶工业协会、开源证券研究所

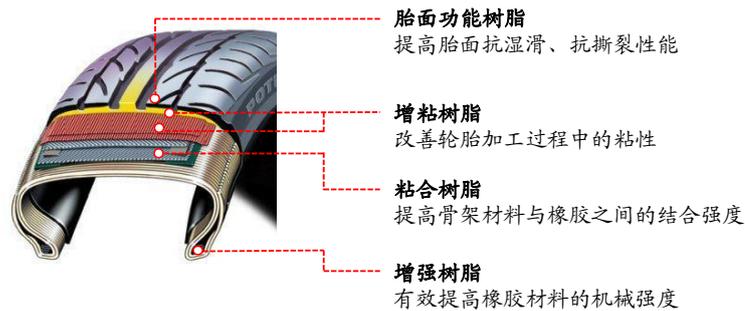
图8: 特种橡胶助剂约占橡胶助剂总需求量的 36%



数据来源: 公司公告、Notch Consulting, Inc.、开源证券研究所

橡胶用酚醛树脂是重要的特种橡胶助剂之一。酚醛树脂是以酚类化合物与醛类化合物经缩聚而制得的一大类合成树脂,具有良好的耐酸性能、力学性能、耐热性能,广泛应用于橡胶制品、防腐蚀工程、胶粘剂、阻燃材料、砂轮片制造等行业。形程新材生产的橡胶用酚醛树脂(包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等)是特种橡胶助剂的主要品种。其中,增粘树脂用于改善轮胎加工过程中的粘性,粘合树脂可提高骨架材料与橡胶之间的结合强度,增强树脂可有效提高橡胶材料的机械强度。

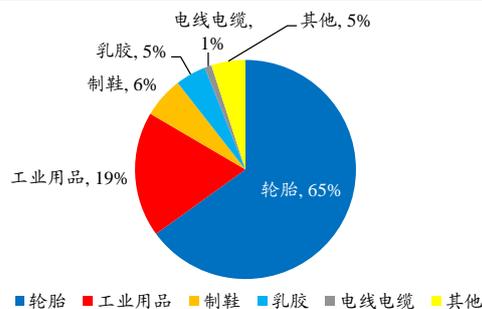
图9: 酚醛树脂可以提高橡胶性能、改善橡胶生产工艺



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

轮胎是橡胶助剂下游最大市场。橡胶助剂行业的下游是橡胶加工业,橡胶制品广泛地应用于工业、农业、国防、交通、运输、机械制造、医药卫生领域和日常生活等方面,具体包括轮胎、橡胶管带、鞋材等。其中,汽车轮胎是橡胶助剂最大的需求来源,根据《化学工业》,橡胶助剂的消费结构比例为轮胎占 65%,工业用品占 18.5%。因此,橡胶用酚醛树脂的需求与下游轮胎行业高度相关。

图10: 轮胎占橡胶助剂下游需求的 65%



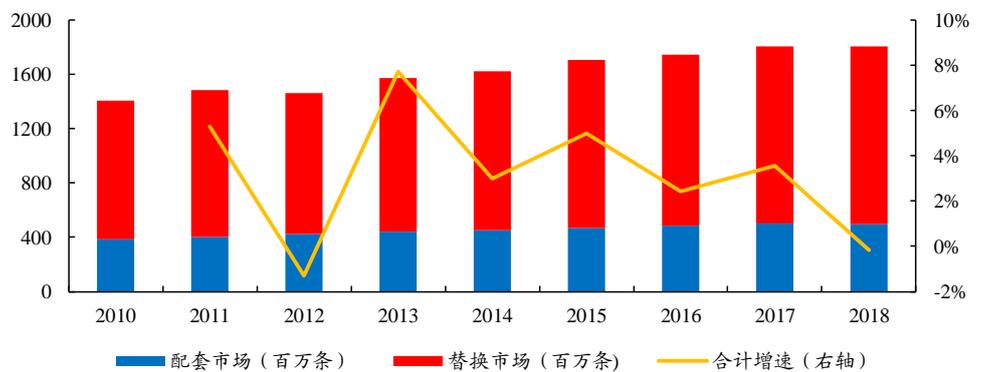
数据来源: 《化学工业》、开源证券研究所

注: 肖九梅.橡胶助剂行业发展形势分析[J].化学工业, 2011, 29(10):14-18.

2.2、需求端：下游需求向头部轮胎厂商集中

全球汽车保有量稳步增长，保障轮胎及橡胶助剂行业长期发展。轮胎需求受配套胎、替换胎市场共同影响，配套胎需求主要取决于新增汽车产量，替换胎市场需求则与汽车保有量密切相关。根据米其林年报数据，目前全球轮胎市场需求已达 18 亿条，其中 73% 来自更替消费需求，仅 27% 来自新车配套需求。截至 2015 年底，全球汽车保有量已达 12.82 亿辆，我们预计数量仍将稳定增长；而全球汽车销量进入缓慢向下通道，2018 年全球汽车销量 9,505 万辆，同比减少 0.63%。在汽车增量市场放缓，存量市场稳定增长的背景下，未来轮胎替换需求将会不断释放，为上游轮胎和橡胶助剂行业的长期发展提供了基础条件。

图11：全球轮胎市场 73%来自替换需求



数据来源：米其林年报、开源证券研究所

图12：2018 年全球汽车销量同比减少 0.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2015 年全球汽车保有量达 12.82 亿辆



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国轮胎产业快速成长，但企业规模普遍较小。国内轮胎厂商依靠较低的材料成本、廉价的劳动力和本地化优势取得较快发展，国产轮胎凭借“物美价廉”的性价比优势，大量远销海外。目前，我国已成为全球轮胎最大的生产国和出口国，2019 年全国橡胶轮胎外胎产量达 8.38 亿条，2001-2019 年轮胎产量年均复合增长率达 10.75%；2018 年我国橡胶轮胎出口量 4.86 亿条，出口率达 55.2%。我国轮胎企业数量众多，但单个企业规模普遍较小。2018 年中国轮胎企业前 51 强的销售总额为 2,087 亿元，而普利司通全年轮胎销售额约为 1,880 亿元，米其林全年销售额约为 1,674 亿元，可见国内轮胎企业在规模上与国际巨头相比存在较大差距。

图14: 2001-2019年国内轮胎外胎产量CAGR为10.75%



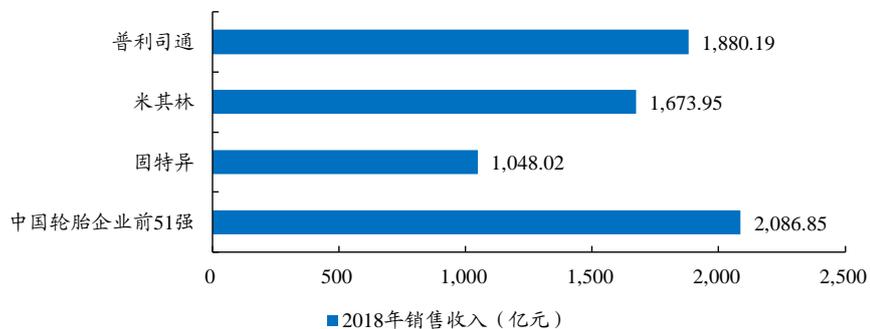
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2001-2018年我国轮胎出口量CAGR为9.09%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2018年国内轮胎企业前51强销售总额不及国际三大巨头的一半



数据来源: 中国橡胶工业协会、Tyrepress、开源证券研究所

落后产能加速出清，轮胎龙头优势凸显。近年来，我国轮胎行业面临结构性产能过剩的局面，行业整体开工率偏低（不足80%）。自2013年后，国内轮胎行业固定资产投资持续下滑，新增产能有限。加之欧美等发达市场加大对中国轮胎反倾销、反补贴的调查力度，出口竞争力较弱的中小轮胎厂商出现产品积压和资金链断裂等问题。2017年以来，原材料价格暴涨暴跌加剧企业资金问题，叠加环保政策加严、产业结构升级等因素，落后产能加速出清，我国轮胎行业集中度有望提升。优质轮胎企业一方面拓展海外产能布局，收获低贸易壁垒的红利；另一方面通过品牌、技术的提升，向乘用车市场渗透。对于国内轮胎厂商而言，行业竞争加剧对产品性能提出更高要求，同时也对特种橡胶助剂的用量和品质提出更高要求；对于橡胶助剂供应商而言，绑定优质轮胎厂商才能分享未来龙头扩容的成长空间。

图17: 近年来轮胎行业固定资产投资持续下滑

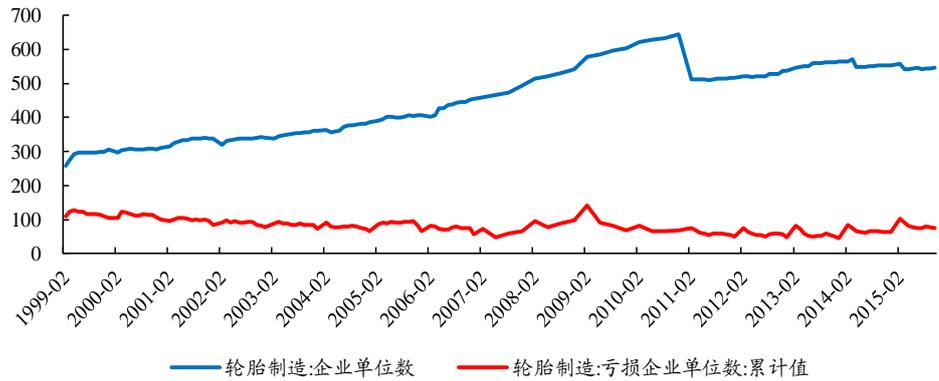


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 近年来轮胎行业开工率不足80%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 我国轮胎厂商中亏损企业众多


数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 优质轮胎企业积极向海外布局

企业名称	开始年份	地点	产能
中策橡胶	2013	泰国	半钢胎 700 万条, 全钢胎 200 万条
	2013	泰国	半钢胎 1500 万条, 全钢胎 180 万条
玲珑轮胎	2019	塞尔维亚	半钢胎 1200 万条, 全钢胎 160 万条, 工程胎和农业机械胎 200 万条
		越南	半钢胎 1000 万条, 全钢胎 120 万条, 非公路轮胎 3 万吨
赛轮轮胎	2012	越南	半钢胎 1000 万条, 全钢胎 120 万条, 非公路轮胎 3 万吨
	2018	越南(固铂合资)	全钢胎 240 万条
森麒麟	2015	泰国	半钢胎 1200 万条
		美国	半钢胎 1200 万条
双钱轮胎	2016	泰国	全钢胎 150 万条, 工程胎 5 万条
三角轮胎	2017	美国	半钢胎 500 万条, 全钢胎 100 万条
江苏通用	2017	泰国	半钢胎 600 万条, 全钢胎 100 万条
浦林成山	2018	泰国	半钢胎 400 万条, 全钢胎 80 万条
贵州轮胎	2019	越南	全钢胎 120 万条

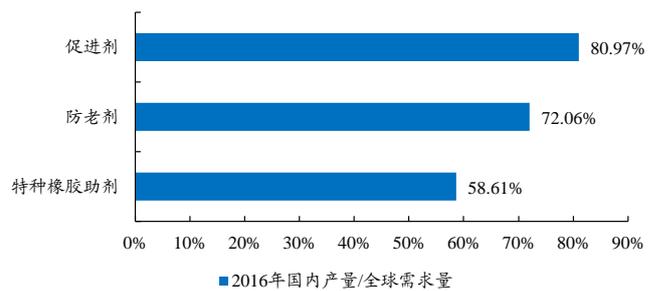
资料来源: 中国轮胎商业网、各公司公告、开源证券研究所

2.3、供给端: 国内橡胶助剂快速发展, 彤程新材引领风骚

中国已成为橡胶助剂生产第一大国, 但特种橡胶助剂还存在发展空间。伴随着中国橡胶工业的快速发展, 我国橡胶助剂产量也快速攀升。2001 年, 我国橡胶助剂产量约为 14 万吨, 占世界橡胶助剂产量的 15.91%; 2016 年, 我国橡胶助剂产量达 121 万吨, 较 2001 年产量有大幅增长, 年复合增长率达到 15.46%。2016 年, 我国橡胶助剂产量约占世界橡胶助剂产量的 80%, 已成为世界橡胶助剂生产第一大国。从橡胶助剂的细分类型来看, 2016 年全球防老剂、促进剂、特种橡胶助剂的需求量分别为 52.04 万吨、40.88 万吨及 52.21 万吨, 我国防老剂、促进剂、特种橡胶助剂的产量分别为 37.5 万吨、33.1 万吨及 30.6 万吨, 对应占比分别为 72.06%、80.97%、58.61%。由此可见, 与通用型橡胶助剂相比, 我国的特种橡胶助剂还存在较大发展空间。

图20: 2001-2018年我国橡胶助剂产量快速增长


数据来源: 中国橡胶工业协会、开源证券研究所

图21: 2016年国内特种橡胶助剂产量占全球需求59%


数据来源: 中国橡胶工业协会、Notch Consulting, Inc.、开源证券研究所

巨大的橡胶助剂消费市场吸引外资酚醛树脂企业来华建厂。在橡胶用酚醛树脂领域,海外主要生产厂商包括圣莱科特国际集团、韩国可隆集团、住友电木等。这些海外企业历史悠久,掌握着酚醛树脂行业多项专利技术。近年来,中国及亚太地区巨大的橡胶助剂消费市场吸引外资酚醛树脂企业来华投资建厂,2004年起圣莱科特分别在南京、上海投建酚醛树脂工厂,目前圣莱科特在国内拥有橡胶用酚醛树脂总产能约10万吨;2005年韩国可隆与美国乔治亚太平洋在苏州设立合资企业,产品包括轮胎、电子专用酚醛树脂和酚醛绝缘材料、酚醛层压材料等,年产能1.8万吨。

表6: 形程新材与竞争对手相比产能更大、产品线更全

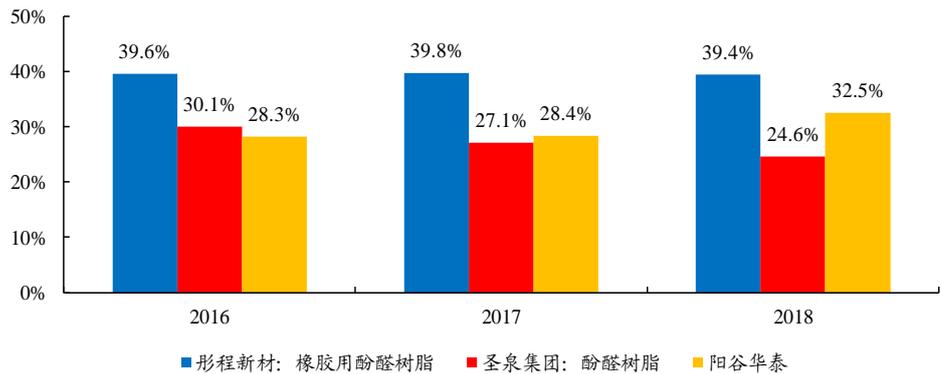
公司名称	简介	橡胶用酚醛产品
形程新材	中国最大的特种橡胶助剂生产商之一,2016年国内橡胶助剂生产企业中,形程新材按工业产值排名第四位;而特种橡胶助剂生产企业中,形程新材按工业产值排名第一位。现有橡胶用酚醛树脂及各类加工助剂总产能7.8万吨,在建产能2.7万吨,2018年橡胶用酚醛树脂产量达7.9万吨。	增粘树脂、补强树脂、粘合树脂
圣莱科特	创建于1906年,是一家位于美国的、国际领先的化学品开发商和制造商,专注于橡胶树脂、抗氧化剂、燃料和润滑剂、塑料添加剂、工业树脂、粘胶树脂、表面活性剂、工程塑料、原料药和特殊化学品九大主要细分市场。圣莱科特化工(上海/南京)有限公司的轮胎橡胶用酚醛树脂产能近10万吨,2018年总产量6.2万吨。	增粘树脂、补强树脂、粘合树脂
韩国可隆	始建于1957年,旗下涉足工业原料、电子原料、化学品和服装四大板块。化学品业务板块主要生产烃树脂、酚醛树脂、环氧树脂、聚氨酯树脂,广泛应用于汽车、胶带、生活用橡胶制品等。2005年与乔治亚太平洋在苏州设立合资企业,酚醛树脂产品用于耐火材料、涂附磨具等,年产能1.8吨。	增粘树脂
住友电木	始建于1932年,拥有鹿沼、宇都宫、静冈和尼崎四家工厂,下设研究实验室6家。目前,住友电木主要生产烃树脂、酚醛树脂、三聚氰胺甲醛树脂,应用于半导体材料、高性能塑料及生活用品。	增粘树脂、补强树脂
圣泉集团	以合成树脂及复合材料、生物质化工产品的研发、生产、销售为主营业务的高新技术企业,其中酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列。公司为研发新产品新设轮胎橡胶事业部。	补强树脂
阳谷华泰	中国橡胶助剂行业骨干企业,其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。2019年12月,公司公告拟投建3.5万吨/年树脂生产装置(配套甲醛生产装置)。	增粘树脂、补强树脂、粘合树脂
武汉径河	始建于1975年,主要生产橡胶助剂、石油添加剂、油田化学品、塑料助剂四大系列50个品种,产能达到45,000吨。目前,武汉径河化工有限公司拥有员工400余人,是国家级高新技术企业。	增粘树脂、补强树脂
江苏国立	创建于1995年,主要从事胶粘剂、防老剂、增粘剂系列产品的研发、生产和销售,主要产品为橡胶粘合剂,年生产能力3万吨以上。	增粘树脂、粘合剂
常州曙光	创建于1959年,主要生产的产品包括顺丁烯二酸酐、间甲白系列橡胶粘合剂、金属加工助剂系列产品和电化学有机合成产品丁二酸、乙醛酸。	增粘树脂、粘合剂

资料来源: 各公司公告、各公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

国内企业纷纷布局橡胶用酚醛树脂。除彤程新材外，橡胶用酚醛树脂的国内生产商还包括武汉径河化工有限公司、江苏国立化工科技有限公司、常州曙光化工厂等。近两年，橡胶用酚醛树脂盈利向好，吸引国内上市/拟上市公司纷纷布局。阳谷华泰是中国橡胶助剂行业骨干企业，产品主要为防焦剂、胶母粒、促进剂等，2019年底公司公告拟投资5.06亿元建设年产9万吨橡胶助剂项目，其中3.5万吨树脂项目主要生产增粘树脂、补强树脂、新型粘合树脂。圣泉集团的酚醛树脂产品主要应用于摩擦材料、磨具、电子电器领域，其酚醛树脂业务毛利率与彤程新材相比存在一定差距，其招股书指出“公司为研发新产品新设轮胎橡胶事业部”。

图22：彤程新材的橡胶用酚醛毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

彤程新材优势显著，市占率有望进一步提升。根据中国橡胶工业协会数据，彤程新材的特种橡胶助剂产量占国内特种橡胶助剂产量的比例在20%以上。与特种橡胶助剂领域的竞争对手相比，彤程新材在规模、客户、技术上优势显著：规模方面，彤程新材的橡胶用酚醛树脂产量国内第一，募投项目投产后产能进一步增长、产品线更加丰富；客户方面，普利司通、米其林等一线轮胎厂商的背书有利于彤程新材的市场开拓；技术方面，彤程新材是行业内为数不多具有自主研发和剖析测试能力，并向客户提供产品性能改进方案的特种橡胶助剂供应商。我们认为出于上述优势，主要轮胎厂商有望加大对彤程新材的采购份额，彤程新材的市占率将进一步提升。

表7：彤程新材特种橡胶助剂产量的国内市占率在20%以上

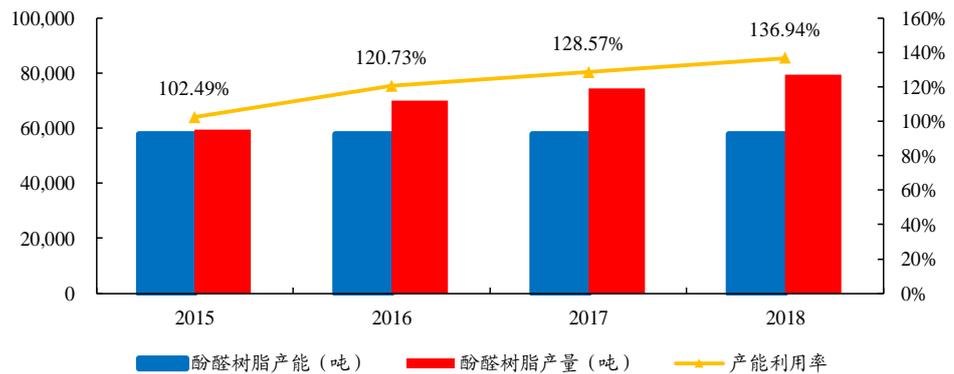
	2015	2016	2017	2018
公司特种橡胶助剂产量（万吨）	5.94	7.00	7.46	7.94
国内特种橡胶助剂产量（万吨）	29.53	30.65	31.70	32.98
市场占有率	20.12%	22.84%	23.53%	24.08%

数据来源：公司公告、中国橡胶工业协会、开源证券研究所

3、募投产能陆续释放，参股中策橡胶发挥协同作用

3.1、募投项目缓解产能瓶颈，拓宽产品类型

公司上市前酚醛树脂产能5.8万吨，产能利用率长期维持高位。2018年上市前，公司旗下彤程化学、常京化学、华奇化工三大生产基地，拥有橡胶用酚醛助剂总产能5.8万吨，以及高纯PTBP产能1.5万吨。随着公司销售规模的不断提升，酚醛树脂生产能力逐渐趋于饱和，2015-2018年公司酚醛树脂的产能利用率分别达102.49%、120.73%、128.57%、136.94%。

图23: 公司酚醛树脂产能利用率长期维持高位


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

华奇化工 4.7 万吨募投项目陆续投产, 有利于扩大产能、丰富产品线。2018 年公司首次公开发行上市, 拟投入募集资金 2.55 亿元用于华奇化工产能提升项目。2019 年底“华奇化工年产 2 万吨橡胶助剂扩建项目”正式投产, 新增烷基酚甲醛树脂 7,000 吨、均匀剂 5,000 吨、脂肪酸锌皂盐 6,000 吨、抗湿滑剂 2,000 吨。“华奇化工年产 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目”仍在建设中, 将于 2020 年建成投产, 项目将新增苯酚甲醛改性补强树脂 17,000 吨、间苯二酚甲醛树脂 7,000 吨、硫化树脂 3,000 吨。随着募投产能逐步释放, 公司酚醛树脂产能将增至 8.9 万吨, 有利于缓解产能瓶颈、提升市场份额; 同时, 公司产品类型也进一步拓宽, 新增加工助剂和胎面树脂等其他橡胶助剂产品线。

表8: 募投项目将增加 4.7 万吨酚醛树脂及各类加工助剂产能

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
彤程化学 (上海)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
酚醛树脂	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
PTBP	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
常京化学	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
华奇化工	25,000	25,000	45,000	72,000	72,000
-IPO 项目一期			20,000	20,000	20,000
烷基酚甲醛树脂			7,000	7,000	7,000
均匀剂			5,000	5,000	5,000
脂肪酸锌皂盐			6,000	6,000	6,000
抗湿滑剂			2,000	2,000	2,000
-IPO 项目二期				27,000	27,000
苯酚甲醛改性补强树脂				17,000	17,000
间苯二酚甲醛树脂				7,000	7,000
硫化树脂				3,000	3,000
合计	73,000	73,000	93,000	120,000	120,000
酚醛树脂	58,000	58,000	65,000	89,000	89,000
其他自产产品	15,000	15,000	28,000	31,000	31,000

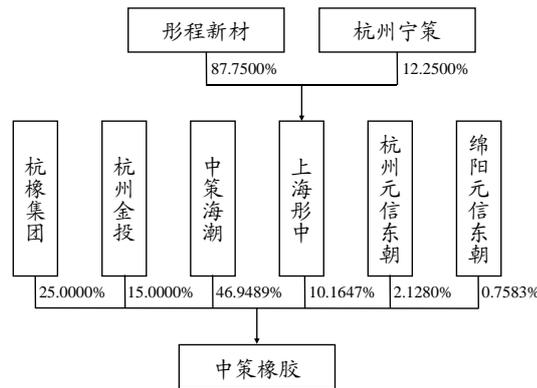
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 彤程精细一直处于工程改造过程中, 未实际生产

3.2、参股中策橡胶提升盈利能力，协同效应初步显现

公司以 11.02 亿元间接持有中策橡胶 8.9195% 权益。2019 年 6 月，公司发布重大资产购买暨关联交易报告书，拟与杭州宁策（公司实控人控制的企业）共同对彤程新材全资子公司上海彤中进行增资，彤程新材拟持有上海彤中 87.75% 股权，杭州宁策拟持有上海彤中 12.25% 股权；增资完成后，上海彤中将支付现金购买杭州元信东朝所持有的中策橡胶 10.1647% 股权，公司将间接持有中策橡胶 8.9195% 权益，公司董事长 Zhang Ning 将出任中策橡胶的董事。中策橡胶已于 2019 年 10 月 25 日办理了标的自产过户的工商变更登记。根据公司公告，本次交易资金的来源包括自有资金 83,393.75 万元，以及变更用途的部分 IPO 募集资金 26,848.00 万元。

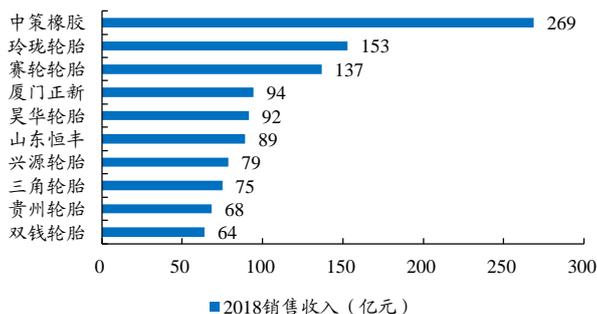
图24：公司间接持有中策橡胶 8.9195% 权益



资料来源：公司公告、开源证券研究所

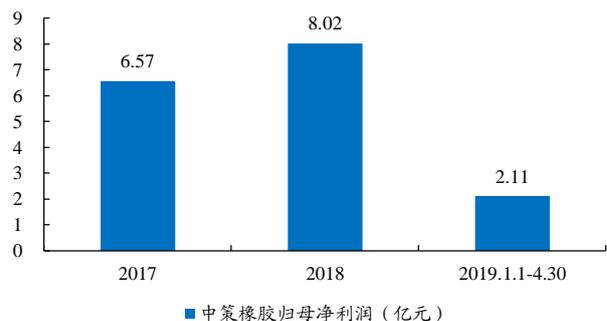
中策橡胶是中国排名第一的轮胎企业，将为公司贡献可观的投资收益。中策橡胶是目前国内最大的轮胎生产企业之一，年产轮胎 5,500 万条，产品覆盖乘用车胎、商用轿车胎、工程车胎，工业农业车胎及两轮车胎等领域。美国轮胎商业杂志公布的 2019 年世界轮胎 75 强名单中，连续 8 年世界排名前十的中策橡胶以 39.96 亿美元销售额位居世界第九，成为新榜中唯一进入全球前十的中国境内轮胎企业，在 2018 年全球轮胎市场整体低迷的背景下，中策橡胶是全球 10 强中唯一排名上升的轮胎企业。中策橡胶经营稳健，盈利能力良好，2017、2018 年分别实现净利润 6.57、8.02 亿元，受益于中策橡胶的盈利能力，公司盈利能力将有所提升。根据巨星科技发布的重大资产购买报告书，巨星集团承诺中策橡胶 2019-2021 年扣非归母净利润不低于 312,878.82 万元。交易完成后，公司将按上海彤中 10.1647% 的股权比例获得投资收益，我们预计扣除收购的财务成本，中策橡胶每年将给公司带来约 5,000 万元业绩增量。

图25：2018 年中策橡胶销售收入排名国内第一



数据来源：中国橡胶工业协会、公司公告、开源证券研究所

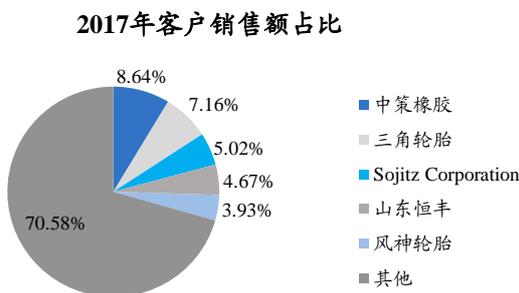
图26：2018 年中策橡胶归母净利润为 8.02 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

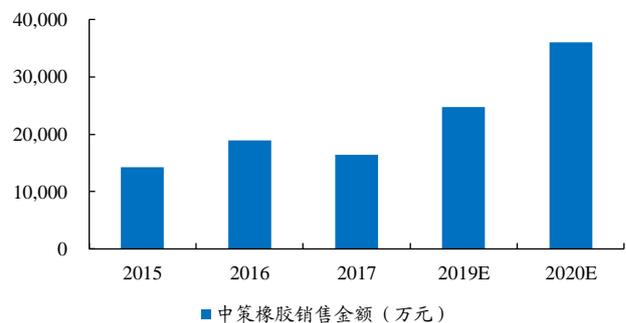
协同效应初步显现，公司绑定龙头保障产能消化。根据公司招股书，2015-2017年中策橡胶一直是公司最大的客户，对中策橡胶的销售额占公司营收的比例在8-11%。根据公司日常关联交易公告，自2019年1月1日至11月30日，公司对中策橡胶及其子公司销售产品总金额22,337万元，同时预计2019年全年销售额24,771万元，2020年全年销售额32,000-40,000万元，同比增长29%-61%。从销售结构来看，公司预计2019年与中策橡胶及其子公司发生关联交易5,000万元（2019年10月25日至年末），其中自产产品与贸易产品的金额约为6:1，而2015-2017年该比例低于1.5:1。由此可见，本次交易将带来公司对中策橡胶销售额大幅提升，尤其是自产产品的销售，有利于保障新增产能的有效消化。未来公司还将不断加深与中策橡胶的业务合作、资源共享，进一步实现协同效应。

图27: 中策橡胶是公司第一大客户



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28: 公司对中策橡胶的销售额将显著提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2020年数据取公司预测的平均值

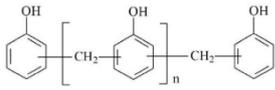
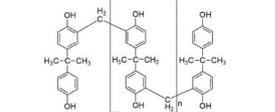
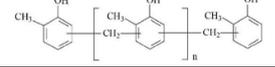
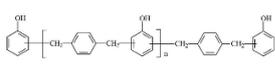
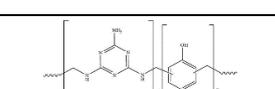
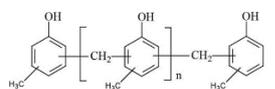
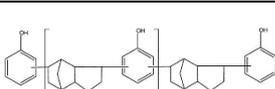
4、电子酚醛和可降解材料是公司未来发展方向

4.1、把握国产替代机遇，积极布局电子酚醛

电子级酚醛应用于覆铜板、塑封料和光刻胶，对杂质含量的要求依次提高。在印制电路板制造中，酚醛树脂可直接作为基板材料覆铜板的浸渍主体树脂，也可作为替代传统双氰胺固化剂的首选树脂类固化剂。以酚醛树脂为固化剂体系的覆铜板耐热性能大幅度提高，使得后期的无铅焊接成为可能，满足了覆铜板无铅化趋势的要求。电子封装材料（环氧模塑料）要求具有快速固化、耐热、低应力、低吸湿性，还要求树脂品质高，几乎没有离子性杂质，尤其是钠离子和氯离子，挥发组分、杂质含量低。用高纯环氧搭配电子级的线性酚醛树脂是电子封装材料的最佳选择，随着集成化程度的提高、封装面积的增大、封装层的薄壳化，具有更好的耐热性能、较小的收缩率和吸水性的XYLOK酚醛和联苯型酚醛树脂在电子封装材料中得到了应用。光刻胶通常有三种成分：感光化合物、基体材料和溶剂，正性光刻胶主要以重氮醌为感光化合物，酚醛树脂作为基体材料提供光刻胶的粘附性、化学抗蚀性。芯片刻蚀是精细化的工艺，这对酚醛树脂的分子量大小、分子量分布、金属离子含量都有很高的要求，一般要求酚醛树脂的金属离子含量达到ppb级才可以使用。

表9: 电子级酚醛应用于覆铜板、塑封料和光刻胶

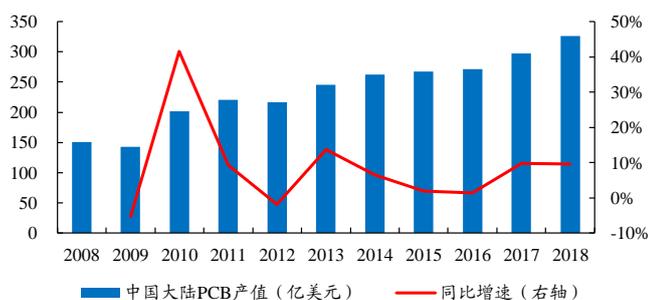
产品名称	特点	应用领域	分子结构式
线性苯酚甲 醛树脂	由苯酚与甲醛缩合反应制得的高纯度线性酚醛树脂，分子量分布窄，游离酚及杂质离子含量低，均达到ppm级。	适用于环氧塑封料和覆铜板，低分子量的可用作特种环氧树脂。	

产品名称	特点	应用领域	分子结构式
液体酚醛树脂	将固体 PN 树脂或者 BPA 树脂溶解到 MEK 中，得到含量为 60% 或 65% 的酚醛树脂溶液。	适用于无铅 FR-4、CEM-1、CEM-3 及其他电气绝缘领域。	
线性双酚 A 甲醛树脂	由双酚 A 与甲醛缩聚制得，分子量分布窄，韧性、耐热性高于普通酚醛树脂，并具有优良的颜色稳定性。	适用于无铅 FR-4 覆铜板和特种环氧树脂中间体。	
线性邻甲酚甲醛树脂	由邻甲酚与甲醛反应制得的高纯度线性酚醛树脂，分子量分布窄，游离酚及杂质离子含量低，均达到 ppm 级。	适用于环氧树脂固化剂主特种环氧树脂中间体。	
XYLOK 酚醛树脂	具有 XYLOK 特殊结构的高纯度苯酚芳烷基树脂，具有良好的力学性能，化学稳定性高，耐热性好，耐水性高，硬化时收缩小，制品尺寸稳定等性能。	适用于 IC 封装用环氧模塑料 (EMC)、覆铜箔板 (CCL) 及其他电气绝缘领域。	
含氮酚醛树脂	一种含有三嗪环结构的特殊酚醛树脂，能提供给复合材料以较高耐热性，具有氮磷协同阻燃的效果。	适用于无卤阻燃体系覆铜板、模塑料及其他复合绝缘材料体系。	
光刻胶用线性酚醛树脂	一种高纯度甲酚酚醛树脂，具有优良的耐高温性能，适合的碱溶速率，树脂中各种金属杂质控制达 ppb 级。	适用于各种光刻胶产品的生产，推荐用于各种电子玻璃蚀刻、IC 芯片蚀刻等高端领域。	
DCPDN 酚醛树脂	可降低复合材料受到热冲击时的热应力，大幅提高材料的粘结强度，降低吸水性及弯曲模量，能够显著改进该材料的热焊开裂性及高压蒸煮可靠性。	新型封装材料用树脂，适用于高档分立器件及半导体封装领域。	

资料来源：圣泉集团官网、开源证券研究所

受益于下游国产化，电子酚醛需求快速增长。在我国，电子级酚醛主要用于覆铜板制造业及环氧塑料料制造业。根据华强电子网，2009 年我国覆铜板制造业对酚醛树脂的年需求量约为 10,000 吨（不包括由生产厂家自己生产的纸基覆铜板的主树脂——改性酚醛树脂），环氧塑料料制造业年需要作为固化剂的酚醛树脂约 4,000 吨。随着欧美日等国家和地区的劳动力成本不断提升以及下游消费电子制造向中国大陆转移，中国大陆已经成为全球产值最大、增长最快的 PCB 制造基地。2018 年，大陆 PCB 行业产值达到 326 亿元，2008-2018 年平均增长率达到 8.05%。在政策支持、技术突破的驱动下，我国半导体产业快速发展，2008-2018 年大陆 IC 封装、制造销售额平均增长率分别达 13.49%、16.56%，有望复制 PCB 产业转移的路径。同时，光刻胶作为半导体制程的关键材料，正处在进口替代的关键时点。电子酚醛作为覆铜板、环氧塑料料和光刻胶的原材料，其市场规模将随着下游国产化进程的推进而不断提高，我们预计未来 5 年国内电子级酚醛的需求量将以 15%-20% 的速度增长。

图29：2008-2018 年大陆 PCB 产值 CAGR 为 8.05%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：中国大陆 IC 封测、制造业销售额快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司积极推进电子酚醛的市场化进程。公司依靠积累的大量酚醛树脂技术，积极拓展酚醛树脂在电子材料领域的新应用。公司年报披露，2019 年获批组建上海市企业技术中心，将持续保持并加强公司的创新投入和先进技术研发力度，尤其是加快电子酚醛的新技术新产品向市场化转化的步伐，尽快形成公司新的核心优势，引领行业进步，实现更好的经营成果。

4.2、顺应政策趋势，开拓可降解高分子材料

国内限塑政策升级，可降解塑料迎来发展契机。受全球“限塑”、“禁塑”法令影响，可降解塑料需求持续增长，根据 IHS Markit 的统计数据，2018 年全球生物降解塑料需求量为 36 万吨，2023 年将增长至 55 万吨，年均复合增长率达 8.85%。我国早在 2008 年就出台了“限塑令”，但随着快递、外卖等新兴行业的发展，一次性塑料制品用量激增，白色污染问题亟待治理。2020 年 1 月，发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确提出分步骤、分领域禁限使用一次性塑料制品，推广、应用可降解包装膜、塑料袋、地膜等替代产品。聚己二酸/对苯二甲酸丁二酯（PBAT）是目前生物降解塑料研究中非常活跃和市场应用最好降解材料之一，我国 PBAT 技术发展相对成熟，原材料己二酸 PTA 产量富足，具备大规模工业化的条件。根据中国产业信息网，2018 年国内 PBAT 树脂需求量达 3.35 万吨，同比增速达 18.79%。我们认为，在限塑政策的驱动下，国内可降解塑料的需求空间将迎来快速增长。

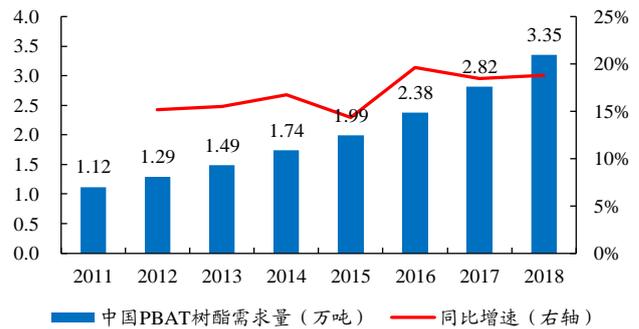
表10：国家政策支持可降解塑料的发展

时间	政策	部门	相关内容
2017 年 4 月	“十三五”材料领域科技创新专项规划	科技部	全生物降解材料入围。
2017 年 10 月	关于协同推进快递业绿色包装工作的指导意见	国家邮政局、发改委、科技部等十部门	从国家层面提出了推进快递行业资源节约以及废弃物污染防治的多项措施，提出到 2020 年，可降解的绿色包装材料应用比例将提高到 50%”。
2017 年 11 月	农用薄膜行业规范条件（2017 年本）	工信部	鼓励研发生产使用生物降解地膜。
2018 年 2 月	《快递封装用品》系列国家标准	国家质检总局、国家标准委	要求快递包装袋宜采用生物降解塑料，减少白色污染；并相应增加了生物分解性能要求
2019 年 6 月	中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）	国务院	国家鼓励科研、生产单位研究、生产易回收利用、易处置或者在环境中可降解的薄膜覆盖物和商品包装物。禁止生产、销售不易降解的薄膜覆盖物和商品包装物。
2019 年 10 月	产业结构调整指导目录（2019 年本）	发改委	鼓励生物可降解塑料及其系列产品开发、生产与应用。
2020 年 1 月	进一步加强塑料污染治理的意见	发改委、生态环境部	提出推广应用替代产品。在商场、超市、药店、书店等场所，推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品和可降解购物袋，鼓励设置自助式、智慧化投放装置，方便群众生活。推广使用生鲜产品可降解包装膜（袋）。建立集贸市场购物袋集中购销制。在餐饮外卖领域推广使用符合性能和食品安全要求的秸秆覆膜餐盒等生物基产品、可降解塑料袋等替代产品。在重点覆膜区域，结合农艺措施规模化推广可降解地膜。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

图31: 全球可降解塑料需求持续增长


数据来源: IHS Markit、开源证券研究所

图32: 2011-2018年中国PBAT树脂需求 CAGR 为 17%


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

公司积极开拓可降解高分子材料。公司依托国际先进水平的科研平台,积极培育生物基可降解材料、环境友好材料等新型化工材料,重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料。公司2018半年报表明,公司考察、调研并计划布局可再生、可降解、可循环利用的特种材料与相关产业链整合,且并不刻意限定在轮胎与橡胶领域,而力图通过“政-产-学-研-用”的合力解决一些国计民生的重大问题。

5、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做了如下假设:

(1) 自产酚醛树脂: 公司原有酚醛树脂产能5.8万吨,2019年底华奇一期正式投产,新增酚醛树脂产能0.7万吨;华奇二期2020年建成投产,新增酚醛树脂产能2.4万吨。公司绑定优质客户,销量有望稳定增长。2019、2020年受主要原材料价格降低的影响,我们预计公司酚醛树脂的价格略有下调;随着海外高端市场的开拓,我们预计2021年自产酚醛业务的毛利率将有所提升。

(2) 贸易业务: 公司贸易业务主要为满足部分客户的配套需求,并且由于独家代理毛利率较高。我们假设未来两年贸易业务收入和毛利率维持稳定。

(3) 自产其他产品: 2018年前公司自产其他产品主要为PTBP阻聚剂,毛利率较低。受原材料苯酚降价的影响,2019年公司PTBP的价格有所下调。华奇化工募投项目将新增均匀剂、脂肪酸锌皂盐、抗湿滑剂、硫化树脂总产能1.6万吨,公司产品线的不断丰富,将带动自产其他产品销售规模的提升,以及业务毛利率的提升。

表11: 公司业务拆分

产品	指标 (单位)	2018A	2019E	2020E	2021E
自产酚醛树脂	营业收入 (百万)	1,485	1,575	1,807	1,988
	收入增速	26%	6%	15%	10%
	毛利率	39.45%	37.35%	36.70%	38.61%
贸易业务	营业收入 (百万)	495	444	444	444
	收入增速	-12%	-10%	0%	0%
	毛利率	31.73%	32.00%	32.00%	32.00%
自产其他产品	营业收入 (百万元)	194	195	236	354
	收入增速	21%	0%	21%	50%
	毛利率	22.88%	25.00%	27.00%	30.00%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.06、4.86、5.89 亿元，EPS 分别为 0.69、0.83、1.00 元/股，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 26.6、22.2、18.3 倍。我们认为，公司作为国内特种橡胶助剂龙头，募投项目投产后产能大幅增加、产品类型进一步拓宽，公司通过绑定优质客户保障新增产能有效释放。公司顺应国产化趋势以及环保要求，积极布局电子级酚醛和可降解材料，未来值得期待。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12: 可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价		归母净利润增速 (%)					PE (倍)				PEG (倍)			
	2020/02/20	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
阳谷华泰	9.22	80.43	-47.97	31.61	39.28	9.76	18.75	14.25	10.23	0.12	/	0.45	0.26		
金发科技	9.00	13.89	84.70	16.35	13.83	37.12	20.10	17.27	15.17	2.67	0.24	1.06	1.10		
雅克科技	44.38	284.90	90.10	33.36	25.99	154.57	81.31	60.97	48.39	0.54	0.90	1.83	1.86		
平均		126.41	42.27	27.10	26.37	67.15	40.05	30.83	24.60	1.11	0.57	1.11	1.07		
彤程新材	18.39	30.93	-1.61	19.84	21.12	26.14	26.57	22.17	18.30	0.85	/	1.12	0.87		

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除彤程新材外, 其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期

6、风险提示

原材料价格波动, 行业竞争加剧, 下游需求低迷等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1480	2206	1711	1927	2017
现金	530	1154	691	624	731
应收票据及应收账款	787	831	837	1034	1059
其他应收款	13	26	15	31	20
预付账款	25	33	27	40	35
存货	120	153	133	189	163
其他流动资产	4	8	8	8	8
非流动资产	396	962	2067	2095	2128
长期投资	0	34	1134	1134	1134
固定资产	288	387	384	408	425
无形资产	73	205	238	260	289
其他非流动资产	35	335	310	292	280
资产总计	1876	3168	3778	4022	4145
流动负债	657	801	1206	1152	913
短期借款	207	339	768	600	400
应付票据及应付账款	283	330	313	410	380
其他流动负债	167	132	125	141	133
非流动负债	22	58	58	58	58
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	58	58	58	58
负债合计	678	859	1264	1210	971
少数股东权益	27	34	32	40	49
股本	527	586	586	586	586
资本公积	209	826	826	826	826
留存收益	424	836	1045	1300	1609
归属母公司股东权益	1171	2275	2481	2771	3125
负债和股东权益	1876	3168	3778	4022	4145

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	229	352	458	309	548
净利润	323	412	404	493	598
折旧摊销	41	49	51	58	66
财务费用	29	-9	11	27	16
投资损失	0	-0	-15	-100	-110
营运资金变动	-161	-114	8	-169	-22
其他经营现金流	-3	16	0	0	0
投资活动现金流	-21	-678	-1141	15	10
资本支出	19	168	5	28	34
长期投资	-16	-358	-1100	0	0
其他投资现金流	-18	-868	-2236	42	44
筹资活动现金流	-162	770	219	-391	-451
短期借款	-18	132	429	-168	-200
长期借款	-38	0	0	0	0
普通股增加	7	59	0	0	0
资本公积增加	16	617	0	0	0
其他筹资现金流	-129	-37	-210	-223	-251
现金净增加额	37	465	-463	-67	107

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1901	2175	2242	2515	2814
营业成本	1224	1387	1455	1638	1790
营业税金及附加	10	10	10	12	13
营业费用	94	93	96	106	118
管理费用	153	116	120	133	149
研发费用	0	93	96	108	121
财务费用	29	-9	11	27	16
资产减值损失	3	-1	0	0	0
其他收益	3	9	5	3	3
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	15	100	110
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	391	494	475	595	720
营业外收入	2	6	12	0	0
营业外支出	5	3	1	0	0
利润总额	387	497	487	595	720
所得税	65	85	82	101	122
净利润	323	412	404	493	598
少数股东损益	8	-1	-1	7	9
归属母公司净利润	315	412	406	486	589
EBITDA	425	531	543	674	796
EPS(元)	0.54	0.70	0.69	0.83	1.00

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	9.7	14.4	3.1	12.2	11.9
营业利润(%)	9.2	26.3	-3.7	25.2	21.0
归属于母公司净利润(%)	19.8	30.9	-1.6	19.8	21.1
获利能力					
毛利率(%)	35.6	36.2	35.1	34.9	36.4
净利率(%)	16.6	19.0	18.1	19.3	20.9
ROE(%)	26.9	17.8	16.1	17.6	18.8
ROIC(%)	22.6	15.3	12.6	15.2	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	36.2	27.1	33.5	30.1	23.4
净负债比率(%)	-23.8	-35.3	3.1	-0.8	-10.4
流动比率	2.3	2.8	1.4	1.7	2.2
速动比率	2.0	2.5	1.3	1.5	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.70	0.69	0.83	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.60	0.78	0.53	0.94
每股净资产(最新摊薄)	2.00	3.88	4.23	4.73	5.33
估值比率					
P/E	34.2	26.1	26.6	22.2	18.3
P/B	9.2	4.7	4.3	3.9	3.4
EV/EBITDA	24.8	18.8	20.0	16.0	13.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835