



Research and
Development Center

防焦剂全球龙头稳扎稳打，进军高端化市场再添成长新动力！

—— 阳谷华泰（300121.SZ）深度报告

2020年7月13日

张燕生化工行业首席分析师
洪英东研究助理

防焦剂全球龙头稳扎稳打，进军高端化市场再添成长新动力！

2020年7月13日

本期内容提要：

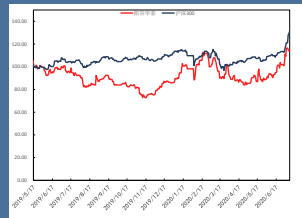
- ◆ **产品种类多，龙头产品出众。**公司是全球规模最大的橡胶助剂生产企业之一，产品涉及橡胶助剂全品类，包括防焦剂、促进剂、不溶性硫磺、微晶石蜡和胶母粒等。同时，公司龙头产品防焦剂 CTP 连续多年产销量占全球比超 60% 以上，对公司营业收入贡献比超 20%。公司不溶性硫磺产品产能国内第一，促进剂产能也位居国内行业前三！
- ◆ **橡胶助剂高端产品仍被国外品牌垄断，公司不溶性硫磺实现突破。**不溶性硫磺是生产子午胎必不可少的原料。“连续法”生产出的不溶性硫磺具有“三高”品质，优于其他不溶性硫磺，长期被国外垄断，在公司投产以前，全球只有两家企业掌握了连续法生产不溶性硫磺的技术，分别为美国 Flexsys 公司、日本四国化成工业株式会社。公司于 2020 年初投产的 2 万吨“连续法”不溶性硫磺产能实现了国产技术突破，且 2021 年仍将有 4 万吨“连续法”产能投产。公司将超越日本四国化工及尚舜化工，成为不溶性硫磺行业的世界第二、国内第一，产能将达到 8 万吨。从长期来看，相对于“间歇法”“高温水法”生产出的不溶性硫磺，“连续法”产品单价高，毛利大，技术壁垒强，必将为公司带来新的竞争优势和业绩的持续提升。
- ◆ **研发优势助力产品结构升级。**公司拥有行业内唯一的国家级研究中心“国家橡胶助剂工程技术研究中心”，拥有包括院士在内的高水平科研开发团队。公司新增产品均来源于自有研发技术的落实。公司目前已经拥有了技术壁垒较高的防焦剂 CTP 产品和不溶性硫磺产品，公司还将凭借技术优势进一步进入被国外企业占据的酚醛树脂领域。随着公司酚醛树脂产能的释放，公司整体产能中高技术壁垒、高附加值产品的比例将进一步提升！
- ◆ **价格底部加速落后产能出清，市占率逐年攀升。**受全行业产量过剩压低价格的影响，橡胶助剂主要产品价格位于近五年底部位置，底部价格将加速中小厂商的产能出清，龙头企业的市占率有望进一步提升，价格或将逐渐回暖。橡胶助剂行业集中效应明显，公司作为龙头企业市场份额持续增加！
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2021 年 EPS(摊薄)分别为 0.48 元、0.81 元和 1.00 元，对应动态市盈率(2020 年 7 月 10 日收盘价 8.85 元)分别为 18 倍、11 倍、9 倍。以 2020 年盈利来看，公司市盈率为 18 倍，2019 年行业平均为 40 倍。**首次覆盖给予“买入”评级。**
- ◆ **风险因素：**1、橡胶助剂持续大幅下行的风险；2、公司项目建设投产不及预期的风险；3、原材料价格大幅波动的风险。

证券研究报告

公司研究——深度报告

阳谷华泰 (300121.SZ)

买入 增持 持有 卖出



阳谷华泰相对沪深 300 表现

张燕生化工行业首席分析师
 执业编号: S1500517050001
 联系电话: +86 10 83326847
 邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东研究助理
 联系电话: +86 10 83326848
 邮箱: hongyingdong@cindasc.com

资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.7.10)

收盘价(元)	8.85
52周内股价波动区间(元)	5.73-9.16
最近一月涨跌幅(%)	20.74%
总股本(亿股)	3.75
流通A股比例(%)	96%
总市值(亿元)	33.2

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,081.93	2,014.29	2,025.17	2,617.53	3,075.34
增长率 YoY %	27.12%	-3.25%	0.54%	29.25%	17.49%
归属母公司净利润(百万元)	367.25	184.35	180.33	305.95	376.20
增长率 YoY%	80.43%	-49.80%	-2.18%	69.66%	22.96%
毛利率%	32.54%	24.13%	23.98%	26.70%	27.34%
净资产收益率 ROE%	28.67%	10.91%	10.24%	15.28%	16.06%
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.49	0.48	0.81	1.00
市盈率 P/E(倍)	9	18	18	11	9
市净率 P/B(倍)	1.95	1.99	1.99	1.68	1.41

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 注: 股价为2020年7月10日收盘

目录

投资聚焦	1
一、科技引领：防焦剂和不溶性硫磺龙头！	2
（一）公司简介	2
（二）公司基本财务情况	2
（三）主要业务情况	3
二、橡胶助剂行业：国内企业占领全球市场，高端产品仍被国外占据！	6
（一）橡胶助剂简介	6
三、防焦剂问鼎全球，主要产品均列全国前三！	9
（一）防焦剂 CTP	9
（二）不溶性硫磺	12
（三）硫化促进剂	13
（四）其他特种橡胶助剂	13
（五）防老剂	14
四、下游需求：全球汽车销量下滑，橡胶需求是否大幅下滑？	15
（一）橡胶需求	15
（二）轮胎市场与汽车市场需求	16
五、科研实力构建关键竞争力，产品高端化抢占海外市场！	20
（一）科研技术强，多项成果落实投产	20
（二）有序扩张产能，对抗行业波动	20
（三）财务指标对比	22
（四）产品结构趋向高端化	22
（五）与下游厂商合作紧密	23
六、盈利预测、估值与投资评级	24
重要假设	24
风险因素	25

图目录

图 1 公司历史沿革	2
图 2 阳谷华泰营业收入及同比增速（万元，%）	3
图 3 阳谷华泰归母净利润及同比增速（万元，%）	3
图 4 阳谷华泰毛利率和净利率（%）	3
图 5 公司产品产业链	4
图 6 我国橡胶助剂行业产量（万吨）	7
图 7 会员企业产量及同比增速（万吨，%）	7
图 8 国外橡胶助剂行业产量（万吨）	7
图 9 促进剂 CBS 价格走势（元/吨）	8
图 10 促进剂 NS 价格走势（元/吨）	8
图 11 防老剂 4010NA 价格走势（元/吨）	8
图 12 防老剂 4020 价格走势（元/吨）	8
图 13 行业前十名公司占全行业比重（%）	9
图 14 防焦剂 CTP 优质产能分布	10
图 15 防焦剂 CTP 生产工艺	11
图 16 全球橡胶助剂消费量估计（万吨）	15
图 17 我国橡胶助剂行业供需差（万吨）	16
图 18 平均销售价格与供需差走势（万吨/万元）	16
图 19 全球轮胎企业销售份额（万吨）	17
图 20 国内乘用车销量（万辆、%）	18
图 21 国内民用汽车保有量（万辆）	18
图 22 国内商用车销量（万辆）	19
图 23 同行业毛利率情况（%）	22
图 24 同行业净利率情况（%）	22
图 25 高技术产能占比	23

表目录

表 1 阳谷华泰产品	4
表 2 公司主要产品销售收入（万元，%）	5
表 3 公司主要产品销售量（吨，%）	5
表 4 橡胶助剂产品分类	6
表 5 不溶性硫磺企业产能	12
表 6 促进剂企业产能	13
表 7 酚醛树脂企业产能	14
表 8 阳谷华泰产能	20
表 9 主要合作的轮胎企业	23
表 10 主要产品营业收入和销量假设（万元、万吨）	24

投资聚焦

与市场不同之处:

橡胶助剂行业仍存国产替代空间! 市场普遍认为橡胶助剂行业技术门槛较低,而且我国橡胶助剂产量已经占全球份额超过 70%。国内的产量过剩已经导致 2019 年以来橡胶助剂价格持续处于底部区间。但实际上,橡胶助剂中,高技术壁垒、高附加值产品不溶性硫磺、酚醛树脂仍主要被国外龙头垄断,作为国内技术引领的龙头企业,公司实现了不溶性硫磺的产品突破,酚醛树脂项目也正在建设中,公司产品进一步高端化,有望实现国产替代!

下游需求相对稳定! 橡胶助剂的主要下游为轮胎。随着我国乘用车销量的下滑,市场普遍担心轮胎市场的下滑。我们认为,轮胎市场由替换市场和配套市场构成,配套市场仅占整个轮胎市场的 20%,占比较小。且尽管乘用车销量下滑,但商用车销量仍保持平稳。因此在汽车保有量仍然持续增加,在不考虑疫情影响的情况下出行需求不减,因此轮胎市场整体保持稳定。橡胶助剂的下游需求也将保持稳定。

核心推荐逻辑

不溶性硫磺放量带动公司量价齐升: 公司 2020 年投产 2 万吨不溶性硫磺,2021 年还将投产 4 万吨不溶性硫磺,届时公司不溶性硫磺产能达到 8 万吨,全球第二。不溶性硫磺作为橡胶助剂中的高端品种,将带动公司的产品量价齐升!

价格底部加速产能出清,价格或迎反转: 相比于龙头企业,可以凭借规模、技术和多元化产品优势在行业价格底部持续扩张份额,中小企业在价格底部时期、尤其是疫情期间面临巨大压力,将会加速行业中小企业产能的出清。随着龙头企业市占率进一步提升,行业形成寡头垄断格局,龙头企业的定价权将进一步提升,产品价格或迎来反转!

一、科技引领：防焦剂和不溶性硫磺龙头！

（一）公司简介

山东阳谷华泰化工股份有限公司，是一家主营橡胶加工助剂、橡胶硫化助剂、不溶性硫磺、橡胶防护蜡和胶母粒的研发、制造和销售的民营橡胶助剂上市企业，拥有行业内唯一的国家级研究中心-“国家橡胶助剂工程技术研究中心”，公司防焦剂 CTP 产品于 2017 年荣获工业和信息化部颁发的制造业单项冠军产品证书。公司目前拥有山东阳谷和东营两大生产基地，橡胶助剂年产能达 20.6 万吨，位居行业前列。公司龙头产品防焦剂 CTP 产销量约占全球 60%以上，不溶性硫磺产能位居国内第一。2019 年，公司自筹资金 5.06 亿元投资建设年产 9 万吨橡胶助剂项目，加大在不溶性硫磺和特种助剂行业的布局力度。随着公司产品范围的拓宽、产能的提升，公司的综合竞争能力将不断增强。

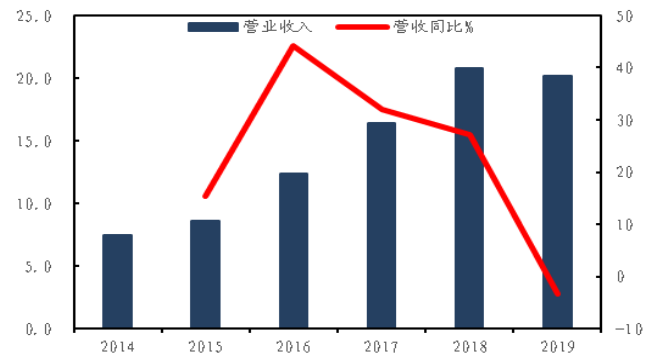
图 1 公司历史沿革



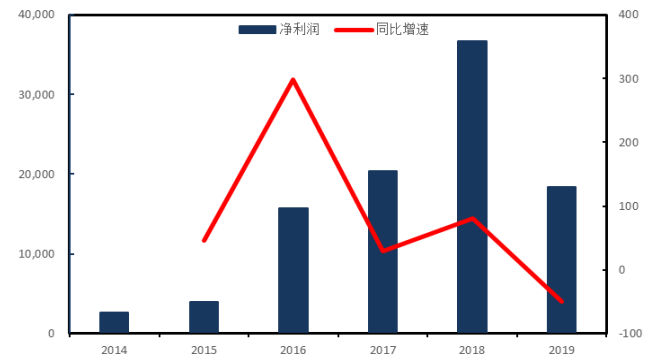
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）公司基本财务情况

2014 年以来，公司营业收入保持高速增长，2014 年-2018 年，年均复合增速 29.3%。2019 年，公司营业收入为 20.14 亿元，同比下降 3.2%。2019 年营业收入出现下滑，主要受橡胶助剂行业整体价格走低的影响。公司归母净利润在 2014-2018 年随着营业收入保持高速增长，在 2018 年达到 3.67 亿元。2019 年出现大幅度下滑，主要受产品销售价格拉低盈利水平的影响。

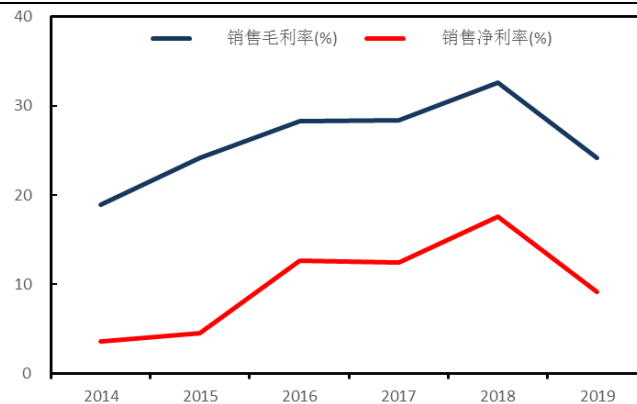
图 2 阳谷华泰营业收入及同比增速 (万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3 阳谷华泰归母净利润及同比增速 (万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从公司的毛利率和净利率来看, 2014 年后, 公司的毛利率和净利率持续上升, 在 2018 年达到峰值, 受橡胶助剂行业整体销售价格下降的影响, 2019 年毛利率发生下滑, 但毛利率仍高于 24%, 净利率仍高于 9%。

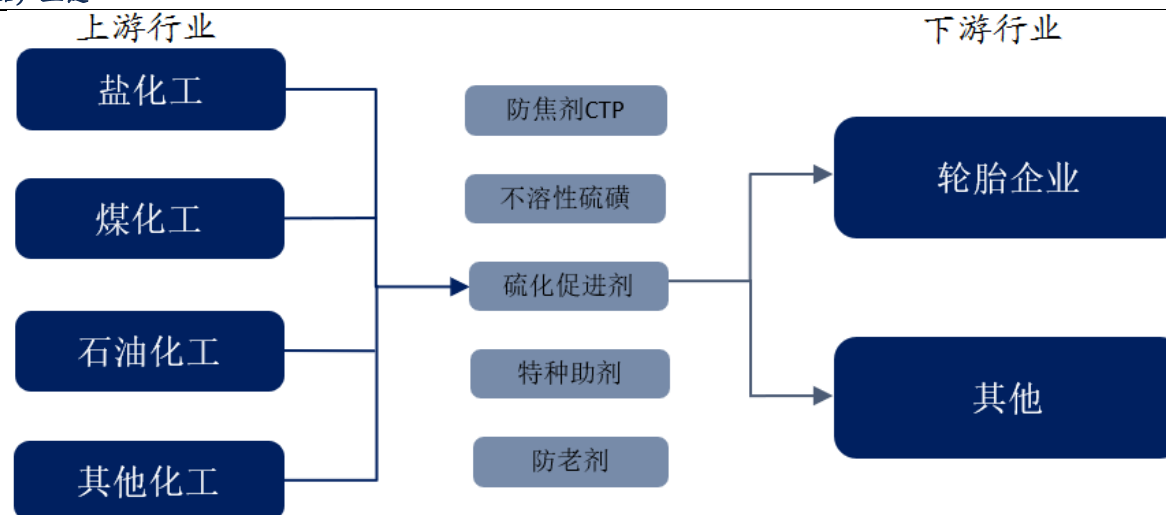
图 4 阳谷华泰毛利率和净利率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(三) 主要业务情况

公司从事橡胶助剂的研发、制造、销售。产品包括硫化助剂体系 (防焦剂 CTP、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫磺), 微晶石蜡, 胶母粒, 酚醛树脂, 加工助剂等。

公司采用“大客户战略”, 主要客户为国内外大中型轮胎企业, 占总营收的九成左右, 公司产品在其他橡胶制品行业销售占比不高。

图 5 公司产品产业链


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品种类齐全，覆盖橡胶助剂全类型、胶母粒及不溶性硫磺，是国内规模最大、产品种类最多的综合性橡胶助剂供应商之一。根据中橡协橡胶助剂专业委员会统计，2019 年公司营业收入水平位列行业第四。目前，公司产品主要包括以下种类。

表 1 阳谷华泰产品

类型	名称	产品
硫化助剂体系	防焦剂	防焦剂 CTP
	硫化促进剂	促进剂（M、CZ、NS、TBSI 等）
	不溶性硫磺	连续法产品、间歇法产品
	抗硫化返原剂	PK900
防老助剂体系	硫化剂	DTDC
	微晶石蜡	微晶石蜡
胶母粒体系	胶母粒	胶母粒
加工助剂体系	加工助剂、树脂	均匀剂、塑解剂、润滑剂、粘合树脂、均匀分散树脂

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司 2019 年营业收入为 20.14 亿元，位列业内第四。在各类产品销售价格大幅下降的情况下，公司销售收入仅同比小浮下降 3.25%，主要是因为销量增加。公司龙头产品防焦剂 CTP 和促进剂（NS）销售收入均大幅减少，但加工助剂和不溶性硫磺在销量增加的情况下销售收入同比增加，最终导致公司整体销售收入在橡胶助剂价格大幅下行的情况下仅略有下降。

表 2 公司主要产品销售收入 (万元, %)

功能大类	产品	2018	2019	变动比例
硫化助剂体系	防焦剂 CTP	49,576.0	40,996.5	-17.3%
	促进剂 (NS)	51,944.0	40,694.2	-21.7%
	促进剂 (CBS)	16,421.1	19,807.5	20.6%
	不溶性硫磺	19,559.7	24,557.7	25.6%
防老助剂体系	微晶石蜡	14,895.2	17,149.0	15.1%
胶母粒体系	胶母粒	21,490.4	22,934.0	6.7%
加工助剂体系	加工助剂、树脂	31,043.6	32,264.7	3.9%
	主要产品销售额合计	204,930.1	198,403.6	-3.2%
	占总营收比重	98.4%	98.5%	0.1%
	总营收	208,192.5	201,429.5	-3.3%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司 2019 年总销售量约 14.99 万吨, 同比大幅上升 21.15%。主要产品销售量约 12.92 万吨, 同比大幅上升 28.76%, 占总销量比重提升至 86.16%。促进剂 (CBS)、加工助剂、不溶性硫磺的销量增长较多。在全行业销售额下降, 规模企业产量同比仅增加 5.9 万吨的大背景下, 以公司为代表的优质企业拥有多样的高质量产品、技术领先、规模效应、资金充足等优势, 能够在行业的激烈竞争中扩大自身的市场份额, 增加销量, 尽量对冲产品价格下降带来的压力。

表 3 公司主要产品销售量 (吨, %)

功能大类	产品	2018	2019	变动比例
硫化助剂体系	防焦剂 CTP	14,864.4	16,562.1	11.4%
	促进剂 (NS)	15,830.3	18,474.7	16.7%
	促进剂 (CBS)	6,571.01	11,099.0	68.9%
	不溶性硫磺	16,561.5	24,784.1	49.7%
防老助剂体系	微晶石蜡	15,443.3	19,163.6	24.1%
胶母粒体系	胶母粒	7,637.1	8,255.0	8.1%
加工助剂体系	加工助剂、树脂	23,419.3	30,846.4	31.7%
	主要产品销售量合计	100,326.8	129,184.9	28.8%
	占总销量比重	84.9%	86.2%	1.3%
	总销量	118,219.6	149,928.6	21.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二、橡胶助剂行业：国内企业占领全球市场，高端产品仍被国外占据！

（一）橡胶助剂简介

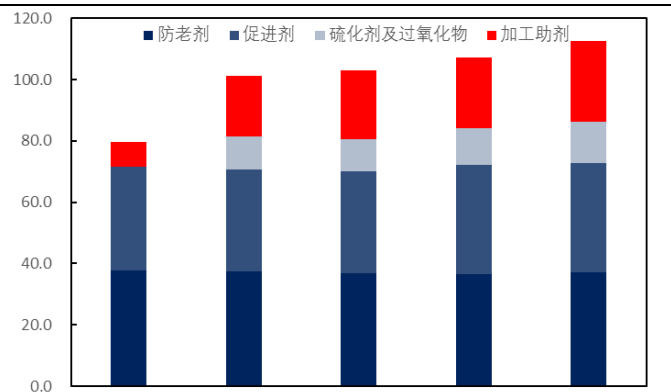
橡胶助剂，是生橡胶加工成具备优良弹性和物性的橡胶制品过程中添加的、用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称。根据中橡协橡胶助剂专业委员会公布的《2019年橡胶助剂工业年度统计数据分析》，橡胶助剂可分为以下六类。

表 4 橡胶助剂产品分类

功能大类	产品	功能
防老剂	化学防老剂：防老剂（RD、4010NA、4020 等）	与氧气或臭氧发生化学作用延缓橡胶老化
	物理防老剂：微晶石蜡等	在橡胶表层形成薄膜，使其与氧气、臭氧隔离以延缓老化
硫化剂及过氧化物	不溶性硫磺、过氧化物等	不溶性硫磺能够有效防止混炼胶中的硫磺喷霜，增强胶体黏性
促进剂	促进剂（M、NS、CBS 等）	加快硫化反应速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，并能提高或改善硫化胶物理机械性能
加工助剂	防焦剂 CTP、粘合剂等	防焦剂 CTP 能够避免胶料在贮存和加工过程中发生早期硫化，并能显著改善胶料高温下压延安全性
特种功能性助剂	增粘剂等	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
预分散胶母粒	将普通的粉状助剂经过载体做成颗粒型或者片状	提升计量准确性，降低下游客户使用过程中粉尘污染

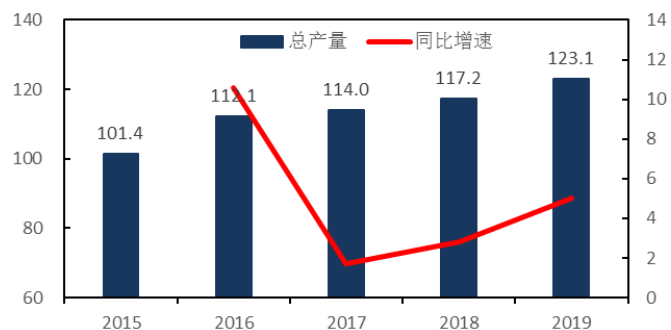
资料来源：橡胶助剂专业委员会，信达证券研发中心

我国橡胶助剂行业在过去 20 年得到了迅猛发展。2001 年，我国橡胶助剂产量为 14 万吨，仅占全球 15.9%，大部分依赖进口。2008 年产量达到 52 万吨，首次达到全球产量 50%以上。2014 年至今，我国橡胶助剂产量一直稳定占全球 75%以上。分区间来看，2005 年-2010 年是高速增长期，年复合增速超 20%。2011 年-2014 年是快速增长期，年复合增速约 7.7%。2015 年开始出现波动，进入低速增长期，整体趋势与我国汽车行业和轮胎工业的发展趋势相匹配。2019 年，橡胶助剂行业委员会会员单位共实现产量 123.1 万吨，同比增加 5.03%，占我国橡胶助剂行业总产量超 90%。

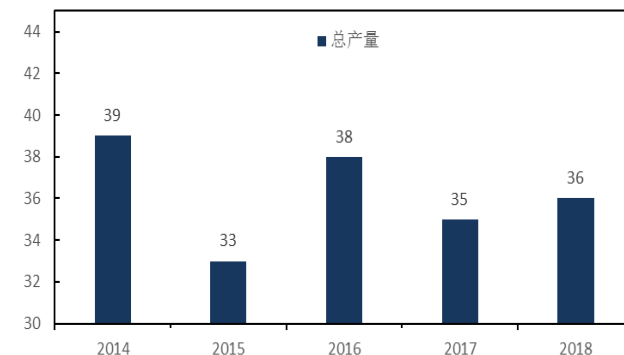
图 6 我国橡胶助剂行业产量 (万吨)


资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

随着中国橡胶助剂产量增加、占据全球产量的份额超过 70%，国外橡胶助剂行业总体转而专注于生产“小而精”的产品，国外橡胶助剂产量稳定在 35-45 万吨，占全球产量比重不足 30%，产品主要集中在不溶性硫磺和橡胶用树脂这两类技术要求高的产品上。不溶性硫磺方面，美国 Flexsys 公司为领军企业，采用连续法生产，品质高、产能大，产能约 20 万吨/年。日本四国化成工业株式会社产能约 4 万吨/年。阳谷华泰是国内唯一一家拥有连续法生产技术的企业，当前产能 4 万吨/年（2 万吨连续+2 万吨间歇）。橡胶用树脂方面，圣莱科特集团是国际领先的橡胶用树脂生产企业。

图 7 会员企业产量及同比增速 (万吨, %)


资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

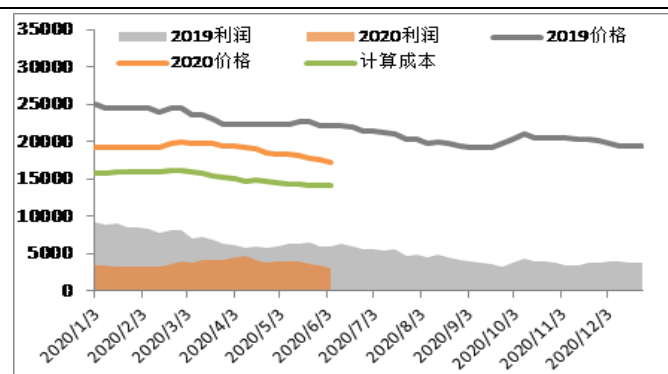
图 8 国外橡胶助剂行业产量 (万吨)


资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

当前，我国橡胶助剂行业呈现供给充足价格低位，行业集中度不断攀升的总特点。受环保浪潮的冲击，全行业 2017 年开工率大幅下降，曾短暂出现过供不应求的局面，上游基础化工产品的产量同样受限，叠加下半年限产的影响，行业整体供给偏紧，促成了价格的持续上涨，防老剂 6PPD 一度涨至约 2.5 万元/吨，促进剂 CZ 一度涨至近 3.3 万元/吨。2018 年前三季度总体供

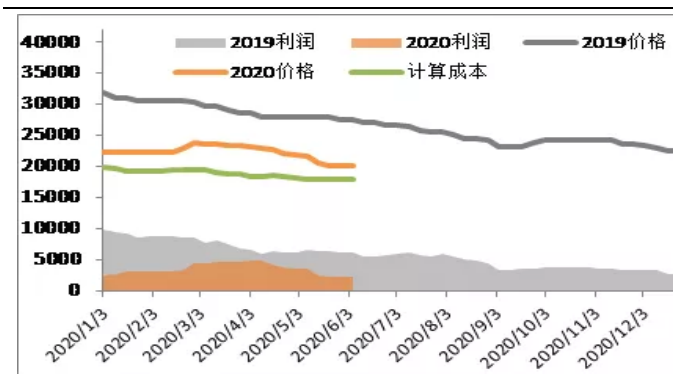
应紧张，价格居高不下，随着行业骨干企业的环保水平均达到国家排放标准，产能不断释放，价格逐步下降。进入 2019 年，供过于求的行业状况日趋严重，销售价格持续大幅下降，行业骨干企业从六月份起主动控产，使得价格止跌回升。后期随着产量的回升，橡胶助剂平均价格在 2019 年 9 月下探至三年内最低的 1.45 万元/吨。截至 2020 年 6 月初，除防老剂受产能的停产减产及原材料价格上涨等因素导致价格上升以外，其他橡胶助剂价格多在低价徘徊，无明显上升趋势。

图 9 促进剂 CBS 价格走势（元/吨）



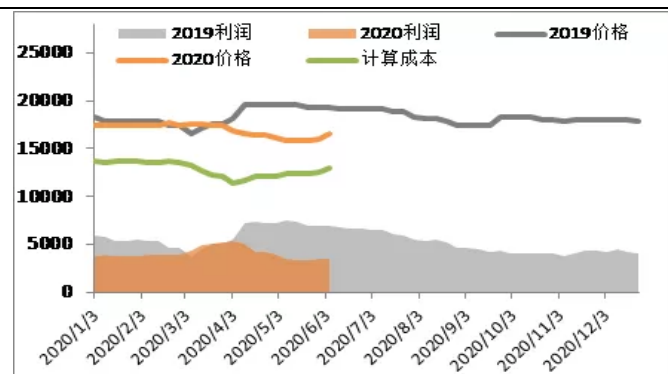
资料来源：橡胶仓，信达证券研发中心

图 10 促进剂 NS 价格走势（元/吨）



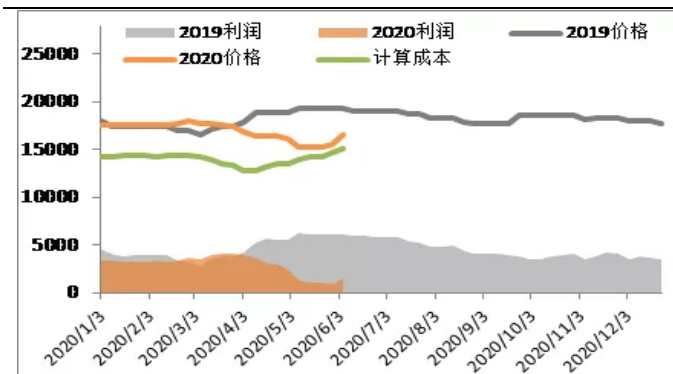
资料来源：橡胶仓，信达证券研发中心

图 11 防老剂 4010NA 价格走势（元/吨）



资料来源：橡胶仓，信达证券研发中心

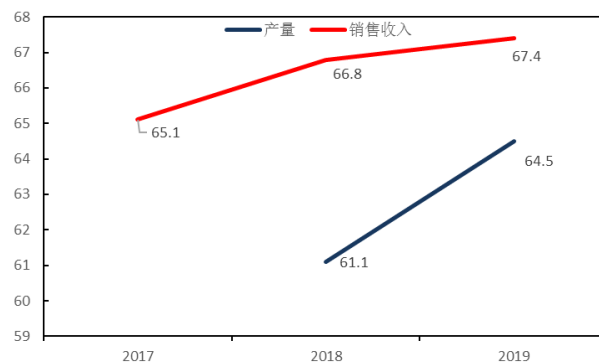
图 12 防老剂 4020 价格走势（元/吨）



资料来源：橡胶仓，信达证券研发中心

尽管价格持续下行，但由于龙头企业具有规模和成本优势，开工率整体高于小企业，因此在行业价格承压的情况下，橡胶助剂行业集中度不断提高，行业前十名企业产量、销售收入占比不断提升，截止 2019 年，行业前十企业的产量占比已经达到 64%，销售收入占比已经达到 67.4%。未来随着小企业在价格低点盈利能力不强逐渐停产甚至淘汰，行业集中度有望进一步提升！

图 13 行业前十名公司占全行业比重 (%)



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

三、防焦剂问鼎全球，主要产品均列全国前三！

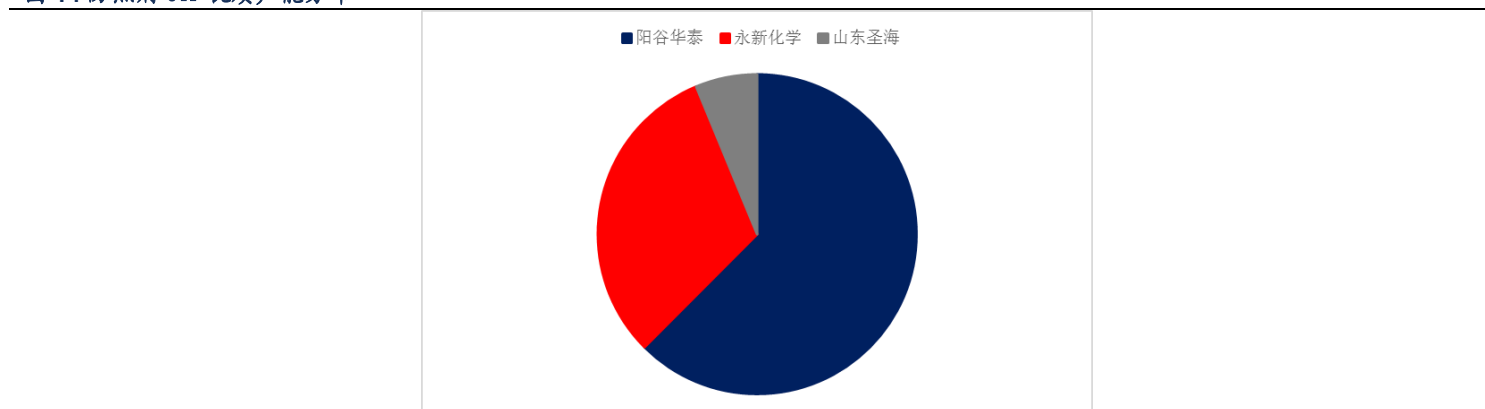
公司主要有几个龙头产品，包括防焦剂 CTP，不溶性硫磺和促进剂。公司防焦剂 CTP 在全球市占率超过 60%，不溶性硫磺为国内产能第一，促进剂产能也位于国内行业前三！

（一）防焦剂 CTP

公司龙头产品之一是防焦剂 CTP，其产销量占全球 60%以上。防焦剂是一种能够减缓硫化的进行，避免胶料发生早期硫化，有效改善加工安全性及存储稳定性的一种助剂，属于特种加工助剂。防焦剂根据化学结构差异可分为有机酸类防焦剂、亚硝基化合物类防焦剂和次磺酰胺类防焦剂。近几十年来，各国对于防焦剂的研发一直以次磺酰胺类为中心，前两类防焦剂已不符合现代工业要求。防焦剂 CTP 属于次磺酰胺类防焦剂，最早由美国孟山都公司在 70 年代开发。我国在 80 年代开展了防焦剂 CTP 的相关研究，其防焦性能优异，对胶料的污染性小，硫化速度更快，是子午线轮胎生胶料产过程中必不可少的助剂。

公司防焦剂 CTP 产能为 2 万吨，全国总产能约为 3.2 万吨，防焦剂 CTP 全球优质产能全部在我国。除公司 2 万吨产能外，汤阴永新化学有限责任公司拥有约 1 万吨产能，山东寿光市圣海化工有限公司拥有约 0.2 万吨产能，行业集中度高。海外市场主要由公司和永新化学供应。2019 年全行业防焦剂产量约 2.6 万吨，公司产量占比 65%。

图 14 防焦剂 CTP 优质产能分布

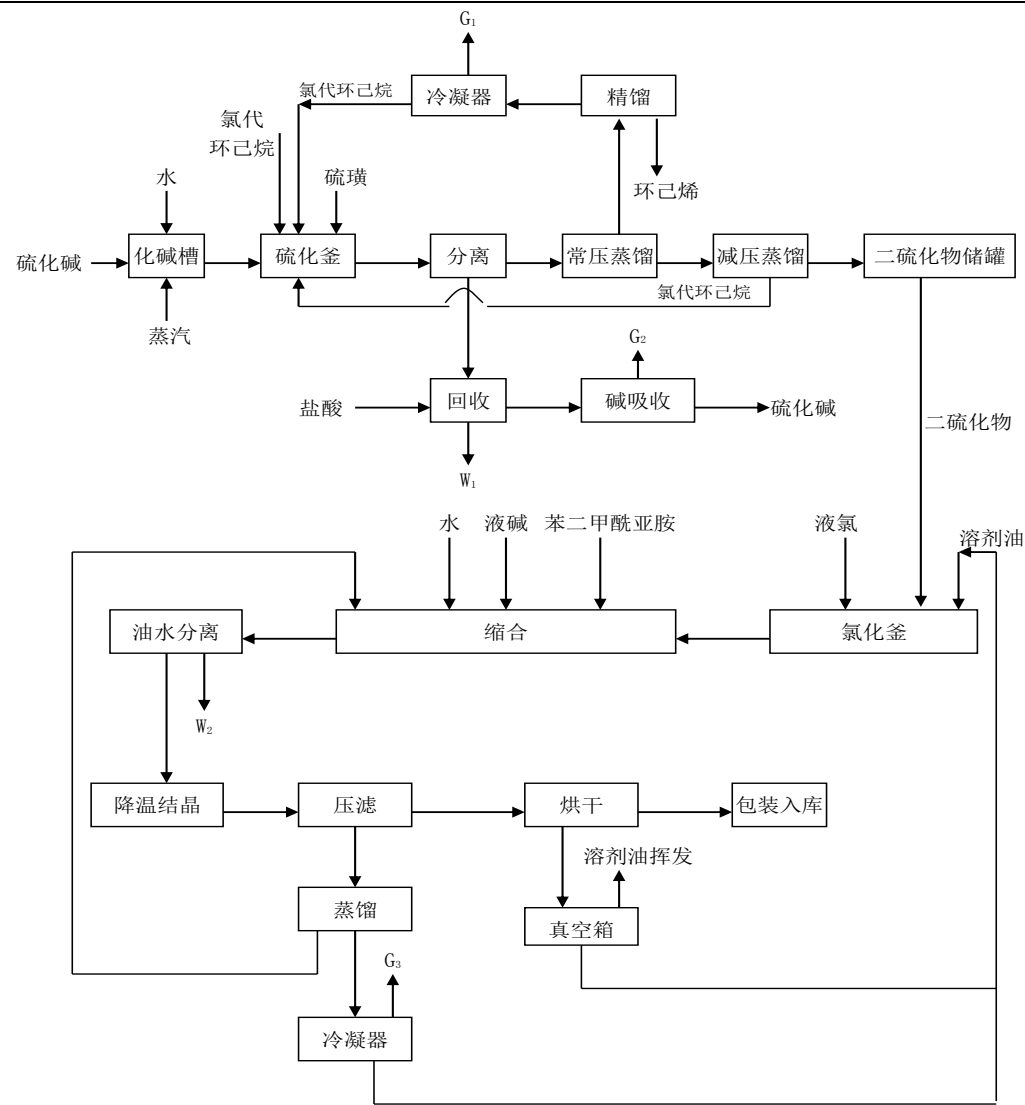


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从生产来看，2014-2016 年，公司产能利用率维持在 70%左右，2019 年产量创公司历史新高，达到约 1.7 万吨，产能利用率提升至 84.5%。

从价格来看，2015 年-2018 年，随着行业环保政策趋严，主要企业开工率都有所下降，导致价格上涨，2018 年价格一度上涨至 3.3 万元/吨，2019 年，随着各企业开工率上升，价格跌至约 2.5 万元/吨，跌至 2015 年的价格水平。

销售价格的下行对盈利能力形成压力，但受益于多数原材料（环己烷、离子膜液碱等）价格的底部运行，预计 2020 年防焦剂 CTP 毛利率与去年同期基本持平。

图 15 防焦剂 CTP 生产工艺


G: 废气; W: 废水; S: 固体废物

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

（二）不溶性硫磺

不溶性硫磺也是公司近年来重点发展的高端产品之一，不溶性硫磺是一种性能优良的橡胶硫化剂，不溶于二硫化碳是其不同于普通硫磺的最大特点。充油型不溶性硫磺是在非充油型产品的基础上填充了石油系专用油，主要用于橡胶工业，已成为生产高质量子午线轮胎的专用硫化剂。

不溶性硫磺的关键评价指标包括热稳定性和分散性，前者指较高温度下受热在规定时间内不溶性硫磺的保持率，后者指粒子之间的静电团聚而影响制品性能。生产方法以连续法和间歇溶剂法为代表，连续法技术水平要求高，产出的不溶性硫磺热稳定性和分散性更好，污染小，显著优于间歇法。除此以外，国内还有部分高温水法工艺生产不溶性硫磺的企业，该技术相对落后，面临着逐步淘汰的风险。

连续法生产的不溶性硫磺曾长期被国外企业垄断，我国企业在不溶性硫磺领域只有部分间歇溶剂法的产量。随着 2020 年初 2 万吨连续法产能的投产，公司成为国内唯一一家拥有连续法生产不溶性硫磺能力的企业，产能大，技术优势明显。

全球不溶性硫磺企业呈现外企技术优，产量大的总特点，全球只有三家企业掌握了连续法生产不溶性硫磺的技术，分别为美国 Flexsys 公司、日本四国化成工业株式会社及公司。

表 5 不溶性硫磺企业产能

生产工艺	企业	现有产能(万吨)	在建产能(万吨)/投产时间
连续法	美国 Flexsys	20	
	日本四国化工	4	
	阳谷华泰	2	4/2021 年
间歇法	印度东方碳	3.4	
	尚舜化工	3	3/2021 年
	阳谷华泰	2	
	江西恒兴源	1	
	蔚林新材		
	圣奥化学		
高温水法	无锡华盛	1.5	

资料来源：信达证券研发中心

随着 2020 年初，公司新增 2 万吨连续法产能及 2021 年 4 万吨连续法产能的投产，公司将超越日本四国化工及尚舜化工，成为不溶性硫磺行业的世界第二、国内第一，产能将达到 8 万吨。（6 万吨连续法+2 万吨间歇法）

从产量来看，国内企业方面，2019年，全国不溶性硫磺产量达10.4万吨，同比上升11.8%。不溶性硫磺全球年需求总量约30万吨，集中在轮胎行业。连续法生产的不溶性硫磺品质高，受国际轮胎品牌青睐，在海外市场上占据绝对主导地位，间歇法占比低。

国内市场方面，国内轮胎企业受成本限制，多会选择国内间歇法及高温水法生产出的不溶性硫磺。公司新投产的连续法2万吨产能，将打破国际上优质高热高稳定性不溶性硫磺被外企垄断的局面，为轮胎企业提供新的供给选择，拓宽业务领域并增加营收，连续法生产的不溶性硫磺兼具销售单价高，单位成本低的双优势，在满产情况下毛利率高于间歇法约10%，有效增加公司盈利水平。随着轮胎行业整体对橡胶助剂品质要求的不断提升及公司连续法产能的不断增加，不溶性硫磺业务将成为公司重要的业绩增长点。

（三）硫化促进剂

硫化促进剂是公司产量最大的橡胶助剂品种，也是整个橡胶助剂行业中仅次于防老剂的品种，占全体橡胶助剂产量约30%。硫化促进剂能够大幅缩短胶料硫化时间，减少硫化剂用量，降低硫化温度，改善胶料的工艺性能和物理性能。硫化促进剂主要的品种包括促进剂NS，促进剂CZ，这两个品种占促进剂产量的50%以上。除此以外，促进剂M由于加工安全性、抗硫化返原性较差，不宜直接作为促进剂使用，现多作为中间体加工至次磺酰胺类促进剂。

从供给端看，促进剂行业产能集中性强。2019年，全球促进产能超70%集中在我国，我国前四大生产企业产量占比58.7%。

表6 促进剂企业产能

企业	产品	现有产能（万吨）	在建产能/投产时间
尚舜化工	促进剂	9.7	2万吨NS/2020年下半年
科迈化工	促进剂	7.7	无
蔚林新材	促进剂	3.5	2万吨/2020年下半年
阳谷华泰	促经济（NS、CZ、M）	4.5	1.5万吨M /2020年下半年，0.2万吨TBzTD/2021年
圣奥化学	促进剂		22.3万吨/预计为2022年

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

全球促进剂年用量约40万吨，约九成来自我国促进剂企业的供给，国内产量已连续两年超35万吨。当前促进剂价格位于历史低点，平均约16000元/吨，主要受到供给过剩，同质化严重的影响。我国促进剂行业呈现产能过剩的局面，促进剂生产技术水平较低，规模企业与中小企业的产品品质差别小，需求比较稳定的情况下，导致价格竞争激烈。未来2年内，仍有大量的新增产能，行业毛利率或将进一步降低。

（四）其他特种橡胶助剂

除防焦剂CTP以外，公司其他特种橡胶助剂还包括酚醛树脂体系（均匀树脂、粘合树脂），均匀剂、粘合剂，塑解剂、分散

剂及润滑剂等。同种功能树脂与助剂的差别在于：树脂类通常为经过脂化反应形成的缩聚产物，助剂类产品通常为不同原料的物理混合物。

酚醛树脂是一种以酚类化合物和醛类化合物在以酸作为催化剂的情况下通过聚缩和脱水两步工艺后生成的合成树脂。常用原料包括苯酚、间苯二酚、对叔丁基苯酚或对叔辛基苯酚和甲醛溶液等。国内较成熟的工艺主要是间歇法，间歇法分为一步法和两步法两种。酚醛树脂在橡胶领域的应用包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂、硫化树脂、固化树脂等。

表 7 酚醛树脂企业产能

企业	产品	现有产能（万吨）	在建产能/投产时间
圣莱科特	酚醛树脂	11	无
彤程新材	酚醛树脂	8.5	无
武汉径河化工	酚醛树脂	4.5	无
阳谷华泰	酚醛树脂		3.5 万吨/2021 年

资料来源：信达证券研发中心

公司新增的 3.5 万吨酚醛树脂产能将于 2021 年正式投产（配套甲醛生产装置），通过间歇釜式法生产增粘树脂、补强树脂、粘合树脂，同时拟配套建设对叔丁基苯酚和对叔辛基苯酚生产装置，掌握原材料的制造与供给，有效降低成本。酚醛树脂产品毛利率较高，随着产能的扩张与不断释放，公司将继续发挥龙头企业优势，扩大市场占有率，是公司未来业绩的有力增长点与利润保障。

（五）防老剂

防老剂可分为物理防老剂和化学防老剂两大类。化学防老剂通过与橡胶表层的氧或臭氧发生化学作用以延缓橡胶老化，物理防老剂通过在胶料中添加防护蜡，硫化后防护蜡迁移至橡胶表面形成薄膜，使橡胶表面与氧或臭氧等隔离以延缓橡胶老化。理论上，物理防老剂与化学防老剂配合使用效果最佳。橡胶防护蜡（微晶石蜡）属于物理防老剂。

公司微晶石蜡产能从 2014 年的 0.6 万吨持续扩产至 2019 年的 2.5 万吨，除新增产能受投产日期影响外，产能利用率与产销率均接近 100% 的水平，部分年份存在超产情况，未来无扩产计划。2019 年，橡胶防护蜡营收逆势增长 15.1% 至 1.71 亿元，销量大幅增长 24%。结合多年情况来看，公司微晶石蜡产品产销量不断上升，毛利率稳中向好（防护蜡（原材料）成本占微晶石蜡成本约 90%，受化工原料价格持续走低影响，有利于降低公司的采购成本），在行业当前整体产能利用率不足 80% 的情况下，将从成本、产销量两方面对微晶石蜡业绩产生稳定利好，是公司未来业绩增长的有力支撑。

四、下游需求：全球汽车销量下滑，橡胶需求是否大幅下滑？

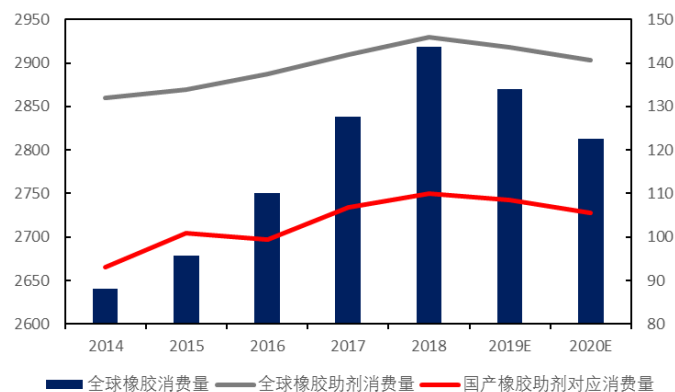
橡胶助剂的下游主要是轮胎，在我国新车销量大幅下滑的情况下，橡胶助剂的需求是否会大幅下滑？我们从与橡胶助剂直接相关的橡胶需求和轮胎需求两个角度进行分析，我们认为市场对于橡胶助剂的需求过于悲观！

（一）橡胶需求

橡胶助剂消耗量与全球橡胶需求量高度相关，橡胶助剂的需求量约占橡胶消耗量的 5%。

根据国际橡胶研究组织（IRSG）发布的橡胶工业展望报告，2019 年全球橡胶需求量约 2870 万吨，同比下降 1.5%。2020 年 6 月份，天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新需求预测显示，2020 年全球天然橡胶量约 1290 万吨，同比下降 6%。2014 年-2019 年，天然橡胶消费量占比稳定在 45%-47%，假定 2020 年天然橡胶需求占比为 46%，则 2020 年全球橡胶消费量约 2804 万吨，同比下降 2.3%。橡胶助剂消费量约为橡胶消费量的 5%，约 140.2 万吨，假定国外促进剂厂商年产销 35 万吨，则 2020 年国产橡胶助剂对应消费量约为 105.2 万吨，相较于 2019 年同比下降 3.0%。整体而言，在新型冠状病毒疫情的影响下，橡胶助剂的需求略有下降，但降幅有限。

图 16 全球橡胶助剂消费量估计（万吨）



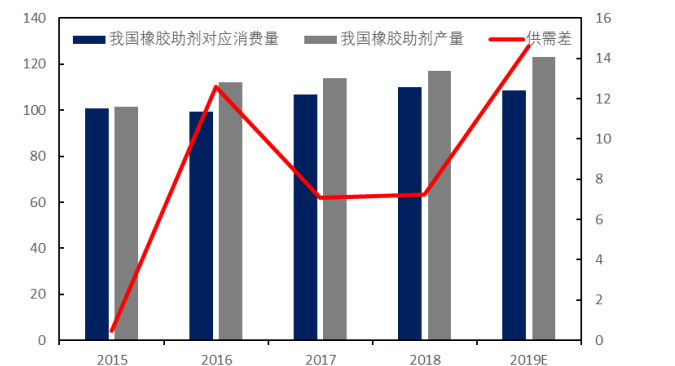
资料来源：万得，ANRPC，IRSG，信达证券研发中心

从供需格局来看，2015 年-2019 年，我国橡胶助剂行业供需差总体呈扩大趋势，2017 年和 2018 年受环保限产影响有所收窄，但随着企业的环评达标带来的开工率提升，2019 年供需差继续扩大，供需差约为 14.6 万吨。

由于我国是全球最主要的橡胶助剂生产国，我国橡胶助剂行业的供应和全球橡胶助剂的需求不平衡是影响橡胶助剂价格的最重要因素。从未来新增产能的角度来看，我国的龙头企业仍有较多新增产能布局，但需要注意的是，我们认为，尽管龙头企业规划中的产能较多，但产能释放将有序推进，且中小助剂企业在价格低点出清的速度将会加快，因此助剂行业将不会迎来

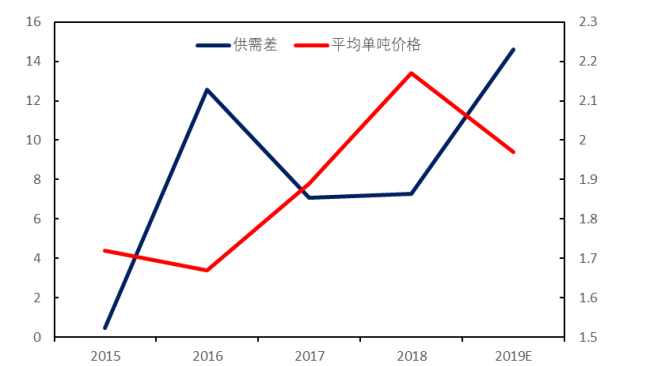
严重的产能过剩，短期可能价格端仍有压力，但随着落后企业淘汰、龙头企业市占比提升，价格有望回升！

图 17 我国橡胶助剂行业供需差（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18 平均销售价格与供需差走势（万吨/万元）

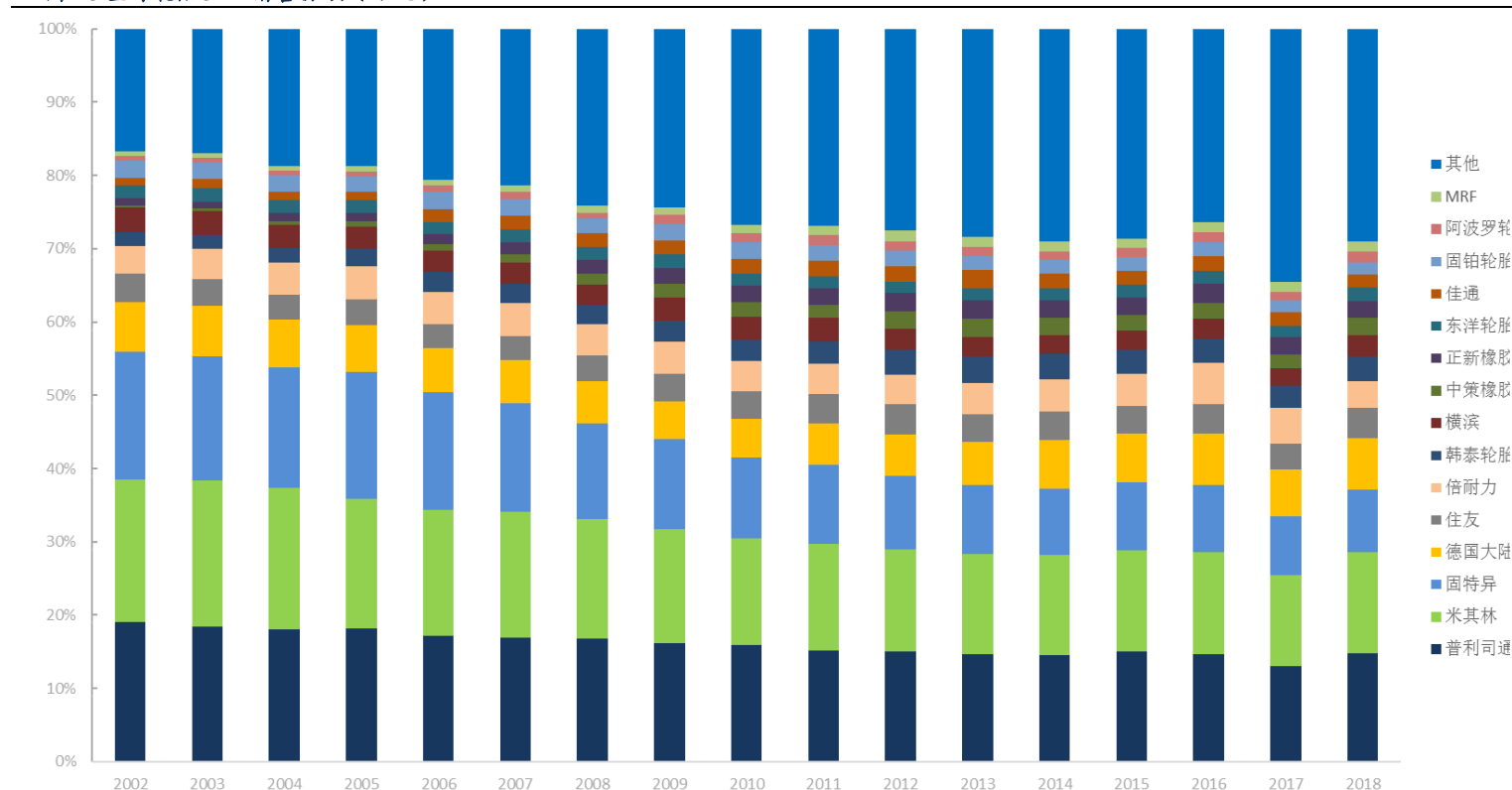


资料来源：万得，信达证券研发中心

（二）轮胎市场与汽车市场需求

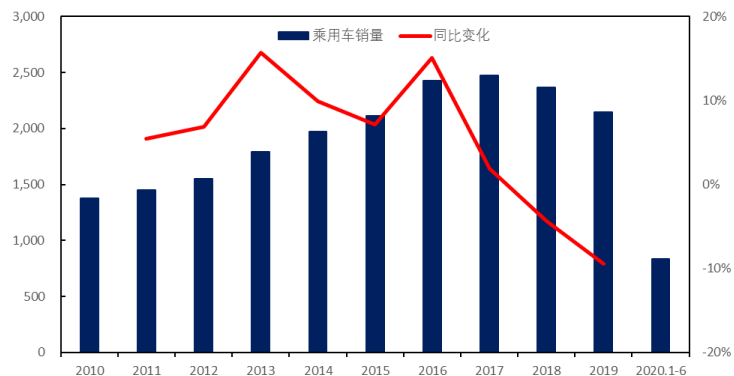
近 70% 的橡胶助剂产量直接用于轮胎生产，约 90% 的橡胶助剂应用与汽车有关。轮胎市场与汽车市场的发展决定了橡胶助剂的整体需求。

全球轮胎市场总体平稳。米其林公司年报显示，全球轮胎市场在保持了两年(2017 年、2018 年)的约 1700 亿美元销售额后，2019 年销售额出现下降，但轮胎销售额的下滑，并不代表着轮胎销售数量的下滑，2019 年的下滑主要是受到原材料端价格下降的影响，轮胎价格整体也呈现下降的趋势。

图 19 全球轮胎企业销售份额 (万吨)


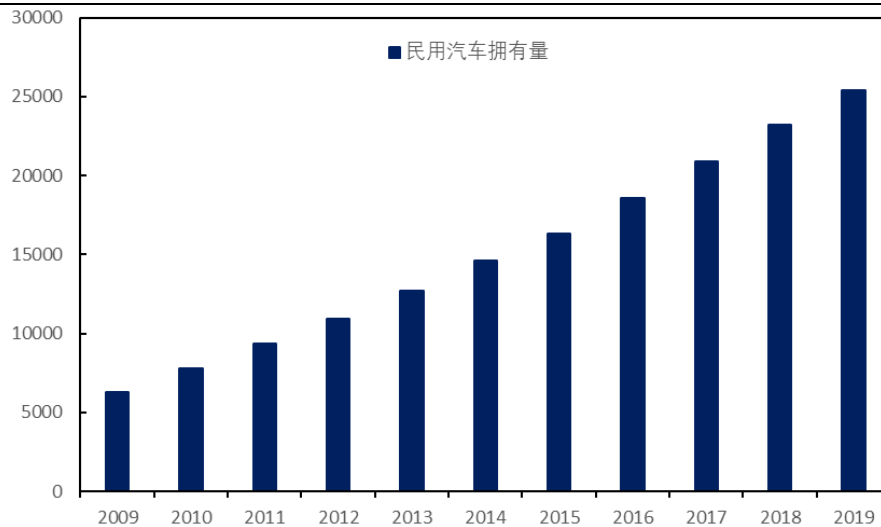
资料来源: 轮胎商业, 信达证券研发中心

另一方面, 2019 年以来, 我国乘用车新车销量出现同比下滑, 自首次出现同比下滑以后, 连续 16 个月同比下滑, 2020 年受疫情影响, 2020 年 1 季度更是大幅下滑 47.1%。那么, 作为全球轮胎新增需求的重要动力, 我国和全球轮胎的需求是否会出现大幅下滑呢?

图 20 国内乘用车销量 (万辆、%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

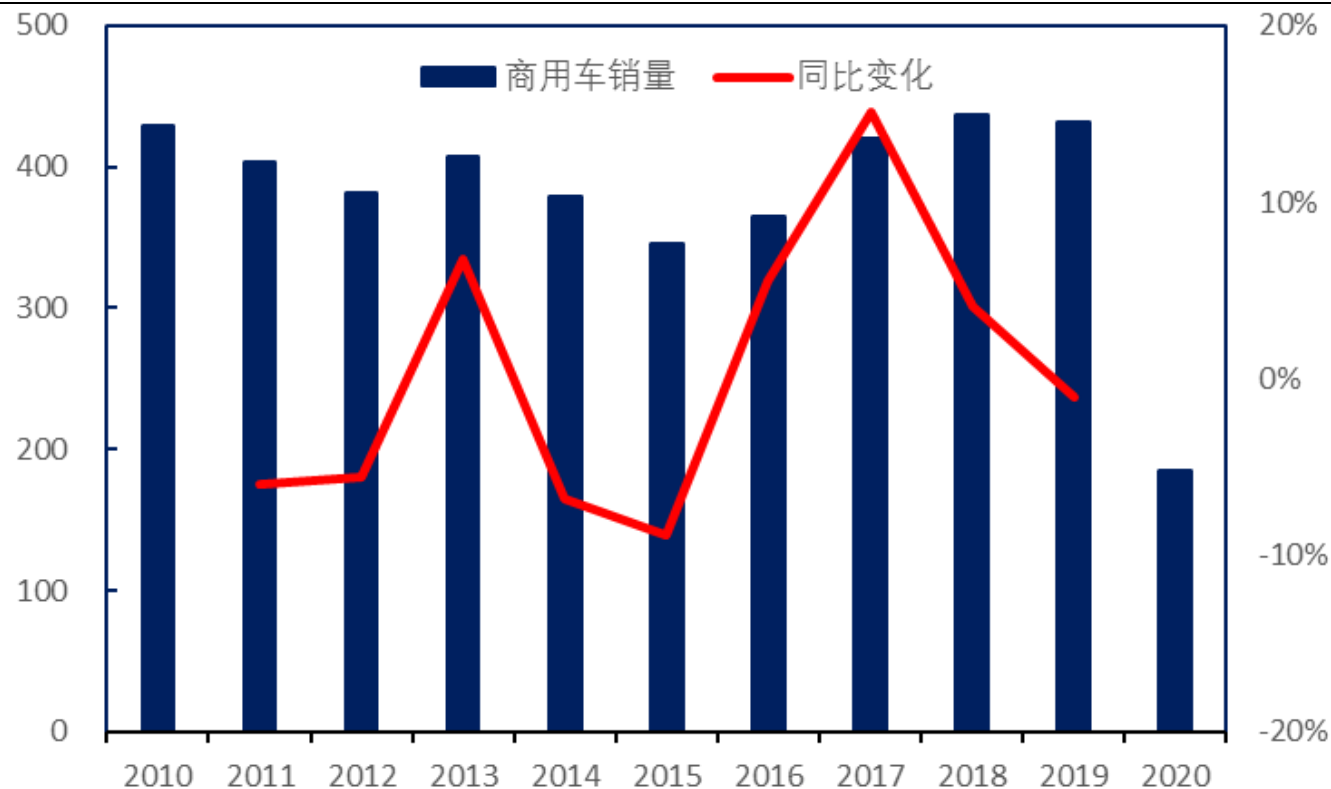
我们需要强调, 轮胎需求从需求结构来看, 分为两部分, 一部分为配套市场, 一部分为替换市场。其中, 配套市场占比约为 25%, 替换市场占比为 75%。受到汽车销量影响的主要为配套市场, 即为占比更小的市场, 而替换市场需求主要与汽车保有量和出行需求有关, 在不考虑疫情因素的影响下, 全球汽车保有量和出行需求仍呈现稳步上升的趋势。

图 21 国内民用汽车保有量 (万辆)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

另一方面，从产品结构来看，全球轮胎需求总量约 17.2 亿条，其中乘用车轮胎需求量约 15 亿条，商用车轮胎需求量约 2.2 亿条。尽管商用车胎数量上远小于乘用车胎，但是商用车胎（主要为全钢胎）不管是从价格上还是橡胶用量上，均为乘用车的 6 倍左右，因此从对橡胶的需求角度而言，商用车胎的需求与乘用车相当。而从我国的商用车销量来看，整体仍保持相对稳定，并没有出现如乘用车一样的大幅下滑。

图 22 国内商用车销量（万辆）



资料来源：万得，信达证券研发中心

总体来看，全球汽车市场已进入缓速发展期，虽然难以再现中国自 2002 年入市以来保持的高增长势头，但汽车销量的下降并不意味着轮胎需求的大幅下滑，汽车保有量和出行需求的稳定增加，仍将促进轮胎需求稳定的增长！

五、科研实力构建关键竞争力，产品高端化抢占海外市场！

（一）科研技术强，多项成果落实投产

科研实力强。公司是首批国家高新技术企业，拥有行业内唯一的国家级研究中心“国家橡胶助剂工程技术研究中心”，拥有包括院士、泰山学者在内的高水平科研开发团队。旗下检测中心通过了CNAS认证，可开展国家认可的权威检测服务。

产品质量硬。公司防焦剂CTP产品被工信部评为“单项冠军产品”。各项产品从未发生过因质量或服务问题而产生的召回情况。

技术水平高。公司自主研发的多效蒸发（MVR）+生化处理技术，彻底解决了高盐废水处理难题，被列入“2008年国家科技支撑计划”并在全行业内推广应用。公司是国内唯一一家掌握“连续法”工艺生产不溶性硫磺的企业，环保型均匀剂、PK900等产品成功实现国产化，打破了国外的技术垄断。

（二）有序扩张产能，对抗行业波动

公司2010年上市前，产品少，产能低，首次公开发行的募投项目的开展及公司研发项目的落实将主要产品产能逐步扩张至2014年的9.4万吨，随着不溶性硫磺业务的开展及大量新产品的小规模生产，2019年底公司主要产品产能接近14万吨，总产能接近18万吨，比肩行业龙头尚舜化工。公司产能扩张有序，未出现盲目扩产的情况，资产负债率从2014年起逐年降低，至2019年的21.6%。

表8 阳谷华泰产能（万吨）

类别	主要产品	2019	2020	2021年
加工助剂体系	防焦剂 CTP	2		
	均匀剂	1.2		
	增塑剂 A	0.4		
硫化助剂体系	促进剂 NS	2		
	促进剂 CBS	1		
	促进剂 M	1.5	3	
	促进剂 TBSI	0.12		
	促进剂 TBzTD	0.05		0.25
	促进剂 TiBTd	0.05		
	硫化剂 DTDM			

	硫化剂 DTDC	0.05		
	抗硫化返原剂 PK900	0.12		
	多功能交联剂 SR970	0.05		
	抗硫化返原剂 HTS	0.05		0.15
防护体系	微晶石蜡	2		
胶母粒体系	胶母粒	1		
不溶性硫磺	不溶性硫磺	2	4	8
粘合剂体系	粘合剂 HMMM	0.6		1.6
	新型钴盐 HT-c20			0.1
新增树脂产品				3.5
产能合计		14.19	17.19	26.19
其他产品产能		4-5		
总产能		约 18 万吨		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的多数新增产能避开了进入门槛较低，竞争更加激烈的防老剂、促进剂市场，多为新技术的落实与优势产品的扩产，盈利预期高。1.5 万吨促进剂 M 产能用于满足促进剂 NS、CZ 对于原材料的需求，已投产的 2 万吨连续法生产的不溶性硫磺兼具毛利率高和产品质量高的优势，市场需求大。树脂产品为公司技术成果的落实，为公司开辟了新的市场空间。其他新增产能均采用了公司自主研发的绿色、领先技术。

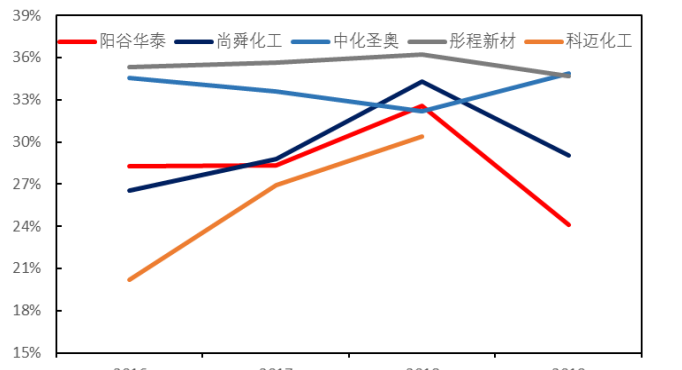
2019 年前，受益于行业整体高速增长及公司产能的扩张，产销量的提高，公司营收迅速增长至 20.82 亿元。2019 年全行业受经济下行周期，整体供过于求导致产品价格大幅下降等因素的影响，全行业营业收入同比下降 4.4%。公司依托产品种类多，先进生产技术带来的生产成本低等优势扩大市占率，销售量同比增长 28.8%，营业收入仅同比下降 3.3%。2020 年以来，化工能源产品的低位运行及疫情带来的需求下降等因素给公司的增长带来压力，但“连续法”生产的不溶性硫磺的投产将带来新的收入增长点。

2020 年初公司投产的“连续法”工艺生产的不溶性硫磺备受市场关注，其品质好，毛利高，需求量大，将成为公司未来业绩新的增长点。公司的连续法不溶性硫磺已经与韩泰、横滨两家轮胎厂商签署合作协议，随着市场的开拓，我们预计年内便可达到满产，预计在 2020 年为公司带来 0.78-1.3 亿元的营业收入，0.31-0.52 亿元的毛利润。

（三）财务指标对比

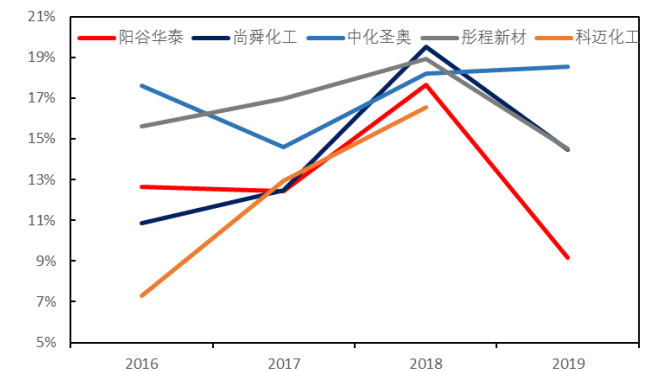
公司处于橡胶助剂行业，可比公司包括尚舜化工、中化圣奥、科迈化工、彤程新材等。

图 23 同行业毛利率情况 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24 同行业净利率情况 (%)

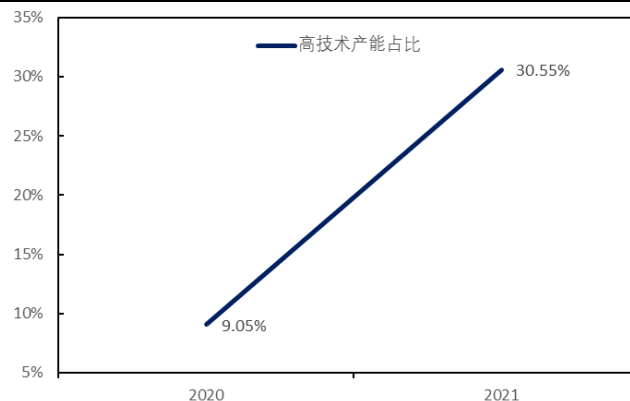


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司毛利率、净利率情况与同行业龙头公司变动趋势一致，2019 年受单价下降导致主营业务收入减少，销量增加导致主营业务成本增加，三费费用同比增加的影响，毛利率和净利率均出现较大幅度的下降。整体而言，公司盈利水平与其他龙头企业相当，处于国内第一梯队！

（四）产品结构趋向高端化

在行业竞争日益激烈，中小产能将退出的背景下，公司 2020 年新投产产能多集中在高技术壁垒产品上，能够以技术门槛维护产品市场份额。公司的“连续法”生产的不溶性硫磺和酚醛树脂类产品均为技术密集型产品，是公司多年自主研发后先进技术的落实，行业技术壁垒高；防焦剂 CTP 优势多体现在生产效率高、单位成本低，新技术的投入也是为了促进工艺的革新，行业技术壁垒较高；促进剂产品除少数高端助剂外，同质化现象严重，技术水平较低，生产企业众多。大企业依靠资金与规模来获得优势。

图 25 高技术产能占比


资料来源：信达证券研发中心

（五）与下游厂商合作紧密

公司坚持“大客户”战略，与多家轮胎企业签署合作协议，是米其林亚洲唯一的预分散助剂代工商；佳通 2013 年最佳供应商；倍耐力全球最佳合作伙伴；倍耐力亚洲唯一助剂联合开发伙伴；玲珑轮胎战略合作伙伴、“绿色供应链”合格绿色供应商；正新橡胶战略合作伙伴；赛轮金宇集团战略合作伙伴；红豆集团（通用轮胎）优秀供应商。

表 9 主要合作的轮胎企业

轮胎企业	世界排名
米其林	2
倍耐力	6
正新橡胶	10
佳通	12
玲珑轮胎	17
赛轮轮胎	18
通用轮胎	43

资料来源：信达证券研发中心

六、盈利预测、估值与投资评级

重要假设

盈利预测、估值及投资评级

- 1、产能假设：根据公司披露，2021年下半年，公司9万吨高性能橡胶助剂产能投产。2021年，公司4亿吨不溶性硫磺产能投产。
- 2、产能利用率：根据公司2017-2019年各项产品的产能利用率进行预测，同时，2020年由于新冠肺炎疫情影响，2020年产能利用率有所下降。对于新建产能，在投产当年，假设达到当前同类产能的产能利用率的一半，次年达到同样的产能利用率。
- 3、毛利率：由于2020年疫情影响和上游原材料价格下跌，我们认为整体毛利率维持与2019年相当水平，2021-2022年，除促进剂产品可能受到新增产能影响毛利率下降以外，其他产品毛利率有所恢复。

表 10 主要产品营业收入和销量假设（万元、万吨）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
防焦剂 CTP	营业收入	49,576.03	40,996.51	37,868.16	42,336.00	48,510.80
	销量	1.49	1.66	1.72	1.76	1.87
促进剂	营业收入	68,365.15	60,501.76	55,900.00	51,860.00	53,000.00
	销量	2.24	2.96	2.90	2.94	3.00
不溶性硫磺（间歇法）	营业收入	19,559.66	24,557.67	24,500.00	24,225.00	24,700.00
	销量	1.67	2.48	2.50	2.55	2.60
不溶性硫磺（连续法）	营业收入			8,750.00	40,802.40	50,400.00
	销量			0.70	3.40	4.20
新增树脂产能	营业收入				10,972.50	23,086.00
	销量				0.67	1.36

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

对于公司主要产品，我们认为，2020年，行业集聚效应将继续增强导致销量增加，除新增连续法不溶性硫磺之外，多数橡胶助剂价格持续走低，营业收入基本持平。2021年和2022年，随着新增产能的投产，营业收入将明显增加。

表 11 可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价	市值(亿)	EPS				PE				PB
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
平均								40	56	46	40	4
603650.SH	彤程新材	39.92	234	0.7134	0.7094	0.87	1.01	56	56	46	40	10.4
002068.SZ	黑猫股份	4.48	33	-0.2277				-	-	-	-	1.1
002753.SZ	永东股份	9.34	35	0.3121				30	-	-	-	2.0
002442.SZ	龙星化工	4.33	21	0.1222				35	-	-	-	1.7
300121.SZ	阳谷华泰	8.85	33	0.49	0.48	0.81	1.00	18	18	11	9	2.0

资料来源：阳谷华泰为信达证研发中心预测，其他引用万得一致预期，注：股价为 2020/7/10 日收盘价

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020-2021 年 EPS(摊薄)分别为 0.48 元，0.81 元和 1.00 元，对应动态市盈率（2020 年 7 月 10 日收盘价 8.85 元）分别为 18 倍、11 倍、9 倍。以 2020 年盈利来看，公司市盈率为 18 倍，2019 年行业平均为 40 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

- 1、橡胶助剂持续大幅下行的风险。
- 2、公司项目建设投产不及预期的风险。
- 3、原材料价格大幅波动的风险。

资产负债表单位:百万元**利润表**单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,334.83	1,220.44	1,208.68	1,560.56	1,964.69
货币资金	413.61	285.73	410.93	549.24	782.08
应收票据	104.98	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	521.68	641.50	500.95	647.48	760.72
预付账款	49.66	46.55	46.89	58.44	68.06
存货	206.84	211.94	213.49	266.06	309.87
其他	38.04	34.71	36.42	39.35	43.95
非流动资产	765.95	912.82	923.61	941.92	966.73
长期股权投资	23.05	23.37	23.37	23.37	23.37
固定资产(合计)	514.53	535.27	685.81	765.56	785.39
无形资产	73.85	78.49	78.59	79.36	81.04
其他	154.52	275.69	135.85	73.62	76.94
资产总计	2,100.78	2,133.25	2,132.29	2,502.48	2,931.43
流动负债	378.12	443.40	445.28	511.50	566.32
短期借款	109.90	89.90	89.90	89.90	89.90
应付票据	0.00	102.00	102.75	128.04	149.13
应付账款	120.00	140.22	141.24	176.02	205.01
其他	148.22	111.28	111.39	117.53	122.28
非流动负债	16.53	17.46	17.46	17.46	17.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.53	17.46	17.46	17.46	17.46
负债合计	394.65	460.85	462.74	528.95	583.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,706.14	1,672.40	1,669.56	1,973.53	2,347.65
负债和股东权益	2,100.78	2,133.25	2,132.29	2,502.48	2,931.43

重要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,081.93	2,014.29	2,025.17	2,617.53	3,075.34
同比(%)	27.12%	-3.25%	0.54%	29.25%	17.49%
归属母公司净利润	367.25	184.35	180.33	303.97	374.12
同比(%)	80.43%	-49.80%	-2.18%	68.56%	23.08%
毛利率(%)	32.54%	24.13%	23.98%	26.70%	27.34%
ROE%	28.67%	10.91%	10.79%	16.69%	17.32%
EPS(摊薄)(元)	0.98	0.49	0.48	0.81	1.00
P/E	9	18	18	11	9
P/B	1.95	1.99	1.99	1.68	1.41
EV/EBITDA	6.44	11.60	11.04	7.19	5.97

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,081.93	2,014.29	2,025.17	2,617.53	3,075.34
营业成本	1,404.47	1,528.33	1,539.51	1,918.57	2,234.54
营业税金及附加	21.58	14.02	19.75	25.53	29.99
销售费用	78.70	109.66	111.38	125.64	147.62
管理费用	87.78	91.15	88.52	114.41	134.42
研发费用	32.39	51.62	51.89	67.07	78.80
财务费用	13.03	8.25	5.94	6.82	5.54
减值损失合计	3.04	5.49	5.46	5.97	7.87
投资净收益	1.70	1.52	1.30	1.51	1.44
其他	16.71	9.29	13.09	11.20	12.15
营业利润	459.32	216.59	217.11	366.23	450.16
营业外收支	-5.50	5.09	-0.26	-0.71	-0.27
利润总额	453.83	221.68	216.85	365.53	449.88
所得税	86.58	37.33	36.52	61.55	75.76
净利润	367.25	184.35	180.33	303.97	374.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	367.25	184.35	180.33	303.97	374.12
EBITDA	539.87	304.16	308.98	474.12	571.20
EPS(当年)(元)	0.98	0.47	0.48	0.81	1.00

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	441.09	234.17	409.38	263.19	376.99
净利润	367.25	184.35	180.33	303.97	374.12
折旧摊销	67.03	74.37	87.14	103.79	116.42
财务费用	19.02	8.11	4.99	4.80	4.89
投资损失	-1.70	-1.52	-1.30	-1.51	-1.44
营运资金变动	-15.86	-36.35	135.11	-150.36	-119.69
其它	5.35	5.21	3.10	2.50	2.68
投资活动现金流	-212.49	-194.51	-96.01	-120.09	-139.25
资本支出	-206.92	-175.71	-97.31	-121.59	-140.70
长期投资	0.43	1.20	1.30	1.51	1.44
其他	-6.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	90.30	-171.32	-188.17	-4.80	-4.89
吸收投资	583.86	67.27	-66.59	0.00	0.00
借款	-281.74	-20.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	134.12	251.49	121.57	4.80	4.89
现金流净增加额	320.32	-133.36	125.20	138.30	232.84

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。