

特种橡胶助剂龙头，奏响新材料发展强音 买入（首次）

2020年06月23日

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,208	2,663	3,068	4,031
同比(%)	1.5%	20.6%	15.2%	31.4%
归母净利润(百万元)	331	443	532	630
同比(%)	-19.8%	34.1%	20.0%	18.4%
每股收益(元/股)	0.56	0.76	0.91	1.08
P/E(倍)	39.58	29.51	24.58	20.77

投资要点

- 公司为特种橡胶助剂龙头，多维度布局新材料领域：**公司主要从事高性能酚醛树脂的生产和销售，主要产品为橡胶用酚醛树脂，包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等，广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。经过多年深耕，公司已发展成为国内橡胶助剂龙头企业。同时，公司凭借双研发中心，积极推动产品转型发展，加快电子酚醛树脂的产品研发和市场应用；此外，公司前瞻性地开拓可降解高分子材料业务，多维度布局新材料领域。
- 汽车行业复苏，有望带动轮胎用橡胶助剂需求增长：**2020年4月28日，发改委等11部门发文稳定和扩大汽车消费，实施包括鼓励汽车消费信贷、延长还款期限等措施。与此对应，4月份我国汽车产销量分别达210万辆、207万辆，同比增长2.3%、4.4%，一举逆转2020年第一季度以来汽车行业产销量下滑的趋势。因此，在多重消费刺激政策下，汽车行业复苏在即，橡胶助剂有望借势实现新一轮的增长。
- 半导体行业向好，电子酚醛国产化进程有望提速：**在我国，电子级酚醛树脂被大量应用于电子材料制造行业，尤其是环氧塑封料及覆铜板制造业。随着半导体产业的转移和电子信息产业的发展，电工电子材料领域对酚醛树脂的需求量将以15%-20%的速度增长，其市场规模有望迎来更大幅度的提升。
- 公司积极布局新材料蓝海，“一体两翼”战略稳步推进：**公司依托在酚醛树脂行业的积累，积极向电子行业用酚醛树脂及可降解塑料等领域拓展。公司拟建设50吨/年功能型树脂中试线装置，产品系属高端封装行业以及覆铜板行业树脂的主要树脂原料；同时，公司6万吨/年橡胶助剂扩产项目规划有5000吨/年电子级酚醛树脂。此外，公司携手巴斯夫，拟投资约6.7亿建设10万吨/年可生物降解材料项目（一期），预计于2022年第二季度投产，可年产6万吨/年PBAT。通过上述内涵式增长和外延式发展，公司有步骤、分层次地进入新材料相关领域，致力于成为具有国际竞争力的新材料企业。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为4.43亿元、5.32亿元和6.30亿元，EPS分别为0.76元、0.91元和1.08元，当前股价对应PE分别为30X、25X和21X。考虑到彤程新材为国内特种橡胶助剂龙头企业，产能增长较快，同时“一体两翼”战略稳步推进，可降解材料与电子级酚醛树脂市场前景看好，未来公司盈利有望得到持续性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**募投项目达产进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；可降解材料市场供需不匹配的风险；国际贸易环境恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.33
一年最低/最高价	13.97/23.75
市净率(倍)	5.64
流通A股市值(百万元)	2934.55

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	39.66
总股本(百万股)	585.99
流通A股(百万股)	131.42

相关研究

图表目录

图 1: 彤程新材发展历程.....	4
图 2: 彤程新材股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)	4
图 3: 公司 2015 至 2019 年营业收入 (百万元) 及同比增长 (%)	8
图 4: 公司 2015 至 2019 年归母净利润 (百万元) 及同比增长 (%)	8
图 5: 公司 2015 至 2019 年各业务板块营业收入拆分 (百万元)	9
图 6: 公司 2015-2019 年大陆与其他地区营业收入 (百万元) 及其占比 (%)	9
图 7: 公司 2015 至 2019 年主要业务毛利率 (%)	9
图 8: 公司 2015 至 2019 年各期间费用率 (%)	9
图 9: 2018 年中国橡胶助剂细分品类产量占比.....	11
图 10: 2001 至 2016 年世界与中国橡胶助剂产量 (万吨) 与中国占比 (%)	12
图 11: 2002 至 2016 年世界特种橡胶助剂需求量 (万吨)	12
图 12: 2003 至 2017 年中国特种橡胶助剂产量 (万吨) 及同比增长 (%)	13
图 13: 中国橡胶助剂产量预测 (万吨) 及同比增长 (%)	13
图 14: 橡胶助剂各下游消费领域占比.....	14
图 15: 1995 年至今中国汽车产量 (万辆) 与同比增长 (%)	14
图 16: 2007 年至今中国轮胎产量 (万条) 及同比增长 (%)	15
图 17: 半导体行业市占率 (%) 与发展阶段	17
图 18: 全球及中国半导体行业销售额 (亿美元) 增长情况和中国占比 (%) 变化	17
图 19: 2012 至 2018 年全球可降解塑料需求 (万吨) 及同比增长 (%)	18
图 20: 2018 年全球可降解塑料需求分布.....	18
图 21: 2012 至 2018 年中国可生物降解塑料需求 (万吨) 及同比增长 (%)	20
图 22: 2012 至 2018 年中国可生物降解塑料产能 (万吨) 及产量 (万吨)	20
图 23: 2011-2018 年中国 PBAT 树脂需求 (万吨)	21
图 24: 2011-2018 年中国 PBAT 树脂产量 (万吨)	21
图 25: 2018 年中国橡胶助剂销售额占比 (%)	22
图 26: 2018 年中国橡胶助剂销量占比 (%)	22
图 27: 彤程新材增粘树脂生产工艺流程.....	23
图 28: 彤程新材与可比公司橡胶助剂业务毛利率水平 (%)	23
图 29: 2017 年公司前五名客户销售占比.....	23
图 30: 2015 年至 2020E 公司对中策橡胶的销售额 (万元)	23
表 1: 公司董事会人员情况简介.....	5
表 2: 彤程新材四大生产基地简介.....	6
表 3: 彤程新材各产品产能测算 (吨) 及预测.....	7
表 4: 橡胶助剂类型.....	10
表 5: 酚醛树脂在电子领域的应用.....	16
表 6: 可降解塑料行业相关政策.....	19
表 7: 彤程新材近年来特种橡胶助剂产量 (万吨) 与国内占比 (%)	21
表 8: 中国生物降解塑料生产企业产能统计情况 (截至 2019 年 8 月)	25
表 9: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	26
表 10: 可比公司估值表 (参考 2020 年 6 月 23 日收盘价)	26

1. 深耕橡胶助剂行业，新材料布局开启新篇章

公司主要从事高性能酚醛树脂的生产和销售，主要产品为橡胶用酚醛树脂，包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等，广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。经过多年深耕，公司已发展成为国内橡胶助剂龙头企业。同时，公司与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作，客户覆盖全球轮胎 75 强，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际知名轮胎企业。

近年来，酚醛树脂在电子、复合材料领域等下游应用中需求有所提升。公司凭借双研发中心，积极推动产品转型发展，加快电子酚醛树脂的产品研发和市场应用；同时，公司前瞻性地开拓可降解高分子材料业务，多维度布局新材料领域。

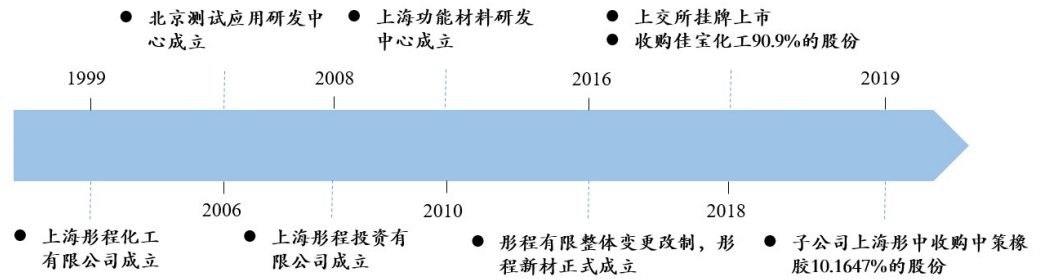
1.1. 历史沿革：研发推动助力公司转型发展

彤程新材以橡胶助剂代理业务起家，在研发推动下不断发展成为国内橡胶助剂生产和销售的龙头企业。公司前身为 1999 年成立的彤程化工，在发展初期主要从事轮胎橡胶助剂产品在国内的商贸代理。2005 年起，公司开始构建研发及技术服务团队，在北京和上海建立研发中心，并在江苏和上海等地建设起国际化标准的生产基地，打破了国外企业对高端轮胎用酚醛树脂产品的垄断。2016 年，公司进行了股份制改革，更名为彤程新材料集团股份有限公司。2018 年，公司于上交所挂牌上市，并于同年收购佳宝化工（后更名为彤程精细）90.9% 的股权。2019 年，公司通过增资子公司上海彤中，间接收购中策橡胶 10.1647% 的股权，实现橡胶助剂业务向下游的成功扩展。

在新材料方面，上市以来，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。对于生物可降解材料，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。此外，公司与北京工商大学成立了生物可降解材料联合开发中心。

综上，公司实现了从特种橡胶助剂代理商到国内最大生产商，再到行业前沿开拓者的跨越式发展，而上海和北京双研发中心的战略布局也起到重要推动作用。强大的研发能力是公司发展的核心竞争力，预计随着国内电子酚醛树脂需求的提升以及可降解材料的市场扩容，公司有望进入发展快车道。

图 1：形程新材发展历程

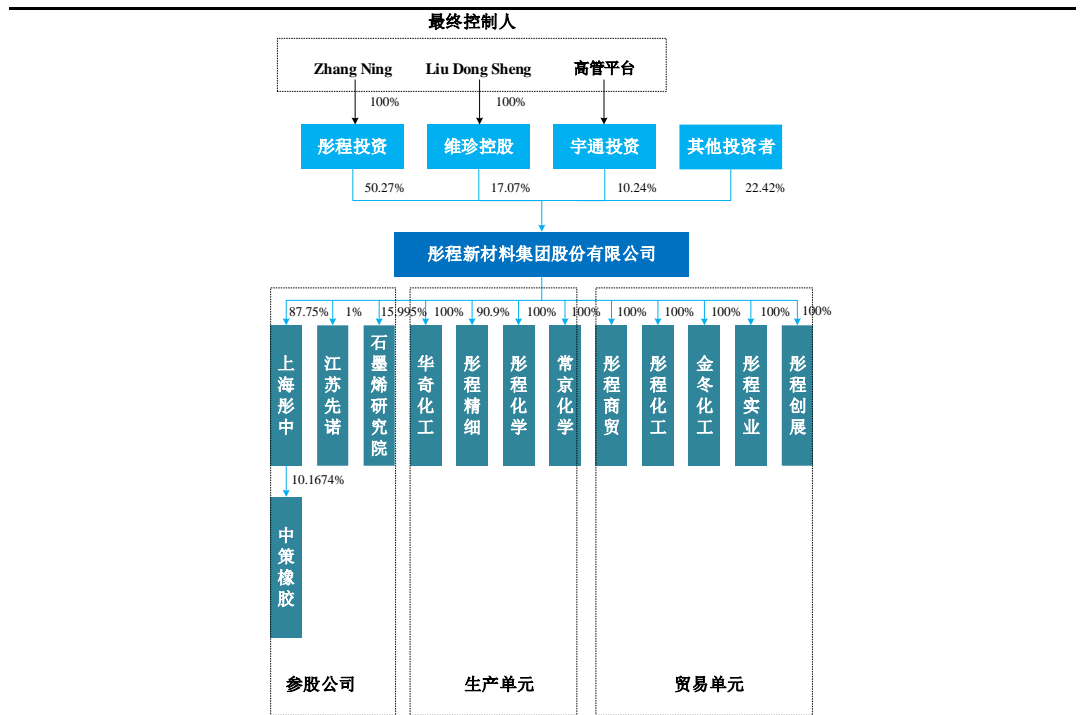


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，管理团队专业背景深厚

公司主要由形程投资、维珍控股、宇通投资发起设立。截至目前，前十大股东中，形程投资持有公司 50.27% 的股份，董事长 Zhang Ning 持有形程投资 100% 的股份，为公司最终控制人；维珍控股持有公司 17.07% 的股份，而 Zhang Ning 之配偶 Liu Dong Sheng 持有维珍控股 100% 的股权；宇通投资系属高管持股平台，由公司管理层共同出资设立，持有形程新材 10.24% 的股份。因此，由 Zhang Ning、Liu Dong Sheng 以及宇通投资组成的公司管理层共同控制公司 77.58% 的股份，股权结构保持稳定。

图 2：形程新材股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司核心管理团队专业背景深厚，从业经验丰富。公司的管理团队共同创业多年，基本由高学历背景和具备资深橡胶助剂及轮胎行业经营管理或技术研发经验的人员构

成。其中，董事长 Zhang Ning 先后担任彤程化工、彤程有限董事长、Cheetah Mobile Inc 独立董事，北京石墨烯研究所有限公司董事长，从业经验丰富；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。专业的管理团队为公司把握行业发展动向，持续研发创新和稳健经营发展奠定了雄厚的人才基础。

表 1：公司董事会人员情况简介

姓名	职务	主要工作经历
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，辽宁高性能树脂工程技术研究中心主任

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 四大基地生产酚醛树脂，多维度布局新材料

公司现有业务主要包括特种橡胶助剂自产以及贸易代理。其中，自产产品以橡胶用酚醛树脂为主，公司通过彤程化工、华奇化工、常京化学以及彤程精细四个子公司实现生产任务，目前型号达 180 余种，涵盖增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等多个品类，在亚洲轮胎市场占有率居于首位。随着产业链的不断延伸，公司在增粘树脂生产过程中所需的对叔丁基苯酚（PTBP）、烯烃等关键中间体基本实现自主生产，成本控制能力得到提升。在通用型橡胶助剂领域，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 还可用于阻聚剂，目前，公司为聚碳酸酯生产中终止剂在亚洲地区的主要供应商。

表 2：彤程新材四大生产基地简介

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、烯烃等中间体
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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在上市之前，已有酚醛树脂产能 5.8 万吨，高纯 PTBP 产能 1.5 万吨，产能利用率长期处于高位。上市以来，公司募投项目不断，产能扩增迅速，具体包括：

(1) 2018 年首次公开发行上市，投入募集资金 2.55 亿用于华奇化工产能提升项目。2019 年底“华奇化工年产 2 万吨橡胶助剂扩产项目”投产，新增烷基酚甲醛树脂 7000 吨、均匀剂 5000 吨、脂肪酸锌皂盐 6000 吨、抗湿滑剂 2000 吨。

(2) “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，2019 年底可利用产能为 10%，预计项目将于 2020 年下半年完全投产，项目将新增苯酚甲醛补强树脂 17000 吨、间苯二酚 7000 吨、硫化树脂 3000 吨。

(3) 此外，公司于 2020 年 6 月 4 日发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟投入募集资金开展“60000t/a 橡胶助剂扩建项目”。项目实施主体为彤程化学（中国）有限公司，项目将分两期完成，第一期建设项目拟在 2021 年 3 月建成投产，届时将新增产能包括：辛基酚醛树脂 39000 t/a、电子级酚醛树脂 5000 吨/a、烷基酚醛树脂 11000 吨/a、烷基酚 2000 吨/a、间苯二酚母胶粒 3000 t/a；第二期项目将于 2022 年底投产，拟增加 PTBP 产能 12000 吨/a。

随着产能的不断推进，公司现有橡胶用酚醛树脂产能为 8.07 万吨，并将在 2021 年末增加至 16 万吨，同时将新增 5000 吨电子酚醛树脂，这也将助力公司在行业集中度不断提高的形势下进一步提升市场份额，强化龙头地位。此外，公司产品丰富度与原料自给率不断得到加强，对于完善产品序列，提供高质量销售服务，同时控制生产成本具有重要意义。

表 3：彤程新材各产品产能测算（吨）及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
彤程化学（上海）	40000	40000	40000	100000	112000
酚醛树脂	25000	25000	25000	85000	85000
PTBP	15000	15000	15000	15000	27000
常京化学	8000	8000	8000	8000	8000
华奇化工	25000	47700	72000	72000	72000
彤程精细	0	0	12500	25000	25000
硫化促进剂 M	0	0	10000	20000	20000
硫化促进剂 DM	0	0	2500	5000	5000
合计					
特种橡胶助剂	58000	80700	105000	160000	160000
橡胶促进剂	0	0	12500	25000	25000
其他自产产品（PTBP）	15000	28000	38000	43000	55000
电子级酚醛树脂	0	0	0	5000	5000

数据来源：各项目环评文件，公司公告，东吴证券研究所

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，大多数均为中国地区独立代理，其中包括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 的均匀剂及其加工助剂、道达尔的环保油，赢创的白炭黑等。代理产品中绝大多数在成分和性能上与自产产品存在差异性，可以作为自产产品的有效补充和完善，为下游轮胎制造商提供配套销售和定制化服务。

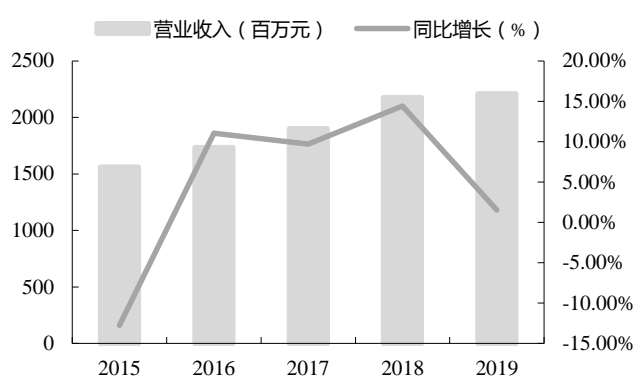
扩大酚醛树脂的应用领域，大力开拓高附加值应用。通过技术研发，公司的酚醛树脂产品在电子领域和胶粘剂领域都完成了相关的产品技术储备，主要包括以下几方面：1.在电子领域，包含光刻胶、EMC、高档覆铜板方面的相关树脂产品已经在客户端开展性能评价；2.在胶粘剂领域，针对现有的硫化树脂、烷基酚增粘树脂依托生产技术的优势，在环保及降低 VOC 等技术领域完成了开发，在客户端得到了认可，扩大了在该领域的应用；3.在复合材料领域，通过与外部的合作开发，完成了高铁车厢用复合材料基体酚醛树脂的开发，有望在 2020 年形成销售。

在可降解环保材料领域，技术创新取得关键性进展，多维度新材料布局实现在即。一方面，公司携手巴斯夫，积极进行可降解聚酯材料（PBAT）的合成开发和加工应用，为未来的新项目提供了有力的技术支撑；另一方面，公司与北京化工大学联合开发的可降解胎面用橡胶，性能经过评价，已经能够初步满足轮胎对橡胶的性能要求，后续将进一步研究其耐磨、耐撕裂、界面粘合、自密封等性能。

1.4. 业绩中枢稳步上移，盈利能力不断提升

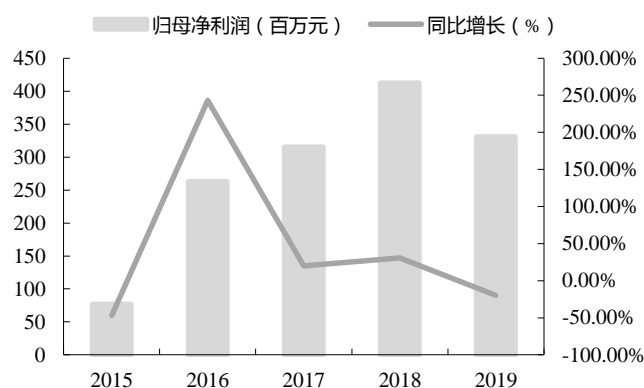
公司营业收入与利润水平稳步提升，未来发展有望向好。2015年至2018年，公司营业收入从15.60亿元增长至21.75亿元，复合增长率为11.72%；2018年，公司实现归母净利润4.12亿元，同比增长30.93%，连续四年保持快速增长。2019年酚醛树脂主要原材料苯酚价格下行，公司自产酚醛树脂价格相应走低，公司营业收入实现逆势增长，达到22.08亿元。短期价格压力叠加响水化工园区内彤程精细的资产减值损失，2019年公司归母净利润有所下滑，共计3.31亿元。整体来看，公司营业收入水平提升较快，未来发展有望向好。

图3：公司2015至2019年营业收入（百万元）及同比增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

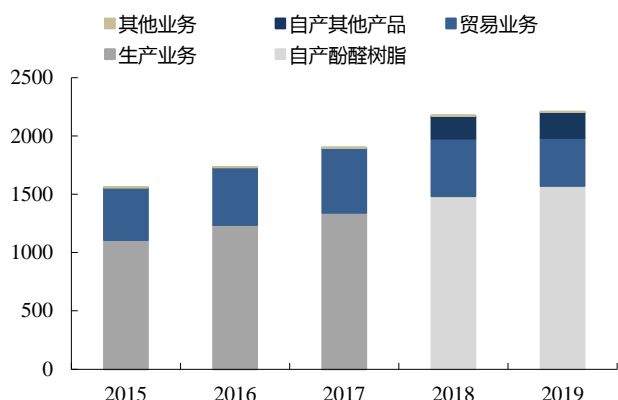
图4：公司2015至2019年归母净利润（百万元）及同比增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

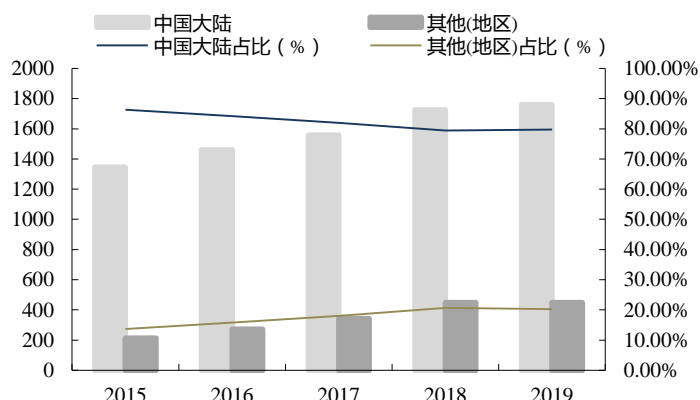
公司业务结构逐渐改善，自产酚醛树脂占比提升，海外业务发展较快。2019年公司自产酚醛树脂业务实现营业收入15.72亿，同比增长5.89%，主营业务占比高达71.20%。2015至2019年，公司自产酚醛树脂业务保持高速增长，主营业务占比不断提升。另一方面，贸易业务营收虽略有增长，但占比整体下降，自产化比例的提升对于公司业务结构的改善与长远发展具有重要意义。同时，2019年，公司实现海外营业收入4.48亿元，主营业务占比为20.31%，相较于2015年有明显的增长。海外市场份额的提升，为公司的业绩发展提供了新的支撑。

图 5：公司 2015 至 2019 年各业务板块营业收入拆分（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

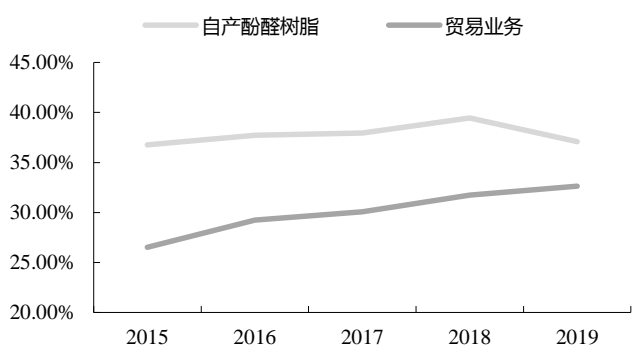
图 6：公司 2015-2019 年大陆与其他地区营业收入（百万元）及其占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

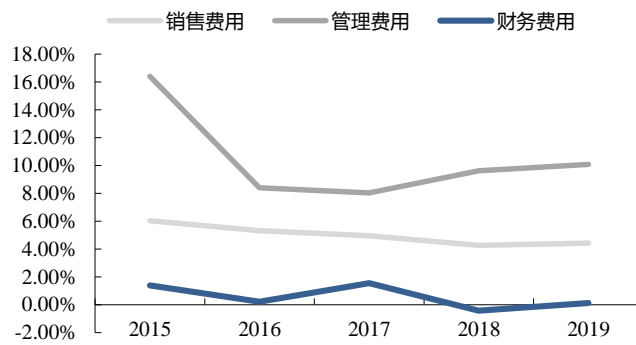
公司业务管理水平较高，毛利率逐步提升，期间费用下降明显。公司通过前向一体化战略与后向一体化战略，实现了产业链向上游和下游的双端扩展，如增粘树脂生产过程中所需的对叔丁基苯酚（PTBP）、烯炔等关键中间体基本实现自主生产，成本控制能力得到提升；公司间接收购中策橡胶 10.1647%的股权，保证了下游销售渠道畅通，协同生产模式下，销售成本下降明显。2015-2019 年，公司自产酚醛树脂与贸易业务毛利率水平稳中有升，各项期间费用率下降明显，公司业务管理与成本控制能力得到充分体现。

图 7：公司 2015 至 2019 年主要业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：公司 2015 至 2019 年各期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 酚醛树脂：应用场景广泛，未来需求看好

2.1. 特种橡胶助剂应用广泛，发展空间大

2.1.1. 橡胶助剂是橡胶工业中不可或缺的改性剂

橡胶助剂是橡胶加工过程中添加的化工产品的总称，用于赋予橡胶制品优良弹性和

提高使用性能、调整橡胶产品的结构、改善橡胶加工工艺等，在橡胶工业中扮演着不可或缺的角色，是橡胶工业重要的原材料。橡胶助剂广泛应用于轮胎、胶管、胶带、胶鞋等橡胶制品的生产过程中，其中最主要的应用是轮胎制造业。

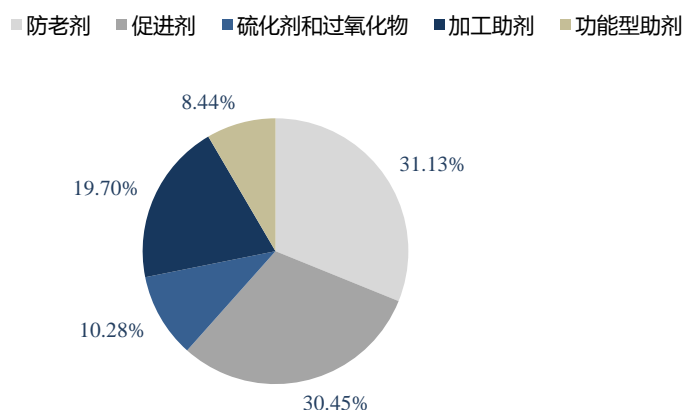
橡胶助剂广义上可以分为**通用型和特种橡胶助剂**。在橡胶制品生产过程中，防老剂、促进剂、硫化剂及硫化活性剂被广泛、大量使用，且各类产品在性能及技术较为成熟，因此被统称为通用型橡胶助剂；功能性橡胶助剂、加工型橡胶助剂起到了改善橡胶制品的性能及质量、提高橡胶制品的生产效率、增强异质材料的粘合性等重要的特殊作用，因此被统称为特种橡胶助剂。按照产品形态，特种橡胶助剂可分为增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂、粘合剂等。根据中国橡胶工业协会数据，2018年特种橡胶助剂在橡胶助剂总产量中占比达到28.14%，在橡胶助剂行业中具有重要地位。

表 4：橡胶助剂类型

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、促进剂 CBS、促进剂 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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 9：2018 年中国橡胶助剂细分品类产量占比



数据来源：中国橡胶工业协会，东吴证券研究所

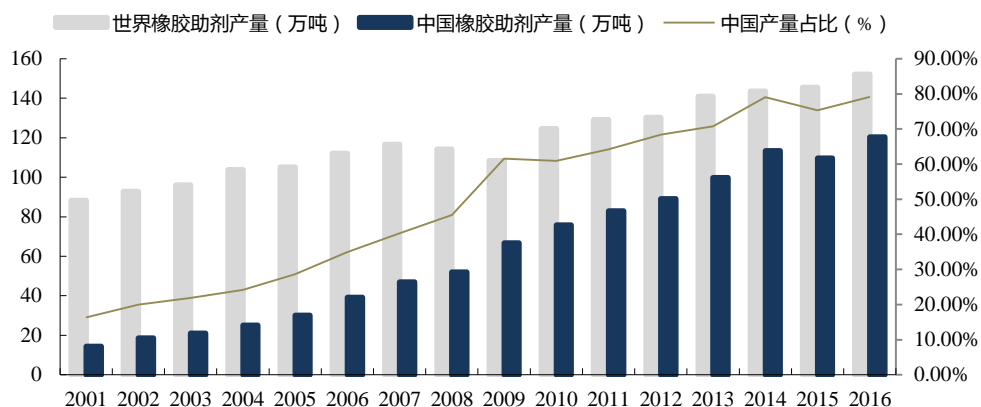
酚醛树脂是一类重要的特种橡胶助剂。酚醛树脂是一种以酚类化合物与醛类经缩聚反应而合成的一大类树脂产品的通称。酚醛树脂特有的化学结构和大分子交联网状结构赋予其许多优良性能，如较好的粘附性、耐热性、抗烧蚀性及阻燃性。由于其良好的化学性能，酚醛树脂广泛应用于橡胶制品、防腐蚀工程、胶粘剂、阻燃材料、砂轮片制造等行业，主要用作生产增粘树脂，补强树脂、粘合树脂等，其中，增粘树脂用于改善轮胎加工过程中的粘性，粘合树脂可提高骨架材料与橡胶之间的结合强度，增强树脂可有效提高橡胶材料的机械强度。

2.1.2. 橡胶助剂行业稳定发展，未来需求向好

橡胶助剂行业进入稳定发展阶段，市场集中度较高。2001 年，世界橡胶助剂产量约为 88 万吨；2016 年世界橡胶助剂产量达到 152 万吨，年复合增长率为 3.71%。近年来，全球橡胶工业进入了稳定发展期，与之配套的橡胶助剂行业也进入了稳定发展阶段。为实现资源优化配置，近十余年来，国外橡胶助剂生产商通过兼并收购更加集中，形成了美国福莱克斯公司、美国科聚亚公司、朗盛化学公司及捷克爱格富集团公司四大主要橡胶助剂生产商。

中国橡胶助剂行业快速发展，现已成为世界橡胶助剂生产第一大国。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到 121 万吨，较 2001 年产量有大幅增长，年复合增长率达到 15.46%；同时，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。

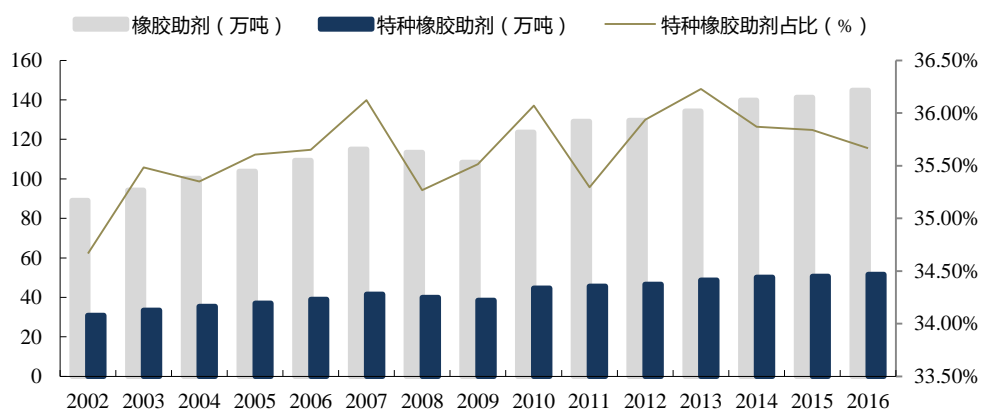
图 10: 2001 至 2016 年世界与中国橡胶助剂产量 (万吨) 与中国占比 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

特种橡胶助剂性能优越, 在橡胶助剂需求占比中不断提升。根据 Notch Consulting, Inc. 的统计, 2016 年全球特种橡胶助剂需求量达到 52.21 万吨, 较 2002 年增长 20.95 万吨, 年复合增长率为 3.73%。

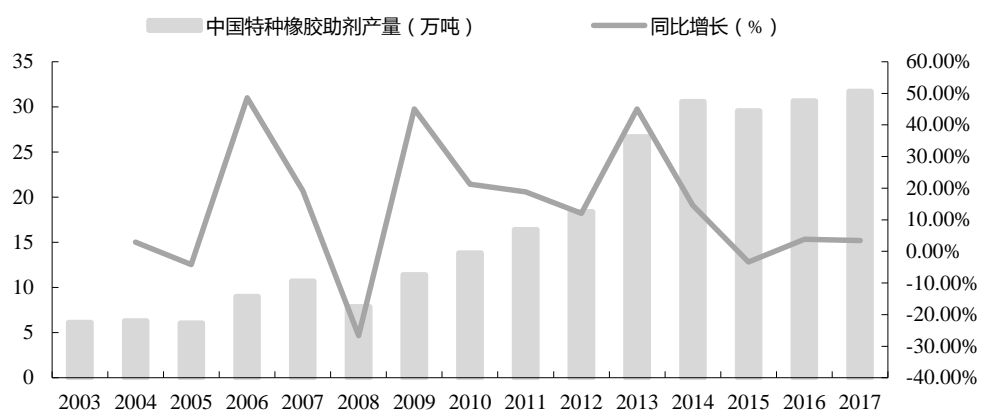
图 11: 2002 至 2016 年世界特种橡胶助剂需求量 (万吨)



数据来源: Notch Consulting, Inc., 东吴证券研究所

中国特种橡胶助剂行业发展迅速。近十余年来, 国内特种橡胶助剂行业快速发展。我国特种橡胶助剂产量由 2003 年的 6.03 万吨增长至 2017 年的 31.70 万吨, 年复合增长率达 12.59%, 国内特种橡胶助剂市场已经完成从主要依赖国外进口到大部分产品国产化的转变过程。

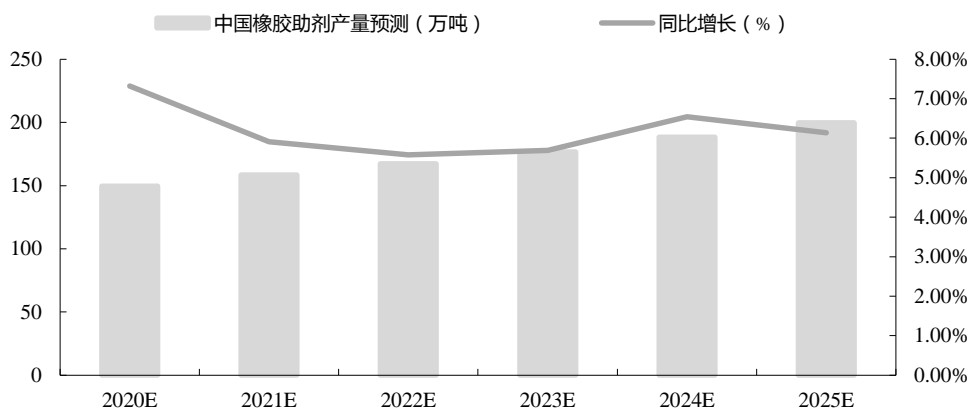
图 12：2003 至 2017 年中国特种橡胶助剂产量（万吨）及同比增长（%）



数据来源：中国橡胶助剂协会，东吴证券研究所

中国橡胶助剂市场空间广阔，发展前景看好。根据《中国橡胶工业强国发展战略研究》的预测，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，可见，橡胶助剂行业未来仍将保持稳定增长的态势。

图 13：中国橡胶助剂产量预测（万吨）及同比增长（%）

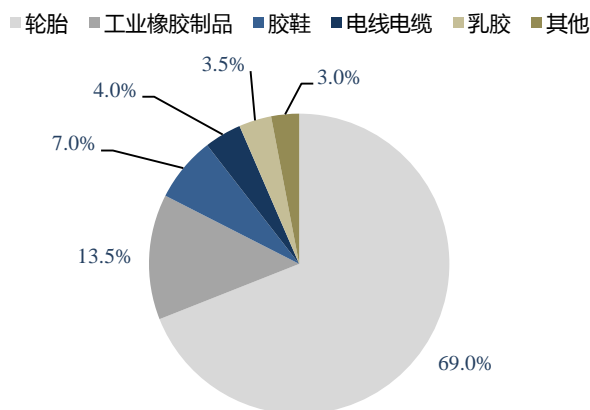


数据来源：《中国橡胶工业强国发展战略研究》，东吴证券研究所

2.2. 汽车行业复苏，橡胶助剂需求有望持续增长

轮胎行业是橡胶助剂最重要的下游市场。橡胶助剂广泛应用于橡胶制品的加工，其下游市场广阔，包括工业、农业、国防、交通、运输、机械制造、医药卫生等多个方面。其中，轮胎制造业是橡胶助剂最重要的需求市场，根据卓创资讯的统计，轮胎行业贡献了橡胶助剂需求中的 69%。因此，轮胎与汽车行业市场行情的走势，将直接影响到橡胶助剂的需求。

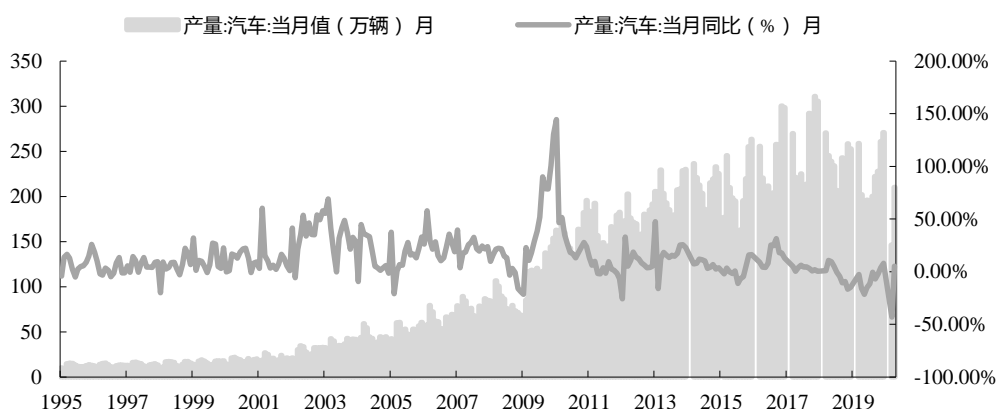
图 14：橡胶助剂各下游消费领域占比



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

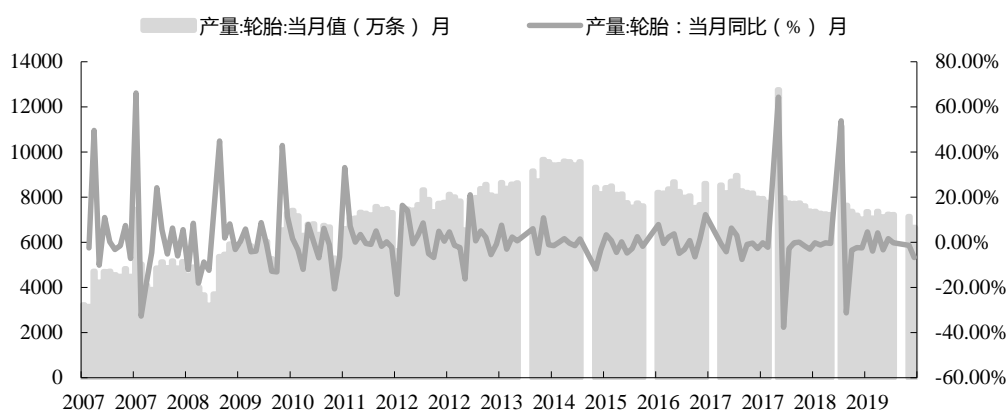
随着我国现代化建设的进程不断加快，汽车工业发展迅速，轮胎产量增幅较大。根据国家统计局和中国汽车工业协会的数据，我国汽车产量实现大幅度提高，其中，汽车产量从 2000 年的 207 万辆增长到 2019 年的 2901.5 万辆，年复合增长率为 16.80%；汽车销量从 2000 年的 208.62 万辆增长到 2019 年的 2208.4 万辆，年复合增长率为 13.22%。在汽车工业快速发展的背景下，我国轮胎工业迎来快速发展的契机，2005 年我国轮胎产量达到 2.50 亿条，超过美国的 2.28 亿条，跃居世界第一位。此后，我国轮胎产量连续十余年排名世界第一。2019 年，我国轮胎产量达到 8.38 亿条，较 2005 年增长了 1.44 倍，年复合增长率达 9.02%。汽车和轮胎行业的快速发展对橡胶助剂的市场扩容与产量增长起到了重要的推动作用。

图 15：1995 年至今中国汽车产量（万辆）与同比增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2007 年至今中国轮胎产量（万条）及同比增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

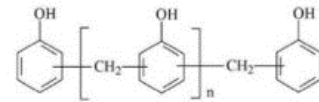
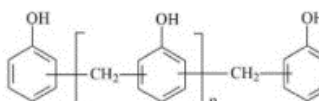
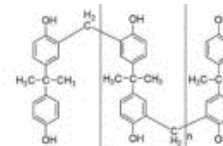
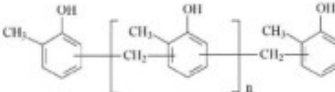
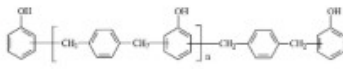
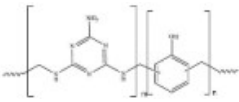
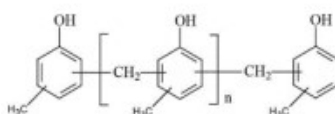
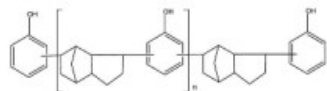
多重消费刺激政策助力汽车行业复苏，橡胶助剂有望实现新一轮的增长。2018 年以来，国际贸易纠纷不断叠加新冠疫情影响，汽车行业短期受挫，产销量出现小幅回落，2019 年，汽车产量同比减少 7.52%。为提振国内经济，扩大内需，2020 年 2 月 4 日，习近平总书记发表《在中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话》，指出要积极稳定汽车等传统大宗消费；3 月 24 日商务部联合发改委、卫健委发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，要求各地商务主管部门推出具体措施落实。随后，佛山市、深圳市、广州市、长沙市均陆续推出地方性乘用车消费刺激政策，响应国家关于稳定汽车消费的号召。与此对应，4 月份我国汽车产销量分别达 210 万辆、207 万辆，同比增长 2.3%、4.4%，一举逆转 2020 年第一季度以来汽车行业产销量下滑的趋势。因此，在多重消费刺激政策下，汽车行业复苏在即，橡胶助剂有望借势实现新一轮的增长。

2.3. 半导体行业向好，电子酚醛国产替代或提速

酚醛树脂在电子材料中有广泛的应用，包括覆铜板、塑封料和光刻胶等。在电子封装材料领域。半导体芯片是半导体微电子技术的核心，为完成对大量芯片的保护功能，必须将其进行封装。当前的封装材料主要是改性环氧树脂，固化剂则是高性能酚醛树脂。作为环氧树脂的固化剂，主要选用热塑性酚醛树脂，其优点是所形成的封装材料储存稳定性好、封装后耐热性高、电绝缘性优等；其次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。

在光刻胶领域，酚醛树脂可作为基体材料提供光刻胶的粘附性、化学抗蚀性。光刻胶通常有三种成分：感光化合物、基体材料和溶剂，酚醛树脂在光刻胶领域可发挥重要作用。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。

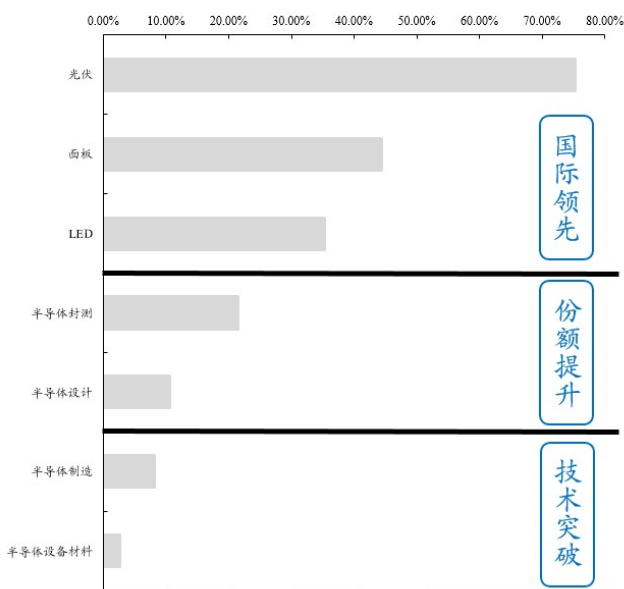
表 5: 酚醛树脂在电子领域的应用

名称	应用领域	结构
线性苯酚甲醛树脂	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	适用于无铅 FR-4、CEM-1、CEM-3 及其他电子绝缘领域	
线性双酚 A 甲 醛树脂	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	适用于环氧树脂固化剂和特种环氧树脂中间体	
XYLOK 酚醛树脂	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	适用于无卤阻燃剂体系的覆铜板、模塑料及其他复合绝缘材料体系	
光刻胶用线性酚醛树脂	适用于各种光刻胶产品的生产，推荐用于各种电子玻璃刻蚀，IC 芯片蚀刻等高端应用领域	
DCPDN 酚醛树脂	新型封装材料用树脂，适用于高档的分立器件及半导体封装材料	

数据来源：圣泉集团官网，东吴证券研究所

半导体产业处于向我国大陆地区进行第三次转移的进程中。半导体产业目前已经经历了两次产业转移，第一次是从 1960s 到 1980s 美国向日本的转移，第二次是 1980s 开始的从美国、日本向韩国、台湾的转移，如今正处在往我国大陆进行第三次产业转移的阶段。从我国半导体产业发展历程来看，各细分板块均经历了技术突破、份额提升、国际领先三个阶段。光伏、显示面板、LED 等泛半导体产业经过多年发展，均已达到国际领先水平；半导体封装测试、IC 设计等产业初具规模，进入份额提升期。

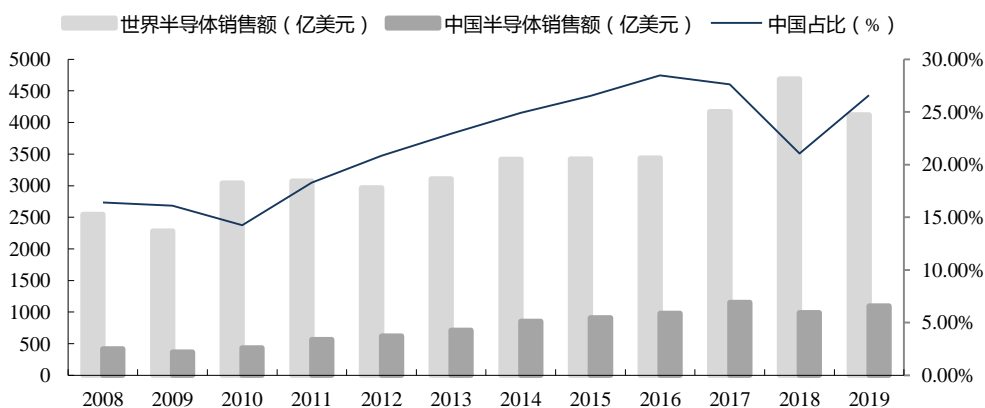
图 17：半导体行业市占率（%）与发展阶段



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

我国半导体市场规模占全球比重持续提高。根据 CSIA 公布的数据，2015 年全球半导体市场销售额 3352 亿美元，同比增长 0.15%，而根据中国半导体行业协会统计，我国 2015 年集成电路产业销售额为 907 亿美元，同比增长 19.7%，我国成为全球销售增长最快的地区。根据 WSTS 统计，2019 年全球半导体市场销售额 4121 亿美元，5 年内复合增长率为 4.22%，而 2019 年中国集成电路产业销售额为 1096 亿美元，5 年内复合增长率为 15.94%，我国半导体市场规模不断扩大，在全球市场中的占比也相应不断提升。

图 18：全球及中国半导体行业销售额（亿美元）增长情况和占比（%）变化



数据来源：CSIA，东吴证券研究所

受益于电子材料国产化，电子酚醛市场需求提升较快。在我国，电子级酚醛树脂被大量应用于电子材料制造行业，尤其是环氧塑封料及覆铜板制造业。根据华强电子网的数据统计，2009 年我国覆铜板制造业对酚醛树脂的年需求量约为 10000 吨，环氧塑封料

制造业作为固化剂的酚醛树脂需求约为 4000 吨。按照《电子级酚醛树脂在覆铜板、塑封料行业的应用市场调研》的预测，电工电子材料领域对酚醛树脂的需求量以 15%-20% 的速度增长，因此可以预计的是，随着半导体产业的转移和电子信息产业的发展，电子级酚醛树脂的市场规模有望迎来更大幅度的提升。

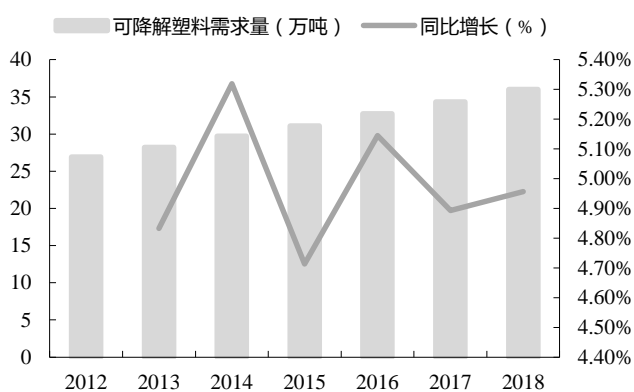
3. 可降解塑料：政策持续升级，发展迎来新机遇

3.1. 限塑政策持续升级，可降解塑料蓄势待发

随着全球对改善环境的诉求越来越强烈，针对一次性塑料制品污染问题，各国正根据自身实际情况，不断完善“禁塑”法律法规。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，基本上可以全部转化为二氧化碳、水和有机质，并且其堆肥产物对环境和动植物完全没有危害，近些年来开始被用来替代一次性使用的软硬质包装材料，这对于减少塑料垃圾白色污染和适应日益趋严的“禁塑”法令有非常积极的作用。

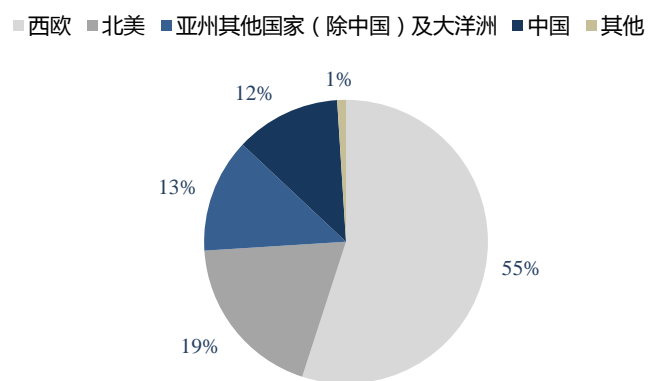
全球生物降解塑料需求量呈较快增长趋势。根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国完全生物降解塑料行业市场竞争现状及投资方向研究报告》，2014 年生物降解塑料需求 130 万吨，预计到 2020 年将达到 322 万吨，年均增长率达到 16.7%，而按照 IHS Markit 对 2018 年全球区域市场分布数据的统计，欧洲需求量最大，占比达 55%，北美和中国占比分别为 19%和 12%。

图 19: 2012 至 2018 年全球可降解塑料需求 (万吨) 及同比增长 (%)



数据来源: HIS Markit, 东吴证券研究所

图 20: 2018 年全球可降解塑料需求分布



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

我国政府不断加强对生产可降解塑料制品企业的政策支持和财税支持。2004 年，全国人大通过了《可再生能源法(草案)》和《固体废物污染环境防治法(修订)》，鼓励再生生物质能的利用和降解塑料推广应用；2007 年国务院办公厅下发了《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》，实行塑料购物袋有偿使用，“限塑令”规定从 2008 年 6 月 1 日起，在全国范围内禁止生产、销售、使用“厚度小于 0.025 毫米的塑料

购物袋；2017年，全生物降解材料列入《十三五材料领域科技创新专项规划》；2019年4月，生物降解塑料列入鼓励类产业目录。2020年1月，国家发改委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。

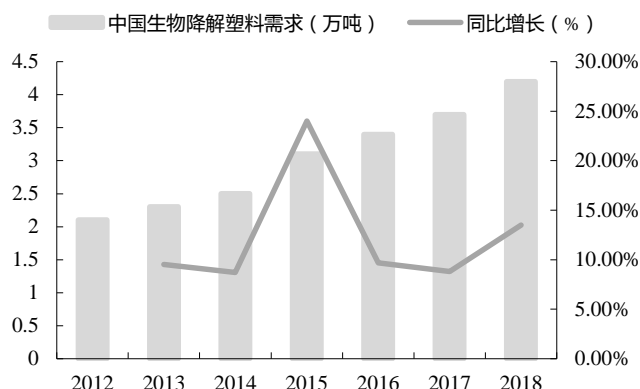
表 6：可降解塑料行业相关政策

时间	政策	主要内容
1999年	国家经贸委发布(99)第6号令	2000年底前全面禁止生产和使用一次性发泡塑料餐饮具
2004年	《可再生能源法(草案)》和《固体废物污染环境防治法(修订)》	鼓励再生生物质能的利用和降解塑料推广应用
2007年	《国务院办公厅关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	自2008年6月1日起，在所有超市、商场、集贸市场等商品零售场所实行塑料购物袋有偿使用制度
2017年4月	科技部印发《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	完全生物降解材料入围
2017年11月	工信部发布《农用薄膜行业规范条件(2017年本)》	鼓励研发生产使用生物降解地膜
2018年2月	国家质检总局、国家标准委发布新修订的《快递封装用品》系列国家标准	2018年9月1日，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4月	《产业结构调整指导目录》(2019版)	鼓励生物可降解塑料及其系列产品开发，生产和应用
2020年1月	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

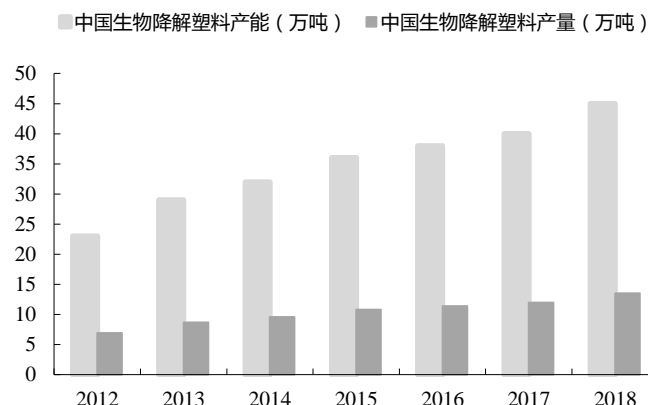
在政府政策的驱动下，我国对生物降解塑料的需求保持较快增长。根据前瞻产业研究院发布的《中国生物降解塑料行业深度调研与投资战略规划分析报告》，2018年，中国生物降解塑料需求市场规模约为4.2万吨，在2011-2018年期间，我国生物降解塑料需求市场增速约为12%。同时，生物降解塑料的产量也有较为明显的提升，根据前瞻产业研究院对国内主要生物降解塑料企业产能情况的测算（详见表8），2018年中国生物降解塑料产量约为13.5万吨，而产能水平为45万吨左右。随着“禁塑令”的升级和国内市场需求的提升，生物降解塑料的市场空间有望进一步打开。

图 21：2012 至 2018 年中国可生物降解塑料需求（万吨）及同比增长（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 22：2012 至 2018 年中国可生物降解塑料产能（万吨）及产量（万吨）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

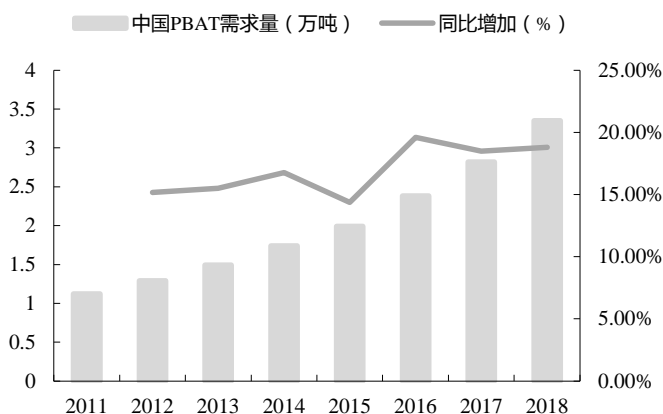
3.2. PBAT 是常用可降解塑料之一，应用前景可观

PBAT 是研究中最为活跃，市场应用最好的可降解材料之一。生物降解塑料的种类包括 PBAT、PHA、PLA、PCL、PBS 和淀粉基降解塑料，不同种类生物降解塑料性能存在巨大差异。其中，聚乙二酸/对苯二甲酸丁二酯（PBAT）是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。PBAT 是己二酸丁二醇酯（PBA）和对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）的共聚物，兼具 PBA 和 PBT 的特性，既有良好的延展性、断裂伸长率、耐热性和抗冲击性能，又具有优良的生物降解性。PBAT 成膜性能良好，通常与 PLA 树脂等共混改性制成终端产品，可用于塑料包装薄膜、农用地膜、一次性用具等。

国内 PBAT 树脂需求增长较快，产量提升明显。根据智研咨询的相关测算，2011 年，中国 PBAT 树脂需求量为 1.12 万吨，2018 年增长至 3.35 万吨，复合增长率为 16.94%。随着国内需求的增长，PBAT 树脂的产量也逐渐提升，从 2011 年的 1.19 万吨增长到 2018 年的 3.38 万吨，复合增长率 16.08%。PBAT 需求和产量的提升反映了国内“禁塑”政策不断收严，一次性塑料制品的替代市场正在逐渐形成。

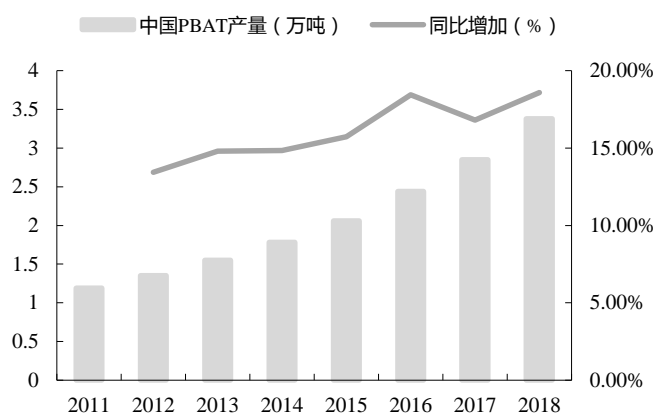
作为全球少数可以生产 PBAT 的国家之一，中国可降解塑料产品出口前景广阔。目前，法、德等欧洲国家已禁止一次性塑料的使用，从而 PBAT 的需求量出现大幅增长。我国作为全球少数可以生产 PBAT 的国家之一，相关产品的出口业务得到较快的发展。随着国内外限塑政策的日趋收严，PBAT 在内需与出口端均有较大的提升空间。

图 23：2011-2018 年中国 PBAT 树脂需求（万吨）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 24：2011-2018 年中国 PBAT 树脂产量（万吨）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

4. 特种橡胶助剂龙头，奏响新材料发展强音

4.1. 强化特种橡胶助剂龙头地位，发展迎来新机遇

4.1.1. 环保趋严，强者更强的趋势日益明确

国内橡胶助剂行业集中度较高。中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会根据 47 家会员统计数据显示，2018 年我国橡胶助剂销售收入 254.1 亿元，其中销售收入前 10 名企业合计占销售收入的 67%，产量合计占总产量的 61.5%。其中，公司的特种橡胶助剂产量占国内总产量的 20% 以上，是细分行业内的龙头。与特种橡胶助剂领域的竞争对手相比，公司在产能规模、客户资源、技术实力等方面优势明显。

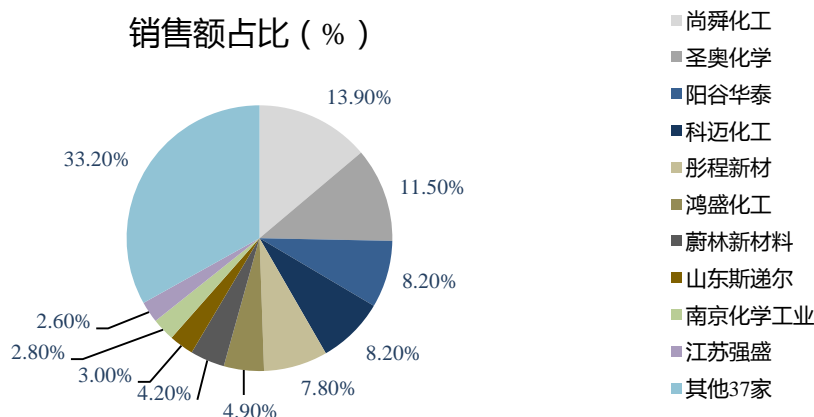
表 7：彤程新材近年来特种橡胶助剂产量（万吨）与国内占比（%）

	2015	2016	2017	2018
公司产量 (万吨)	5.94	7.00	7.46	7.94
国内产量 (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，东吴证券研究所

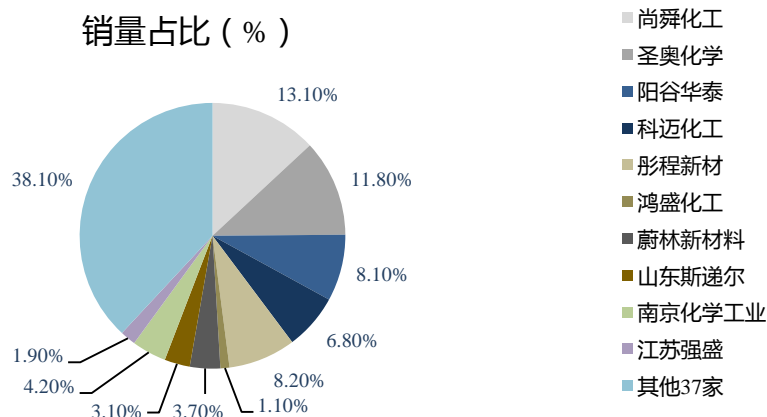
环保安全监管倒逼产能向头部企业聚集，公司发展迎新机遇。随着环保督查、新旧动能转换、化工企业入园入区、产业结构转型升级等暴风行动清洗，大量中小型橡胶助剂企业被清退，橡胶助剂产能与市场份额向头部企业集中的趋势日益清晰。《中国橡胶工业强国发展战略研究》提出，到“十三五”末（2020 年），我国橡胶助剂行业集中度（指前十名企业销售收入占全行业比率）不低于 70%，销售收入 20 亿元以上的企业不少于 3 家，进入世界橡胶助剂工业前五名的企业不少于 3 家；到“十四五”末，我国橡胶助剂行业集中度不低于 80%，销售收入 20 亿元以上的企业不少于 4 家，进入世界橡胶助剂工业前五名的企业不少于 4 家，这也为公司进一步提升行业内影响力带来了新的机遇。

图 25：2018 年中国橡胶助剂销售额占比 (%)



数据来源：中国橡胶工业协会，东吴证券研究所

图 26：2018 年中国橡胶助剂销量占比 (%)

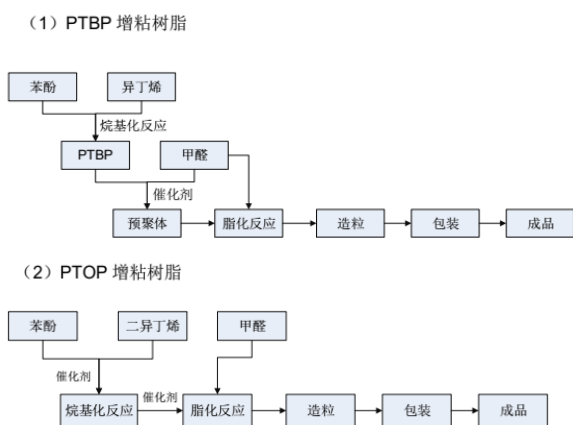


数据来源：中国橡胶工业协会，东吴证券研究所

4.1.2. 上下游双端扩展，产业链优势显著

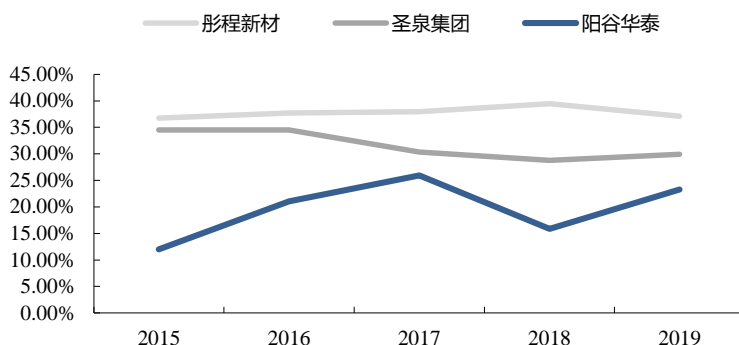
公司实现 PTBP、烯炔等酚醛树脂生产过程中关键中间体的自主生产，在产品质量保证与生产成本控制方面优势明显。酚醛树脂生产过程中，上游原材料是重要的成本来源，原材料采购占总营业成本的 40% 以上。同时，中间体质量和供应的稳定性对公司橡胶助剂产品的生产具有重要意义。因此，公司通过产业链向上游扩展，实现了 PTBP、烯炔等酚醛树脂生产过程中关键中间体的自给，有效的控制了生产成本，毛利率水平行业内处于领先地位。

图 27：彤程新材增粘树脂生产工艺流程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

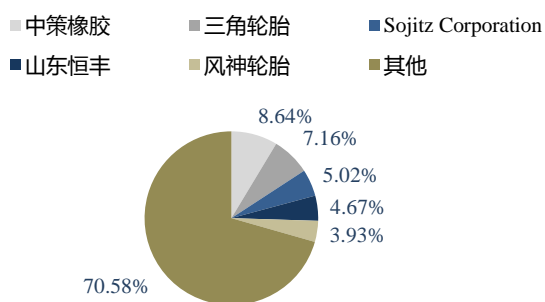
图 28：彤程新材与可比公司橡胶助剂业务毛利率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

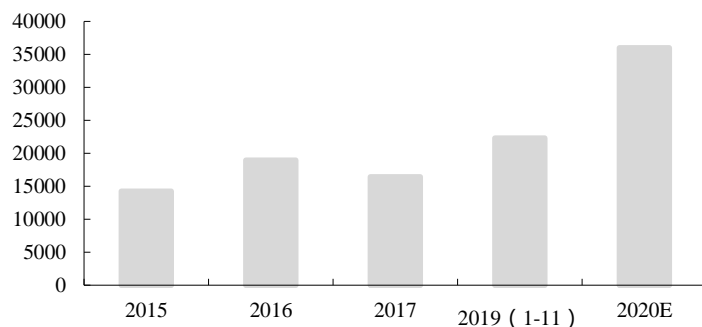
收购中策橡胶 10.1647%的股份，销售协同作用初现。2019 年，公司通过增资子公司上海彤中，间接收购中策橡胶 10.1647%的股权，实现了橡胶助剂业务向下游的扩展。中策橡胶是目前国内最大的轮胎生产企业之一，年产轮胎 5500 万套，也是公司最重要的下游客户之一。根据公司年报，2015-2019 年间，中策橡胶均为公司最大客户，销售额逐年提升。自中策橡胶及其子公司成为公司的关联方之日起至 2019 年 11 月末，公司与中策橡胶及其子公司发生关联交易的金额为 22337 万元。因此，收购中策橡胶股权，为公司不断加深与中策橡胶的业务合作，共享资源，向产业下游进一步拓展奠定了坚实的基础。

图 29：2017 年公司前五名客户销售占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 30：2015 年至 2020E 公司对中策橡胶的销售额 (万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
(2020 年选取数据为公司日常关联交易预计的平均值)

4.2. 布局新材料蓝海，“一体两翼”战略趋于完善

公司依托在酚醛树脂行业的积累，积极向电子行业用酚醛树脂及可降解塑料等领域拓展。以覆铜板、半导体封装材料、液晶显示及半导体光刻胶、5G 材料领域的酚醛树脂

的研发、生产和销售为基础，公司开始向相关电子材料产业链方向延伸发展，同时携手巴斯夫，切入可降解塑料领域，通过内涵式增长和外延式发展，有步骤、分层次地进入新材料相关领域，致力于成为具有国际竞争力的新材料企业。

2020年6月4日，公司发布《关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》。“60000t/a 橡胶助剂扩建项目”正式上马，其中建设有2条共计5000 t/a的电子级酚醛树脂生产线。募投项目达产后，公司将会有批量产品进入市场销售环节，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，实现更好的经营成果。

此外，公司拟建设50吨/年功能型树脂中试装置，系高端封装行业以及覆铜板行业树脂的主要树脂原料，当前该产品主要为国外厂商垄断，公司通过小批量生产逐步实现部分国产化替代，满足客户需求，这也是公司开拓树脂高端应用的重要体现。电子酚醛的投产与功能型树脂中试装置的建设对于公司开拓高端电子酚醛市场，实现“一体两翼”的战略具有重要意义。

4.3. 携手巴斯夫，多维度布局新材料业务

一方面，公司携手巴斯夫，拟在上海化工园区建设PBAT原料树脂，满足高端生物可降解制品在购物袋、快递袋、农业地膜方面应用；另一方面积极与相关企业洽谈PLA树脂全产业链聚合生产技术的合作及引进。同时，公司在2020年3月加入AEPW（全球终止塑料废弃物联合组织），未来不仅在生物可降解材料上面进行开发，同时也致力于研究生物可降解材料在后端垃圾堆肥处理上的各种新技术应用。

2020年6月4日，公司发布《关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，“10万吨/年可生物降解材料项目（一期）”正式上马。项目拟投资约6.7亿在上海化学工业区建设一条6万吨/年可生物降解塑料PBAT生产线，可兼产CO-PBT（聚对苯二甲酸丁二醇酯）、PBS（聚丁二酸丁二醇酯）等产品，副产品4800吨/年THF（中文名称：四氢呋喃）以及一条1000吨/年的BPE（可降解共聚酯弹性体）小批量生产线。

项目预期于2022年第二季度建成并投产，潜在盈利空间大。募投项目产品PBAT目前为市场应用最好的可降解材料，加之公司拥有巴斯夫聚合技术的独家授权专利技术，并且部分产品交由巴斯夫作为ecoflex产品销售，因此潜在盈利空间较大。预计达产后可产生年均收入约9.8亿元，税后净利润为约为2.2亿元。PBAT项目的上马，意味着可降解材料的布局正式进入实施阶段，未来有望成为公司发展的新引擎。

截至2018年底，国内可降解塑料产能总计45万吨。其中，金发科技作为生物降解塑料行业龙头企业，2018年产能为4.1万吨。公司的PBAT项目建成投产后，将一跃成为国内PBAT材料最大生产商。

表 8：中国生物降解塑料生产企业产能统计情况（截至 2019 年 8 月）

企业	主要产品	年产量
金发科技	完全生物降解塑料	4.1 万吨
海正生物材料	PLA	约 1.5 万吨
江苏锦禾高新科技股份有限公司	淀粉基塑料	1.4 万吨
天津国韵	PHA	1 万吨
亿帆医药	PBS	万吨级
湖南聚仁化工新材料科技有限公司	PCL	5000 吨
中科院	CO ₂ 共聚物	5 万吨
武汉华丽	PSM 生物降解塑料	6 万吨
金晖兆隆	PBAT	3 万吨
蓝晶微生物	PHA	约 1000 吨
成都新柯力		3000 吨
浙江华发生态科技有限公司		1.5 万吨

数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 基本假设

1. 募投项目达产顺利：“华奇化工年产 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目”可于 2020 年下半年投产；“60000t/a 橡胶助剂扩建项目”一期可于 2021 年 3 月投产、二期可于 2022 年底投产；

2. 传统业务稳步增长：2020 年到 2022 年，酚醛树脂及其他自产产品价格变动幅度收窄，毛利率水平略有提升。伴随产能的逐步扩增，各产品产销量实现平稳增长；

3. 贸易业务保持稳定：2020 年到 2022 年，贸易业务营业收入和毛利率维持在 2019 年水平；

4. 可降解材料项目如期推进，产销量符合预期：“10 万吨/年可生物降解材料项目”一期可于 2022 年第二季度建成并投产，全年 PBAT 产销量达到 3.6 万吨；

5.2. 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.43 亿元、5.32 亿元和 6.30 亿元，EPS 分别为 0.76 元、0.91 元和 1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 30X、25X 和 21X。考虑到彤程新材为国内特种橡胶助剂龙头企业，产能增长较快，同时“一体两翼”战略稳步推进，可降解材料与电子级酚醛树脂市场前景看好，未来公司盈利有望得到持续性增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
自产酚醛树脂	营业收入	1572.12	1980.53	2329.23	2637.22
	毛利	582.99	757.84	904.67	1020.09
自产其他产品	营业收入	222.45	268.59	324.29	391.55
	毛利	48.47	59.99	71.55	86.92
贸易业务	营业收入	412.00	412.00	412.00	412.00
	毛利	134.48	132.60	133.54	133.07
可降解材料	营业收入	-	-	-	588.00
	毛利	-	-	-	132.00
其他业务	营业收入	1.43	1.80	2.12	2.40
	毛利	0.30	0.67	0.74	0.76

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 10：可比公司估值表（参考 2020 年 6 月 23 日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
彤程新材	130.85	22.33	0.56	0.76	0.91	39.58	29.51	24.58	5.64
阳谷华泰	30.61	8.16	0.47	0.62	0.86	17.36	13.22	9.54	1.97
金发科技	343.06	13.33	0.48	0.61	0.68	27.56	21.93	19.48	3.21
雅克科技	222.26	48.02	0.63	0.78	1.04	75.95	61.28	46.09	4.92

资料来源：Wind（彤程新材，雅克科技为东吴预期，其余为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

6. 风险提示

1. 募投项目达产进度不及预期的风险。公司在建工程较多，包括特种橡胶助剂扩产项目、可生物降解材料生产项目以及电子级酚醛树脂的市场应用项目，是公司未来业绩增长与开拓市场的重要基础。受新冠疫情影响，募投项目达产进度可能不及预期，未来三年内的业绩增量与相关战略安排也可能因此放缓；

2. 原材料价格变动的风险。公司主营业务橡胶用酚醛树脂属于化工类产品，原材料成本占比较大。上游原材料价格大幅波动将对营业成本和毛利率水平产生较大影响；

3. 可降解材料市场供需不匹配的风险。受限塑政策推动，可降解材料市场需求逐年提升，但整体来看仍处在低位，公司相关产能投放后可能面临供需不匹配的风险；

4. 国际贸易环境恶化的风险。受新冠疫情和贸易战影响，国际贸易环境前景不甚明朗，公司产品的海外销售与贸易代理业务存在较大的不确定性。

彤程新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,913	2,367	2,537	3,434	营业收入	2,208	2,663	3,068	4,031
现金	696	533	999	806	减:营业成本	1,442	1,712	1,957	2,658
应收账款	537	759	734	1,228	营业税金及附加	8	11	12	16
存货	197	219	257	389	营业费用	98	116	135	176
其他流动资产	483	857	548	1,011	管理费用	133	298	354	474
非流动资产	2,180	2,248	2,295	2,457	财务费用	3	24	8	-4
长期股权投资	1,314	1,319	1,324	1,331	资产减值损失	-122	-1	-1	-1
固定资产	370	438	482	608	加:投资净收益	24	5	6	7
在建工程	144	138	132	154	其他收益	8	8	8	8
无形资产	123	125	130	137	营业利润	364	522	623	735
其他非流动资产	228	228	227	227	加:营业外净收支	14	13	13	13
资产总计	4,093	4,615	4,832	5,891	利润总额	378	535	636	748
流动负债	1,651	1,918	1,799	2,426	减:所得税费用	58	89	105	123
短期借款	1,050	1,345	1,050	1,434	少数股东损益	-10	2	-1	-5
应付账款	339	419	448	730	归属母公司净利润	331	443	532	630
其他流动负债	262	153	301	262	EBIT	421	589	686	796
非流动负债	26	29	29	31	EBITDA	488	642	751	879
长期借款	0	3	3	4					
其他非流动负债	26	26	26	26	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,678	1,947	1,828	2,456	每股收益(元)	0.56	0.76	0.91	1.08
少数股东权益	166	168	167	162	每股净资产(元)	3.84	4.27	4.84	5.58
					发行在外股份(百万股)	586	586	586	586
归属母公司股东权益	2,250	2,500	2,837	3,272	ROIC(%)	10.8%	12.8%	14.7%	14.1%
负债和股东权益	4,093	4,615	4,832	5,891	ROE(%)	13.3%	16.7%	17.7%	18.2%
					毛利率(%)	34.7%	35.7%	36.2%	34.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.5%	16.7%	17.3%	15.5%
经营活动现金流	419	-134	1,065	-156	资产负债率(%)	41.0%	42.2%	37.8%	41.7%
投资活动现金流	-1,470	-111	-101	-231	收入增长率(%)	1.5%	20.6%	15.2%	31.4%
筹资活动现金流	725	81	-498	194	净利润增长率(%)	-19.8%	34.1%	20.0%	18.4%
现金净增加额	-320	-163	466	-193	P/E	39.58	29.51	24.58	20.77
折旧和摊销	67	53	65	83	P/B	5.82	5.23	4.61	4.00
资本开支	72	63	42	156	EV/EBITDA	27.63	21.74	17.56	15.66
营运资本变动	6	-647	472	-846					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>