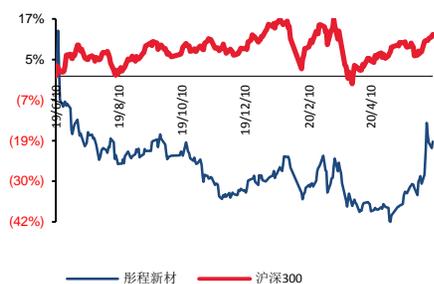


材料 材料 II

做强酚醛树脂橡胶助剂主业，电子材料、可降解材料两翼齐飞

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	586/131
总市值/流通(百万元)	11,837/2,655
12个月最高/最低(元)	28.68/14.45

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 贺顺利

电话: 15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 99,453 万元, 用于 10 万吨/年可生物降解材料项目(一期)、60000t/a 橡胶助剂扩建项目、新型高效加氢裂化催化剂生产及功能型树脂中试装置项目、烯烃扩能改造项目、扩建存储设施项目、研发平台扩建项目等六大项目建设及补充流动资金。

主要观点:

1. 酚醛树脂募投产能逐步释放, 产品结构优化调整

2019 年华奇 20,000 吨橡胶助剂扩建项目投产, 新增产能 20,000 吨。2019 年底, 华奇 27,000 吨橡胶助剂系列扩建项目试生产, 增加的产线有硫化树脂、间苯二酚甲醛树脂、苯酚甲醛改性补强树脂。集团酚醛树脂及各类加工助剂总产能将增加至 105,000 吨, 高纯对叔丁基苯酚产能 15,000 吨。特种橡胶助剂 2017-2019 年产量分别为 7.46、7.94、9.49 万吨, 我国市场占有率从 23.53%、24.08%、25.7%, 持续提升。在胶粘剂领域, 针对现有的硫化树脂、烷基酚增粘树脂依托生产技术的优势, 在环保及降低 VOC 等技术领域完成了开发, 在客户端得到了认可, 扩大了在该领域的应用。在复合材料领域, 通过与外部的合作开发, 完成了高铁车厢用复合材料基体酚醛树脂的开发, 将在 2020 年形成销售。

2. 内生与外延并列, 逐步进入电子化学品领域

公司积极开拓酚醛树脂的高端应用, 针对电子材料领域, 自主开发电子级酚醛树脂, 在光刻胶、环氧塑封料、覆铜板均有布局。光刻胶、EMC、高档覆铜板方面的相关树脂产品已经在客户端开展性能评价。公司对外投资包括中策橡胶(轮胎)、北京石墨烯研究院、江苏先诺新材(高性能聚酰亚胺)等新材料公司。公司通过内涵式增长和外延式发展, 有步骤、分层次地进入电子化学品相关领域。

3. 携手巴斯夫建设 10 万吨 PBAT 可降解塑料生产基地

可降解塑料作为应对塑料污染最有力的解决方案, 在工业堆肥情况下, 基本上全部转化为二氧化碳, 水和有机质, 并且其堆肥产物对环境 and 动植物完全没有危害。2019 年 PBAT 全球产能大约在 25 万吨, 主要分布在欧洲和中国。随着国家提出进一步加强塑料污染治理的意见和各地政府颁布的解决白色污染的若干政策, 生物可降解市场有望快速

发展，预计将以每年 15% 左右的速度增长。公司依托国际先进技术，探究和优化生物可降解聚酯 PBAT 生产工艺，积极开展加工配方的开发。公司与北京工商大学成立生物可降解材料联合开发中心。公司近期公开发行人可转债募集 9.945 亿投资于 10 万吨可降解生物材料项目一期、6 万吨橡胶助剂扩建、新型高效加氢裂解催化剂、烯烃扩能改造项目等。新工厂计划将于 2022 年投产，供应全球生物聚合物市场，市场空间巨大。

4、盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.19 亿元、5.08 亿元、5.93 亿元，对应 EPS 0.72 元、0.87 元、1.01 元，PE 29.1X、24X、20.6X。考虑公司巩固酚醛树脂橡胶助剂主业，积极扩展电子材料领域，建设布局 PBAT 可降解塑料工厂，未来成长空间大，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：下游需求下滑，产品价格波动，拟建项目进度低于预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2208	2105	2487	2857
(+/-%)	1.5%	-4.68%	18.15%	14.90%
净利润(百万元)	331	419	508	593
(+/-%)	-19.81%	26.75%	21.26%	16.71%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.72	0.87	1.01
市盈率(PE)	30.9	29.1	24.0	20.6

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

财务报表预测：

利润表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
营业收入	2208	2105	2487	2857
营业成本	1442	1356	1575	1792
毛利	766	749	912	1065
%营业收入	35%	36%	37%	37%
税金及附加	8	8	9	11
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	98	93	110	127
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	133	127	150	172
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	90	86	101	116
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	3	14	15	16
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	122	0	0	0
信用减值损失	2	-15	-12	-12
其他收益	8	8	8	8
投资收益	24	24	24	24
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	364	467	569	666
%营业收入	16%	22%	23%	23%
营业外收支	14	12	12	12
利润总额	378	479	581	678
%营业收入	17%	23%	23%	24%
所得税费用	58	73	89	104
净利润	320	406	492	574
归属于母公司的净利润	331	419	508	593
少数股东损益	-10	-13	-16	-19
EPS（元/股）	0.56	0.72	0.87	1.01

现金流量表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	419	234	443	527
投资	0	0	0	0
资本性支出	-4	-4	-4	-4
其他	-1466	24	24	24
投资活动现金流净额	-1470	20	20	20
债权融资	0	0	0	0
股权融资	154	0	0	0
银行贷款增加（减少）	709	2	-8	-40
筹资成本	-227	-55	-54	-53
其他	89	-10	0	0
筹资活动现金流净额	725	-64	-62	-93
现金净流量	-326	190	400	454

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2019	2020	2021	2022
货币资金	696	886	1286	1739
交易性金融资产	116	116	116	116
应收账款及应收票据	537	652	770	885
存货	197	165	191	218
预付账款	20	19	22	25
其他流动资产	25	35	37	40
流动资产合计	1591	1872	2423	3023
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1314	1314	1314	1314
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产合计	370	370	370	370
无形资产	123	123	123	123
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	5	5	5
其他非流动资产	356	372	387	403
资产总计	3771	4067	4633	5249
短期借款	1050	1052	1044	1004
应付票据及应付账款	469	376	436	496
预收账款	5	5	6	7
应付职工薪酬	25	24	27	31
应交税费	50	48	57	65
其他流动负债	51	48	56	64
流动负债合计	1651	1552	1626	1668
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	26	26	26	26
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1678	1579	1653	1694
归属于母公司的所有者权益	2250	2659	3167	3760
少数股东权益	166	152	136	118
股东权益	2415	2811	3303	3877
负债及股东权益	4093	4390	4956	5572

基本指标

EPS	0.56	0.72	0.87	1.01
BVPS	3.84	4.54	5.40	6.42
PE	30.9	29.1	24.0	20.6
PEG	—	1.09	1.13	1.23
PB	4.54	4.59	3.85	3.24
EV/EBITDA	20.93	28.42	22.09	17.93
ROE	15%	16%	16%	16%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。