

彤程新材 (603650)

证券研究报告
2020年03月06日

特种橡胶助剂龙头，多维度布局新材料

全球具有产业链竞争优势的橡胶轮胎助剂服务商

公司创业伊始从事全球知名品牌的轮胎橡胶用化工材料的商贸代理，后以此为切入点在产业链上进行纵向扩展，实现以橡胶用酚醛树脂为主的特种橡胶助剂自主生产。目前公司拥有成熟的三个自有国际化标准特种橡胶助剂生产基地，2020年酚醛树脂及各类加工助剂可达产能10.5万吨、高纯对叔丁基苯酚产能1.5万吨，是国内最大的特种橡胶助剂生产商之一。

公司客户覆盖全球轮胎75强（包括普利司通株式会社、米其林、固特异轮胎，德国马牌，韩泰轮胎等），产品在全球前20大轮胎企业广泛使用，相关产品在其所在市场处领导地位（酚醛树脂产品亚洲市占率第一）。

酚醛树脂特种橡胶助剂应用稳步发展，公司竞争优势显著

酚醛树脂是大体量且下游应用较为广泛而分散的化工品，2018年我国酚醛树脂表观消费量约122.31万吨。酚醛树脂厂商的竞争优势主要体现在细分下游应用领域客户的进入壁垒和技术壁垒。公司酚醛树脂产品主要应用于橡胶特种助剂领域，下游需求相对刚性，其增长主要跟随下游橡胶工业（特别是轮胎行业）的持续发展。

公司特种酚醛树脂具备国际领先制造水平，拥有北京、上海两大研发中心，聘请高级别专家担任公司首席科学家，扎实的技术研发能力保障其产品领先优势。同时，关键中间体基本实现自主生产，并持续加强工艺改进及环保投入，在产品质量稳定性及生产成本控制方面具有明显优势。

多维度布局、积极探索新材料领域

1、探索酚醛树脂高端领域。酚醛树脂凭借优良特性和可改性空间，促使研发方向向高性能、高附加值的精细化、功能化方向发展。而近年来酚醛树脂广泛的下游应用中电子、复合材料领域需求有所提升。公司拥有双研发中心，正加快电子酚醛的新技术新产品向市场化转化的步伐。

2、积极培育其他新型化工材料。公司参股北京石墨烯研究院为中国最顶尖的石墨烯研究机构之一，参股江苏先诺为国内领先的聚酰亚胺纤维生产企业；同时在生物可降解材料方面，公司在近期终止塑料废弃物联盟（AEPW）国内对话会中与包括巴斯夫、陶氏等企业参与共同探讨。公司未来在新材料领域发展值得期待。

盈利预测与投资评级

预计公司2019/2020/2021年的净利润分别为4.17、5.08、6.04亿元，按5.86亿总股本，对应EPS预测分别为0.71、0.87、1.03元。考虑到公司是细分领域龙头企业，伴随产能扩张未来2-3年内具备稳增长预期，给予公司2020年30倍PE估值，对应目标价为26.1元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：原材料价格大幅波动风险，环保安全风险，汇率波动风险，募投项目达产进度或不及预期风险

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.45元
目标价格	26.1元

基本数据

A股总股本(百万股)	585.99
流通A股股本(百万股)	131.42
A股总市值(百万元)	10,811.47
流通A股市值(百万元)	2,424.65
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	37.09
一年内最高/最低(元)	29.10/14.87

作者

唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,900.94	2,174.88	2,192.26	2,353.47	2,501.46
增长率(%)	9.71	14.41	0.80	7.35	6.29
EBITDA(百万元)	426.13	616.15	523.98	650.52	751.55
净利润(百万元)	314.87	412.27	417.42	507.55	603.74
增长率(%)	19.84	30.93	1.25	21.59	18.95
EPS(元/股)	0.54	0.70	0.71	0.87	1.03
市盈率(P/E)	34.34	26.22	25.90	21.30	17.91
市净率(P/B)	9.23	4.75	4.48	4.05	3.64
市销率(P/S)	5.69	4.97	4.93	4.59	4.32
EV/EBITDA	0.00	17.26	17.89	14.52	12.05

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 彤程新材是特种橡胶助剂龙头企业	4
2. 酚醛树脂应用领域拓展潜力大	10
2.1. 酚醛树脂：大体量，下游应用领域广泛的合成树脂	10
2.2. 酚醛树脂：特种橡胶助剂领域稳步发展	11
2.3. 酚醛树脂：新应用领域具备拓展潜力	13
2.4. 彤程新材：具备产业链竞争优势的特种橡胶助剂龙头企业	15
3. 新材料：多维布局，积极培育	19
4. 核心盈利预测假设	19
5. 首次覆盖，给予“买入”的投资评级	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司主营业务及所在产业链位置	4
图 2：公司 2018 年分业务收入占比情况	4
图 3：公司 2018 年分业务毛利占比情况	4
图 4：2020 年自产产品产能结构（按产能：万吨）	5
图 5：公司四大生产基地净利润	5
图 6：公司股本及变化情况	6
图 7：公司股权结构图	7
图 8：公司分业务收入增长情况	8
图 9：公司自产酚醛树脂销量及单价变化	8
图 10：公司分业务毛利及综合毛利率情况	9
图 11：公司各业务毛利率情况	9
图 12：公司四项费用率情况	9
图 13：公司净利润及净利率情况	9
图 14：公司资产收益率情况	9
图 15：公司营业收入质量较高	9
图 16：我国酚醛树脂供需情况	10
图 17：2018 年我国酚醛树脂制品主要应用消费占比	10
图 18：中国是全球橡胶助剂核心生产国	11
图 19：橡胶助剂下游消费以轮胎为主	11
图 20：国内橡胶助剂分类及产量数据	11
图 21：我国橡胶制品、轮胎、橡胶助剂产品增速相关性高	12
图 22：轮胎原材料占比	12
图 23：全球乘用车及轻卡轮胎销量	12
图 24：2018 年全球轮胎配套、替换市场占比（按销量）	12

图 25: 2018 我国橡胶助剂销售额占比 (分企业)	12
图 26: 2018 我国橡胶助剂销量占比 (分企业)	12
图 27: 我国酚醛树脂下游消费结构变化	13
图 28: 电子材料领域用特殊新型酚醛树脂下游应用比例	14
图 29: 公司各生产基地产能增长情况	15
图 30: 公司是国内特种橡胶市占率最高的企业	15
图 31: 公司研发费用情况	16
图 32: 公司专利情况 (截至 2018 年)	16
图 33: 北京、上海两大研发中心	16
图 34: 聘请高级别专家担任公司首席科学家	16
图 35: 公司实现关键中间体自主生产 (方框内为采购原料)	16
图 36: 公司酚醛树脂产品毛利率水平较高	16
图 37: 公司主要客户	17
图 38: 公司主要供应商 (贸易业务)	17
图 39: 公司持有中策橡胶 8.9195% 权益	18
图 40: 中策橡胶营业收入及预测	18
图 41: 公司向中策销售金额	18
图 42: 公司多维布局新材料领域	19
表 1: 公司自产产品各主要生产基地产能 (单位: 万吨)	5
表 2: 公司现任董事会人员情况	7
表 3: 公司分红情况	8
表 4: 国内主要酚醛树脂生产企业产品下游各有专攻	10
表 5: 2018 年我国橡胶助剂销量排名前十	13
表 6: 几种电子材料用酚醛树脂	14
表 7: 几种复合材料用酚醛树脂	14
表 8: 公司自产及贸易产品	15
表 9: 持续加强工艺改进及环保投入	17
表 10: 公司主要产品营业收入、毛利率预测	19
表 11: 可比公司估值对比	20

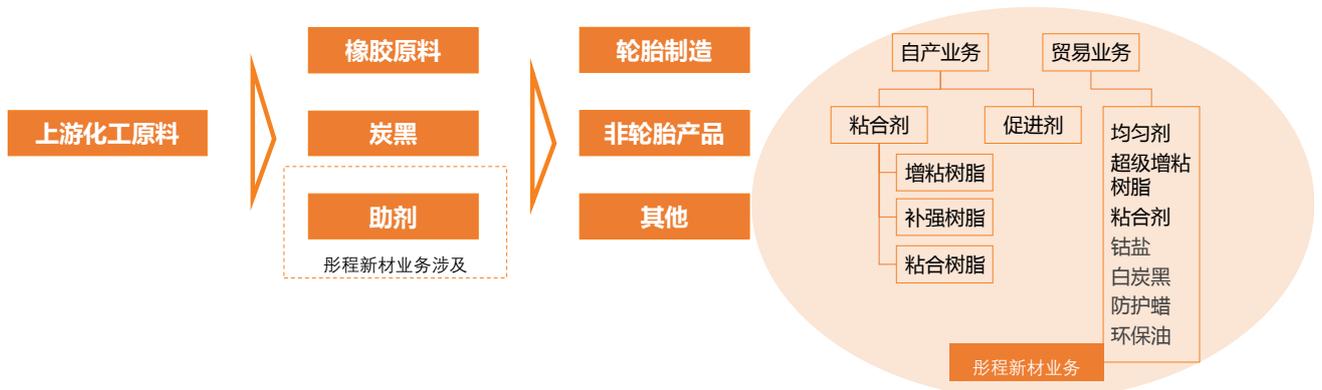
1. 彤程新材是特种橡胶助剂龙头企业

特种橡胶助剂（酚醛树脂）龙头企业

彤程新材料集团股份有限公司（以下简称“彤程新材”或“公司”）是中国最大的特种橡胶助剂生产商之一，产品广泛应用于轮胎及其他橡胶制品行业。公司创业伊始从事全球知名品牌的轮胎橡胶用化工材料的商贸代理，逐步成为国内外主要轮胎橡胶客户的长期合作伙伴。2018 年公司实现收入 21.75 亿元，归母净利润 4.12 亿元。

公司客户已覆盖全球轮胎 75 强（包括普利司通株式会社、米其林公司、固特异轮胎橡胶公司，德国马牌，韩泰轮胎等），产品在全球前 20 大轮胎企业广泛使用，相关产品在其所在市场处于领导地位（酚醛树脂产品在亚洲市场占有率第一）。

图 1：公司主营业务及所在产业链位置

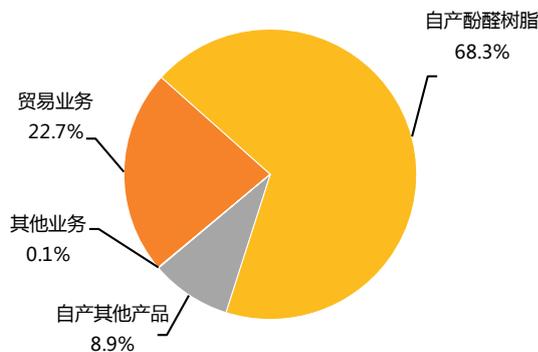


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

四大生产基地+具备竞争优势的贸易业务

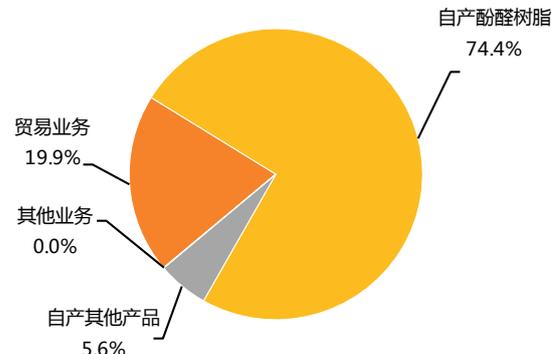
- 自产产品：拥有三个成熟的自有国际化标准的特种橡胶助剂生产基地（基地经营主体分别为华奇化工、彤程化学、常京化学三个子公司）；2020 年酚醛树脂及各类加工助剂产能可达 10.5 万吨（2019 年预计新增 2.7 万吨）、高纯对叔丁基苯酚产能 1.5 万吨。2018 年自产产品实现营收 14.85 亿元，毛利率 39.5%。
- 贸易业务：主要是为下游轮胎制造商提供配套橡胶助剂产品（超级增粘树脂、粘合剂、均匀剂、防护蜡及钴盐等），产品制造均为海外优势跨国公司。2018 年贸易产品销量约 2.3 万吨，实现营收 4.95 亿元，毛利率 31.7%。

图 2：公司 2018 年分业务收入占比情况



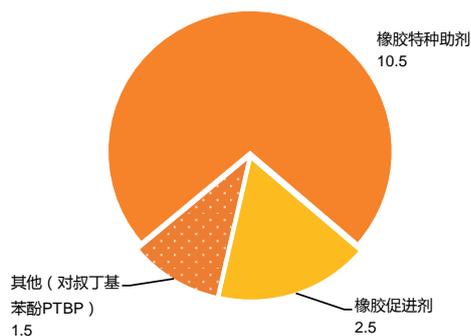
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司 2018 年分业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年自产产品产能结构（按产能：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司四大生产基地净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司自产产品各主要生产基地产能（单位：万吨）

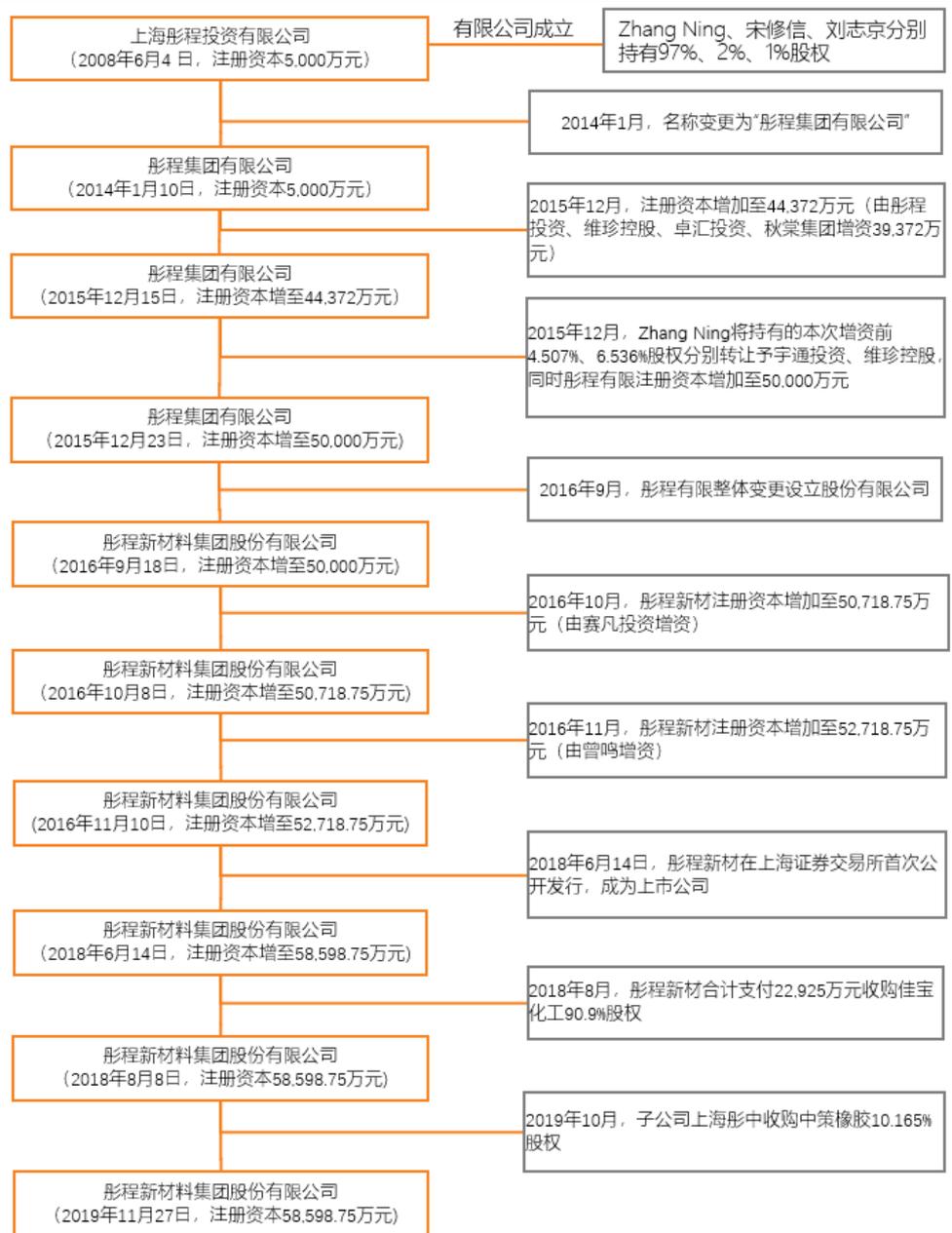
子公司	产品	2017	2018	2019E	2020E	2021E
华奇化工	合计	2.5	2.5	4.5	7.2	7.2
	上市前	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	对特辛基苯酚甲醛增粘树脂	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	对叔丁基苯酚甲醛增粘树脂	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	苯酚甲醛改性补强树脂	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	间苯二酚甲醛树脂	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	IPO 项目一			2.0	2.0	2.0
	烷基酚甲醛树脂			0.7	0.7	0.7
	均匀剂			0.5	0.5	0.5
	脂肪酸锌皂盐			0.6	0.6	0.6
	抗湿滑剂			0.2	0.2	0.2
	IPO 项目二				2.7	2.7
	苯酚甲醛改性补强树脂				1.7	1.7
	间苯二酚甲醛树脂				0.7	0.7
硫化树脂				0.3	0.3	
彤程化学	酚醛树脂助剂	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	其他（对叔丁基苯酚 PTBP）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
常京化学	各类酚醛树脂助剂	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
彤程精细	促进剂合计		2.5	2.5	2.5	2.5
	硫化促进剂 M		2.0	2.0	2.0	2.0
	硫化促进剂 DM		0.5	0.5	0.5	0.5
合计	橡胶特种助剂	5.8	5.8	7.8	10.5	10.5
	橡胶促进剂		2.5	2.5	2.5	2.5
	其他（对叔丁基苯酚 PTBP）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源：各生产基地环评文件，天风证券研究所

股权结构清晰

公司前身为 2008 年 6 月成立的上海彤程投资有限公司，Zhang Ning、宋修信、刘志京分别持有 97%、2%、1% 股权。2015 年，为理顺管理及业务架构，并引入资产重组所需资金，公司进行股权转让，同时注册资本增至 50,000 万元，并以收购股权的方式对同一实际控制人下相同、类似或相关的业务进行了资产重组。2016 年彤程有限整体变更改制，并随着公司业务不断发展，为扩充公司资本实力，通过增资方式先后引入赛凡投资与曾鸣投资。2018 年 6 月 14 日，彤程新材在上海证券交易所首次公开发行。

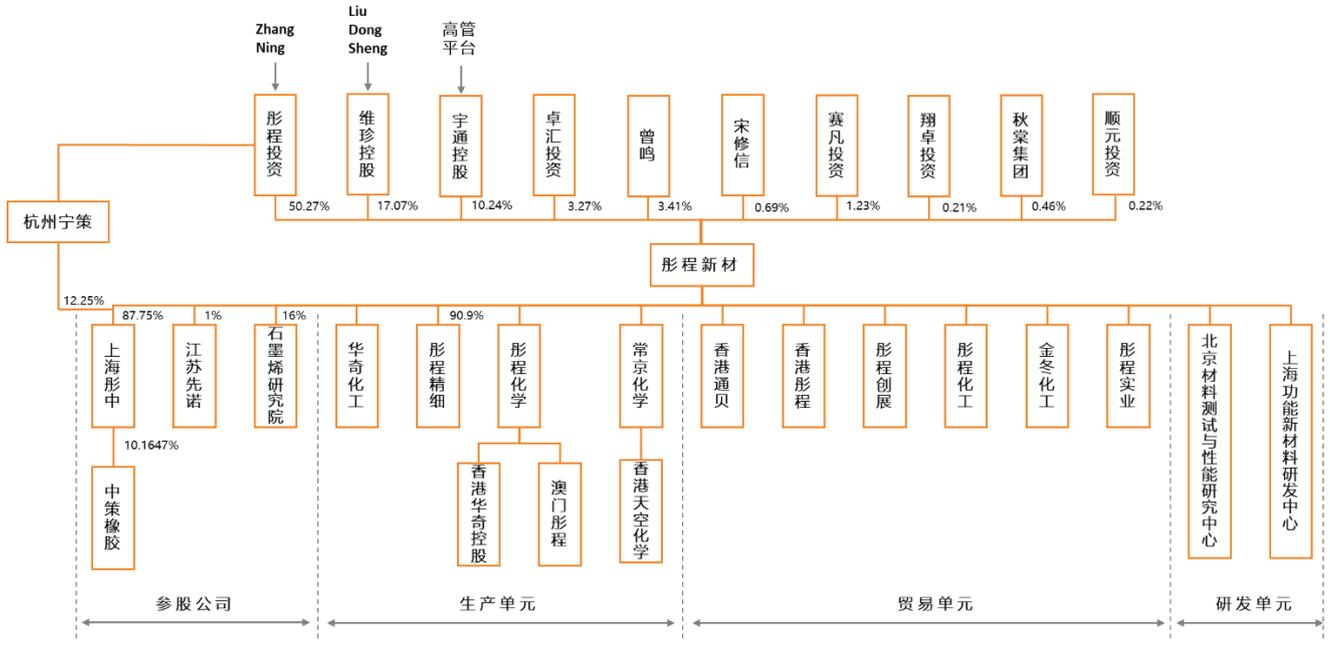
图 6：公司股本及变化情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司的主要发起人为彤程投资、维珍控股、宇通投资、卓汇投资，目前前十大股东中，彤程投资持有公司 50.27% 股份（董事长 Zhang Ning 持有彤程投资 100% 股权）；维珍控股持有公司 17.07% 股份，Zhang Ning 之配偶 Liu Dong Sheng 持有维珍控股 100% 股权；由公司高管共同出资设立的宇通投资持有公司 10.24% 股份。因此，Zhang Ning 与 Liu Dong Sheng 夫妻及宇通投资合计控制公司 77.58% 股份，为公司共同实际控制人。

图 7：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：未标数字的为 100% 控股

公司核心管理团队共同创业多年，管理人员或具有海外求学经历，或具有专业的知识背景，或曾在业内领先的外资、合资企业担任管理职位，具备多年轮胎橡胶助剂及轮胎行业经营管理或技术研发经验；其中，独立董事蹇锡高先生为中国工程院以及亚太材料科学院院士。经验丰富兼具国际视野的管理团队是公司保持竞争优势和可持续发展的保障。

表 2：公司现任董事会人员情况

姓名	职务	主要工作经历（主要罗列涉及海外求学、专业背景、外资工作等）
Zhang Ning	董事长，董事	1999 年 8 月创立彤程化工，先后担任彤程化工董事长、彤程有限董事长。现任公司董事长、Cheetah Mobile Inc 独立董事、北京石墨烯研究院有限公司董事长
丁永涛	董事，副总裁，财务负责人	曾任上海华谊（集团）公司财务部副经理，佳通轮胎（中国）投资有限公司资金部副总经理
周建辉	董事，总裁	曾任上海轮胎集团股份有限公司集团办公室主任、董秘，佳通轮胎银川佳通有限公司常务副总，佳通轮胎中国投资有限公司销售副总，华奇化工总经理
袁敏健	董事，副总裁	曾任中石化股份有限公司高桥分公司工程处处长，安全监督管理处处长等职务
HWANG YUH-CHANG	独立董事	现任中欧国际工商学院会计学教授
Li Alexandre Wei	独立董事	现任瑞士 MAXDOSA 公司法律顾问
蹇锡高	独立董事	中国工程院院士，亚太材料科学院院士；曾任大连理工大学副教授，加拿大 McGill 大学客座教授。现任大连理工大学高分子材料研究所教授、所长，辽宁省高性能树脂工程技术研究中心主任

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019年2月1日至2020年1月22日，Zhang Ning女士累积增持公司股份111.65万股，占公司总股本0.19%。此外，公司重视对投资者的合理投资回报，兼顾公司的可持续发展，实行持续、稳定的股利分配政策，2017/2018年向全体股东每10股派发现金红利3.03/3.40元（含税），共分别分配股利1.60/1.99亿元。

表 3: 公司分红情况

年度	每 10 股派息数(元)(含税)	现金分红的数额(含税)(万元)	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润(万元)	占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)
2018 年	3.40	19923.58	41226.58	48.33
2017 年	3.03	16000	31487.09	50.81
2016 年			26273.39	

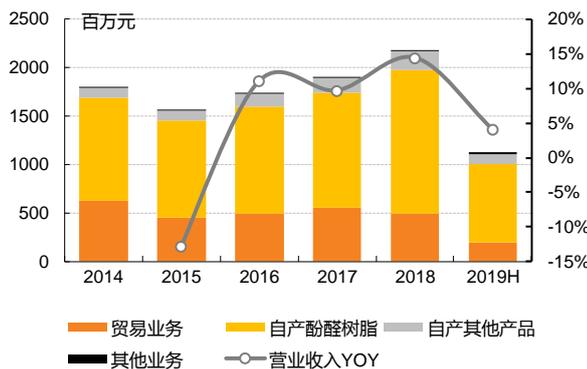
资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

自产产品产能扩张带动收入增长，结构优化提升盈利能力

自产酚醛产品是营收及利润主要来源。2018年，公司实现营业收入21.7亿元，其中自产酚醛树脂14.8亿元，贸易业务4.9亿元，占比分别为68.3%、22.7%；实现毛利7.87亿元，其中自产酚醛树脂5.86亿元、贸易业务1.57亿元，占比分别为74.4%、19.9%。2014~2018年，公司自产酚醛树脂业务的收入及毛利占比维持在60%以上，且持续提升（2014~2018年，收入占比从60%提升至68%，毛利占比从63%提升至74%），是收入及利润的主要来源。

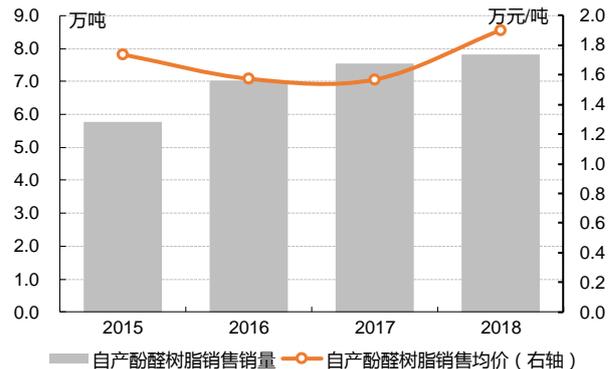
收入规模扩大源于自产产品生产规模的提升。2014~2018年，公司营收从17.9亿元增长至21.7亿元，公司自产酚醛树脂规模伴随产销量增加扩张呈持续扩大态势（价格波动相对较小）（图9），而贸易业务收入占比从2015年的约29%下降至2019年前三季度的约19%。此外，公司积极开拓海外市场，海外业务占比持续提升，2018年达20.6%，也是带动收入提升的因素之一。

图 8: 公司分业务收入增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

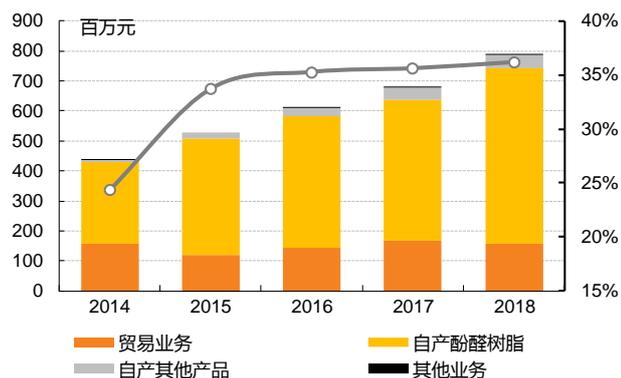
图 9: 公司自产酚醛树脂销量及单价变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

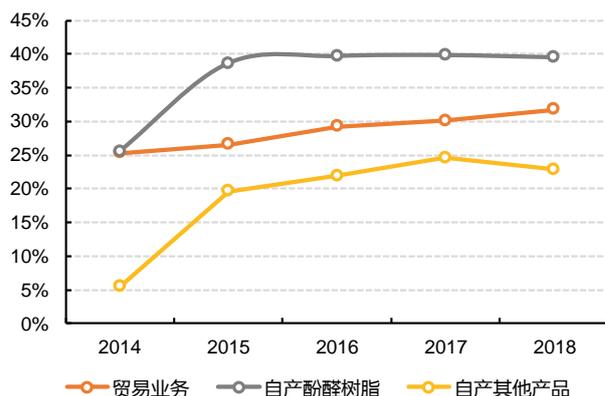
毛利率维持较高水平，高毛利自产产品占比提升带动结构优化。自产酚醛树脂毛利率2014年为25.5%，2015年由于原材料价格大幅下跌而自产产品价格跌幅相对较小致使毛利率整体上升至约39%水平，之后受益于高毛利的自产产品规模扩大、单位生产成本下降，基本维持在39%左右。公司贸易产品具有质量好、知名度高等特点，销售过程中较同类型的国产产品具有一定的优势，因而毛利率较高，2014年至2018年基本维持在25%~30%左右。同时，公司高毛利率自产产品销售占比的提升，带动公司综合毛利率提升。

图 10：公司分业务毛利及综合毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

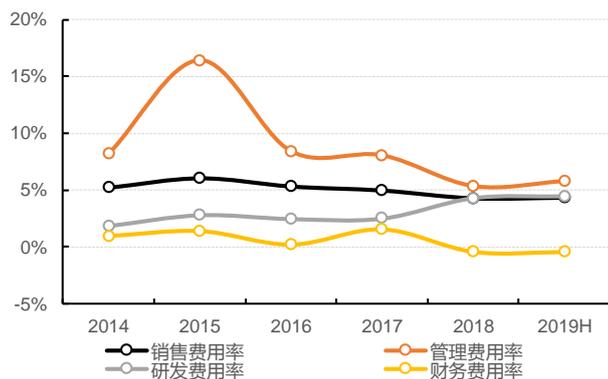
图 11：公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

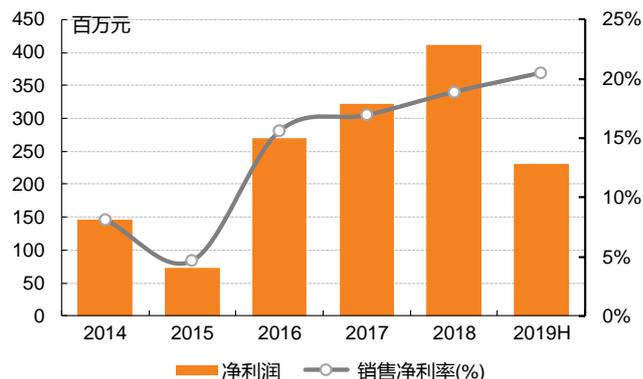
依托规模扩张及结构优化,公司净利润从 2014 年 1.46 亿元快速增长至 2018 年 4.12 亿元,其中仅 2015 年净利润下跌至 7333 万元,主要原因系公司因增资确认股份支付造成的管理费用变化以及汇兑损益造成的财务费用变化。ROE 从 2015 年 18.79% 增长至 2017 年 26.89%; 2018 年由于公司上市发行,股本规模扩大,净资产较上年同期增长 94.30%, ROE 回落至 18.12%。公司经营活动产生的现金流量净额占息税前利润比例一直保持在 50% 以上,其经营业绩具有较好的现金流支撑。

图 12：公司四项费用率情况



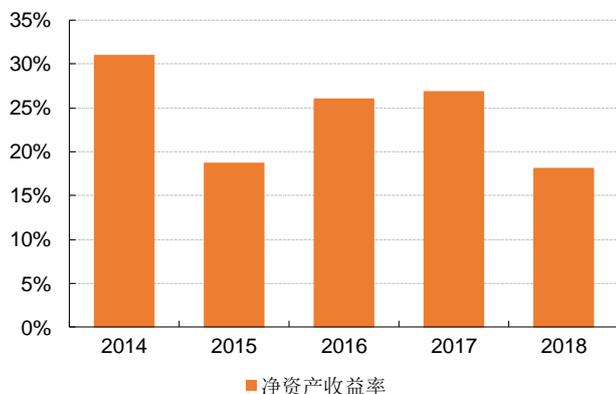
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：公司净利润及净利率情况



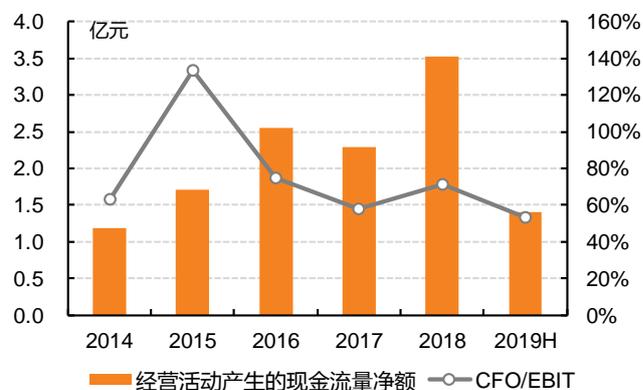
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司资产收益率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：公司营业收入质量较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

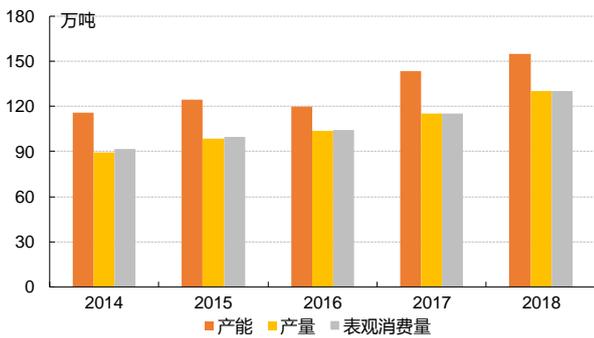
2. 酚醛树脂应用领域拓展潜力大

2.1. 酚醛树脂：大体量，下游应用领域广泛的合成树脂

酚醛树脂是一种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，其中苯酚-甲醛树脂是酚醛树脂中最典型和最重要的一种。酚醛树脂是三大热固性树脂之一，下游应用广泛（图 17）。2018 年我国酚醛树脂产能约 155 万吨，产量及表观消费量约 130 万吨。

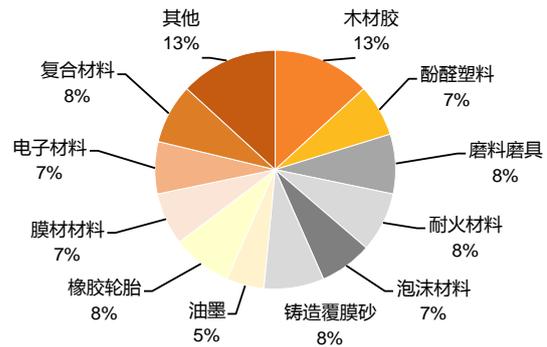
酚醛树脂特有的化学结构和大分子交联网状结构赋予其许多优良性能，如优良的粘附性、耐热性、抗烧蚀性及阻燃性等。早期酚醛树脂主要用于大批量生产价格低廉的模塑料、木材加工、涂料、粘结剂。随技术发展，酚醛树脂持续改良，机械强度和耐热阻燃性能不断提升，目前被广泛应用于制造玻璃纤维增强塑料、电子材料、膜材材料等。

图 16：我国酚醛树脂供需情况



资料来源：圣泉集团招股说明书，天风证券研究所

图 17：2018 年我国酚醛树脂制品主要应用消费占比



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

作为大体量且下游较为分散的化工品，酚醛树脂厂商的竞争优势主要体现在**细分下游应用领域客户的进入壁垒**（下游企业对合成树脂供应商的产品质量、应用性能、供货稳定性和及时性、产品的使用开发能力及后续的技术服务等要求较为严格，供应商的认证流程较长）和**技术壁垒**（针对不同的下游，其合成树脂产品的产品配方和生产工艺有所不同，需紧密跟踪下游需求变化，持续优化并通过规模化生产来降低成本，新进入者难以短期全面掌握）。因而多数酚醛树脂生产企业产品下游应用往往集中于一部分特定领域。

表 4：国内主要酚醛树脂生产企业产品下游各有专攻

公司名称	2018 年产能 (万吨/年)	主要产品下游应用领域
太尔化工有限公司； 太尔胶黏剂有限公司	15.00	酚醛树脂原材料、低固含液体酚醛树脂
圣莱科特化工有限公司	7.00	轮胎橡胶用酚醛树脂
苏州住友电木有限公司	4.00	电子材料专用酚醛树脂
松下电子材料有限公司	3.00	酚醛树脂模塑料、半导体电子封装用酚醛树脂
欧区爱铸造材料（中国）有限公司	2.20	铸造用酚醛树脂
可隆乔治亚太平洋化学（苏州）有限公司	1.80	轮胎、电子专用酚醛树脂和酚醛绝缘材料酚醛层压材料
济南圣泉集团股份有限公司	31.00	磨料磨具、摩擦材料、覆膜砂、耐火材料、保温材料、电子材料、轮胎橡胶用材料、绝缘材料
山东宇世巨化工有限公司	20.00	磨料磨具、摩擦材料、覆膜砂、耐火材料、保温材料
山东莱芜润达化工有限公司	6.00	铸造材料、磨料磨具、耐火材料
彤程新材料集团股份有限公司	5.80	轮胎橡胶用酚醛树脂
辽宁锦成化工耐火材料有限公司	4.00	耐火酚醛

资料来源：圣泉集团招股说明书，天风证券研究所

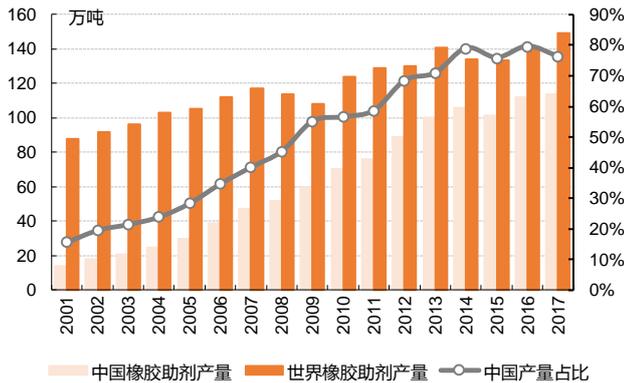
2.2. 酚醛树脂：特种橡胶助剂领域稳步发展

彤程新材自产酚醛树脂目前应用领域是橡胶特种助剂，故据此下游应用领域展开。

橡胶助剂：味精型化学品，不可或缺

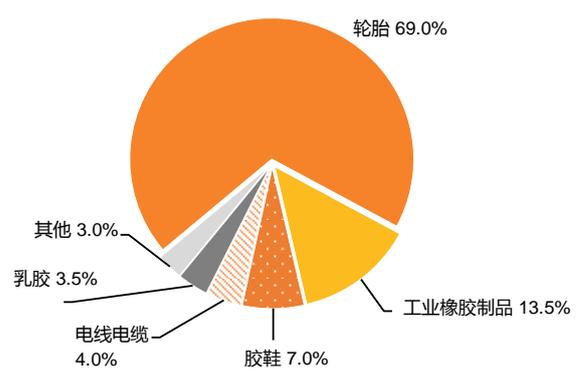
橡胶助剂是指橡胶加工过程中所需添加的化工产品，用于使橡胶制品（轮胎、胶管、胶带、胶鞋等）具有优良弹性和提高使用性能、调整橡胶产品结构、改善橡胶加工工艺等。我国是全球最大的橡胶助剂生产国和供应国，2018 年实现产量 117.24 万吨，全球占比超过 75%；产值约 254 亿元。

图 18：中国是全球橡胶助剂核心生产国



资料来源：中国橡胶工业协会，天风证券研究所

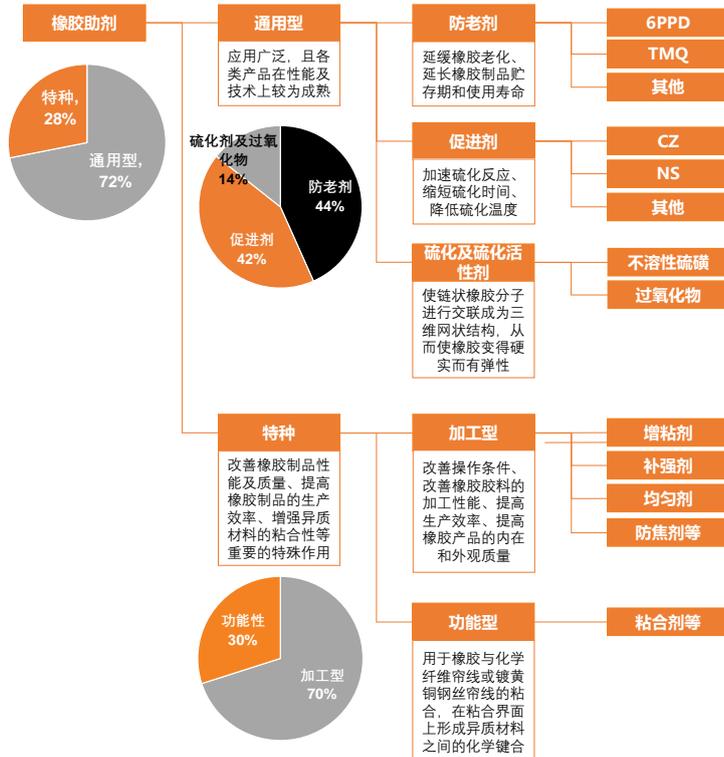
图 19：橡胶助剂下游消费以轮胎为主



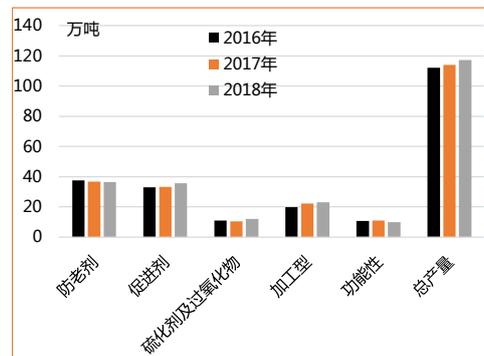
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据中国橡胶工业协会 2018 年产量数据，橡胶助剂中约 72% 为通用型（防老剂、促进剂、硫化及硫化活性剂）、28% 为特种橡胶助剂（加工型、功能型）。彤程新材目前酚醛树脂产品主要用于特种橡胶助剂，2018 年我国特种助剂产量 32.98 万吨，其中加工型 23.1 万吨，特种功能性 9.88 万吨。

图 20：国内橡胶助剂分类及产量数据



橡胶助剂产量 (万吨)	2016年	2017年	2018年
通用型			
防老剂	37.5	36.9	36.54
促进剂	33.1	33.3	35.67
硫化剂及过氧化物	10.9	10.4	12.05
特种			
加工型	19.8	22.4	23.1
功能性	10.8	11	9.88
总产量	112.1	114	117.24



资料来源：橡胶助剂工业协会，天风证券研究所

橡胶助剂下游需求刚性、稳定

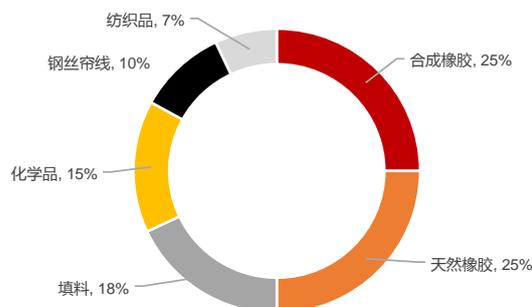
作为橡胶工业重要的原材料，橡胶助剂的使用相对刚性，其增长主要跟随下游橡胶工业的持续发展。我国橡胶工业庞大的消耗量和稳定的增长速度，为橡胶助剂行业提供了稳定发展的基础和市场空间。其中轮胎行业橡胶助剂用量最大（占比约 69%），虽然近年来汽车市场增量较为有限，但轮胎替换市场在汽车高基数保有量下预计需求较为稳定。此外，随着各国对轮胎性能要求的提高，轮胎产品质量提升和产业结构优化也将为高技术含量的特种橡胶助剂提供更广阔的发展空间。

图 21：我国橡胶制品、轮胎、橡胶助剂产品增速相关性高



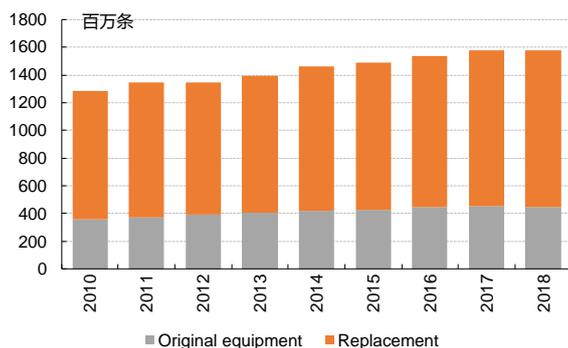
资料来源：wind、智研资讯、科迈化工招股书、天风证券研究所

图 22：轮胎原材料占比



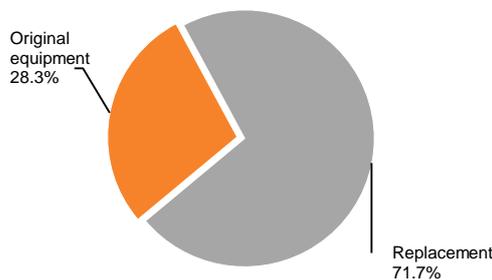
资料来源：米其林 2018 年年报，天风证券研究所

图 23：全球乘用车及轻卡轮胎销量



资料来源：米其林年报，天风证券研究所

图 24：2018 年全球轮胎配套、替换市场占比 (按销量)

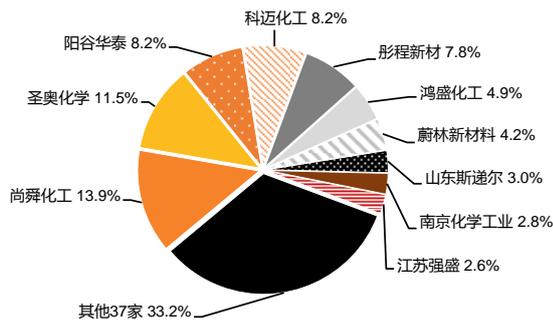


资料来源：米其林年报，天风证券研究所

橡胶助剂企业产品各具特色，核心在于进入下游轮胎企业供应链体系

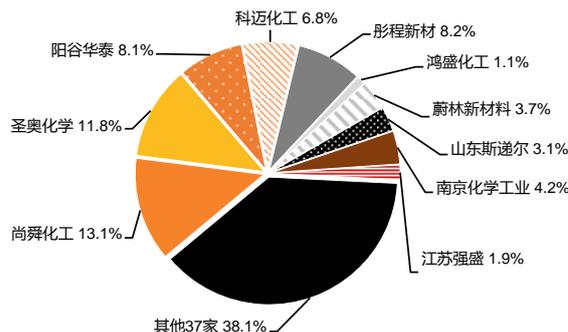
国内橡胶助剂供应的集中化、规模化趋势已经形成。中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会根据 47 家会员统计数据：2018 年我国橡胶助剂销售收入 254.1 亿元，其中销售收入前 10 名的企业合计占总销售收入的 67%，产量合计占总产量的 61.5%。

图 25：2018 我国橡胶助剂销售额占比 (分企业)



资料来源：中国橡胶工业协会，天风证券研究所

图 26：2018 我国橡胶助剂销量占比 (分企业)



资料来源：中国橡胶工业协会，天风证券研究所

国内各主要助剂生产企业在产品种类、生产工艺等方面仍然存在一定差异，行业内主要企业均拥有自己的主导产品，专注于不同的细分市场，产品系列各具特色，并不存在全面的直接竞争关系，只是在部分产品上存在直接的竞争。并且，橡胶助剂生产工艺流程相对复杂，产品导入的测试期，生产设备的调试、新技术、新产品和新工艺研发周期较长。

表 5：2018 年我国橡胶助剂销量排名前十

公司名称	销售收入 (亿元)	总产量 (万吨)	主要橡胶助剂类型
尚舜化工	35.2	15.4	促进剂、防老剂、硫化剂及过氧化物
圣奥化学	29.3	13.8	防老剂
阳谷华泰	20.74	9.5	促进剂、防焦剂、硫化剂及过氧化物、预分散母胶粒
科迈化工	20.74	8	促进剂、防老剂
彤程新材	19.7	9.6	特种助剂
鸿盛化工	12.5	1.25	其他
蔚林新材料	10.6	4.3	促进剂
山东斯递尔	7.5	3.6	防老剂
南京化学工业	7.04	4.9	防老剂
江苏强盛	6.5	2.2	其他

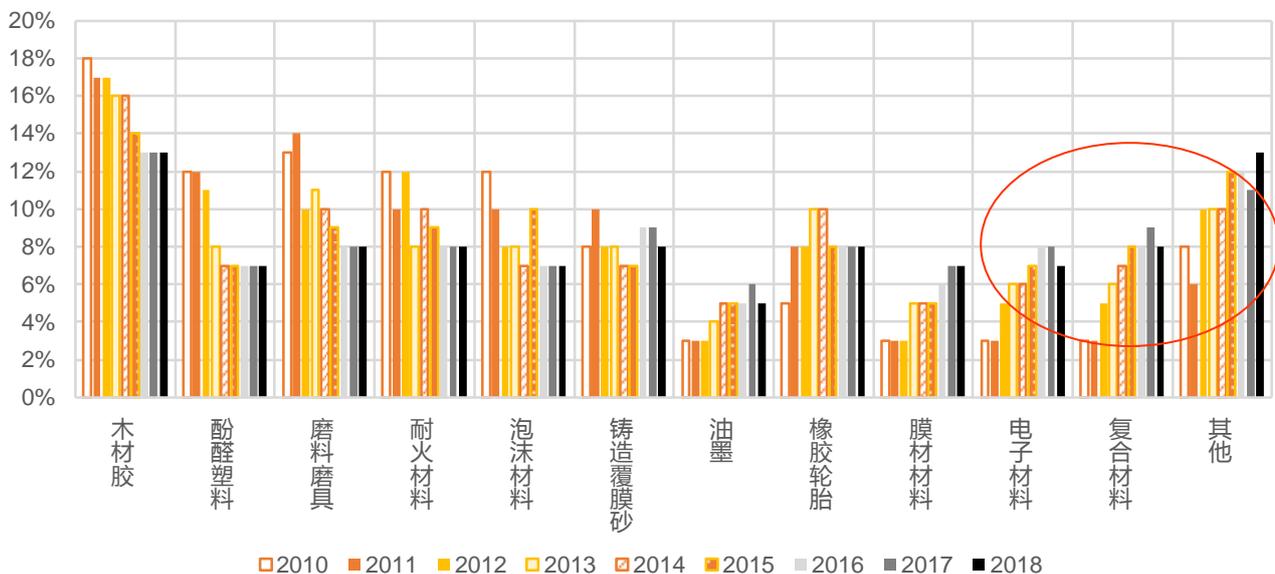
资料来源：中国橡胶工业协会，天风证券研究所

橡胶助剂的下游客户主要是国内外知名的轮胎制造商。橡胶助剂在改善轮胎橡胶的性能方面起到至关重要的作用（影响轮胎品质和性能）。轮胎制造商选择橡胶助剂供应商时非常谨慎，对橡胶助剂质量的认证均建立在详细考察和业务合作的基础上，一般需要 1~2 年的认证期，在认证之后一般不会轻易变更供应商。因此，轮胎制造商与现有橡胶助剂供应商稳定的合作关系对新进入橡胶助剂行业的企业将造成一定的限制。

2.3. 酚醛树脂：新应用领域具备拓展潜力

酚醛树脂凭借优良特性和可改性空间，促使研发方向向高性能、高附加值的改性酚醛树脂发展，总体上向着精细化、功能化方向发展，逐渐形成多种类、小批量的生产格局。如前文所述，酚醛树脂下游应用十分广泛，而近年来，在电子、复合材料、其他领域的需求有所提升。

图 27：我国酚醛树脂下游消费结构变化

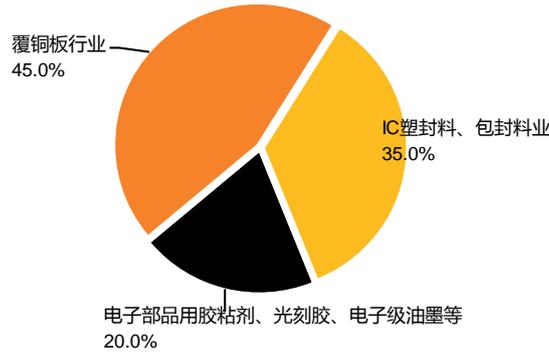


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

电子材料用酚醛树脂

高端电子材料用酚醛树脂广泛适用于印制电路板（PCB）用基板材料（即覆铜板，CCL）、绝缘材料（层压板等）、集成电路封装用塑封料（EMC）、电子部品用胶粘剂、树脂填充材料、光刻胶、电子级油墨等。电子级酚醛树脂产品中金属杂质离子的含量可达 ppm 级甚至更低的 ppb 级，应用于玻璃纤维增强塑料、酚醛层压板、酚醛模塑料、集成电路电气电子器件的塑封、特殊的耐热绝缘材料及民用电器，还应用于半导体封装材料中的固化剂，作为环氧塑封材料的硬化剂，是电子元器件不可缺少的绝缘保护层。ppb 级的酚醛树脂还应用于半导体芯片并可作为光刻胶中的主成膜物，是不可或缺的高技术材料。

图 28：电子材料领域用特殊新型酚醛树脂下游应用比例



资料来源：全国酚醛材料产业发展中心，天风证券研究所

表 6：几种电子材料用酚醛树脂

名称	特点	应用领域
线性苯酚甲醛树脂	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领域，低分子量的可用作特种环氧树脂
液体酚醛树脂	产品质量稳定，可根据需要订制不同规模的溶液产品	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	分子量分布窄，游离酚含量低，游离双酚 A 含量适中，韧性、耐热性好	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	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及特种环氧树脂中间体
XYLOK 酚醛树脂	具有良好的力学性能，化学稳定性好，耐热性高，耐水性好，硬化时收缩小，制品尺寸稳定等优良性能	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	分子中含有三嗪环结构，具有较高耐热性以及氮磷协同阻燃效果	用于无卤阻燃体系的覆铜板、模塑料及其他复合绝缘材料体系
光刻胶用线性酚醛树脂	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到了 ppb 级	用于各种电子玻璃蚀刻、IC 芯片蚀刻等尖端的应用领域
DCPDN 酚醛树脂	脂环结构大幅提高材料的粘结强度，降低吸水性及弯曲模量	用于高档的分立器件及半导体封装领域

资料来源：圣泉集团官网，天风证券研究所

复合材料用酚醛树脂

酚醛树脂基复合材料以酚醛树脂为基体，以玻璃纤维、碳纤维或者纸等为增强材料，酚醛树脂作为粘结剂，通过不同浸胶方式上胶，经高温固化成型制得的新型复合材料，主要方向是提高其韧性、提高强度和加快固化速度。如，以碳纤维做增强材料的酚醛复合材料使用温度可达 250℃，常用于航空航天和军事工业；民用方面，以岩棉和玻璃纤维做增强材料的耐热品也不断改良。

表 7：几种复合材料用酚醛树脂

名称	特点	应用领域
玻璃钢用液体酚醛树脂	具有工艺性良好	拉挤、手糊、模压、缠绕、喷射、RTM、VIP 等工艺的产品
无纺毛毡用粉末酚醛树脂	粘结强度高，不粘链板，产品质量稳定	无纺毛毡生产，包括汽车内饰毛毡和空调毛毡等无纺材料
滤纸用酚醛树脂	满足滤纸的硬挺度、耐破度以及耐水性等要求	工业滤纸，包括空气滤纸、机油滤纸、燃油滤纸
湿帘纸用酚醛树脂	满足制品的硬挺度以及吸水性等要求	不同要求湿帘纸制品
浸渍芳纶用酚醛树脂	满足制品硬挺度、韧性以及耐水性等性能要求	各种芳纶纤维及芳纶纸

资料来源：圣泉集团官网，天风证券研究所

2.4. 彤程新材：具备产业链竞争优势的特种橡胶助剂龙头企业

彤程新材自产橡胶用酚醛树脂是特种橡胶助剂（轮胎用）的主要品种（图 20），同时贸易类产品亦主要用于下游轮胎制造。

表 8：公司自产及贸易产品

产品系列	主要产品		用途
自产产品 (橡胶用酚醛树脂)	增粘树脂	PTBP 增粘树脂	主要用于合成胶配合量大、要求加工粘性高的橡胶制品
		PTOP 增粘树脂	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	应用在轮胎的胎圈部位，也用于鞋底胶及车窗密封条等
		非改性苯酚-甲醛树脂	
粘合树脂	间苯二酚甲醛树脂	橡胶胶料与钢丝、尼龙、人造丝棉、聚酯、维尼龙，玻璃纤维粘合	
自产产品 (促进剂)	硫化促进剂 M		橡胶通用型促进剂，对天然胶和一般硫磺硫化合成胶具有快速硫化作用
	硫化促进剂 DM		主要用于制造轮胎、内胎、胶带、胶鞋和一般工业制品
贸易产品 (主要)	均匀剂		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		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。
	粘合剂		在轮胎配方中改善橡胶与骨架材料之间的粘合
	钴盐		在轮胎配方中改善橡胶与镀铜钢丝之间的粘合
	白炭黑		与乙二醇活性剂和胺类及其他碱性促进剂配合使用，获得较好硫化胶性能
	防护蜡		橡胶制品表面形成一层坚韧持久的蜡膜，防止橡胶老化和空气中臭氧攻击
	环保油		橡胶工业中的软化剂

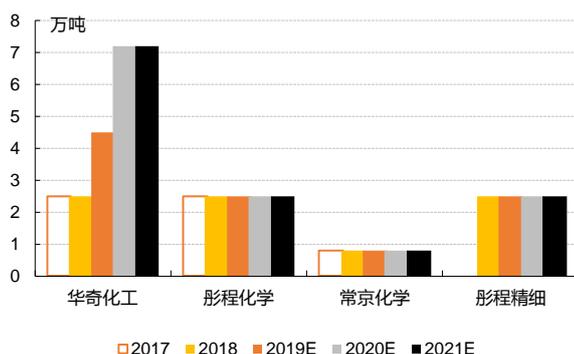
资料来源：彤程新材招股说明书，天风证券研究所

产能扩张确保持规模优势、保障市场份额

如前文所述，在橡胶助剂应用领域，行业内主要企业拥有自己的主导产品，专注于不同细分市场。在酚醛树脂特种橡胶助剂领域，公司产值及销量国内排名第一（表 5）。公司目前有 3 个自有的国际化标准的特种橡胶助剂生产基地（表 1），打破国外企业对高端轮胎橡胶用酚醛树脂产品的垄断。2020 年公司酚醛树脂及各类加工助剂总产能将增加至 10.5 万吨。上市以来，公司内生性产能增长来自子公司华奇化工，在原有 2.5 万吨/年产能基础上，增加橡胶助剂 2 万吨扩建项目，目前基本完成，产能正在持续放量；而华奇化工二期年产 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目预计也将于 2020 年逐步放量，两个项目在产品具体品类和型号上存在差异（表 1）。项目建成后，公司产品种类更加丰富，规模优势更加突出。

特种橡胶助剂领域，公司国内外主要竞争对手为圣莱科特国际集团、住友电木等，而其他竞争对手规模较小。随着公司生产线逐步放量，未来的产量增长趋势明显，公司的市场地位及市场份额有望进一步提高。

图 29：公司各生产基地产能增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：公司是国内特种橡胶市占率最高的企业

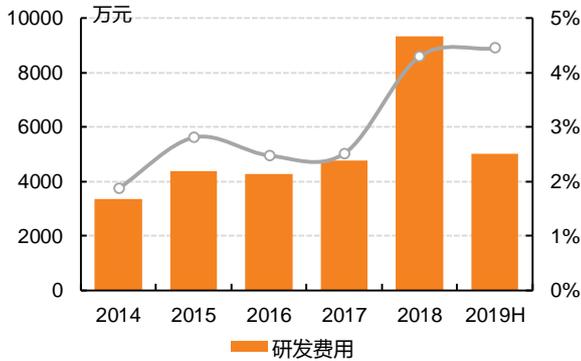


资料来源：中国橡胶工业协会，公司招股书，天风证券研究所

具备国际领先制造水平，研发实力保障产品竞争力

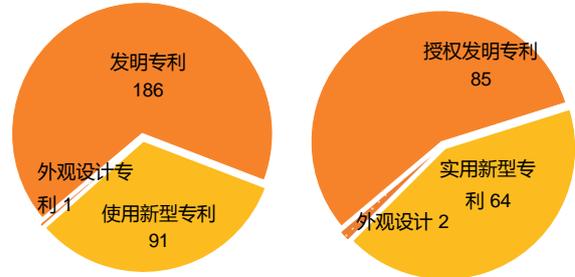
公司先后建立北京“材料测试与性能研究中心”和上海“功能新材料研发中心”两个研发中心，在国内率先建立了科学有效的轮胎及橡胶制品剖析平台，是行业内为数不多具有自主研发和剖析测试能力，并以此为基础向客户提供产品性能改进方案的企业。扎实的技术研发能力在确保公司现有产品性能、质量稳定的同时，也使其在新产品开发和技术创新端不断取得突破，为公司在行业内长期保持领先优势提供有力保障。

图 31：公司研发费用情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：公司专利情况（截至 2018 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：北京、上海两大研发中心

- 拥有国际先进的材料分析和材料应用测试设备和仪器
- 通过在轮胎及橡胶剖析领域建立的数据库，为客户寻找更合适的材料和材料应用技术

上海研发中心

- 拥有集材料基础研究、新产品开发、产品工程技术等全产品链于一体的研发体系
- 通过开展贴近客户需求的研发活动，确保产品生产的质量稳定和环境友好

北京研发中心

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：聘请高级别专家担任公司首席科学家

张立群博士
——橡胶材料领域首席科学家

- 北京化工大学材料科学与工程学院院长，博士生导师
- 教育部长江学者特聘教授，国家杰出青年基金获得者，人事部新世纪百千万人才工程国家级人选，第一届“万人计划”入选者，国家973项目首席科学家
- 美国化学会橡胶分会Sparks-Thomas科技奖、日本化学工业学会亚洲研究奖、国际聚合物加工学会Morand Lambda奖获得者
- 国际橡胶材料领域知名学者、国内橡胶材料科学与工程领域的权威学者

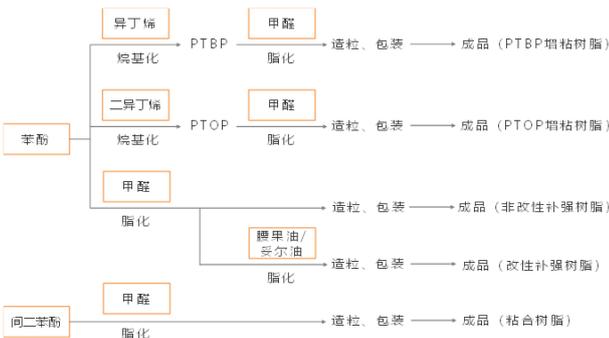
赵彤博士
——酚醛产品领域首席科学家

- 中国科学院化学研究所研究员，博士生导师，中国科学院化学研究所高技术材料实验室主任
- 中国复合材料学会聚合物基复合材料分会第五届委员会委员，国际先进材料与工艺技术学会（The Society for the Advancement of Material and Process Engineering）北京理事会成员，BAEKELAND 2018 第6 届热固性树脂国际研讨会大会主席
- 中国酚醛树脂研究领域权威专家

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

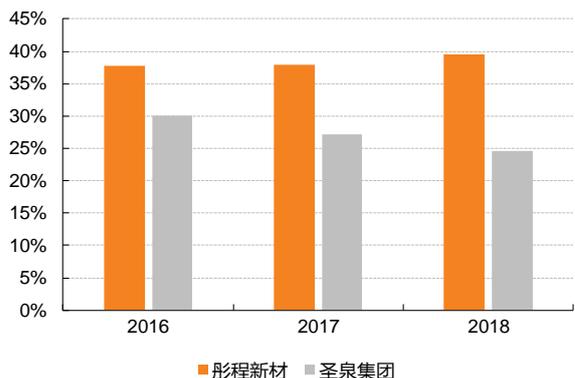
另一方面，中间体的质量和供应稳定性对公司橡胶助剂生产至关重要，公司增粘树脂生产过程中所需的 PTBP、烯炔等关键中间体基本实现自主生产，只需采购上游基础原料，有力保障中间体的供应；与此同时，公司持续加强工艺改进及环保投入，从而在产品稳定性及生产成本控制方面具有明显优势。

图 35：公司实现关键中间体自主生产（方框内为采购原料）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：公司酚醛树脂产品毛利率水平较高



资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：持续加强工艺改进及环保投入

项目	子公司	内容
工艺改进	彤程化学	改进多聚甲醛投料系统，大幅降低工人操作强度，减低粉尘影响，提高产品质量稳定及生产效率；改善树脂外观，减少树脂造粒间产生粉尘
	华奇化工	在功能树脂上，新增防结块系统，减少结块，提升产品竞争力；对功能树脂造粒设备进行改造，形成封闭空间，加装降温除湿设备，降低钢带运行空间的温度及湿度，提升产品品质，减少 VOC 对环境的影响
	常京化学	对包装线进行改造，采用自动传输带，增加可升降平台，降低了工人操作强度，提升生产效率；对造粒包装过程中，增加磁棒、磁力格栅对异物进行吸附，提升产品品质，提高产品竞争力
环保投入	彤程化学	2018 年进行危废堆场的改造工作，增加泄漏废液收集池，防止废液渗漏地下的环氧地坪
	华奇化工	固废方面，投资新上污泥烘干系统，将原先污泥的含水量从 80-90%降低至 20-30% 废气方面，实施 LDAR 项目，对泄漏点及时进行紧固密封，减少挥发性有机物的泄漏挥发 对生产工艺产生的废气实施深冷项目，减少非甲烷总烃的排放 将罐区储罐原先的无组织排放改为通过喷淋塔有组织排放 污水处理，增加换热系统，稳定污水处理系统；污水废气改善收集系统，增加冷凝器、雾沫分离器，活性炭吸附系统，减少废气排放
	常京化学	实施 LDAR 项目，对泄漏点及时进行紧固密封，减少挥发性有机物的泄漏挥发；对真空系统增加旋风分离器，收集到的废水蒸馏浓缩，减少危废产生；对于污水处理，增加换热系统，稳定污水处理系统的脱氮效果；废气改善收集系统，减少废气排放

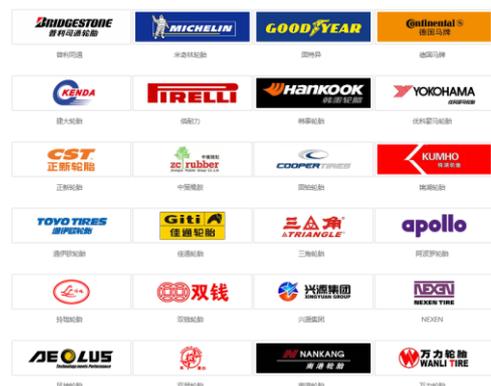
资料来源：公司公告，天风证券研究所

“高质量自产品+高知名度贸易产品”模式增加客户粘性，参股中策橡胶拓展合作深度

公司另一特色是从事全球知名品牌的轮胎橡胶用化工材料的商贸代理，且大部分知名供应商授权公司作为中国区域的独家经销商向轮胎行业客户销售其产品，如巴斯夫的 Koresin 超级增粘树脂、Struktol 的均匀剂、Shepherd 的钴盐等。

依托生产及贸易业务产品客户重合度较高，而产品因功能及性价比方面有所不同起互补作用，公司通过两类业务为客户提供全方位的橡胶助剂产品供应服务，从而进一步增强与客户的合作黏性，提升公司市场核心竞争力。目前公司橡胶助剂材料客户已覆盖全球轮胎 75 强（包括普利司通株式会社、米其林公司、固特异轮胎橡胶公司，德国马牌，韩泰轮胎等）。

图 37：公司主要客户



资料来源：彤程新材官网，天风证券研究所

图 38：公司主要供应商（贸易业务）



资料来源：彤程新材官网，天风证券研究所

2019年6月，公司与杭州宁策企业管理合伙企业（公司实控人控制企业）共同对公司子公司上海彤中进行增资，增资完成后，上海彤中以支付现金方式收购中策橡胶集团有限公司（简称“中策橡胶”）10.1647%股权，作价12.5520亿元（资金由上海彤中股东增资投入，其中公司增资约11.02亿元）。本次交易完成后，彤程新材将间接持有中策橡胶8.9195%权益。公司董事长 Zhang Ning 女士出任中策橡胶董事。2019年10月，标的资产过户工商变更登记已完成。

图 39：公司持有中策橡胶 8.9195%权益

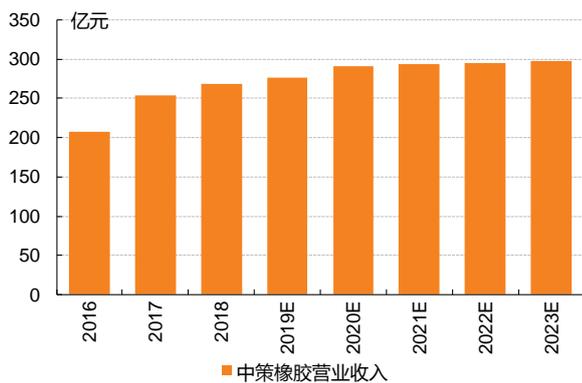


资料来源：《彤程新材重大资产购买暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，天风证券研究所

中策橡胶成立于1992年，是目前中国最大的轮胎生产企业，全球最大的全钢子午胎生产企业，是国家级高新技术企业，工信部两化融合试点示范企业。中策橡胶2018年实现销售收入268.82亿元，全年实现净利润8.02亿元。

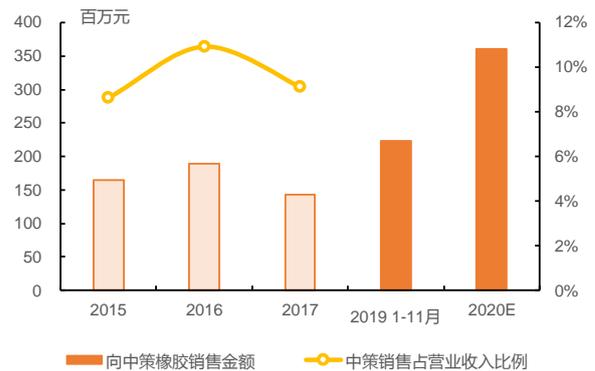
中策橡胶是公司最大的客户，与公司处于产业链上下游，通过收购中策橡胶股权，公司可进一步增强与中策橡胶的业务合作、资源共享，实现协同效应，提升核心竞争力。同时，根据巨星科技发布的公告，中策橡胶承诺在2019~2021年扣非归母净利润合计不低于约31.3亿元，交易完成后公司将按比例（投资收益比例为10.1647%）获得投资收益。

图 40：中策橡胶营业收入及预测



资料来源：《彤程新材重大资产购买暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，天风证券研究所

图 41：公司向中策销售金额



资料来源：公司招股说明书，《关于2020年度日常关联交易预计的公告》天风证券研究所
注：2020年，公司预计向中策橡胶及其子公司销售3.2~4亿元产品，图中取平均数

3. 新材料：多维布局，积极培育

在 2018 年年报中，公司提出新材料领域发展战略：

- 1、深化橡胶助剂行业优势：确保在产品品质和运营水平上具备国际竞争能力；把握市场趋势以优化产品结构，适应市场发展和客户需求，不断创新；不断优化现有橡胶助剂产品结构和生产工艺，走清洁生产的可持续发展道路。
- 2、拓展新材料领域：拓展**酚醛树脂在其他应用领域**的研发---如电子酚醛、酚醛纤维等，不同产品线和材料功能化解决方案不断完善；培育其他新型化工材料，如电池材料、车体材料，**生物基可降解材料，环境友好材料**等，依据公开资料，公司已经涉足部分新材料领域，进行积极布局。

图 42：公司多维布局新材料领域

探索电子领域酚醛树脂用途

公司将持续开拓酚醛产品在其他行业的应用，并研发和制造酚醛树脂相关下游产品，包括酚醛基纤维、板材、泡沫类产品，应用于保温、隔热、阻燃、隔音、绝缘、封装、环保材料、胶粘剂、涂料及航空航天用复合材料等领域。

公司依托位于北京和上海的双研发中心，依靠积累的大量酚醛树脂技术，积极拓展酚醛树脂在其他领域的新应用，特别是在**电子材料领域**。公司提出加强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。

推进生物基可降解材料研究

公司将研究“生物质原料”的大规模应用，优先开发“生物基”系列特种化学品，包含生物基弹性体、生物基低维碳材料、生物基功能化无机填料、生物基可控释型复合功能助剂等。例如深入研究生物基共聚酯类橡胶的制造技术，并努力实现产业化，形成制造规模，并开发其在弹性体与橡胶制品中的潜在应用。

特别的，2020年1月15日，**终止塑料废弃物联盟（AEPW）**主席兼CEO Jacob Duer一行到访中国，探讨在中国建立地区合作机制的模式，并参加了由中国石油和化学工业联合会外委主办的中国塑料价值链利益相关方对话会，与来自沙特基础工业公司、埃克森美孚、巴斯夫、陶氏、科思创、宝洁、陶朗、威立雅、中国石化、中化国际、中国化学工程、万华化学、金发科技、**彤程新材**等几十家企业以及来自物资再生协会、清华大学、中科院、北京化工大学的专家们共同探讨中国塑料废弃物管理和应对之道。

参股北京石墨烯研究院有限公司

——中国最顶尖的石墨烯研究机构之一

北京石墨烯研究院（BGI）是在北京市政府支持下，由北京大学与中国建材集团、中国宝安集团等行业龙头企业于2016年联合发起成立的专注于石墨烯产业核心技术研发、高端研发代工服务、科技成果转化转化的新型研发机构；同时成立BGI科技股份有限公司作北京石墨烯研究院成果转化与产业化推进载体。

首任院长由**国际著名纳米碳材料专家、北京大学刘忠范院士**担任，并邀请诺贝尔奖获得者、曼彻斯特大学康斯坦丁·诺沃肖洛夫教授担任名誉院长。

参股江苏先诺新材料科技有限公司

成立于2013年4月3日，是一家专注于**聚酰亚胺纤维及其它聚酰亚胺产品**研发和生产的国家高新技术企业。

建成世界首条30吨高强度高模聚酰亚胺纤维生产线

公司目前持有1%股权，继续开拓酚醛树脂在其他领域的应用。

资料来源：公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所

4. 核心盈利预测假设

- a) 自产酚醛树脂：伴随华奇化工产能扩张销量逐步提升，毛利率基本维持稳定（产品单价 2019 年以来伴随原料的下跌有所下滑，但公司毛利率水平较为稳定）
- b) 贸易业务：业务规模伴随自产业务的扩张而逐步缩减，毛利率基本维持稳定（与下游客户建立了长期稳定的合作关系；且部分产品为独家经销，预计盈利稳定性较高）

表 10：公司主要产品营业收入、毛利率预测

业务	指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自产酚醛树脂	营业收入(百万元)	1180	1485	1470	1670	1854
	产能(吨)	58000	78000	78000	105000	105000
	销量(吨)	75425	78153	85968	95425	105921
	单价(万元/吨)	1.56	1.90	1.71	1.75	1.75
	营业成本(百万元)	711	899	890	1011	1122
	单吨成本(万元/吨)	0.94	1.15	1.04	1.06	1.06
	毛利(百万元)	469	586	580	659	731
	毛利率	39.8%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%

其他-生产业务	营业收入(百万元)	160	194	204	217	227
	产能(吨)	15000	15000	15000	15000	15000
	销量(吨)	13305	13101	13756	14443	15165
	单价(万元/吨)	1.20	1.48	1.48	1.5	1.5
	营业成本(百万元)	121	150	157	165	173
	单吨成本(万元/吨)		1.14	1.14	1.14	1.14
	毛利	39	44	47	52	55
	毛利率	24.5%	22.9%	23.1%	24.0%	24.0%
贸易业务	营业收入(百万元)	560	495	517	465	419
	销量(吨)	31264	23044	23505	21155	19039
	单价(万元/吨)	1.79	2.15	2.2	2.2	2.2
	营业成本(百万元)	391	338	353	317	286
	单吨成本(万元/吨)	1.25	1.47	1.50	1.50	1.50
	毛利	168	157	165	148	133
	毛利率	30%	32%	32%	32%	32%
	其他	营业收入(百万元)	1.45	1.35	1.5	1.5
营业成本(百万元)		0.94	0.99	1.05	1.05	1.05
毛利(百万元)		0.5	0.4	0.45	0.45	0.45
毛利率		35%	27%	30%	30%	30%

资料来源: wind, 天风证券研究所预测

5. 首次覆盖, 给予“买入”的投资评级

预计公司 2019/2020/2021 年的净利润分别为 4.17、5.08、6.04 亿元, 按 5.86 亿总股本, 对应 EPS 预测分别为 0.71、0.87、1.03 元。可比公司 2020 年平均估值为 28.27 倍, 考虑到公司是特种橡胶助剂(轮胎用)领域龙头企业, 伴随产能扩张未来 2-3 年内具备稳增长预期, 同时积极推动布局新材料领域, 给予公司 2020 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价为 26.1 元, 首次覆盖, 给予“买入”的投资评级。

表 11: 可比公司估值对比

公司名称	PE2018	PE2019	PE2020	PE2021	可比因素
阳谷华泰	8.72	14.88	12.94	9.35	橡胶助剂
金发科技	21.55	23.07	19.66	17.25	可降解领域
雅克科技	48.31	42.38	52.22	41.72	电子化学品领域
平均	26.19	26.78	28.27	22.77	-
彤程新材	25.06	24.75	20.35	17.11	橡胶助剂, 拓展新材料

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 彤程新材外其他来自 wind 一致预期

6. 风险提示

- 1、原材料大部分来自于石油化工等基础化工行业, 价格受经济周期大幅波动风险
- 2、生产涉及化学合成过程, 生产安全及环保风险
- 3、因汇率变动产生的汇兑收益存在较大波动的风险
- 4、募投项目达产进度或不及预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	530.30	1,154.10	1,271.51	1,223.81	1,500.87
应收票据及应收账款	787.21	831.02	763.02	982.00	862.95
预付账款	25.14	33.16	29.08	32.42	34.88
存货	120.12	153.02	134.85	149.96	142.15
其他	17.66	34.68	22.32	36.53	26.13
流动资产合计	1,480.44	2,205.98	2,220.79	2,424.71	2,566.99
长期股权投资	0.00	34.41	34.41	34.41	34.41
固定资产	287.56	386.88	396.01	398.18	411.16
在建工程	12.81	128.80	77.28	76.37	105.82
无形资产	73.49	205.43	198.37	191.30	184.23
其他	22.02	206.10	215.76	131.14	165.26
非流动资产合计	395.87	961.62	921.83	831.40	900.88
资产总计	1,876.31	3,167.61	3,432.62	3,546.11	3,757.88
短期借款	207.00	338.90	341.43	276.67	201.46
应付票据及应付账款	283.27	329.67	272.19	370.05	316.16
其他	166.67	132.01	255.18	155.12	175.74
流动负债合计	656.93	800.57	868.80	801.85	693.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.53	58.48	150.00	76.67	95.05
非流动负债合计	21.53	58.48	150.00	76.67	95.05
负债合计	678.46	859.06	1,018.80	878.52	788.41
少数股东权益	27.02	33.59	0.00	0.00	0.00
股本	527.19	585.99	585.99	585.99	585.99
资本公积	209.14	825.85	782.85	782.85	782.85
留存收益	633.14	1,662.12	1,827.83	2,081.61	2,383.48
其他	(198.64)	(798.99)	(782.85)	(782.85)	(782.85)
股东权益合计	1,197.85	2,308.55	2,413.82	2,667.59	2,969.46
负债和股东权益总	1,876.31	3,167.61	3,432.62	3,546.11	3,757.88

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	322.65	411.58	417.42	507.55	603.74
折旧摊销	41.99	48.62	49.45	55.82	64.63
财务费用	21.29	(7.94)	(12.56)	(15.50)	(20.48)
投资损失	(0.10)	(4.09)	(15.00)	(98.00)	(114.00)
营运资金变动	(135.91)	(223.97)	207.80	(242.53)	85.77
其它	(20.63)	127.83	(0.64)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	229.30	352.04	646.47	207.34	619.67
资本支出	12.57	391.93	(91.52)	123.33	81.62
长期投资	0.00	34.41	0.00	0.00	0.00
其他	(33.70)	(1,103.96)	(140.48)	(75.33)	(67.62)
投资活动现金流	(21.13)	(677.62)	(232.00)	48.00	14.00
债权融资	245.00	338.90	341.43	276.67	201.46
股权融资	98.95	820.44	61.82	134.62	139.60
其他	(505.70)	(388.87)	(700.32)	(714.33)	(697.66)
筹资活动现金流	(161.75)	770.47	(297.06)	(303.04)	(356.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	46.42	444.89	117.41	(47.70)	277.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,900.94	2,174.88	2,192.26	2,353.47	2,501.46
营业成本	1,223.70	1,387.48	1,400.46	1,494.22	1,581.95
营业税金及附加	10.37	10.00	10.38	11.60	11.89
营业费用	94.19	92.71	92.07	103.55	110.06
管理费用	185.90	115.89	120.57	129.44	125.07
研发费用	136.47	93.49	109.61	117.67	100.06
财务费用	29.38	(9.44)	(12.56)	(15.50)	(20.48)
资产减值损失	2.62	(0.76)	(1.00)	0.28	(0.49)
公允价值变动收益	0.00	(0.64)	(0.64)	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.01	15.00	98.00	114.00
其他	(172.33)	(7.35)	(28.73)	(196.00)	(228.00)
营业利润	390.65	493.50	487.09	610.20	707.39
营业外收入	2.00	6.07	8.00	5.36	6.48
营业外支出	5.44	2.71	4.00	4.05	3.59
利润总额	387.21	496.87	491.09	611.51	710.29
所得税	64.55	85.29	73.66	103.96	106.54
净利润	322.65	411.58	417.42	507.55	603.74
少数股东损益	7.78	(0.69)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	314.87	412.27	417.42	507.55	603.74
每股收益(元)	0.54	0.70	0.71	0.87	1.03

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.71%	14.41%	0.80%	7.35%	6.29%
营业利润	9.17%	26.33%	-1.30%	25.28%	15.93%
归属于母公司净利润	19.84%	30.93%	1.25%	21.59%	18.95%
获利能力					
毛利率	35.63%	36.20%	36.12%	36.51%	36.76%
净利率	16.56%	18.96%	19.04%	21.57%	24.14%
ROE	26.89%	18.12%	17.29%	19.03%	20.33%
ROIC	42.38%	45.02%	31.33%	50.47%	44.94%
偿债能力					
资产负债率	36.16%	27.12%	29.68%	24.77%	20.98%
净负债率	-23.82%	-35.31%	-38.53%	-35.51%	-43.76%
流动比率	2.25	2.76	2.89	3.39	4.12
速动比率	2.07	2.56	2.73	3.20	3.92
营运能力					
应收账款周转率	2.66	2.69	2.75	2.70	2.71
存货周转率	18.34	15.92	15.23	16.53	17.13
总资产周转率	1.07	0.86	0.66	0.67	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.70	0.71	0.87	1.03
每股经营现金流	0.39	0.60	1.10	0.35	1.06
每股净资产	2.00	3.88	4.12	4.55	5.07
估值比率					
市盈率	34.34	26.22	25.90	21.30	17.91
市净率	9.23	4.75	4.48	4.05	3.64
EV/EBITDA	0.00	17.26	17.89	14.52	12.05
EV/EBIT	0.00	18.69	19.76	15.88	13.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com