

阳谷华泰 (300121)

公司研究/深度报告

产品逐步高端化，有望打开二次成长空间

深度研究报告/基础化工

2020 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 橡胶助剂龙头企业，产品种类较为齐全

公司是国内橡胶助剂产品最齐全的供应商之一，主要产品包括橡胶加工助剂、硫化助剂、胶母粒、防护蜡、不溶性硫磺等。公司较为重视新品种研发，在原有防焦剂、促进剂产品基础上，近年来不断加大绿色助剂和进口替代品种的研发和产业化，产品种类不断丰富。其中，不溶性硫磺和树脂是公司未来业绩增量较大的两个品种。

● 行业需求稳定增长，龙头扩产有望提高市场份额

全球橡胶消费稳定增长，为橡胶助剂提供了广阔的市场空间。2019 年我国橡胶助剂总产量为 123.1 万吨，同比增长 5.0%。2019 年以来，国内陆续出台了汽车消费刺激政策，人均汽车保有量有望继续提高，橡胶助剂需求预计仍将保持稳定增长。公司在建或拟建项目包含多个高性能橡胶助剂，有望不断提高市场占有率。

● 主营产品价格底部，新项目贡献增量

公司主营产品价格下降导致毛利率出现了一定程度的下滑，2019 年促进剂 NS 和促进剂 M 的市场平均价较上期分别下降了 29.79% 和 43.47%，防焦剂价格较上期下降了 25.48%，价格位于近五年来的底部位置。公司持续推进产品结构多元化，年产 3.2 万吨橡胶助剂搬迁项目及年产 9 万吨高性能橡胶助剂生产项目将为公司带来新的利润增长点。其中不溶性硫磺将随着新项目的投产将增加至 8 万吨，毛利率接近 40%。

● 研发优势增强公司产品竞争力

公司具有较强的研发实力，2019 年专利数量达到 186 个。多个产品的绿色新工艺不仅解决了废水高盐的环保问题，还进一步降低了生产成本。例如，公司促进剂 M 工艺成本同传统工艺相比降低 10%，氧气氧化合成促进剂 NS 清洁工艺可节约成本 1600 元/吨，不溶性硫磺在国内率先采用连续法工艺，产品毛利率较间歇法有所提升。

● 投资建议

公司作为橡胶助剂龙头，不断研发出适合轮胎客户的新产品，具有较强的竞争优势。不溶性硫磺、树脂项目有望助力业绩持续增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53、0.67、0.94 元，对应当前股价 PE 为 12.7、10.0 和 7.2 倍，公司 PB (MRQ) 为 1.68 倍，行业中位值为 2.56 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

产品价格下滑、原材料价格大幅上涨、新项目进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,014	1,933	2,254	2,518
增长率 (%)	-3.2%	-4.0%	16.6%	11.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	184	205	261	364
增长率 (%)	-49.8%	11.4%	26.9%	39.6%
每股收益 (元)	0.47	0.53	0.67	0.94
PE (现价)	14.3	12.7	10.0	7.2
PB	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 6.73 元

交易数据 2020-4-30

近 12 个月最高/最低 (元)	9.24/5.97
总股本 (百万股)	389
流通股本 (百万股)	360
流通股比例 (%)	92.71
总市值 (亿元)	26
流通市值 (亿元)	24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号： S0100519110001

电话： 0755-22662070

邮箱： dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030

电话： 010-85127892

邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

目录

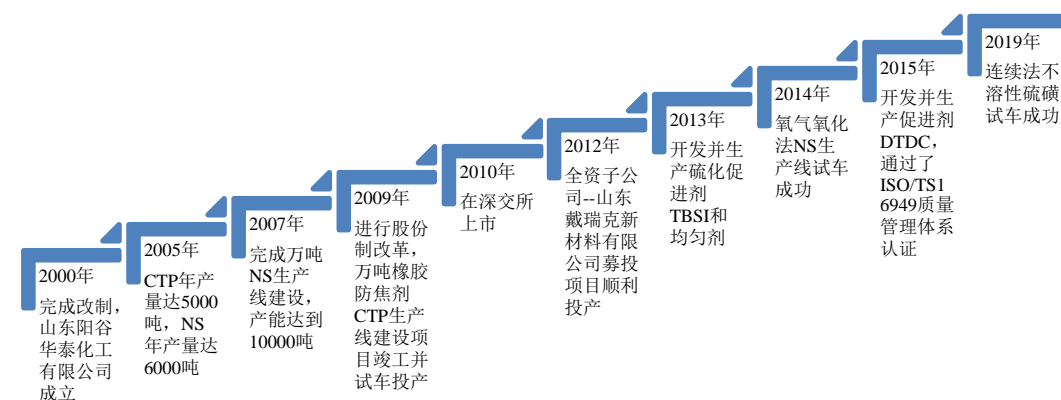
一、国内橡胶助剂龙头企业，产品种类较为齐全	3
(一) 国内一流的橡胶助剂生产商	3
(二) 加大研发，推进新产品不断上市	4
(三) 主要产品价格下降，毛利率有所下滑	5
二、行业需求稳定增长，龙头扩产有望提高市场份额	7
(一) 全球橡胶消费量稳步上升，橡胶助剂市场预计保持稳定增长	7
(二) 汽车消费刺激政策助力需求增长	9
(三) 龙头企业持续扩产，集中度有望进一步提高	11
三、主营产品价格底部，新项目贡献增量	13
(一) 产品价格位于底部区域，下行空间有限	13
(二) 持续推进产品结构多元化，新增业务打开成长空间	15
四、研发优势增强公司产品竞争力	18
(一) 研发投入不断加大，公司专利数量持续增加	18
(二) 先进的工艺技术增强产品竞争力	18
五、投资建议及盈利预测	20
六、风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

一、国内橡胶助剂龙头企业，产品种类较为齐全

（一）国内一流的橡胶助剂生产商

山东阳谷华泰化工股份有限公司是橡胶助剂专业生产厂家，公司的主营业务为橡胶助剂的研发、生产、销售。公司产品主要包括橡胶加工助剂、硫化助剂、胶母粒、防护蜡、不溶性硫磺等。公司是中国橡胶助剂产品序列最齐全的供应商之一，其防焦剂 CTP 产销量约占全球市场份额的 60% 以上。

图1：公司发展历程

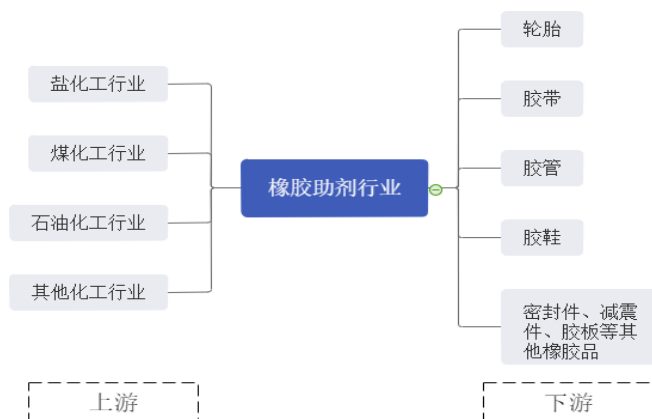


资料来源：公司官网，民生证券研究院

橡胶助剂行业是精细化工产业的分支，其上游原材料主要来自于盐化工行业（液碱、氯气等）、煤化工行业（盐酸等）、石油化工行业（苯胺、叔丁胺、环己烷、硝基苯等）、以及其它类（硫磺、二硫化碳等）。

橡胶助剂的下游市场主要是各类橡胶制品的生产，包括制造轮胎、橡胶软管、橡胶带、橡胶薄片和橡胶鞋底等，特别是轮胎和汽车用橡胶制品需求量最大，近 90% 的橡胶助剂应用与汽车相关，橡胶助剂产量的 70% 用于轮胎生产。公司 90% 以上的产品销售给汽车轮胎生产企业。

图2：橡胶助剂行业产业链情况



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司的主要客户为国内外大中型轮胎企业，包括米其林、固特异、大陆、倍耐力等国际知名轮胎企业，以及风神股份、玲珑轮胎、青岛双星等国内知名轮胎企业。

图3: 公司主要客户



资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 加大研发，推进新产品不断上市

公司拥有两大生产基地，分别位于山东省阳谷县和山东省东营市。2019 年公司硫化助剂的开工负荷率较高，其中促进剂和不溶性硫磺的产能利用率分别达到 101.56% 和 122%，不溶性硫磺和树脂项目为公司发展重点。

公司较为重视新品种研发，在原有防焦剂、促进剂产品基础上，近年来不断加大绿色助剂和进口替代品种的研发和产业化，产品种类不断丰富。公司投资新建的三大项目，包括高性能橡胶助剂生产项目（其中 2 万吨/年不溶性硫磺项目已于 2020 年 1 月投产），年产 3.2 万吨橡胶助剂搬迁项目以及年产 9 万吨高性能橡胶助剂生产项目等，将有利于丰富目前品种的种类，提升公司盈利能力。

表1: 2019 年公司主要产品产能及产能利用率情况 (万吨, %)

产品分类	名称	产能情况	2019 年产量	2019 年销量	2019 年产能利用率	新建情况
硫化助剂	促进剂 NS	2	3.05	2.95	101.67%	-
	促进剂 CBS	1				
	促进剂 M	1.5	1.83	中间体，不对外销售	-	1.5
	不溶性硫磺	2	2.44	2.48	122.00%	4
促进剂	防焦剂 CTP	2	1.69	1.65	84.50%	-
其他	预分散胶母粒	1	0.86	0.83	86.00%	-

资料来源：公司公告，公司年报问询函，民生证券研究

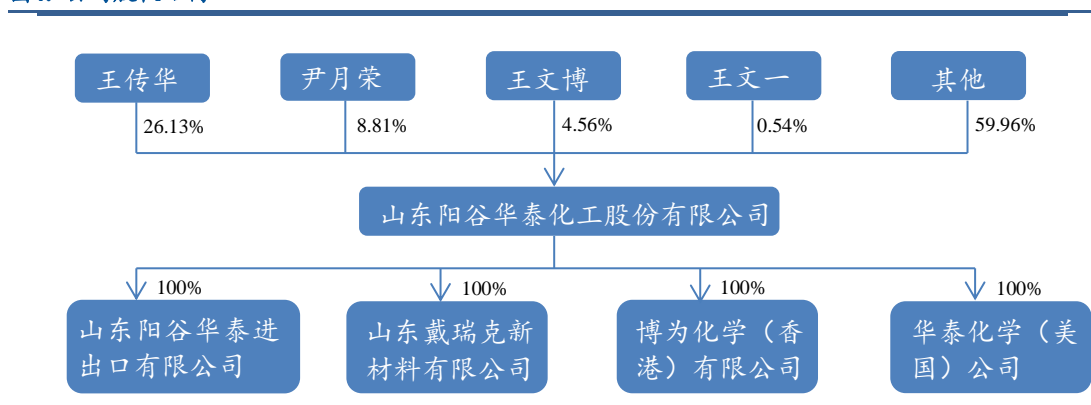
表2: 公司新建项目及产能情况 (万吨、万元)

项目名称	产品名称	未来新增产能	投资总额	生产期限	备注
高性能橡胶助剂生产项目	不溶性硫黄	2	34697.9	3 年	2020 年 1 月已投产
	促进剂 M	1.5			预计 2020 年 5 月投产
	促进剂 NS	1			根据公司及市场情况终止该 1 万吨项目
	总计	4.5			/
年产 3.2 万吨橡胶助剂搬迁项目	在建总计	3.2	59500	31 个月	预计 2020Q2 投产
年产 9 万吨高性能橡胶助剂生产项目	规划项目总计	9	50579	9.5 年	规划中

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司实际控制人为王传华家族, 其合计持股比例为 40.04%。公司拥有四家全资子公司, 其中山东戴瑞克新材料有限公司负责生产销售防焦剂 CTP, 山东阳谷华泰进出口有限公司和博为化学 (香港) 有限公司负责出口销售防焦剂 CTP, 华泰化学 (美国) 公司负责贸易。

图4: 公司股权结构

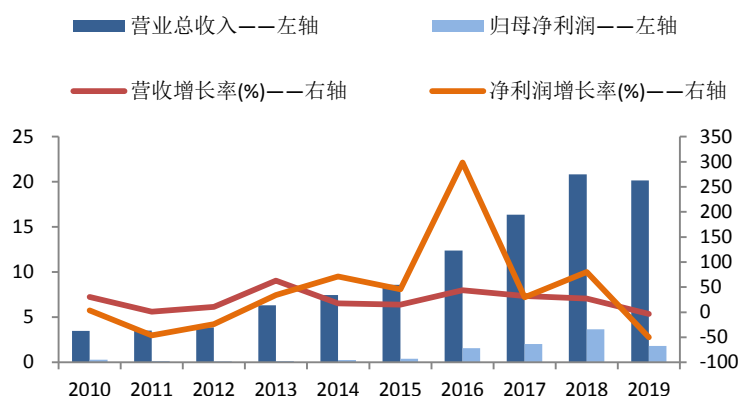


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

(三) 主要产品价格下降, 毛利率有所下滑

2019 年, 公司主要产品需求较好, 橡胶助剂产品销量为 12.92 万吨, 较去年同期上升 28.76%。但受行业周期影响, 公司产品销售价格大幅下降, 其中防焦剂 CTP 及促进剂 NS 的均价分别较上年同期下降了 25.78% 和 32.87%, 从而导致公司收入、利润下滑。2019 年公司实现营业总收入 20.14 亿元, 较去年同期下降 3.25%; 实现归属于母公司股东的净利润 1.84 亿元, 较上年同期下降 49.80%。

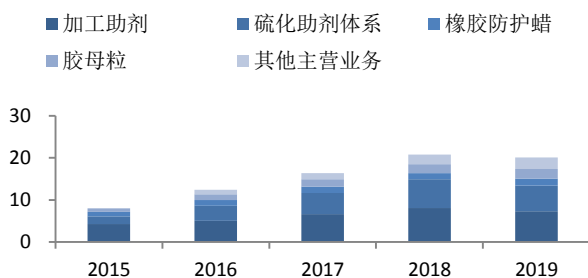
图5: 公司近年业绩情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

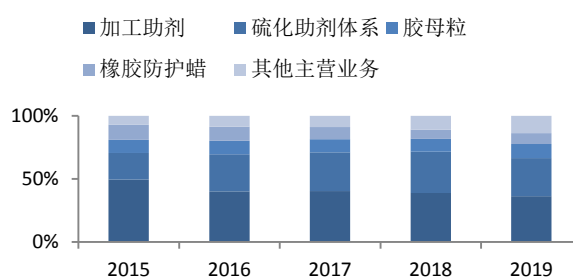
加工助剂与硫化助剂为公司主要收入来源, 2019 年公司加工助剂与硫化助剂收入分别为 7.33 亿元和 6.05 亿元, 占公司业务收入的 36.37% 和 30.04%; 毛利率分别为 27.80% 和 15.84%。加工助剂与硫化助剂的收入和毛利率较 2018 年均有所下降, 其主要原因为促进剂、防焦剂的价格下降。

图6: 公司各产品业务收入情况 (亿元)



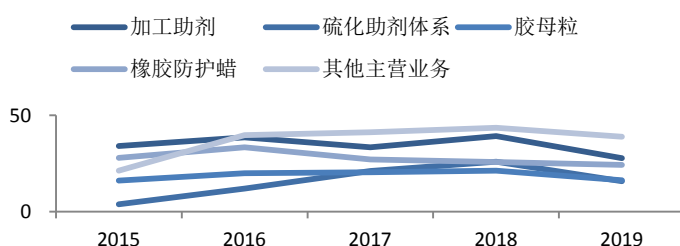
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 公司各产品业务收入占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 公司各产品毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

二、行业需求稳定增长，龙头扩产有望提高市场份额

(一) 全球橡胶消费量稳步上升，橡胶助剂市场预计保持稳定增长

橡胶助剂是在天然橡胶和合成橡胶（合称“生胶”）加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称。橡胶助剂通过与橡胶生胶进行科学配比，赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐老化、耐磨耗、耐高温、耐低温、消音等性能。

按照橡胶助剂功能划分主要分为五个体系：硫化体系、防护体系、粘合体系、加工体系和功能体系，其中硫化体系、防护体系和加工体系助剂产品占主要部分。据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2019年，我国促进剂、防老剂及加工助剂的产量占比分别为29%、30%和21%，合计占橡胶助剂总产量的80%。

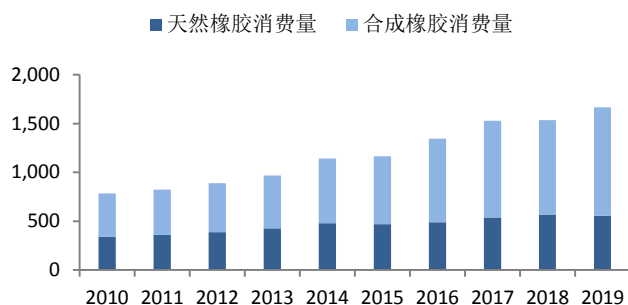
表3: 橡胶助剂具体分类

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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

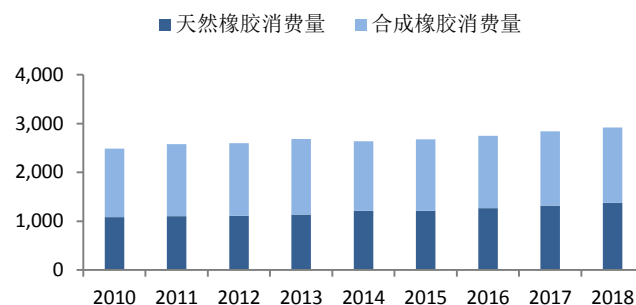
全球橡胶消费稳定增长，助力橡胶助剂行业发展。橡胶助剂作为改善橡胶制品性能而在橡胶生产过程中添加的化工材料，主要应用于橡胶制品行业，其消耗量一般占到橡胶消耗量的5%。我国橡胶消费量及全球橡胶消费量呈稳步上升趋势，2019年我国天然橡胶和合成橡胶共计消费量为1668万吨，同比上升8.5%，2018年，全球天然橡胶和合成橡胶共计消费量为2919万吨，同比上升2.8%。我国天然橡胶和合成橡胶消费量占全球总消费量的57.83%，是世界第一大橡胶消费国，橡胶工业的快速发展为橡胶助剂产品的需求提供了广阔的市场空间。

图9: 2010-2019 国内橡胶消费量（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10: 2010-2018 全球橡胶消费量（万吨）

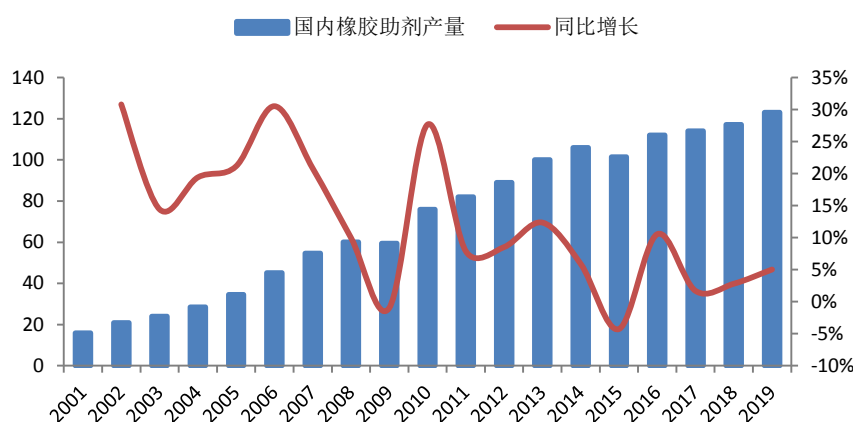


资料来源：wind，民生证券研究院

我国是全球主要的橡胶助剂生产国，需求以国内为主导。汽车和轮胎工业快速发展拉动和刺激了我国橡胶助剂产业的发展，橡胶助剂的生产重心逐渐由欧美转向亚洲，尤其是向我国转移。我国橡胶助剂产量在全球比重逐年增加，目前产量已经超过全球总量的 75%。我国橡胶助剂生产能力和产量保持稳定发展状态，根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2019 年我国橡胶助剂总产量为 123.1 万吨，同比增长 5.0%。

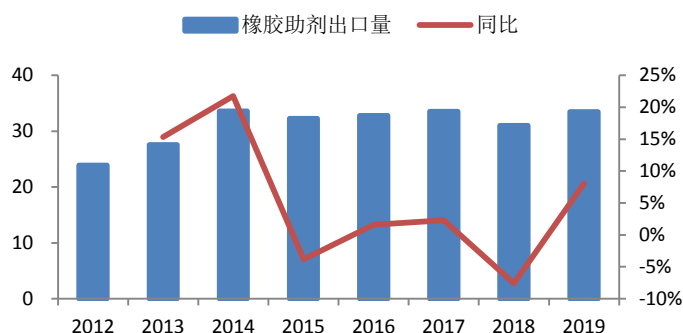
建国以来，我国橡胶助剂市场经历了从无到有，由依赖进口转变为全球橡胶助剂主要供应国的过程。2019 年橡胶助剂出口量为 33.5 万吨，同比增长 8.1%，出口量占比为 27.2%，其余的以满足国内需求为主。

图11: 2001-2019 年我国橡胶助剂产量情况 (万吨, %)



资料来源：中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会，民生证券研究院

图12: 2012-2019 我国橡胶助剂出口情况 (万吨, %)



资料来源：中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会，民生证券研究院

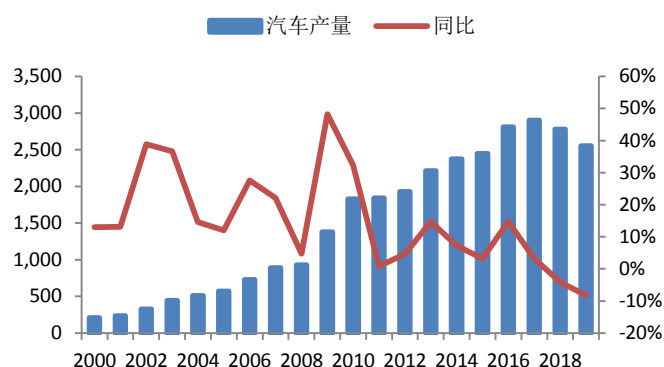
橡胶助剂行业预计未来仍将保持稳定增长。根据《中国橡胶工业强国发展战略研究》，到“十三五”末（2020 年），我国橡胶助剂行业总产量将达到 150 万吨，平均年增长率达到 7%，预计实现总销售收入不低于 250 亿元，全行业销售额保持年增长 6% 以上；到“十四五”末（2025 年），我

国橡胶助剂行业总产量将达到 200 万吨，平均年增长率达到 6%，行业总销售收入不低于 300 亿元。

(二) 汽车消费刺激政策助力需求增长

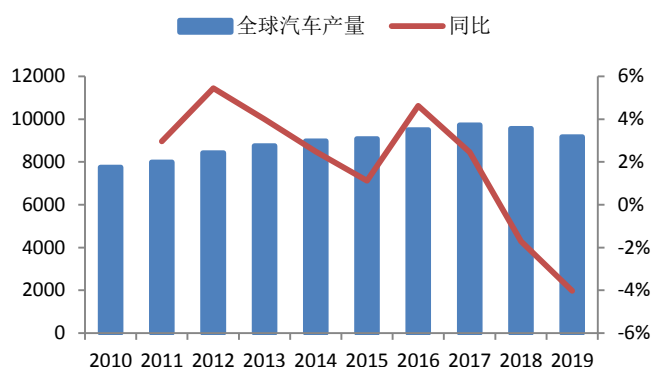
汽车消费刺激政策有望促进橡胶助剂需求增长。我国橡胶助剂约 70% 用于轮胎行业，橡胶助剂市场与汽车和轮胎工业休戚相关。2019 年，我国汽车产量为 2552.8 万辆，同比下滑 8.24%，我国轮胎产量为 83767.9 万条，同比下滑 4.0%。全球汽车产量为 9179 万辆，同比下滑 4%。

图13: 2000-2019 我国汽车产量 (万辆, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2010-2019 全球汽车产量 (万辆, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

根据目前汽车市场的情况，国家有关部门及地方政府出台了一系列促进汽车消费的措施以促进汽车消费。未来汽车行业的回暖有望拉动上游轮胎市场消费，从而进一步提升橡胶助剂需求。

表4: 2020 年全国各地汽车刺激消费政策

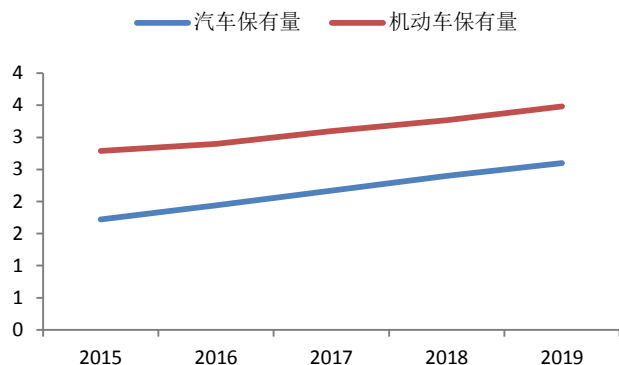
地区	政策	日期	相关内容
佛山	《佛山市促进汽车市场消费升级若干措施 (试行)》	1 月 29 日	佛山号牌车主旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆车的补助金额为 3000 元；同一消费者一次性购买的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于 50 万元）达到 5 台及以上，每辆车补助可达 5000 元；消费者购买新车，补助金额为 2000 元。
湘潭	《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》	3 月 1 日	长株潭市民购买吉利汽车湘潭九华基地生产的吉利缤越、全新远景，可获 3000 元/台的补贴。
广州	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	3 月 4 日	加快落实新增的 10 万个中小客车指标额度工作，并视情况研究推出新增指标；2020 年 3 月至 12 月底，在使用环节对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴；对置换或报废二手车的消费者，在广州市注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准新车，每辆给予 3000 元补助。
珠海	《珠海市人民政府关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》	3 月 11 日	对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励。
长沙	《促进汽车消费政策》	3 月 15 日	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌的，可获得裸车价款 3% 的一次性补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元。
杭州	《关于 2020 年一次性增加小客车指标的配置公告》	3 月 25 日	2020 年一次性增加的 2 万个小客车指标。
南昌	《南昌市战疫情促消费若干措施》	3 月 25 日	对疫情期间在南昌市范围内购买新车（含乘用车和商用车），按 1000 元/辆标准给予购车人补贴。
宁波	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》	3 月 26 日	消费者购买本地生产、销售的乘用车，并在本地上牌的，给予每辆车一次性让利 5000 元，每家企业限让利销售 6000 辆。

长春	《关于做好近期商贸领域促消费工作的指导意见》	3月31日	个人购买本地产品，每辆给予购车价格3%的一次性补助，最高不超过4000元，集中采购，给予每辆不超过6000元的一次性补助
全国	《新能源汽车的购置补贴和免征购置税政策》	3月31日	将新能源汽车的购置补贴和免征购置税政策延长两年
	《二手车减收增值税》	3月31日	二手车经销企业销售旧车，2020年5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。
郑州	《关于促消费增活力稳增长的若干举措》	4月2日	对上限汽车销售企业根据销售额每家给予5-50元奖励，9月30日前本市整车企业生产的“国六”新车在我市每销售一台补助3000元

资料来源：民生证券研究院整理

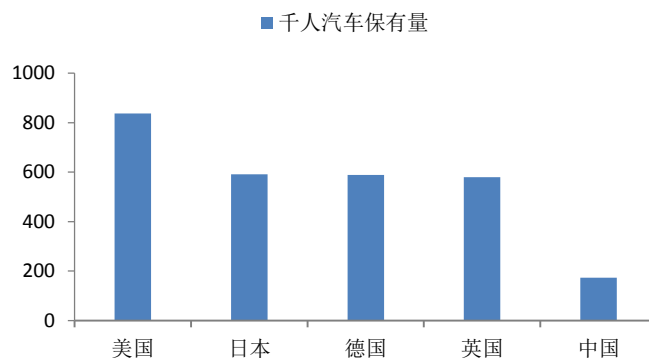
汽车保有量的稳步增长及轮胎替换市场的需求扩张，为橡胶助剂行业发展提供有力保障。随着国内经济快速发展，居民收入水平逐渐提高，轿车已从奢侈品向耐用消费品转变。我国汽车保有量在2010年仅有0.91亿辆，到2019年，我国全国汽车保有量为2.6亿量，年复合增长率达到12.37%，千人汽车保有量从原来不到10辆快速增长到180多辆，达到全球平均水平。而与当下发达国家千人汽车保有量总体在500-800辆的水平相比，仍处于较低水平，未来随着国内民众收入的不断提高，千人汽车保有量还有较大的增长空间。替换市场和汽车保有量高度相关，占据了轮胎销售额的70%以上。据统计，普通乘用车的替换系数为1.5，而商用车及载重汽车的替换系数在10-20之间。国内巨大的汽车保有量及其稳定增长形成了对轮胎的刚性需求，为橡胶助剂的发展提供有力支撑。

图15: 2015-2019 我国汽车保有量 (亿量)



资料来源：wind，民生证券研究院

图16: 2019 年各国千人汽车保有量



资料来源：世界银行，民生证券研究院

表5: 轮胎配套及替换系数

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆·年)
载重胎	轿车	5	1.5
	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输公车机械	6	3

资料来源：中国橡胶工业协会，民生证券研究院

(三) 龙头企业持续扩产，集中度有望进一步提高

公司是国内橡胶助剂生产企业的龙头之一，是世界最大防焦剂 CTP 生产企业。目前，我国可规模化生产橡胶助剂的企业合计 50 家左右，国内橡胶助剂生产企业形成了以阳谷华泰、尚舜化工、圣奥化学、科迈化工、中国石化集团南京化学等龙头企业为代表的第一梯队，其中，阳谷华泰是世界最大防焦剂 CTP 生产企业，尚舜化工是世界促进剂领军企业，圣奥化学、科迈化工分别是世界最大的对苯二胺类和噻咪类防老剂的生产企业。2019 年，上述五大公司总销售收入为 125.68 亿元，占行业内总销售收入的 51.72%。2019 年，国内前十位橡胶助剂产业产量占全国总量 64.5%，前 20 名企业产量占全国总量 81.2%，行业集中度较高。

2002 年，美国富莱克斯公司、美国科聚亚公司、德国朗盛公司及捷克爱格富公司四大主要橡胶助剂生产商在国际市场上占据了 80% 的市场份额，到 2012 年国际上四家主要橡胶助剂生产商市场份额占比减少到了 30% 左右。目前，美国富莱克斯公司不溶性硫磺年生产能力达到 22 万吨，处于高端不溶性硫磺市场垄断地位。美国科聚亚公司关闭或出售了大部分橡胶助剂业务，仅在北美和中国台湾保留了部分小吨位特殊防老剂生产装置。朗盛化学公司是综合性橡胶助剂生产企业，在欧洲市场上其橡胶促进剂与中国促进剂产品分庭抗礼。捷克爱格富公司的橡胶助剂业务发展平稳，产品主要覆盖东欧市场。

表6: 2018 年我国橡胶助剂产销量前十名

序号	公司名称	销售收入 (亿元)	总产量 (万吨)
1	山东尚舜化工有限公司	35.2	15.4
2	圣奥化学科技有限公司	29.3	13.8
3	山东阳谷华泰化工股份有限公司	20.74	9.5
4	科迈化工股份有限公司	20.74	8
5	彤程新材料集团股份有限公司	19.7	9.6
6	浙江鸿盛化工有限公司	12.5	1.25
7	蔚林新材料科技股份有限公司	10.6	4.3
8	山东斯迈尔化工科技有限公司	7.5	3.6
9	南京化学工业有限公司	7.04	4.9
10	江苏强盛化工有限公司	6.5	2.2

资料来源：中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会，民生证券研究院

随着龙头企业的新建和扩产，行业集中度有望进一步提升。随着全球绿色化、低碳经济的持续发展以及支持发展绿色型橡胶助剂产品政策的不断推出，橡胶助剂产品结构为顺应市场需求进行了相应调整，绿色化、低碳化成为我国橡胶助剂行业的总体发展趋势。部分龙头企业新建或扩产，橡胶助剂行业集中度有望得到进一步提升。其中，公司在建或拟建的新项目有三个，新增产能达 16.7 万吨，公司有望通过借助自身竞争优势与政策支持，不断提高市场占有率与竞争力。

表7: 目前在建或拟建的主要橡胶助剂项目

企业	在建或拟建项目
安徽圣奥化学科技有限公司	防老剂 6PPD 由现有的 1.5 万吨扩大到 3 万吨; 在徐圩规划占地 870 亩, 建设规模化绿色橡塑助剂, 品种有促进剂和不溶性硫磺等
科迈化工股份有限公司	与沧州渤海新区签约建设 47 万吨橡胶助剂生产线, 重点品种为促进剂 M, DM, CBS, TBBS 和 DZ 等
山东尚舜化工有限公司	沧州渤海新区建设 30 万吨橡胶助剂生产线进程, 主要产品包括促进剂 MBT, MBTS, CBS, TBBS 和 DCBS 等。
山东阳谷华泰股份有限公司	高性能橡胶助剂生产项目; 9 万吨高性能橡胶助剂生产项目; 3.2 万吨搬迁升级项目;
河南开仑化工有限公司	3 万吨促进剂项目正在建设中
响水佳宝化工有限公司	2 万吨促进剂项目计划建设中
江阴三良橡塑新材料有限公司	建设 2.5 万吨橡胶新材料项目, 主要产品为钴盐粘合增进剂和水基脱模剂等。
其他	鹤壁市双力橡塑有限公司的 5 万吨促进剂(包括促进剂 MBT、TBBS 和 CBS 等)项目正在建设中; 新疆一蓝化工有限公司、安徽凯利橡胶助剂有限公司等的促进剂项目也在建设中或处于审批阶段。

资料来源:《着力构建三大体系助力行业健康发展——我国橡胶助剂行业发展对策》, 公司公告, 民生证券研究院

三、主营产品价格底部，新项目贡献增量

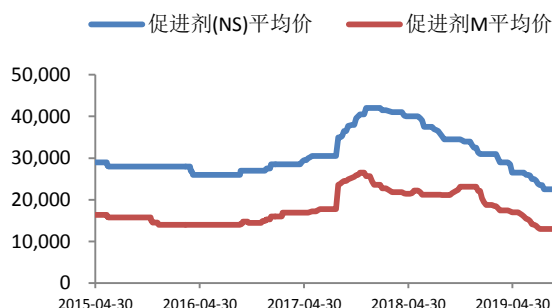
(一) 产品价格位于底部区域，下行空间有限

公司主要产品主要包括防焦剂 CTP、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫磺、微晶石蜡、胶母粒、均匀剂等品种，是国内产品系列较为齐全的橡胶助剂生产商之一。其中硫化助剂和加工助剂收入在总收入中所占比例为 70% 左右。

硫化助剂主要指硫化促进剂，它加入胶料中能促使硫化剂活化，从而加快硫化剂与橡胶分子间的交联反应，达到缩短硫化时间、降低硫化温度的效果。公司的主要促进剂产品有促进剂 M、促进剂 NS 和促进剂 CBS。其中促进剂 M 作为国内促进剂体量最大的品种，既是重要的促进剂种类，同时也是促进剂 DM、NS、CBS 等的重要中间体；促进剂 NS 是次磺酰胺类促进剂中最主要的品种，也是目前较为优良的环保型促进剂，应用范围越来越广泛。

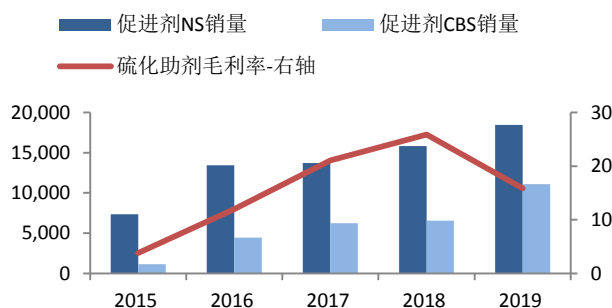
2018 年以来，国内主要促进剂产品价格呈现下降的趋势。截至 2020 年 3 月底，促进剂 NS 和促进剂 M 的市场平均价分别为 22000/吨和 12500/吨，较 2018 年末分别下降了 29.79% 和 43.47%，产品价格跌至近五年来的底部区域。随着促进剂价格的下跌，虽然公司产品销量不断增长，但毛利率仍出现了一定程度的下滑。截至 2019 年末，公司硫化助剂毛利率跌至 15.84%，较去年同期下降了 10.07%。

图17: 国内主要硫化助剂价格情况 (元/吨)



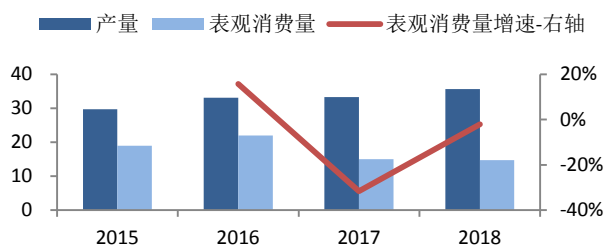
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 公司硫化助剂销量及毛利率情况 (吨, %)

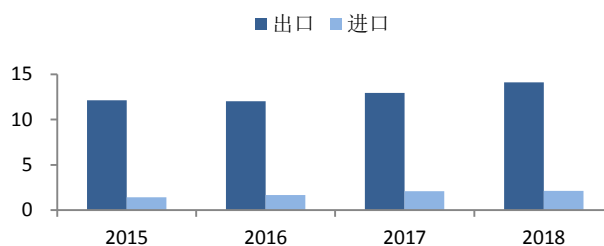


资料来源: 公司配股说明书, 年报问询函, 民生证券研究院

需求表现较弱导致促进剂价格下跌。我国促进剂产量近年来逐年增加，但表观消费量自 16 年起呈现下降的趋势。2018 年我国促进剂产量为 35.70 万吨，表观消费量为 14.72 万吨，较 18 年下降了 2.13%。

图19: 促进剂产量及表观消费量情况 (万吨, %)


资料来源: 中国橡胶工业协会, 民生证券研究院

图20: 促进剂进出口情况 (万吨)


资料来源: 中国橡胶工业协会, 民生证券研究院

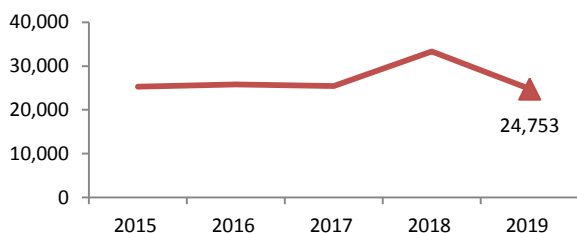
未来新增产能将集中在龙头, 公司产品结构高端化趋势显著。2020 年国内硫化助剂新增产能以阳谷华泰、凯利化工为主, 在新增促进剂产能中, 公司继续扩大中间体 M 的产能, 同时降低成本, 并以售价更高的高性能硫化剂产品为主, 且能有效的替代传统的 TMTD、TMTM 等促进剂, 产品结构更加高端化。

表8: 国内促进剂未来新增产能情况 (万吨)

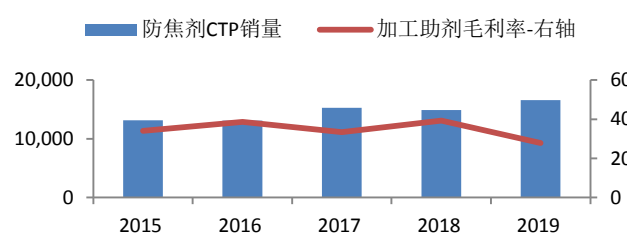
所在地区	在建企业	产品名称	未来新增产能	投产时间
华东	阳谷华泰	促进剂 M	1.5	2020.Q2
		促进剂 TBSI	0.12	
		促进剂 TBzTD	0.2	2021
		合计	1.82	
华东	凯利化工二期	促进剂 M	2	2020
		促进剂 CBS	1	
		合计	3	
华北	河北科迈一期	促进剂 CBS	2	2021

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

防焦剂是能够避免橡胶在贮存和加工过程中发生早期硫化, 并能显著改进硫化胶料贮藏稳定性及在高温下压延安全性的一种橡胶助剂, 品种主要是防焦剂 CTP。2019 年橡胶助剂整体产品价格大幅下跌, 受行业及成本端的影响, 公司防焦剂 CTP 的平均销售价格也从 2018 年的 33,352 元/吨下降至 24,853/吨, 加工助剂毛利率同比下降了 11.50%。

图21: 公司防焦剂 CTP 平均销售价格情况 (元/吨)


资料来源: 公司招股说明书, 年报问询函, 民生证券研究院

图22: 公司防焦剂 CTP 销量及毛利率情况 (吨, %)


资料来源: 公司公告, 年报问询函, 民生证券研究院

预计中长期防焦剂价格逐步回升，公司是防焦剂 CTP 产品的全球龙头。国内防焦剂的产能目前主要集中龙头手中，目前阳谷华泰产能达 2 万吨/年，居全球首位，汤阴永新产能为 1 万吨/年。截至 2019 年，公司防焦剂 CTP 产销量连续十四年世界第一，约占全球 60% 以上的市场份额，有一定的产品定价优势。且防焦剂 CTP 行业内暂无新增产能，产品价格有望逐步回升。

表9: 国内防焦剂 CTP 现有产能情况 (万吨)

公司名称	产能情况 (万吨)
阳谷华泰	2
汤阴永新	1

资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院

(二) 持续推进产品结构多元化，新增业务打开成长空间

公司产能不断释放，主营产品种类多样。公司自设立以来一直专注于从事橡胶助剂的研发、生产和销售，并通过不断的投资项目来扩大产能和产品种类，从而抓住市场机遇、提高市场占有率和竞争力。截至 2019 年，公司一共投建了 12 个项目，其中 9 个已完成并投产，3 个仍处于在建和拟建中。除了原有的硫化助剂和防焦剂等主业产品，公司还根据市场需求不断投入建设橡胶助剂新材料，推进公司产品种类的多样化。

表10: 公司建成项目一览表

序号	项目名称	项目完成时间	备注
1	500t/年橡胶防焦剂生产项目	1999 年 9 月建成投产	老厂区
2	500t/年橡胶防焦剂生产项目	2006 年 1 月建成投产	老厂区
3	500t/年橡胶防焦剂生产项目		老厂区
4	1000t/年橡胶防焦剂生产项目	2006 年 9 月建成投产	老厂区
5	500t/年橡胶防焦剂生产项目	2001 年 3 月建成投产	老厂区
6	橡胶防焦剂 CTP 和橡胶促进剂 NS 生产线改扩建项目	2009 年 11 月建成投产	老厂区
7	年产 500 吨均匀剂项目	2016 年 10 月建成投产	老厂区
8	年产 1 万吨预分散胶母粒项目	2012 年 3 月建成投产	新厂区
9	10000 吨/年橡胶助剂新材料、2000 吨/年不溶性硫磺建设项目	2016 年 10 月建成投产	新厂区

资料来源：公司环评报告，民生证券研究院

公司主要产品产能居行业前列，具有龙头优势。公司 2 万吨防焦剂 CTP 产能位居全球第一，预分散胶母粒产能也居全球领先地位。硫化助剂方面，促进剂 NS 和促进剂 CBS 产能共计 3 万吨，1.5 万吨促进剂 M 主供自用来生产 NS 和 CBS，2 万吨连续法不溶性硫磺也已于 2020 年 1 月投产。

新建拟建三大工程将带来新的利润增长点。公司新增的三大项目中，高性能橡胶助剂生产项目
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

目正在建设中,其中2万吨/年连续法不溶性硫磺项目已于2020年1月投产,促进剂M预计于2020年5月份投产,促进剂NS项目因市场因素暂时中止;拟建的年产90000吨高性能橡胶助剂生产项目主要包括年产3.5万吨树脂、年产4万吨不溶性硫磺、年产1万吨粘合剂HMMM、年产1000吨硫化剂DTDM、年产1000吨抗硫化返原剂HTS、年产2000吨促进剂TBzTD、年产1000吨新型钴盐HT-C20。这些新项目未来将不断丰富公司产品种类以满足市场不同的需求。

表11: 公司新建项目及产能情况 (吨, 万元)

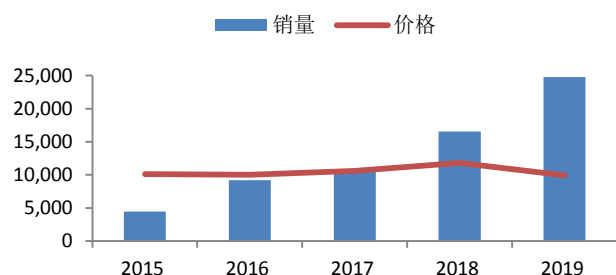
项目名称	产品名称	未来新增产能 (吨)	投资总额 (万元)	生产期限	备注
高性能橡胶助剂生产项目	不溶性硫磺	20000	34697.9	36 个月	2020 年 1 月已投产
	促进剂 M	15000			预计 2020 年 5 月投产
	促进剂 NS	10000			根据公司及市场情况终止该 1 万吨项目
	总计	45000			
年产 3.2 万吨橡胶助剂搬迁项目	防焦剂	10000	59500	31 个月	预计 2020Q2 投产
	均匀剂	16650			
	促进剂 TBSI	1200			
	抗硫化返原剂 PK900	1000			
	塑解剂 DBD	1000			
	硫化剂 DTDC	200			
	硫化剂 TB710	200			
	促进剂 TBzTD	200			
	促进剂 TiBTD	200			
	抗硫化返原剂 HT9188	200			
	钴盐 HT-C20	1000			
	其他	150			
	在建总计	32000			
年产 9 万吨高性能橡胶助剂生产项目	树脂	35000	50579	9.5 年	规划中
	不溶性硫磺	40000			
	粘合剂 HMMM	10000			
	硫化剂 DTDM	1000			
	抗硫化返原剂 HTS	1000			
	促进剂 TBzTD	2000			
	新型钴盐 HT-C20	1000			
	规划项目总计	90000			

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

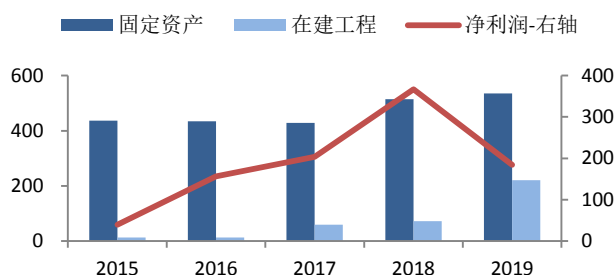
不溶性硫磺及树脂项目有望持续为公司带来业绩提升。未来公司不溶性硫磺产能增加较多, 2019 年产能为 2 万吨, 2020 年增加至 4 万吨, 未来随着新项目的投产将增加至 8 万吨。公司确定不溶性硫磺和树脂项目为未来发展重点, 主要是由于其广阔的发展空间。**技术方面**, 公司目前不溶性硫磺已获授权发明专利 5 项、实用新型专利 10 项, 正申请中的不溶性硫磺发明专利 1 项。树脂项目已获授权发明专利 3 项、实用新型专利 1 项, 正申请中的树脂项目发明专利 14 项, 前期已进行了多年的技术储备, 两项主要品种的实施, 有利于满足客户高品质产品的需求, 提高公司盈利水平。**下游方面**, 公司下游轮胎企业对进口不溶性硫磺依赖性较大, 目前市场上不溶性硫

磺的主要供应商为美国的富莱克斯，其处于高端市场垄断地位。随着公司产能的扩大，以及近年来对该产品生产技术的完善，公司有望抢占更多的市场份额。**成本及盈利方面**，公司新投放的不溶性磺磺产能采用先进的连续法，且产品的出口退税率是 13%，和海外相比拥有成本优势，产品毛利率水平较高，前几年在 37% 左右。随着公司不断开拓国内市场和海外市场，发挥其成本及工艺优势，产品的产销量及毛利率水平有望得到进一步提升。2019 年公司不溶性磺磺销量为 2.5 万吨，预计 2020 年不溶性磺磺销量能达到 3.5 万吨左右。

同时，随着在建工程的不断转固及产能的不断释放，公司通过其稳健增长带来了效益的提升。未来新项目的不断投产，将为公司带来新的利润增长点。

图23: 公司不溶性磺磺销量及价格情况 (吨, 元/吨)


资料来源：公司配股说明书，公司年报问询函，民生证券研究院

图24: 公司在建工程转固及利润情况 (百万元)


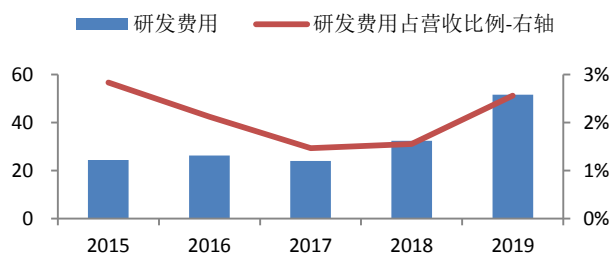
资料来源：wind，民生证券研究院

四、研发优势增强公司产品竞争力

(一) 研发投入不断加大，公司专利数量持续增加

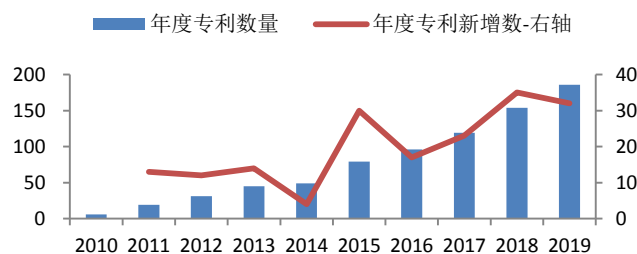
公司多年来十分重视对技术研发的投入和自主创新能力的提高，通过培养专业稳定的科研队伍，不断的技术攻关，形成多项核心技术。近年来促进剂 M、NS 绿色新工艺的研发成功，解决了一直困扰促进剂行业的三废问题，环保型均匀剂、高热稳定高分散型不溶性硫黄、PK900、DBD 等产品成功实现了国产化，打破了国外技术垄断。截至 2019 年，公司年度专利数量达到 186 个，较 2018 年增加了 32 个。公司研究开发投入的不断加大是公司未来保持和巩固其市场地位的重要动力之一，2019 年公司研发费用达 5200 万元，占营业收入的 2.56%。

图25: 公司研发费用投入情况 (百万, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 公司专利数量情况 (个)



资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 先进的工艺技术增强产品竞争力

公司橡胶助剂产品工艺技术达到行业先进水平。公司拥有全球先进的“氧气氧化法”促进剂 NS 生产车间，其清洁环保水平达到国际领先水平；用于合成促进剂 NS 的中间体促进剂 M 采用的“溶剂萃取法”大幅度减少了“三废”排放；公司目前是继美国富莱克斯、日本四国化工株式会社之后掌握连续法产业化技术的公司；在配方型产品领域，其为解决轮胎喷霜而研发的新型微晶石蜡代表了细分领域未来发展的方向之一；在胶母粒产品方面，公司采用的“一次法炼胶”工艺处于业内领先地位，并且是米其林指定的国内预分散产品合作生产单位；公司的“多效蒸发复合生化法”工艺很好地解决了橡胶助剂废水高盐、高 COD 的治理难题。除此之外，公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，是国内助剂行业专业的橡胶助剂研发、检测、评价中心，并设有博士后流动站，其监测分析室通过了 CNAS 认证，并与国内知名轮胎企业及大学建立合作实验室，共同探索橡胶助剂前沿领域。

表12: 橡胶助剂行业主要产品工艺对比情况

主要产品	行业传统的工艺技术		行业领先的工艺技术	
	工艺简介	工艺缺陷	工艺简介	工艺优点
防焦剂 CTP	“环乙硫醇”合成	成本高昂“三废”问题严重工艺复杂产出率低	缩合结晶“一步法”合成	产品质量高；生产周期缩短 35%；有机溶剂消耗降低；硫化钠循环技术
促进剂 M	“苯胺—酸碱”法	“三废”问题严重	“苯胺—溶剂”法	“三废”基本解决
促进剂 NS	“次氯氧化”法	废水问题严重	“氧气氧化”法	废水量少且不含盐，可部分实现循环使用
促进剂 CBS	“次氯氧化”法	废水问题严重	“混合氧化”法	高盐废水量减少 50% 以上
不溶性硫磺	高温水法	原材料消耗大产品品质不高	“连续”法	批次稳定性高液硫循环利用

资料来源：公司配股说明书，民生证券研究院

研发优势增强产品竞争力。由于公司部分产品的清洁工艺已经接近甚至超过国外橡胶助剂制造商的技术水平，以及在原材料、人工成本和管理上的优势，公司的产品竞争力越来越强。例如，促进剂 M 工艺创造性的将萃取法和碱溶酸析法结合到一起，成本同传统工艺相比可降低 10%；促进剂 NS 工艺中，传统的次氯酸钠氧化工艺每生产 1 吨促进剂 NS 要消耗次氯酸钠 2.4 吨（按 800 元/吨计），而氧气氧化工艺每生产 1 吨促进剂 NS 只消耗氧 0.075 吨（按 3000 元/吨计），氧气氧化合成促进剂 NS 清洁工艺可节约成本 1600~1700 元/吨。公司已凭借其产品优势与众多国外知名橡胶轮胎企业建立了长期稳定的合作，包括米其林、玲珑等，获得了较高的认可和荣誉。目前，我国不溶性硫磺、微晶石蜡等新型橡胶助剂存在供应缺口，且高利润小品类橡胶助剂产品市场规模不断增加，未来橡胶助剂市场将出现进一步的分化，研发型和环保型企业有望获得先发优势及可持续发展。

五、投资建议及盈利预测

公司作为橡胶助剂龙头，不断研发出适合轮胎客户的新产品，具有较强的竞争优势。不溶性硫磺、树脂项目有望助力业绩持续增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53, 0.67、0.94 元，对应当前股价 PE 为 12.7、10.0 和 7.2 倍。

公司 PB (MRQ) 为 1.68 倍，行业中位值为 2.56 倍。另外，从可比公司的相对估值来看，我们选取了利安隆、日科化学进行对比，2 家可比公司 2020 年 PE 均值 (wind 一致预期值) 为 13.07 倍，我们预测阳谷华泰 2020 年 PE 为 12.8 倍，公司具备一定的估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表13: 估值对比表

简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
利安隆	59.84	1.28	1.82	2.40	2.91	28.69	16.00	12.16	10.04
日科化学	34.49	0.42	0.71	0.91	1.12	19.87	11.47	8.93	7.22
平均值	47.17	0.85	1.27	1.66	2.02	24.28	13.74	10.55	8.63
阳谷华泰	26.15	0.47	0.53	0.67	0.94	14.3	12.7	10.0	7.2

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究院

(注: 除阳谷华泰外, 其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 资讯)

表14: 公司各产品业绩拆分表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	8.60	12.40	16.38	20.82	20.14	17.56	20.25	24.13
YOY(%)		44%	32%	27%	-3%	-13%	15%	19%
毛利率 (%)	24.17%	28.28%	28.35%	32.54%	24.13%	24.2%	26.5%	28.3%
净利润 (亿元)	0.39	1.57	2.04	3.67	1.84	2.09	2.80	3.72
加工助剂								
收入 (亿元)	4.26	4.98	6.60	8.06	7.33	6.28	6.60	7.28
YOY(%)		17%	33%	22%	-9%	-14%	5%	10%
毛利率 (%)	34.0%	38.6%	33.5%	39.3%	27.8%	26.0%	28.0%	30.0%
净利润 (亿元)				2.00	1.10	0.84	1.00	1.22
硫化助剂								
收入 (亿元)	1.81	3.64	5.03	6.84	6.05	5.17	5.43	5.98
YOY(%)		101%	38%	36%	-12%	-15%	5%	10%
毛利率 (%)	3.9%	11.8%	21.1%	26.0%	15.9%	17.5%	19.0%	20.0%
净利润 (亿元)				0.92	0.29	0.32	0.41	0.5
胶母粒								
收入 (亿元)	0.89	1.33	1.72	2.15	2.29	1.97	2.07	2.28
YOY(%)		49%	29%	25%	7%	-14%	5%	10%
毛利率 (%)	15.7%	20.3%	20.3%	21.4%	16.2%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润 (亿元)				0.20	0.12	0.12	0.13	0.14
橡胶防护蜡								
收入 (亿元)	1.05	1.39	1.58	1.49	1.71	1.46	1.53	1.69
YOY(%)		32%	14%	-6%	15%	-15%	5%	10%

毛利率（%）	27.6%	33.1%	27.2%	25.5%	24.0%	24.5%	27.0%	28.0%
净利润（亿元）				0.19	0.20	0.18	0.22	0.26
不溶性硫磺								
收入（亿元）				1.96	2.46	2.67	3.56	5.15
YOY(%)					25%	9%	33%	44%
毛利率（%）				37.0%	37.0%	38.0%	39.0%	40.0%
净利润（亿元）				0.45	0.56	0.63	0.87	1.30
树脂								
收入（亿元）							1.05	1.75
YOY(%)								67%
毛利率（%）							30.0%	30.0%
净利润（亿元）							0.18	0.29

资料来源：wind，民生证券研究院

六、风险提示

产品价格下滑、原材料价格大幅上涨、新项目进度不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,014	1,933	2,254	2,518
营业成本	1,528	1,496	1,723	1,847
营业税金及附加	14	13	16	18
销售费用	110	97	101	101
管理费用	91	81	86	91
研发费用	52	50	58	65
EBIT	220	196	271	398
财务费用	8	11	12	13
资产减值损失	(0)	3	5	9
投资收益	2	1	2	1
营业利润	217	234	303	433
营业外收支	5	6	14	18
利润总额	222	247	313	438
所得税	37	42	53	74
净利润	184	205	261	364
归属于母公司净利润	184	205	261	364
EBITDA	294	282	359	486
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	286	301	351	432
应收账款及票据	498	503	586	655
预付款项	47	49	55	59
存货	212	217	241	248
其他流动资产	4	5	8	9
流动资产合计	1220	1289	1467	1672
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	535	569	616	649
无形资产	78	81	83	85
非流动资产合计	913	1033	1166	1320
资产合计	2133	2322	2633	2993
短期借款	90	104	113	121
应付账款及票据	242	299	396	465
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	443	485	597	675
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	20	25	31
非流动负债合计	17	20	25	31
负债合计	461	505	622	706
股本	389	389	389	389
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1672	1817	2011	2287
负债和股东权益合计	2133	2322	2633	2993

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-3.2%	-4.0%	16.6%	11.7%
EBIT 增长率	-52.0%	-10.5%	37.8%	47.0%
净利润增长率	-49.8%	11.4%	26.9%	39.6%
盈利能力				
毛利率	24.1%	22.6%	23.6%	26.7%
净利润率	9.2%	10.6%	11.6%	14.4%
总资产收益率 ROA	8.6%	8.8%	9.9%	12.2%
净资产收益率 ROE	11.0%	11.3%	13.0%	15.9%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.7	2.5	2.5
速动比率	2.3	2.2	2.1	2.1
现金比率	0.7	0.7	0.6	0.7
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	91.1	88.2	87.4	88.9
存货周转天数	49.3	52.5	48.7	48.5
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.53	0.67	0.94
每股净资产	4.3	4.7	5.2	5.9
每股经营现金流	0.6	0.6	0.8	0.9
每股股利	0.30	0.35	0.38	0.45
估值分析				
PE	14.3	12.7	10.0	7.2
PB	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.0	7.2	5.6	4.1
股息收益率	4.5%	5.2%	5.6%	6.7%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	184	205	261	364
折旧和摊销	75	88	94	97
营运资金变动	(36)	(7)	(10)	(43)
经营活动现金流	229	233	297	369
资本开支	176	146	168	122
投资	(20)	(50)	(48)	(125)
投资活动现金流	(195)	(145)	(169)	(191)
股权募资	67	75	81	87
债务募资	(20)	(15)	(8)	(4)
筹资活动现金流	(171)	(73)	(77)	(97)
现金净流量	(137)	15	50	81

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 橡胶助剂行业产业链情况	3
图 3: 公司主要客户	4
图 4: 公司股权结构	5
图 5: 公司近年业绩情况 (亿元, %)	6
图 6: 公司各产品业务收入情况 (亿元)	6
图 7: 公司各产品业务收入占比 (%)	6
图 8: 公司各产品毛利率情况 (%)	6
图 9: 2010-2019 国内橡胶消费量 (万吨)	7
图 10: 2010-2018 全球橡胶消费量 (万吨)	7
图 11: 2001-2019 年我国橡胶助剂产量情况 (万吨, %)	8
图 12: 2012-2019 我国橡胶助剂出口情况 (万吨, %)	8
图 13: 2000-2019 我国汽车产量 (万辆, %)	9
图 14: 2010-2019 全球汽车产量 (万辆, %)	9
图 15: 2015-2019 我国汽车保有量 (亿量)	10
图 16: 2019 年各国千人汽车保有量	10
图 17: 国内主要硫化助剂价格情况 (元/吨)	13
图 18: 公司硫化助剂销量及毛利率情况 (吨, %)	13
图 19: 促进剂产量及表观消费量情况 (万吨, %)	14
图 20: 促进剂进出口情况 (万吨)	14
图 21: 公司防焦剂 CTP 平均销售价格情况 (元/吨)	14
图 22: 公司防焦剂 CTP 销量及毛利率情况 (吨, %)	14
图 23: 公司不溶性硫磺销量及价格情况 (吨, 元/吨)	17
图 24: 公司在建工程转固及利润情况 (百万元)	17
图 25: 公司研发费用投入情况 (百万, %)	18
图 26: 公司专利数量情况 (个)	18

表格目录

表 1: 2019 年公司主要产品产能及产能利用率情况 (万吨, %)	4
表 2: 公司新建项目及产能情况 (万吨、万元)	5
表 3: 橡胶助剂具体分类	7
表 4: 2020 年全国各地汽车刺激消费政策	9
表 5: 轮胎配套及替换系数	10
表 6: 2018 年我国橡胶助剂产销量前十名	11
表 7: 目前在建或拟建的主要橡胶助剂项目	12
表 8: 国内促进剂未来新增产能情况 (万吨)	14
表 9: 国内防焦剂 CTP 现有产能情况 (万吨)	15
表 10: 公司建成项目一览表	15
表 11: 公司新建项目及产能情况 (吨, 万元)	16
表 12: 橡胶助剂行业主要产品工艺对比情况	19
表 13: 估值对比表	20
表 14: 公司各产品业绩拆分表	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师与研究助理简介

邓健全，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。