

彤程转债，国内领先的特种橡胶助剂供应商

证券研究报告

2021年01月25日

申购建议：积极参与

申购分析：

- 彤程转债发行规模 8.0018 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；转股价 32.96 元，截至 2021 年 1 月 22 日转股价值 97.36 元；各年票息的算术平均值为 1.18 元，到期补偿利率 10%，按 2021 年 1 月 22 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.67% 的贴现率计算，债底为 87.97 元，纯债价值一般。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 4.14%，对流通股本的摊薄压力为 18.47%，对现有股本摊薄压力一般。
- 截至 2021 年 1 月 22 日，公司前三大股东 RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED、Virgin Holdings Limited、舟山市宇通投资合伙企业(有限合伙)分别持有占总股本 50.27%、17.07%、10.24% 的股份，控股股东承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 83% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.36 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 750-850 万户，预计中签率在 0.0016%-0.0018% 左右。
- 公司所处行业为其他化学制品(申万三级)，从估值角度来看，截至 2021 年 1 月 22 日收盘，公司 PE(TTM)为 56.71 倍，在收入相近的 10 家同业企业中较高，市值 188.04 亿元，高于同业平均水平。截至 2021 年 1 月 22 日，公司今年以来正股上涨 3.52%，同期行业指数上涨 5.78%，万得全 A 上涨 4.64%，近 100 周年化波动率为 64.08%，股票弹性较好。公司目前股权质押比例为 4.27%，股权质押风险不高。其他风险点：1. 橡胶助剂市场竞争加剧风险；2. 原材料价格波动风险；3. 中美贸易摩擦及汇率波动风险。
- 彤程转债规模一般，债底保护一般，平价低于面值，市场或给予 32% 的溢价，预计上市价格为 129 元左右，建议积极参与新债申购。**

风险提示：违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

乔敏 联系人
qiaomin@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报 (2021-01-24)》 2021-01-24
- 《固定收益：我们如何看目前可选消费转债的投资机会？ - 可转债市场周报 (2021.01.24)》 2021-01-24
- 《固定收益：怎么看近期房企的风险事件？ - 信用债市场周报 (2021-1-24)》 2021-01-24

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信信号

内容目录

彤程转债要素表.....	3
彤程转债价值分析	3
彤程新材基本面分析	4

图表目录

图 1：营业收入、营业成本及毛利率情况	4
图 2：归母净利润及增速情况	4
图 3：毛利率变动情况（%）	5
图 4：期间费用率变动情况	5
图 5：经营活动产生的现金流变动情况（亿元）	5
图 6：资产负债率变动情况（%）	5
表 1：彤程转债发行要素表	3
表 2：公司业务分类.....	4
表 3：2020 年三季度末公司前五大股东	4
表 4：募集资金使用计划（单位：万元）	8

彤程转债要素表

表 1: 彤程转债发行要素表

代码	113621.SH	证券简称	彤程新材
公司代码	603650.SH		
公司名称	彤程新材		
外部评级: 债项/主体	AA/AA		
发行额	8.0018 亿元		
期限	6 年		
利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
预计发行/起息日期	2021-01-26		
转股起始日期	2021-08-02		
转股价	32.96 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 110 元		
原始股东股权登记日	2021-01-25		
网上申购及配售日期	2021-01-26		
申购代码/配售代码	754650/753650		
主承销商	招商证券		

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

彤程转债价值分析

转债基本情况分析

彤程转债发行规模 8.0018 亿元, 债项与主体评级为 AA/AA 级; 转股价 32.96 元, 截至 2021 年 1 月 22 日转股价值 97.36 元; 各年票息的算术平均值为 1.18 元, 到期补偿利率 10%, 按 2021 年 1 月 22 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.67% 的贴现率计算, 债底为 87.97 元, 纯债价值一般。其他博弈条款均为市场化条款, 若全部转股对总股本的摊薄压力为 4.14%, 对流通股本的摊薄压力为 18.47%, 对现有股本摊薄压力一般。

中签率分析

截至 2021 年 1 月 22 日, 公司前三大股东 RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED、Virgin Holdings Limited、舟山市宇通投资合伙企业(有限合伙)分别持有占总股本 50.27%、17.07%、10.24% 的股份, 控股股东承诺优先配售, 根据现阶段市场打新收益与环境来预测, 首日配售规模预计在 83% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.36 亿元, 因单户申购上限为 100 万元, 假设网上申购账户数量介于 750-850 万户, 预计中签率在 0.0016%-0.0018% 左右。

申购价值分析

公司所处行业为其他化学制品 (申万三级), 从估值角度来看, 截至 2021 年 1 月 22 日收盘, 公司 PE(TTM) 为 56.71 倍, 在收入相近的 10 家同业企业中较高, 市值 188.04 亿元, 高于同业平均水平。截至 2021 年 1 月 22 日, 公司今年以来正股上涨 3.52%, 同期行业指数上涨 5.78%, 万得全 A 上涨 4.64%, 近 100 周年化波动率为 64.08%, 股票弹性较好。公司目前股权质押比例为 4.27%, 股权质押风险不高。其他风险点: 1. 橡胶助剂市场竞争加剧风险; 2. 原材料价格波动风险; 3. 中美贸易摩擦及汇率波动风险。

彤程转债规模一般, 债底保护一般, 平价低于面值, 市场或给予 32% 的溢价, 预计上市价格为 129 元左右, 建议积极参与新债申购。

彤程新材基本面分析

国内领先的特种橡胶助剂供应商，国内外主要轮胎橡胶客户的长期合作伙伴

公司成立于 2008 年，是一家化工材料制造和服务商，主要从事精细化工材料的研发、生产、销售和相关贸易业务，生产业务的主要产品是服务于轮胎橡胶行业的高新技术产品。公司自产产品型号种类多，主要为橡胶用酚醛树脂，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，并且代理销售多家全球知名化工企业的橡胶助剂产品。公司创业伊始，即从事全球知名品牌的轮胎橡胶用化工材料的商贸代理，以诚信品性和专案化服务方式，逐步成为国内外主要轮胎橡胶客户的长期合作伙伴。

主要业务围绕**自产酚醛树脂**（2019 年营收 15.72 亿元，占总营收 71.20%）、**贸易业务**（2019 年营收 4.12 亿元，占总营收 18.66%）、**自产其他产品**（2019 年营收 2.22 亿元，占总营收 10.05%）、**其他业务**（2019 年营 0.01 亿元，占总营收 0.05%）四个方面展开。公司以国内市场为主要市场，2019 年国内营收 17.60 亿元，占总营收 79.71%；国外营收 4.48 亿元，占总营收 20.29%。近年来公司国内外营收均稳步提升，中国大陆营收占比逐年下降，国外营收占比逐年上升。

表 2：公司业务分类

生产业务类别：	贸易业务类别：
自产酚醛树脂：	粘合剂
增粘树脂	超级增粘树脂
粘合树脂	均匀剂
补强树脂	钴盐
自产其他产品	防护蜡
	其他橡胶助剂

资料来源：WIND，天风证券研究所

公司股权较为集中，第一大股东为 RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED（持股比例 50.27%，该公司为 Zhang Ning 持股 100%），第二大股东为 Virgin Holdings Limited（持股比例 17.07%，该公司为 Liu Dong Sheng 持股 100%），实际控制人为 Zhang Ning（直接及间接持股比例 50.46%）和 Liu Dong Sheng（间接持股 17.07%）。

表 3：2020 年三季度末公司前五大股东

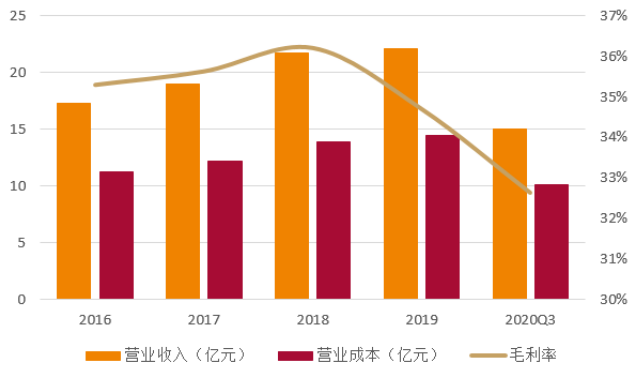
股东名称	持股比例（%）
RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED	50.27%
Virgin Holdings Limited	17.07%
舟山市宇通投资合伙企业（有限合伙）	10.24%
朱雀基金-西部信托·陕煤-朱雀新材料产业投资单一资金信托-陕煤朱雀新材料产业资产管理计划	1.22%
方士雄	1.22%
合计	80.02%

资料来源：WIND，天风证券研究所

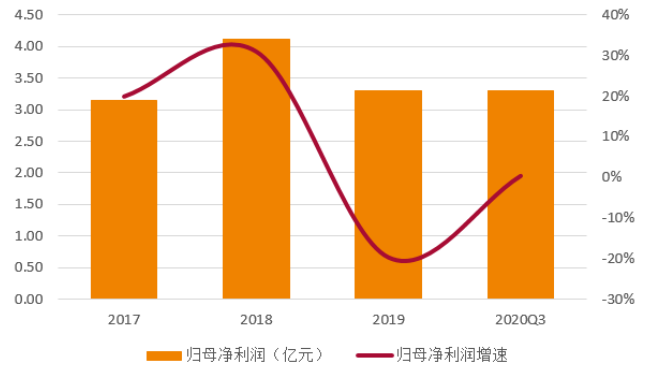
经营业绩方面，彤程新材 2020 年前三季度营业收入 15.00 亿元，去年同期 16.38 亿元，同比减少 8.44%，主因受整体市场环境及“新冠”疫情影响，生产销售略有放缓，导致收入略有下降；**毛利率** 32.64%，去年同期 36.21%，减少 3.57 个百分点，主因国内特种橡胶助剂行业竞争不断加剧，导致公司售价变动幅度较成本变动幅度更为不利，销售价格承压；**归母净利润率** 21.95%，去年同期 20.04%，增长 1.91 个百分点。

图 1：营业收入、营业成本及毛利率情况

图 2：归母净利润及增速情况

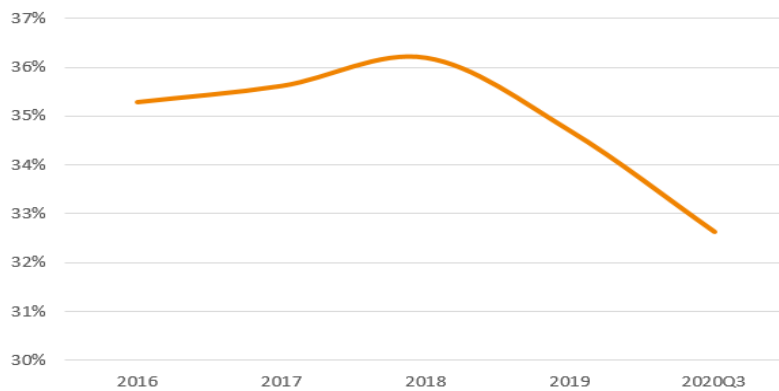


资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 3: 毛利率变动情况 (%)

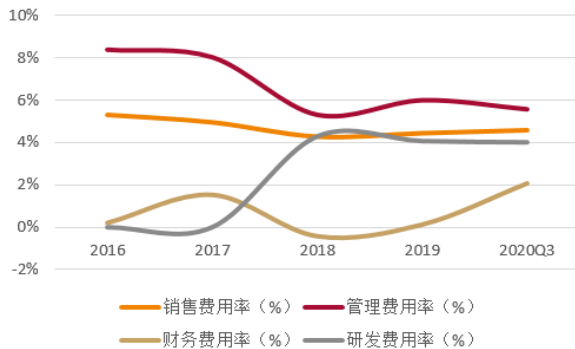


资料来源: WIND, 天风证券研究所

成本费用方面, 2020 年前三季度, 公司期间费用率 16.28%, 2019 年同期值 14.38%, 同比增长 1.90 个百分点, 主要是由于受整体市场环境及“新冠”疫情影响。其中销售费用率 4.58%, 下降 0.06 个百分点; 管理费用率 5.59%, 下降 0.10 个百分点; 财务费用率 2.10%, 增长 2.69 个百分点, 主因公司新增短期借款来满足生产经营需要的短期资金需求, 导致相关利息费用上升所致; 研发费用率 4.02%, 下降 0.64 个百分点, 主因受“新冠”疫情影响, 研发活动有所减缓。

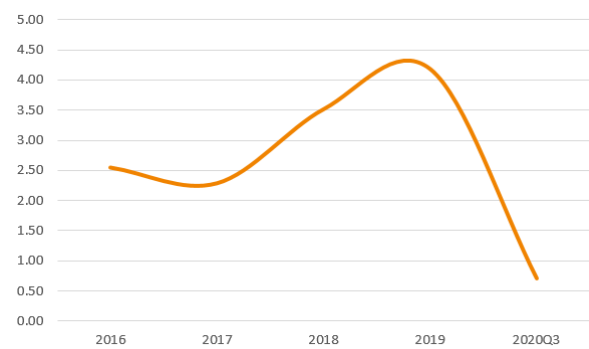
2020 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额为 71.50 亿元, 2019 年同期值为 259.69 亿元, 同比减少 72.47%; 收现比 0.69, 下降 0.10; 付现比 0.65, 增长 0.01, 主要是由于受整体市场环境及“新冠”疫情影响, 公司 2020 年收入和回款速度均有所下降。

图 4: 期间费用率变动情况



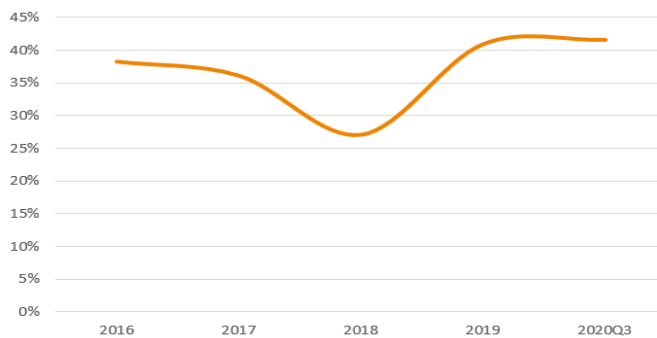
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5: 经营活动产生的现金流变动情况 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 资产负债率变动情况 (%)

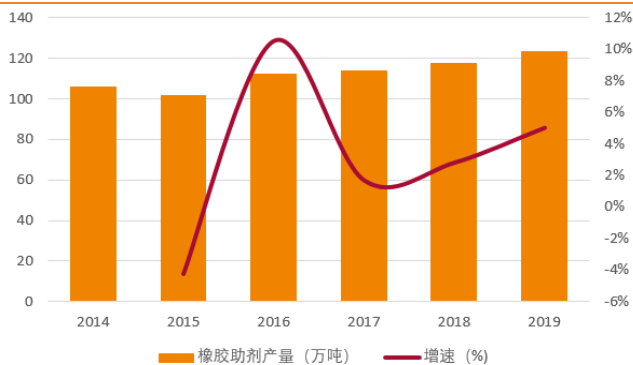


资料来源：WIND，天风证券研究所

行业景气度上行，下游需求增量，行业壁垒较高

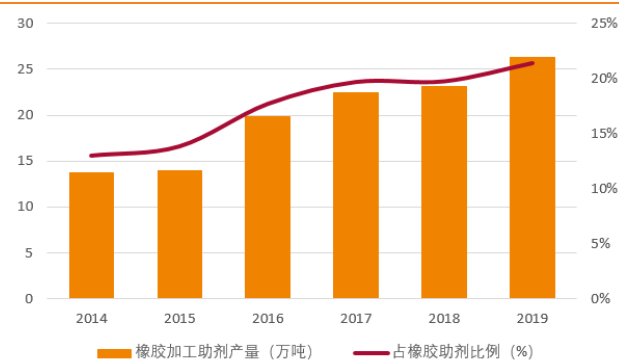
中国橡胶助剂产量及橡胶加工助剂占比逐年提升，行业景气度上行。中国橡胶助剂产业出现较晚但是发展较快，2014-2019 年中国橡胶助剂产量整体呈上升趋势，2019 年国内产量达到 123.1 万吨，全球占比 80%左右。另外，橡胶助剂可分为通用型橡胶助剂和特种橡胶助剂两大类，而公司的主要产品属于橡胶加工助剂，是特种橡胶助剂的一种。2014-2019 年中国橡胶加工助剂产量逐年增加，其中，2019 年中国橡胶加工助剂产量为 26.3 万吨，较 2018 年增加了 3.2 万吨，占橡胶助剂产量的 21.36%；同时，橡胶加工助剂占橡胶助剂比例也在逐年提升，行业景气度上行。

图 7：2014-2019 年中国橡胶助剂产量及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 8：2014-2019 年中国橡胶加工助剂产量及占比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 9：公司产业链情况

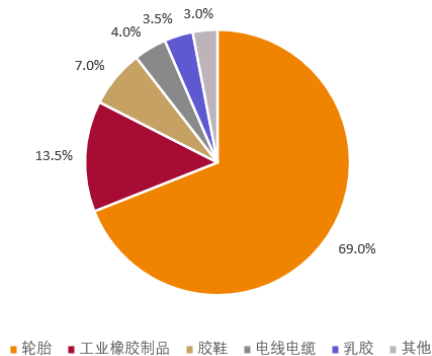


资料来源：公司公告，天风证券研究所

下游轮胎和汽车行业快速发展助推橡胶助剂行业。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，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。其中，2020 年二、三季

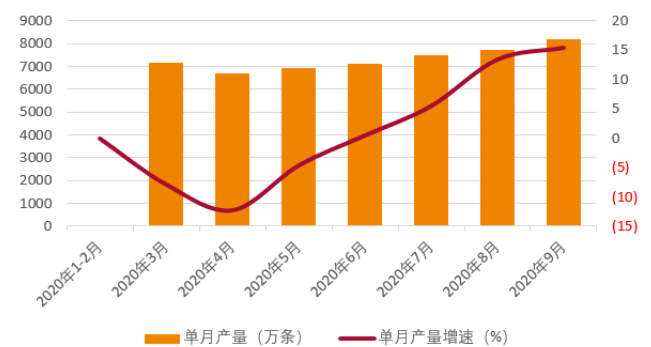
度全国橡胶轮胎外胎产量从 6661.2 万条不断提升至 8156.1 万条，同比增速由 -12.20% 提升至 15.40%。2020 年中国汽车产量整体呈增长趋势，7 月同比增速达到顶峰 26.80%，10 月全国汽车产量达到 248.1 万辆，同比增长 11.1%。2020 年轮胎和汽车行业的快速发展对橡胶助剂的市场扩容与产量增长起到了重要的推动作用。

图 10：橡胶助剂各下游消费领域占比



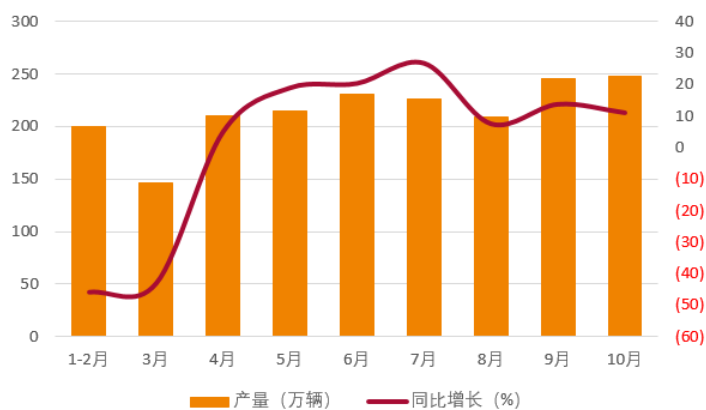
资料来源：公司公告，卓创资讯，天风证券研究所

图 11：2020 年 1-9 月中国橡胶轮胎外胎产量及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 12：2020 年 1-10 月中国汽车产量及增速



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

橡胶助剂行业壁垒高。第一，资本壁垒高。环保要求趋严以及轮胎绿色化浪潮兴起对橡胶助剂绿色化、高性能化和系列化提出了更高要求。只有具备一定资本实力的橡胶助剂生产企业，才能在生产经营中持续投入设备、技术、人力，满足行业对环保标准、安全标准及产业技术不断提高的要求。第二，技术壁垒高。橡胶助剂生产工艺流程相对复杂，产品导入的测试期，生产设备的调试、新技术、新产品和新工艺研发周期较长，对橡胶助剂生产企业研发人员、工程人员和相关操作人员的技术水平、专业知识、实践经验积累等提出了很高的要求。第三，认证壁垒高。橡胶助剂的下游客户主要是国内外知名的轮胎制造商，它们在选择橡胶助剂供应商时非常谨慎，轮胎制造商与现有橡胶助剂供应商稳定的合作关系对新进入的企业将造成一定的限制。第四，环保治理壁垒高。橡胶助剂生产经营过程所排放的废气、废水、固废成分复杂，处理难度较大，成本较高。随着我国环保要求趋严，生产污染物排放不达标企业可能面临限产甚至停产的情况。因此，只有拥有清洁生产技术和工艺水平较高的橡胶助剂企业才能实现可持续发展。

产品市占率高，客源基础稳，横纵向扩展产业链

橡胶特种助剂行业龙头企业，国内外客户基础稳定。橡胶助剂上榜 2020 年度橡胶工业百强企业中，公司以 23.75 亿元位列橡胶助剂类第三名。公司主要生产和销售轮胎橡胶用高性能酚醛树脂，2019 年度特种橡胶助剂生产企业和加工型橡胶助剂企业排名中，彤程新材

分别排名第一位，公司连续多年是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商。最近三年，公司特种橡胶助剂产量占国内特种橡胶助剂产量的比例在 20%以上。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。与此同时，公司生产的高纯对叔丁基苯酚在聚碳酸酯行业中使用，是亚洲最重要的供应商之一，主要客户包括三菱瓦斯、LG、帝人、万华、科思创等。此外，贸易方面，公司是德国 BASF、EVONIK、法国道达尔、日本住友化学等国际领先材料供应商在中国轮胎橡胶行业的唯一或主要合作伙伴。汽车行业对轮胎安全、节能、使用寿命等性能要求的不断提升，尤其是电动汽车的发展，都对轮胎用高性能材料提出了更多的需求。公司在主营业务方面依托自身研发、制造等优势，紧跟市场脉搏，持续稳定发展。

覆盖上游关键中间体的产业链布局。增粘树脂为公司生产业务的主要产品之一，分为 PTBP 增粘树脂及 PTOB 增粘树脂。公司利用基础化工原料及其中间体生产增粘树脂，中间体的质量和供应稳定性对公司橡胶助剂生产至关重要。为此，公司将产业链向上游延伸，增粘树脂生产过程中所需的 PTBP、烯炔等关键中间体基本实现自主生产，有力保障了中间体的供应，从而在产品质量稳定性及生产成本控制方面具有明显优势。随着国内环保要求的提高，上述中间体的市场供应量减少，公司凭借关键中间体的自主生产能力，产品成本进一步降低，产业链延伸优势凸显。

紧抓酚醛树脂特种橡胶助剂主市场，向电子化学品和可降解材料领域进军。公司积极发展“一体两翼”战略，“一体”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、工艺创新，提高国内市场份额。“两翼”之左翼，在电子化学品材料领域，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。上海彤程电子受让北京科华微电子 33.70%的股权，成为其第一大股东，北京科华微电子为国内领先的半导体光刻胶企业。“两翼”之右翼，在可降解材料领域，与巴斯夫（德国化工企业、全球最大化工企业之一）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。

募投项目分析

本次公开发行可转债募集金额为 8.0018 亿元，其中 4.81 亿元用于投入 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），1.48 亿元用于 60000t/a 橡胶助剂扩建项目，0.49 亿元用于研发平台扩建项目，1.23 亿元用于补充流动资金。

表 4：募集资金使用计划（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
10 万吨/年可生物降解材料项目（一期）	66862.88	48066.00
60000t/a 橡胶助剂扩建项目	19207.58	14807.00
研发平台扩建项目	10000.00	4895.00
补充流动资金	12,250.00	12250.00
合计	108320.46	80018.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目建设背景及必要性给予以下几点考量：（1）**响应国家环保政策，促进产业结构调整。**随着中国对环保的重视，解决一次性塑料制品的“白色污染”问题逐步得到关注，中国出台了相关限塑、禁塑措施，而生物降解材料制品不仅有较好的延展性、断裂伸长率、耐热性能及抗冲性能，而且具有优良的生物降解性，是当前应用最好的降解材料之一。（2）**优化公司产品结构。**公司主要从事新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务。主要生产和销售轮胎橡胶用高性能酚醛树脂，产品在行业内处于领导者地位。本项目为可生物降解材料生产项目，项目实施后能够优化公司的产品结构，提高公司的综合实力，培育新的盈利

增长点。

项目建设可行性做以下几点分析：（1）**生物可降解塑料市场前景广阔**。我国于 2007 年就出台了限塑措施。到 2020 年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代品得到推广。生物降解塑料制品被认为是根治一次性塑料制品“白色污染”的最有效解决方案。生物降解塑料的发展迎来历史机遇。（2）**先进工艺技术保证本次募投项目顺利实施**。公司立足于满足国内外高端目标客户需求，本项目产品目标定位于当下热门的生物可降解行业，主要为取代传统烯烃类不可降价的一次性软质包装材料。本项目产品采用全球领先的聚合工艺技术，拥有巴斯夫授权的可堆肥脂肪-芳香族共聚酯（PBAT）聚合技术的授权专利，具有产品成本低，质量高等优点，使得产品不仅能使用在通用应用中，更能使用在高附加值应用中。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com