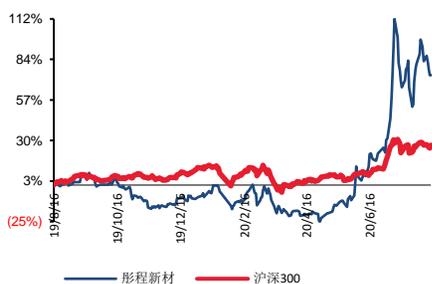


材料 材料II

以量补价提升市场份额，外延收购入主光刻胶龙头科华微

■ 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)	19,220/4,310
12个月最高/最低(元)	39.92/14.45

相关研究报告:

彤程新材(603650)《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》--2020/06/10

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: 公司发布 2020 年中报, 上半年实现营业收入 9.43 亿元、同比-16.28%; 归母净利润 1.8 亿元、同比-22.81%; 第二季度单季营业收入 4.86 亿元, 同比-20.51%、环比+6.36%; 归母净利润 1.16 亿元, 同比-10.79%、环比+83.25%。

主要观点:

1. “一体”主业酚醛树脂以量补价，投资收益实现二季度业绩环比快速增长

第二季度公司自产酚醛树脂 2.3 万吨、同比下滑 4.25%、环比上升 19.45%; 销售均价 1.46 万元/吨、同比下滑-20.35%、环比下滑 12.75%。自产其他产品 0.44 万吨, 同比上升 3.63%、环比下滑 3.07%; 销售均价为 0.99 万元/吨、同比下滑 4.7%、环比下滑 10.22%。公司紧抓酚醛树脂特种橡胶助剂的主市场, 加紧“疫情后”复工复产, 实现产品、工艺的创新, 提高了国内的市场份额, 同时新产品销售有一定突破, 业务发展高于行业水平。公司第二季度投资收益 4469 万元, 环比增长 167%。主要来自于间接持股 10.1647%的中策橡胶利润贡献。

2. “两翼”电子材料外延稳步推进，可降解塑料携手巴斯夫

公司设立上海彤程电子作为集团电子化学品领域开拓的专门运营平台, 进行外延式、内涵式发展并举的产业链运作。公司“以胶为交”, 将围绕高端树脂材料在电子行业的应用, 扩大酚醛树脂的应用领域, 有步骤、分层次的进入电子化学品相关领域。上海彤程电子已经完成受让北京科华微电子 33.70%的股权为其第一大股东, 北京科华微电子为国内领先的半导体光刻胶企业。科华微产品覆盖 KrF (248nm)、I-line、G-line、紫外宽谱的光刻胶及配套试剂供应商与服务商, 也是集先进光刻胶产品研、产、销为一体的拥有自主知识产权的高新技术企业, 是中芯国际、华润上华、杭州士兰、吉林华微电子、三安光电、华灿光电、德豪光电等行业顶尖客户的稳定合作伙伴。

另外在可降解材料领域, 与巴斯夫发布全球联合声明, 通过引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术, 在上海化工园区落地 PBAT 生产建设项目, 一期 6 万吨, 未来满足高端生物可降解制品在购物袋、快递袋、农业地膜方面的应用。

3. 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 45.9X、37.8X、32.4X。考虑公司巩固酚醛橡胶树脂主业，积极扩展电子材料领域，建设布局 PBAT 可降解塑料工厂，特别是积极扩展电子材料领域，并取得一定进展，未来成长空间大。公司估值实现从传统的制造业估值重估为电子新材料估值水平，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	45.9	37.8	32.4

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

	2019	2020	2021	2022
EPS	0.56	0.72	0.87	1.01
BVPS	3.84	4.54	5.40	6.42
PE	30.9	45.9	37.8	32.4
PEG	—	1.71	1.78	1.94
PB	4.54	7.23	6.07	5.11
EV/EBITDA	20.93	44.56	35.07	28.91
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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。