

公司研究

强化特种橡胶助剂龙头地位，“一体两翼”初见成效

——彤程新材（603650.SH）动态跟踪报告

要点

深耕 20 年，铸就特种橡胶助剂行业第一。公司于 1999 年成立，是中国最大的特种橡胶助剂生产商之一，主要从事精细化工新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务。公司主营产品为橡胶用酚醛树脂，自产产品品种达 180 余种。2019 年，公司特种橡胶助剂产量提升至 9.49 万吨，市占率提升至 25.72%，继续保持特种橡胶助剂领域国内第一的地位。

产业链向上延伸，成本优势尽显。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。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，在产品质量稳定性及生产成本控制方面具有明显优势，产业链延伸优势凸显。此外，公司投资 1.92 亿元扩建 60000 吨/年橡胶助剂项目，进一步扩大自身的产能优势，并考虑进一步向下游半导体、平板显示等领域应用延伸，通过多项目规划提高自身产业链协同效应。

引入巴斯夫技术，布局可降解材料。公司引入世界知名化工龙头巴斯夫的工艺技术投资 6.68 亿元建设 10 万吨/年可生物降解材料项目，其中包括有 6 万吨 PBAT 型生物降解塑料生产装置。基于巴斯夫提供的工艺技术，公司能够满足国内外客户对于高端可生物降解材料的需求。此外，公司也与巴斯夫签订合作协议，部分可生物降解材料产品将直接供应巴斯夫作为 ecoflex® 产品进行销售。

入主北京科华，加速推进光刻胶业务。公司全资子公司彤程电子直接持有北京科华 42.26% 的股权，与 Meng Tehcnology Inc. 合计持有 56.23% 的股权，基于《一致行动协议》实现对北京科华的实际控制。凭借公司的庞大体量和资金投入，北京科华作为国内高端半导体光刻胶行业的领先企业将迎来加速发展新机遇。同时，公司自身也布局有 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶建设项目。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司主业橡胶助剂的产销量提升以及后续的新增产能规划，叠加 2022 年可生物降解材料项目的正式投产，我们上调公司 2020-2022 年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 4.21/5.48/7.26 亿元，折算 EPS 分别为 0.72/0.94/1.24 元/股，当前股价对应 PE 分别为 53/41/31 倍。我们看好公司“一体两翼”的发展战略，在主业稳步增长的同时，可降解材料和光刻胶两个新材料领域的布局将有望为公司提供可观的增量，因此仍维持公司“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，技术研发风险，下游客户认证风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,174.88	2,208.00	2,283.44	2,813.85	3,788.32
营业收入增长率	14.41%	1.52%	3.42%	23.23%	34.63%
净利润（百万元）	412.27	330.60	421.02	547.95	726.11
净利润增长率	30.93%	-19.81%	27.35%	30.15%	32.51%
EPS（元）	0.70	0.56	0.72	0.94	1.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.12%	14.69%	16.99%	19.47%	22.22%
P/E	54	68	53	41	31
P/B	9.8	9.9	9.0	7.9	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-02

买入（维持）

当前价：38.10 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebcn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

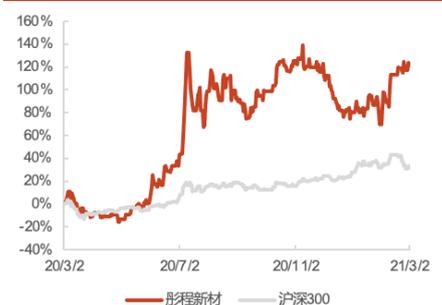
010-58452014

wuyu1@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.86
总市值(亿元)	223.26
一年最低/最高(元)	14.45/41.00
近 3 月换手率	187.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.01	-0.90	90.32
绝对	12.26	4.67	121.77

资料来源：Wind

目 录

1、深耕 20 年，铸就特种橡胶助剂龙头	5
1.1、特种橡胶助剂行业龙头，市占率全国第一	5
1.2、两大业务多样产品，产业链上游延伸降低成本	6
1.3、公司业绩良好，盈利水平仍具上升空间	7
2、研产销深度一体化，引领产业优化升级	10
2.1、依托双研发中心深化研发布局，保障长期领先优势	10
2.2、客户为导向的产品解决方案，增强客户粘性	12
3、橡胶助剂行业稳步增长，公司产能扩张巩固龙头地位	13
3.1、全球橡胶助剂市场稳增，我国为生产第一大国	13
3.2、轮胎工业迅猛发展，橡胶助剂发展获多重助力	14
3.3、高行业壁垒叠加环保政策趋严，继续利好龙头企业	16
3.4、募投项目陆续投产，公司产能持续增加	16
3.5、参股中策橡胶，协同效应初现	17
4、展翼新材料：可降解塑料及光刻胶材料	18
4.1、引入巴斯夫领先工艺，规划 10 万吨可降解项目	19
4.2、入主科华，投产项目，大举进军光刻胶产业	22
5、投资建议	24
6、风险分析	25

图目录

图 1: 公司及国内特种橡胶助剂产量与公司市场占有率	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 2015-2020Q3 年公司营业收入	8
图 4: 2015-2020Q3 年公司归母净利润 (亿元)	8
图 5: 2019 年营收构成 (分产品)	8
图 6: 2019 年毛利构成 (分产品)	8
图 7: 公司 2016-2020H1 净资产收益率	9
图 8: 彤程新材与阳谷华泰营业收入对比	9
图 9: 彤程新材与阳谷华泰毛利率对比	9
图 10: 2015-2020H1 公司研发费用及研发费用率	10
图 11: 全方位橡胶性能提升服务流程	12
图 12: 橡胶助剂及上下游行业	13
图 13: 2001-2020 年世界及我国橡胶助剂产量	14
图 14: 2011-2020 年我国汽车产量和销量情况	15
图 15: 2007-2020 年我国汽车保有量情况	15
图 16: 2005-2020 年我国轮胎产量	15
图 17: 2003-2019 年中国特种橡胶助剂产量情况 (万吨)	15
图 18: 参股中策橡胶股权结构图	18
图 19: 2019 年中国轮胎企业前十销售收入 (亿元)	18
图 20: 2012-2019 年国内生物降解塑料市场规模 (亿元)	21
图 21: 2012-2019 年国内生物降解塑料需求量 (万吨)	21
图 22: 巴斯夫 ecoflex® 可降解塑料产品	22
图 23: 北京科华股权变更历程	23

表目录

表 1: 公司现任董事会人员情况	6
表 2: 公司生产业务产品种类	7
表 3: 公司贸易业务产品种类	7
表 4: 2019 年公司各项业务毛利率	7
表 5: 公司生产工艺持续改进	11
表 6: 公司环保工艺持续改进	11
表 7: 公司环保型橡胶助剂新型产品	11
表 8: 橡胶助剂具体分类	13
表 9: 公司首次公开发行募集资金运用方案 (万元)	16
表 10: 60,000 吨/年橡胶助剂扩建项目新建产能情况	17
表 11: 公司及子公司和部分产品产能情况	17
表 12: 禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用时间表	19
表 13: 2020 年全国各省、直辖市、自治区可降解塑料相关政策文件	20

表 14: 不同可降解塑料产品与典型低密度聚乙烯产品性能指标对比	20
表 15: 光刻胶国内市场分类	22
表 16: 本次交易后北京科华微电子股东名单.....	23
表 17: 关键项目预测 (百万元)	25

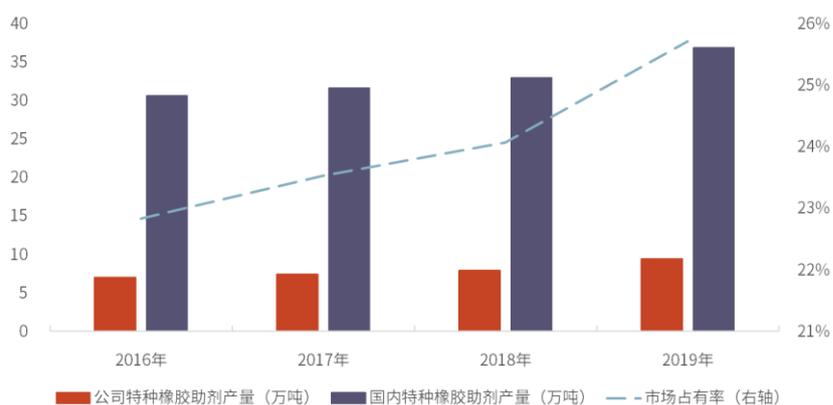
1、深耕 20 年，铸就特种橡胶助剂龙头

1.1、特种橡胶助剂行业龙头，市占率全国第一

彤程新材料集团股份有限公司创建于 1999 年，主要从事精细化工新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务。公司与轮胎生产企业建立了稳定的业务合作关系，酚醛树脂产品在亚洲市场占有率第一。在产的高规格“对叔丁基苯酚”作为阻聚剂在化工行业中广为使用。目前彤程新材是聚碳酸酯生产过程中终止剂的亚洲最重要供应商之一。

彤程新材是中国最大的特种橡胶助剂生产商之一。根据橡胶助剂协会统计数据显示：2016 年至 2019 年公司特种橡胶助剂产量与市场占有率均逐年上升。2016 年国内特种橡胶助剂总产量 30.65 万吨，其中彤程新材产量 7.00 万吨，市占率 22.84%。2019 年，公司特种橡胶助剂产量提升至 9.49 万吨，市占率提升至 25.72%。2016-2019 年，公司特种橡胶助剂产量年均复合增长率达 10.7%。国内橡胶助剂生产商中，彤程新材工业产值排名第四；而特种橡胶助剂生产企业中，彤程新材按工业产值排名第一。

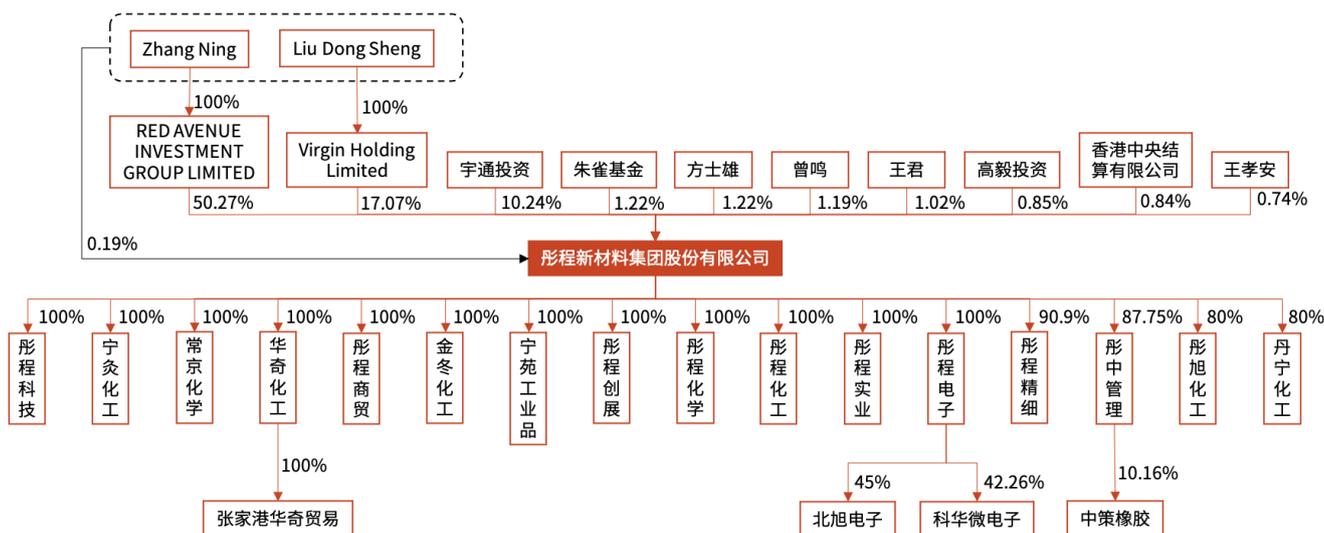
图 1：公司及国内特种橡胶助剂产量与公司市场占有率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

股权结构明晰稳定，夫妇联合控股。Zhang Ning 与 Liu Dong Sheng 夫妇共计共同持有彤程新材 67.53% 股份，为公司共同实际控制人，掌握公司决策权，提高决策的效率，有利于公司战略规划、发展。同时，由于与公司利益高度相关，二人均积极参与公司事务。Zhang Ning 和 Liu Dong Sheng 已签订协议，约定在日常经营中充分交流，共同进行决策。彤程新材控股股东 RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED (Zhang Ning 100% 控股)，持有公司股份比例为 50.27%。Virgin Holdings Limited 持有公司股份比例为 17.07% (Liu Dong Sheng 100% 控股)，具体股权结构如下图所示：

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 2 月 28 日，注：科华微电子股权份额为预计值

管理团队经验丰富，核心团队共同创业多年。管理人员多具有海外求学经历，或曾在业内领先的外资、合资企业担任管理职位，具备多年轮胎橡胶助剂及轮胎行业经营管理或技术研发经验。经验丰富兼具国际视野的管理团队是公司维持竞争优势和可持续发展的重要保证。

表 1：公司现任董事会人员情况

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
周建辉	董事、总裁	曾任上海正泰橡胶厂工程师，上海轮胎集团股份有限公司炼胶厂技术科科长，上海轮胎集团股份有限公司集团办公室主任、司董事、总裁
丁永涛	董事、副总裁兼财务负责人	曾任上海华谊(集团)公司财务部副经理，中科合臣股份有限公司财务负责人，佳通轮胎(中国)投资有限公司资金部副总经理，上海彤程化工有限公司副总裁
袁敏健	董事	曾先后任中石化股份有限公司高桥分公司化工事业部车间主任、副经理，高桥分公司工程处处长、安全监督管理处处长等职务
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 Mc Gill 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，辽宁省高性能树脂工程技术研究中心主任
HWANG YUH-CHANG	独立董事	现任中欧国际工商学院西班牙巴塞罗那储蓄银行会计学教授，中欧中国创新研究中心联合主任
Li Alexandre Wei	独立董事	现任瑞士 MAXDOSA 公司法律顾问

资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

1.2、 两大业务多样产品，产业链上游延伸降低成本

公司主要生产服务于轮胎橡胶行业的高新技术产品。公司自产产品型号达 180 余种，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，品类覆盖全面，广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。

产业链布局覆盖上游关键中间体，控制成本优势明显。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 PTOP 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。公司将产业链向上游延伸，增粘树脂生产过程中所需的 PTBP、烯烃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，产品成本可进一步降低，产业链延伸优势凸显。

表 2：公司生产业务产品种类

产品系列	上游原材料	主要产品	用途	
橡胶用酚醛树脂	增粘树脂	苯酚、DIB、PTBP	PTBP 增粘树脂	适用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶等橡胶以及这些橡胶的并用胶料，主要用于合成胶配合量大、而且要求加工粘性高的橡胶制品，如轮胎、传送带、胶管、胶辊、胶片、电线电缆、胶粘剂、翻胎等各种产品。也可以用于橡塑制品、胶粘剂等。
			PTOP 增粘树脂	具有优异的增粘性能，可用于任何需要高粘度连接的复合橡胶制品，尤其是合成橡胶。
	补强树脂	苯酚	改性苯酚-甲醛树脂	主要应用在轮胎的胎圈部位，也用于鞋底胶及车窗密封条等。
	黏合树脂	间苯二酚	间苯二酚甲醛树脂	广泛用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、三元乙丙橡胶或这些橡胶的并用胶料与钢丝、尼龙、人造丝棉、聚酯、维尼龙，玻璃纤维粘合。

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所整理

公司的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。彤程新材在产品种类繁多的橡胶助剂行业深耕多年，积累了丰富的供应商资源，与国内、外知名轮胎厂商建立了稳定良好的合作关系。公司代理销售多家全球知名化工企业的橡胶助剂产品，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 的均匀剂及其他加工助剂、道达尔的环保油等。

表 3：公司贸易业务产品种类

产品名称	用途
均匀剂	使不同极性和不同粘度的橡胶混合更加均匀、充分，同时有利于粉料的分散，提高胶料的耐屈挠性能。
超级增粘树脂	由 PTBP 及乙炔经过反应合成的增粘树脂，因其改善橡胶性能明显被称作超级增粘树脂。相比普通的增粘树脂，超级增粘树脂增强橡胶与橡胶之间粘合的能力更强，合成过程对工艺、设备要求较高。
粘合剂	在轮胎配方中改善橡胶与骨架材料之间的粘合。
钴盐	在轮胎配方中改善橡胶与镀铜钢丝之间的粘合。
白炭黑	易与乙二醇活性剂和胺类及其他碱性促进剂配合使用，从而获得较好的硫化胶性能；同时，在适当配合其他添加剂的情况下，可使硫化胶具有优异的透明度。用于胎体、胎侧、胎面胶料、电缆、鞋类、其他工业橡胶制品。
防护蜡	用于在橡胶制品表面形成一层坚韧、持久有效的蜡膜，从而有效防止橡胶的老化和空气中臭氧的攻击。此外，由于其碳素分布较宽，使得轮胎表面维持较高的光泽度。
环保油	用于橡胶工业中的软化剂。

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所整理

供应商资源丰富，下游客户基本覆盖全球轮胎 75 强。公司通过生产、销售以及部分贸易业务，经过多年持续发展，已在特种橡胶助剂行业赢得了较高的声誉，且占据细分市场领先地位，积累了丰富的供应商资源，与国内、外知名轮胎厂商建立了稳定良好的合作关系。公司客户已基本覆盖全球轮胎 75 强，包括普利司通、米其林、固特异、大陆、倍耐力等全球知名轮胎企业。

1.3、公司业绩良好，盈利水平仍具上升空间

公司近年来营收与归母净利稳步增长。公司 2016-2018 年营业收入均保持在 10% 以上的增速，2019 年-2020 年由于全球经济及贸易体系的重构，国内经济仍处于去产能、去杠杆、控债务、强环保等方面结构化调整叠加疫情对全球生产的冲击，消费增速出现下滑，为公司经营带来诸多的挑战，但公司仍然能保持营收正增长，因此得以在行业中保持领先地位。

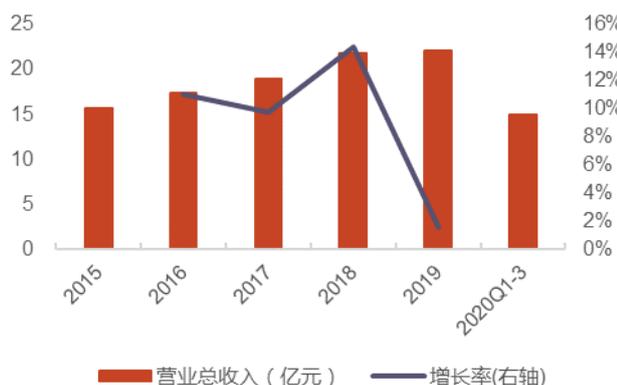
表 4：2019 年公司各项业务毛利率

生产业务	营业收入 (万元)	营收占比	毛利率
自产酚醛树脂	157,211.85	71.20%	37.08%
自产其他产品	22,244.92	10.07%	21.79%
贸易类产品	41,199.92	18.66%	32.64%
其他	143.08	0.06%	21.14%

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

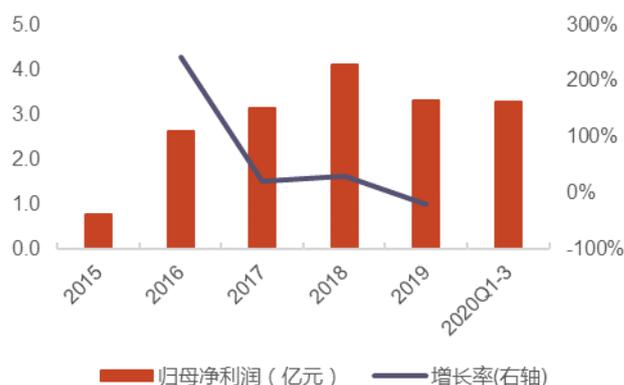
自产酚醛树脂为业绩贡献主力。2019年自产酚醛树脂业务创造营收15.72亿元，占总营收的71.20%；贸易业务和自产其他产品营收分别为4.12亿元、2.22亿元，各占总营收的18.66%、10.07%。从毛利来看，2019年自产酚醛树脂创造毛利润5.83亿元，占总毛利润的76.08%；贸易业务和自产其他产品毛利润分别为1.34亿元、0.48亿元，各占总毛利的17.55%、6.33%。自产酚醛树脂毛利占比高于自身营收占比，说明该业务盈利能力更强。按照公司新建项目投产进度来看，自产酚醛树脂产能将进一步扩大，未来业绩有望继续保持增长。

图 3: 2015-2020Q3 年公司营业收入



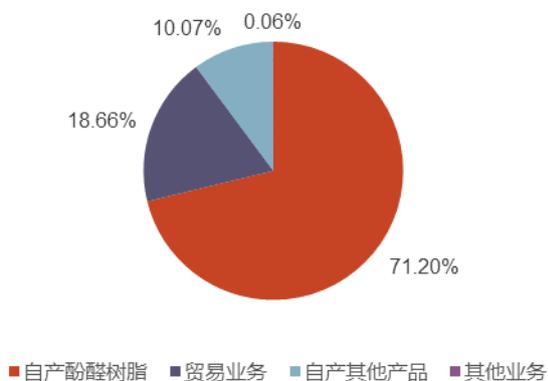
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 4: 2015-2020Q3 年公司归母净利润 (亿元)



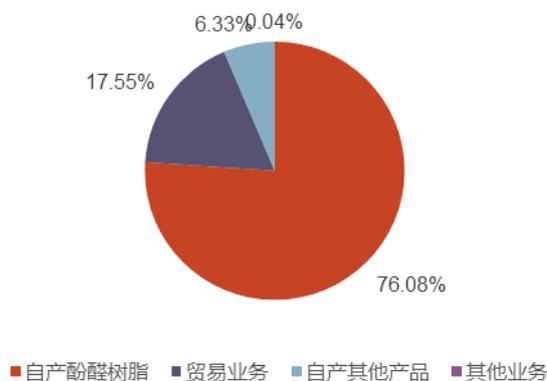
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 5: 2019 年营收构成 (分产品)



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

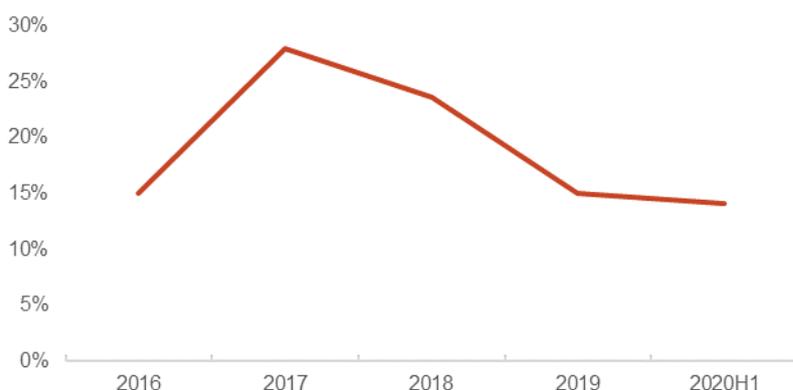
图 6: 2019 年毛利构成 (分产品)



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司毛利率高，仍存上升空间。产品毛利率方面，公司自产酚醛树脂的毛利率最高，为 37.08%，贸易类产品的平均毛利率也高达 32.64%。2016 年至 2020H1，公司 ROE 始终保持在良好的水平，2018 年 ROE 有所回落是因为公司首次公开发行股票及扩建项目。公司近几年一直致力于产业链的向上游整合，在实现关键中间体自产后，凭借自身产业链一体化优势叠加未来新产能释放，预计未来资产酚醛树脂等业务毛利率将会进一步提升，使得公司盈利能力继续提升。

图 7：公司 2016-2020H1 净资产收益率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

与同行业公司相比，盈利能力优势明显。橡胶助剂行业中的另一龙头企业是阳谷华泰公司。阳谷华泰主要从事橡胶助剂的生产、研发、销售，其主导产品防焦剂 CTP 产销量约占全球 60% 以上的市场份额，且是中国橡胶助剂产品序列最齐全的供应商之一。此外，阳谷华泰还拥有橡胶助剂行业唯一的国家橡胶助剂工程技术研究中心。

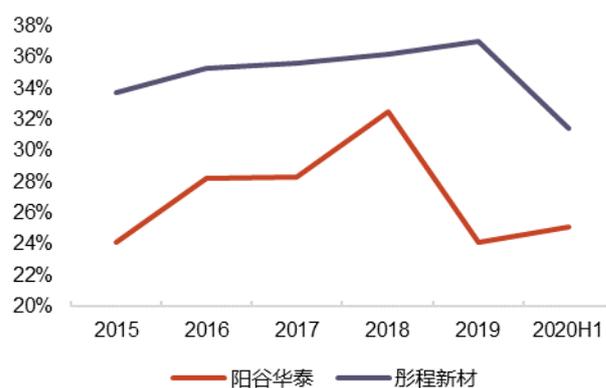
2015 年至 2018 年期间，阳谷华泰营业收入增长迅速，复合年均增长率达到 34%，营收规模与彤程新材的差额逐渐缩小。同时期，彤程新材营收增速虽不及阳谷华泰，但 2019 年以前基本保持在 10%-15% 左右。2019 年报数据显示，阳谷华泰全年营收同比下降 3.25%，而彤程新材虽然增速放缓，但依然能维持正增长。另外彤程新材毛利率显著高于阳谷华泰，说明彤程新材相对于同行业其他公司在业绩稳定性、盈利能力方面具有明显优势。

图 8：彤程新材与阳谷华泰营业收入对比



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 9：彤程新材与阳谷华泰毛利率对比



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

具有强的抗周期性能力。橡胶助剂行业属于周期性行业，橡胶助剂产品主要用于汽车轮胎等橡胶助剂行业，其行业周期与橡胶制品行业的周期基本吻合，受宏观经济形势变化影响较大。当宏观经济处于上升周期时，橡胶助剂行业也处于上升周期。而无论行业处于景气阶段还是低迷状态，彤程新材营收始终能够保持正增长，说明公司客户对公司产品质量的认可，客户关系具有很强的可持续性与粘性，公司整体具有很强的抗周期能力。

2、研产销深度一体化，引领产业优化升级

2.1、 依托双研发中心深化研发布局，保障长期领先优势

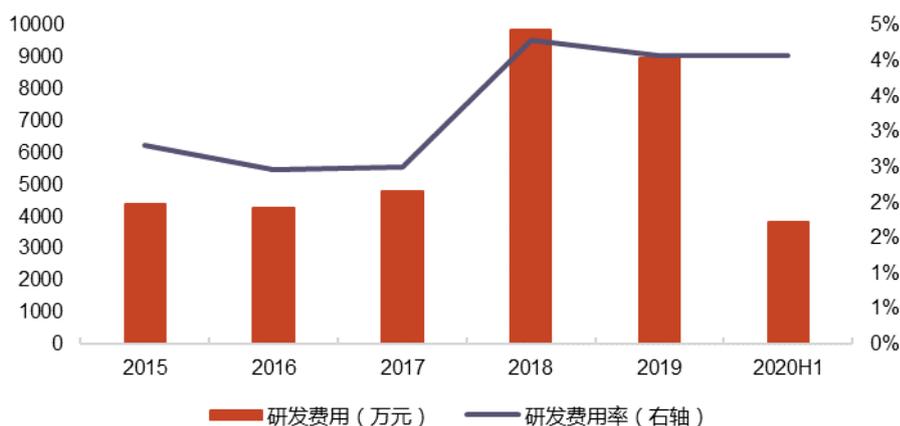
公司依托位于北京和上海的双研发中心，在国内率先建立了科学有效的轮胎及橡胶制品剖析平台，是行业内为数不多具有自主研发和剖析测试能力，并以此为基础向客户提供产品性能改进方案的企业。公司扎实的技术研发能力在确保公司现有产品性能、质量稳定的同时，也使公司在新产品开发和技术创新方面不断取得突破，为公司在行业内长期保持领先优势提供了有力保障。

研发体系完善。公司目前建立了位于北京的“材料测试与性能研究中心”和位于上海的“功能新材料研发中心”两个研发中心；2016年11月，上海、北京两地研发中心联合成为中国石油和化学工业联合会认定的“石油和化工行业橡胶功能材料测试技术工程实验室”。公司组建了业内极具竞争力的研发团队，拥有一批经验丰富、创新能力强、专业构成合理的特种橡胶助剂产品研发专业技术人才。截至2020年6月30日，公司拥有研发技术人员128名，其中博士7名，硕士35名。此外，公司与北京化工大学、中国科学院化学研究所、华东理工大学等科研机构建立了项目合作关系，基于公司战略发展规划，根据技术成熟度分级设置，联合开展系列通用基础型、特色特点型、前瞻导向型产品设计与研发工作。

专利布局广阔，研发费用明显提高。在不断加大自身研发投入的同时，彤程新材主动进行专利布局，形成以产品专利为中心，产品改进专利、工艺或设备改进专利、测试技术专利以及产品应用专利并举的全方位专利网。截至2020年6月30日，公司共申请专利329个，拥有授权专利204个，授权发明专利109个。

重视研发投入。公司重视研发投入，研发费用逐年上涨，由2015年的4380.58万元上升至2019年的8997.65万元，研发费用在同期营收占比明显上升。2020年上半年研发费用为3837.21万元，占同期营收比例为4.07%。

图 10： 2015-2020H1 公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

研发创新实力强。公司于2010年率先建立起轮胎及橡胶制品剖析平台，填补了国内同行业企业在这领域的空白。公司目前已在橡胶助剂原料、反应产物及作用机理方面形成了剖析数据库，公司既可以借助数据库为自有产品提供信息支持，帮助客户选择更合适的产品和应用技术；也可以及时准确掌握市场产品技术的新动向，引导产品研发方向，确保公司产品技术始终处于整个行业的前沿。基于多年积累的经验 and 数据，公司通过大量试验探索，在橡胶用酚醛树脂生产的

材料合成、工艺控制方面掌握了多项自主核心技术，提升了传统的酚醛树合成工艺，部分产品达到国际领先水平。

改进工艺，优化产能。公司不断对生产线进行改进，增加产品稳定性，增强市场竞争力。公司旗下的全资子公司彤程化学、华奇化工、常京化学等持续对投料系统、功能树脂造粒设备、包装线等进行改进，提高产品品质，提升客户满意度。

表 5：公司生产工艺持续改进

子公司	改进工艺	具体内容
彤程化学	改进多聚甲醛投料系统	多聚甲醛密闭自动投料系统大幅降低了工人操作成本
	改善树脂外观	减少树脂造粒间产生粉尘，提升客户满意度
华奇化工	新增防结块系统	减少结块，提升产品竞争力
	改造功能树脂造粒设备	形成封闭空间，加装降温除湿设备，降低钢带运行空间的温度及湿度，提升产品品质，减少 VOC 对环境的影响
常京化学	改造包装线	采用自动传输带，增加可升降平台，降低了工人操作强度，提升生产效率；对造粒包装过程中，增加磁棒、磁力格栅对异物进行吸附，提升产品品质，提高产品竞争力。

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

重视绿色环保生产工艺的研发。公司拥有环保相关的产品专利 35 项。公司成功研发出使用多聚甲醛生产功能树脂技术，替代了传统的液醛工艺，使得含酚、含醛工艺废水减少 70%，解决了橡胶用酚醛树脂生产过程中产生难以处理的含酚、含醛污水的问题。该项清洁生产技术作为公司“万吨级轮胎工业用功能树脂产业化关键技术”项目的技术成果之一，获得 2016 年度中国石油和化学工业联合会科技进步一等奖。除此之外，公司强大的研发团队研制出一系列**环保型橡胶助剂的新型产品**：

表 6：公司环保工艺持续改进

子公司	项目	具体内容
彤程化学	修复各装置密封点	修复后 VOC 减排量为 1.4 吨，与 2017 年 VOC 排放量相比减排 13%。
	危废管理	2018 年 12 月份进行了危废堆场的改造工作，增加了泄漏废液收集池，防止废液渗漏地下的环氧地坪等等。
华奇化工	减少固废	投资新上了污泥烘干系统，将原先污泥的含水量从 80-90%降低至 20-30%。
	减少废气	实施 LDAR 项目，对泄漏点及时进行紧固密封，减少挥发性有机物的泄漏挥发；对生产工艺产生的废气实施深冷项目，减少非甲烷总烃的排放；将罐区储罐原先的无组织排放改为通过喷淋塔有组织排放。
	污水处理	增加换热系统，稳定污水处理系统；污水废气改善收集系统，增加冷凝器、雾沫分离器，活性炭吸附系统，减少废气排放。
常京化学	LDAR 项目	对泄漏点及时进行紧固密封，减少挥发性有机物的泄漏挥发。
	真空系统	增加旋风分离器，收集到的废水蒸馏浓缩，减少危废产生。
	污水处理	增加换热系统，稳定污水处理系统的脱氮效果。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 7：公司环保型橡胶助剂新型产品

序号	研发项目	主要成果
1	新一代环保型烷基酚醛树脂的开发	该项目经开发特殊工艺的封端剂，成功地降低了树脂中游离单体的含量，低游离酚树脂中游离烷基酚含量低于 1%。所开发产品更为环保，性能更加优异
2	新一代环保型改性酚醛树脂的开发	该项目经生产工艺优化，新一代环保型改性酚醛树脂具有残余小分子含量低、气味低、颜色浅的特点，与天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶等具有优异的相容性。新一代环保型改性酚醛树脂具有优异的补强性能，在橡胶加工过程中起到塑化作用，降低加工能耗；该树脂网络与橡胶网络相互穿插，从而提高橡胶胶料的模量、硬度、拉伸强度、撕裂强度、耐磨性

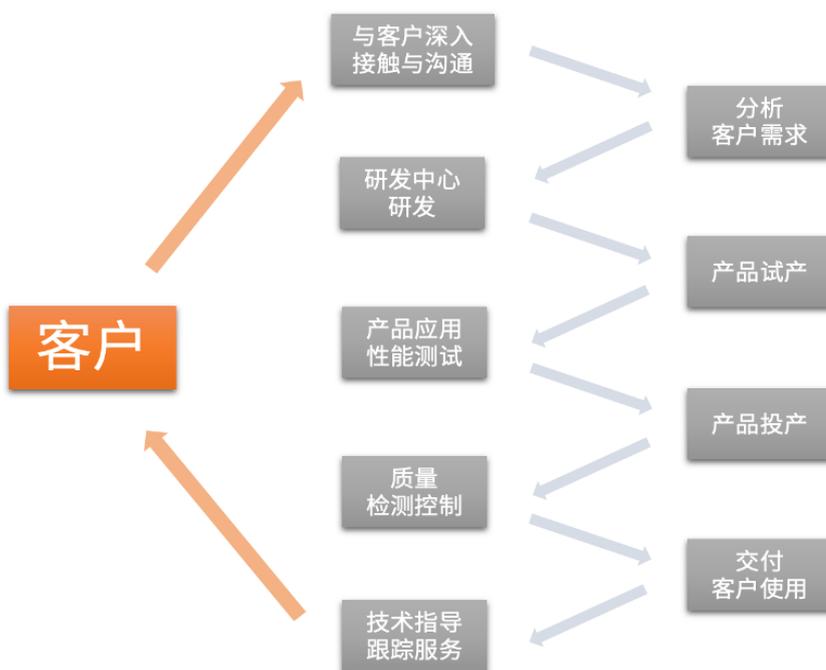
3	新一代环保型低生热粘合树脂	间苯二酚易升华, 对环境和人体健康危害大, 使得间苯二酚在橡胶中作为粘合树脂受到越来越严格的限制, 开发低游离间苯二酚的环保型粘合树脂是必然的趋势。本项目开发了新一代环保型低生热粘合树脂, 不仅具有游离间苯二酚含量极低 (小于 0.1%)、环保的特点, 而且与同类产品相比, 在胶料中使用产生的热量更低
4	多聚甲醛滴加技术	该项目开发了多聚甲醛滴加技术, 应用于公司的增粘系列酚醛树脂、补强系列酚醛树脂, 显著降低了酚醛树脂生产过程中的工艺污水量
5	污水处理技术	该项目开发了酚醛树脂污水处理技术, 污水经过萃取、聚合、高级氧化、水解酸化、好氧生化等, 达到污水合格排放
6	促进剂 M 的清洁合成工艺开发	开发了促进剂 M 清洁生产工艺, 利用溶剂萃取技术提纯促进剂 M, 避免了污水产生

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

2.2、 客户为导向的产品解决方案, 增强客户粘性

坚持以客户需求为导向, 打造“全方位橡胶性能提升服务”流程。在提供高品质产品的同时, 公司以较强的技术研发能力为依托, 提供覆盖产品设计、测试、生产、技术应用指导、售后服务及产品技术改进的全过程服务, 为客户量身定制其所需的产品。特种橡胶助剂的使用对于橡胶胶料的加工性能和橡胶制品的使用性能有着复杂的影响, 特种橡胶助剂生产企业的研发、生产活动只有充分贴近下游客户, 才能够满足客户差异化的需求。为此, 公司坚持以客户需求为导向, 打造“全方位橡胶性能提升服务”流程, 示意如下:

图 11: 全方位橡胶性能提升服务流程



资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

丰富的产品线, “一站式服务” 满足客户的多样化需求。公司自产产品型号达 180 余种, 涵盖增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等多个品类; 公司还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, 如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 的均匀剂及其他加工助剂、道达尔的环保油等。对于轮胎制造企业而言, 如果不同工艺、性能的轮胎使用不同供应商的特种橡胶助剂产品, 将增加采购成本、延长生产时间, 并加大轮胎产品潜在的质量风险。公司凭借丰富的产品线, 能够为客户提供特种橡胶助剂产品一站式服务, 从而增强与客户的合作黏性, 提升公司市场竞争力。

3、橡胶助剂行业稳步增长，公司产能扩张巩固龙头地位

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。橡胶助剂具体分类如下：

表 8：橡胶助剂具体分类

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

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

橡胶助剂产品的上游原料主要是各类石油化工产品；下游市场主要是各类橡胶制品的生产企业，广泛应用于轮胎、胶管、胶带、胶鞋等橡胶制品的生产过程中，其中最主要应用于轮胎制造业。

图 12：橡胶助剂及上下游行业



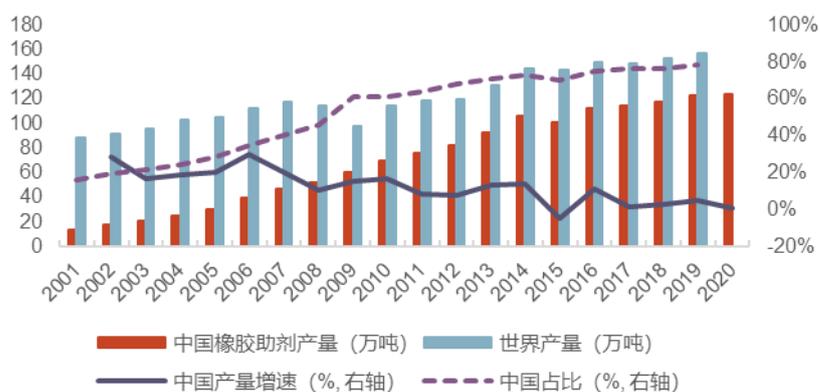
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

3.1、全球橡胶助剂市场稳增，我国为生产第一大国

伴随着国际橡胶工业的发展，尤其是全球轮胎工业的发展，世界橡胶助剂行业迎来了快速发展期。2001 年，世界橡胶助剂产量约为 88 万吨；2019 年世界橡胶助剂产量达到 157 万吨，2001 年至 2019 年年均复合增长率为 3.27%。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。

我国为橡胶助剂生产第一大国。我国橡胶助剂工业创建于 1952 年，历经 60 余年的发展，已经形成了包括各类橡胶助剂的完整工业体系，成为了世界橡胶助剂的生产大国和消费大国。伴随着中国橡胶工业的快速发展，我国橡胶助剂产量也快速攀升。2001 年，我国橡胶助剂产量约为 14 万吨，仅占世界橡胶助剂产量的 15.91%。经过行业的快速发展，我国早已成为世界橡胶助剂生产第一大国。2019 年，我国橡胶助剂产量达到 123 万吨，占世界橡胶助剂产量的 78.34%，2001 年至 2019 年年均复合增长率达到 12.83%。

图 13：2001-2020 年世界及我国橡胶助剂产量



资料来源：橡胶助剂交易网，光大证券研究所整理

橡胶助剂行业仍将稳步增长。根据 2014 年发布的《中国橡胶工业强国发展战略研究》预测，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。因此我国橡胶助剂行业未来仍将保持稳定增长的态势。

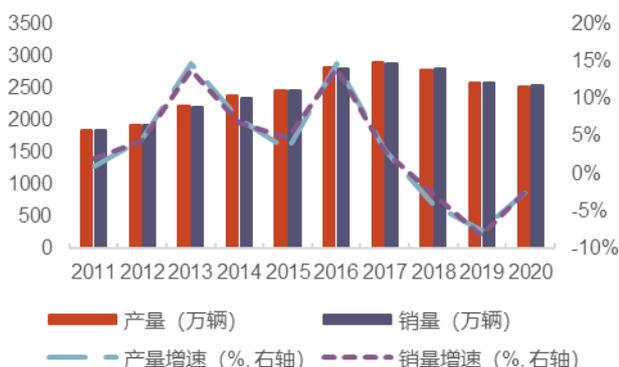
3.2、 轮胎工业迅猛发展，橡胶助剂发展获多重助力

新中国成立以来，我国橡胶助剂市场经历了从无到有，由依赖进口转变为全球橡胶助剂生产大国的过程。橡胶助剂作为改善橡胶制品性能而在橡胶生产过程中添加的化工材料，其发展与橡胶工业，尤其是轮胎制造行业的发展息息相关。

我国轮胎工业发展情况

随着我国经济水平的不断提高，人民生活水平的提高，我国汽车年产量和年销量不断攀升。根据国家统计局和中国汽车工业协会的数据，2020 年我国汽车产量为 2522.50 万辆，汽车销量为 2531.10 万辆。根据公安部统计数据显示，截至 2020 年 12 月 31 日，我国汽车保有量为 2.8 亿辆。随着乘用车消费的人群规模扩大，2009 年我国成为全球汽车消费第一大国。然而从千人汽车保有量上看，中国汽车市场销售与人口比重仍有很大差距。因此，我国对汽车的刚性需求，仍将是未来汽车行业发展的主要推动力。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 3.18 亿条，超过美国的 2.02 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一，2020 年我国轮胎产量为 8.18 亿条。

图 14: 2011-2020 年我国汽车产量和销量情况



资料来源: 前瞻经济学人, 光大证券研究所整理

图 15: 2007-2020 年我国汽车保有量情况



资料来源: 前瞻经济学人, 中国产业信息网, 光大证券研究所整理

图 16: 2005-2020 年我国轮胎产量



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

我国特种橡胶助剂市场发展情况

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 2019 年的 36.90 万吨, 年复合增长率为 11.99%, 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 17: 2003-2019 年中国特种橡胶助剂产量情况 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所整理

3.3、高行业壁垒叠加环保政策趋严，继续利好龙头企业

高行业壁垒构筑企业护城河。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，这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。由于橡胶助剂在改善轮胎橡胶的性能方面起到至关重要的作用，各大轮胎制造商在选择橡胶助剂供应商时非常谨慎，对橡胶助剂质量的认证均建立在详细考察和业务合作的基础上。因此，轮胎制造商与现有橡胶助剂供应商稳定的合作关系成为新进入者的强大壁垒。

橡胶助剂绿色化成为趋势，双重利好龙头企业。一方面，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，而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，提高了行业的资本壁垒。

另一方面，随着全球绿色化、低碳经济的发展以及新环保法的实施，我国橡胶助剂的产品结构面临长期调整，有毒有害原材料的替代、清洁生产工艺技术的推广、污染物的排放标准不断提升将有助于橡胶助剂行业的发展，促进产业结构调整，提升清洁生产工艺技术。《橡胶助剂“十三五”发展计划》曾要求推进橡胶助剂产品结构调整，提出“十三五”末，我国橡胶助剂产品绿色化率达到 95% 以上，重点发展无毒无害、效率较高的品种。随着产品结构调整步伐的加快、产品绿色化率的提升，将会进一步淘汰落后产能，行业集中度进一步提升，有利于龙头企业市场份额的提高。

3.4、募投项目陆续投产，公司产能持续增加

经过多年的发展，公司橡胶助剂产品凭借过硬的质量、良好的客户服务，形成了显著的竞争优势，品牌知名度和市场影响力不断扩大。随着公司不断发展，业务规模持续扩大，公司以酚醛树脂为主的橡胶助剂产品不断获得下游客户的认可，与国内外众多知名轮胎制造企业建立了稳定的合作关系。但受制于现有生产能力，公司产品产量及品类已经不能充分满足客户的需求，产能供应面临压力，公司的橡胶助剂产品已超负荷生产，公司难以进一步抢占市场份额，公司新项目的投资建设和新产品、新工艺的开发也受到限制。公司 2018 年通过公开发行股票方式募集资金，拟使用不超过 6.76 亿元募集资金用于华奇化工年产 20000 吨橡胶助剂和 27000 吨橡胶助剂系列扩建项目、生产设备更新提升项目、企业智能化建设项目以及研发中心升级项目。

表 9：公司首次公开发行募集资金运用方案（万元）

项目名称	项目总投资	计划利用募集资金额
华奇化工年产 20,000 吨橡胶助剂扩建项目	5,500.00	5,500.00
华奇化工年产 27,000 吨橡胶助剂系列扩建项目	23,900.00	20,000.00
生产设备更新提升项目	14,300.00	14,300.00
企业智能化建设项目	12,600.76	12,600.76
研发中心升级项目	16,748.40	15,149.90
合计	73,049.16	67,550.66

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

募投项目投产，新项目规划落地，公司产能持续扩张。2019 年华奇化工年产 20,000 吨橡胶助剂扩建项目投产，新增产能 20,000 吨。2019 年底，华奇化

工年产 27,000 吨橡胶助剂系列扩建项目试生产, 产能逐步释放, 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。此外, 2020 年公司预计投资 19,207.58 万元进行 60,000 吨/年橡胶助剂扩建项目, 项目建设期 2 年, 预计 2021 年中下旬建成投产。本项目建成投产后, 公司橡胶助剂产品的产能将进一步扩大, 提高公司市场占有率。

表 10: 60,000 吨/年橡胶助剂扩建项目新建产能情况

产品名称	产能
辛基酚醛树脂生产装置	39,000t/a
电子级酚醛树脂生产线	5,000t/a
烷基酚生产线	2,000 t/a
间苯二酚母胶粒生产线	3,000t/a
烷基酚醛树脂生产装置	21,000t/a

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 11: 公司及子公司和部分产品产能情况

子公司及主要产品	2017 年	2018 年	2019 年
彤程化学 (上海)	52000	52000	52000
常京化学	8000	8000	8000
华奇化工	25000	45000	72000
酚醛树脂	25000	25000	25000
烷基酚甲醛树脂		7000	7000
均匀剂		5000	5000
脂肪酸锌皂盐		6000	6000
扛湿滑剂		2000	2000
苯酚甲醛改性补强树脂			17000
间苯二酚甲醛树脂			7000
硫化树脂			3000
彤程精细		25000	25000
硫化促进剂 M		20000	20000
硫化促进剂 CM		5000	5000
合计 (吨)	85000	130000	157000

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

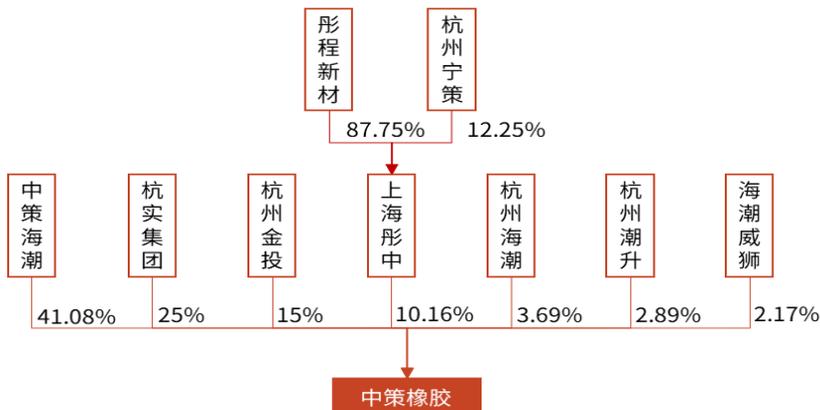
公司利用基础化工原料及其中间体生产增粘树脂, 中间体的质量和供应稳定性对公司橡胶助剂生产至关重要。公司继续保持产业链向上游延伸优势, 增粘树脂生产过程中所需的对叔丁基苯酚 (PTBP)、烯烃等关键中间体供应获得有力保障, 从而在产品质量稳定性及生产成本控制方面具有明显优势。随着国内环保要求的提高, 上述中间体的市场供应量日趋短缺, 公司凭借关键中间体的自主生产能力, 产品成本进一步降低, 产业链延伸优势凸显。

3.5、参股中策橡胶, 协同效应初现

2019 年 6 月, 彤程新材发布重大资产购买暨关联交易报告书, 彤程新材与杭州宁策共同对彤程新材全资子公司上海彤中进行增资, 彤程新材持有上海彤中 87.75% 股权, 杭州宁策持有上海彤中 12.25% 股权。上海彤中以支付现金方式收购中策橡胶 10.1647% 股权, 对应标的公司注册资本人民币 8000 万元。交易完成后, 彤程新材间接持有中策橡胶 8.9195% 权益。本次投资中策橡胶加强了

双方战略合作，提升公司的盈利能力及发展空间，也有助于提高上市公司的持续经营能力。

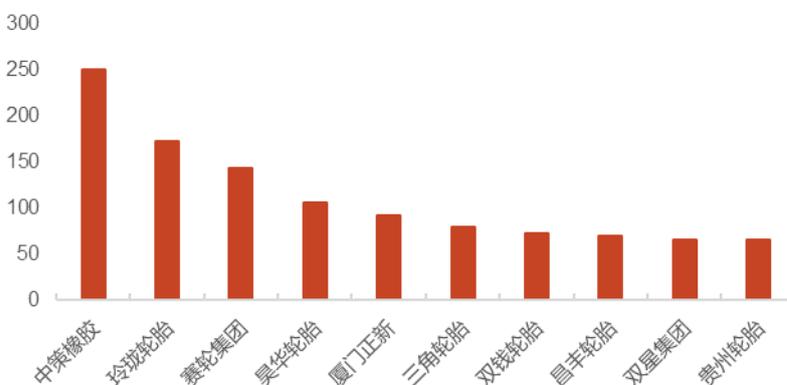
图 18: 参股中策橡胶股权结构图



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

受益于中策橡胶盈利能力，公司投资收益将大幅提升。中策橡胶是中国排名第一、全球排名前十的轮胎企业，根据中国橡胶工业协会发布的 2020 年度中国橡胶工业百强企业名单，中策橡胶位列榜首。中策橡胶于 2012-2020 年连续 9 年的轮胎销售额排列于全球 75 强的前 10 位，受益于中策橡胶的盈利能力，公司投资收益将大幅提升。

图 19: 2019 年中国轮胎企业前十销售收入 (亿元)



资料来源: 《中国橡胶》, 光大证券研究所整理

4、展翼新材料：可降解塑料及光刻胶材料

为进一步提升公司核心竞争力，公司制定了“一体两翼”战略，即在深耕汽车/轮胎用特种材料行业的同时，发展“两翼”，向可降解材料和电子材料领域拓展；并通过加强与终端客户合作的深度和广度，拓展新领域与新客户，不断提升主营业务。

4.1、 引入巴斯夫领先工艺，规划 10 万吨可降解项目

国家政策频出，推动可降解塑料行业发展

塑料产品给人们生活带来了极大的便利，但大量塑料制品使用废弃后，由于不当处置而带来的环境问题，成为了当前全球关注的热点。目前全球每年仅一次性塑料制品就达 1.2 亿吨，只有 10% 被回收利用，另外 12% 被焚烧，超过 70% 被丢弃到土壤、空气和海洋中。

2020 年 1 月，国家发展改革委、生态环境部公布《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 12：禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用时间表

	2020 年底	2022 年底	2025 年底
禁止生产、销售的塑料制品			
	禁止生产和销售厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以医疗废物为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。到 2020 年底，禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品。	禁止销售含塑料微珠的日化产品。	
禁止、限制使用的塑料制品			
不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋。	实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区。	上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋。
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。	县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。
宾馆、酒店一次性塑料用品		全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品，可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务。	实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。
快递塑料包装	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量。		全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。

资料来源：国家发改委，光大证券研究所整理

2020 年 7 月，发改委联合九部门时印发《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，加强执法力度信号显现，一轮需求释放有望到来。《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》是 2020 年 1 月出台的《意见》的升级版，2020 年下半年进入政策落地时期，2020 年下半年开始各地政府集中出台地方政策条例推进可降解塑料渗透率，当前全国多个省份及地区已开始以文件形式逐步落实可降解塑料落地。

表 13：2020 年全国各省、直辖市、自治区可降解塑料相关政策文件

日期	省/市/自治区	相关政策文件	日期	省/市/自治区	相关政策文件
2月10日	海南省	《海南经济特区禁止一次性不可降解塑料制品规定》	8月18日	湖北省	《湖北省进一步加强塑料污染治理的实施方案》
3月1日	河北省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》	8月21日	陕西省	《陕西省进一步加强塑料污染治理实施方案》
4月3日	海南省	《关于开展海南省禁止生产销售使用一次性不可降解塑料制品试点工作的通知》	8月25日	广东省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》
4月17日	青海省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》	8月26日	云南省	《云南省进一步加强塑料污染治理的实施方案》
5月25日	山东省	《山东省进一步加强塑料污染治理实施方案》	8月27日	辽宁省	《辽宁省关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》
5月27日	广西壮族自治区	《广西壮族自治区进一步加强塑料污染治理工作实施方案》	8月27日	甘肃省	《进一步加强塑料污染治理的实施方案》
6月3日	河南省	《加快白色污染治理 促进美丽河南建设行动方案》	8月31日	天津市	《天津市进一步加强塑料污染治理工作实施方案》
6月4日	山西省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》	9月4日	内蒙古自治区	《内蒙古自治区关于加强塑料污染治理工作实施方案》
6月29日	江西省	《江西省加强塑料污染治理的实施方案》	9月8日	福建省	《福建省关于进一步加强塑料污染治理实施方案》
7月1日	新疆维吾尔自治区	《自治区发展改革委 生态环境厅关于进一步加强塑料污染治理工作实施方案》	9月11日	浙江省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》
7月2日	四川省	《四川省进一步加强塑料污染治理实施办法》	9月14日	贵州省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
7月3日	宁夏回族自治区	《宁夏回族自治区关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》	9月17日	重庆市	《重庆市关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》
7月10日	西藏自治区	《西藏自治区关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》	9月28日	上海市	《上海市关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
7月17日	黑龙江省	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	10月20日	安徽省	《安徽省进一步加强塑料污染治理实施方案》
8月14日	吉林省	《吉林省进一步加强塑料污染治理重点工作台帐》	11月19日	湖南省	《湖南省进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月17日	江苏省	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	12月24日	北京市	《北京市塑料污染治理行动计划(2020-2025年)》

资料来源：国家发改委，各省、直辖市、自治区政府网站，光大证券研究所整理

国内可降解塑料市场空间广阔，市场规模及需求加速增长

可降解塑料按照降解机制通常分为光降解塑料、生物降解塑料和光-生物降解塑料，其中生物降解塑料为主流。目前生物可降解塑料根据原料来源可分为生物基和石化基两类。生物基可降解塑料包括聚乳酸(PLA)、聚羟基脂肪酸酯类聚合物(PHAs)、全淀粉基、纤维素等；石化基可降解塑料包括二元酸二元醇共聚酯系列(聚丁二酸丁二醇酯(PBS)、聚己二酸/对苯二甲酸丁二醇(PBAT))、二氧化碳共聚物(PPC)、聚己内酯(PCL)、聚乙醇酸(PGA)等。其中，生物基淀粉降解塑料属于第一代降解塑料，由于不能实现塑料完全降解，目前有逐渐被淘汰的趋势。目前在我国市场上形成工业化规模生产，并占据较大市场份额的主要为PBAT、PBS、PLA等。

表 14：不同可降解塑料产品与典型低密度聚乙烯产品性能指标对比

产品	PCL	PLA	PBS	PBAT	PGA	LDPE
玻璃化温度	低	高	低	低	适中	低
熔点	低	高	适中	适中	高	适中
断裂强度	低	适中	适中	适中	高	适中
断裂伸长率	高	差	适中	高	一般	适中
水汽阻隔性	一般	一般	未知	差	高	高

氧气阻隔性	未知	一般	未知	差	高	差
降解速率	慢	适中	快	适中	超快	不

资料来源:《我国生物可降解塑料市场现状》(陶怡等), 光大证券研究所整理

根据智研咨询数据,截至 2019 年,全球生物降解塑料年产能可为 107.7 万吨,主要包括有 PBAT、PLA 及淀粉基降解塑料,产能占比分别为 24%、25%、38%。2012 年至 2019 年我国生物降解塑料行业市场规模由 25.12 亿元增长到 61.47 亿元,年均复合增长率达到 13.6%。市场需求方面,我国生物降解塑料市场需求量由 2012 年的 22 万吨增长到 2019 年 52 万吨,年均复合增长率也高达 13.1%。伴随着国家政策的逐步推进和有效落地,以及终端消费者环保意识的不断增强,我们预计国内可降解塑料的市场规模及需求增速还将进一步加快。

图 20: 2012-2019 年国内生物降解塑料市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

图 21: 2012-2019 年国内生物降解塑料需求量 (万吨)



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

引入巴斯夫先进技术, 建设 10 万吨可降解塑料项目

2020 年 10 月, 公司发布公告宣布公司将发行可转换债券拟募集不超过 8.0 亿元资金, 用于 10 万吨/年可生物降解材料项目 (一期) 等项目。其中, 10 万吨/年可生物降解材料项目将投资 6.68 亿元 (含 4.81 亿元募集资金), 将在上海化学工业区建设 6 万吨/年 PBAT (Co-PBT) 型可生物降解塑料、0.48 万吨/年 THF 和 0.1 万吨/年 BPE 生产装置, 同时还可兼产 PBS 型可生物降解塑料。

公司的可生物降解材料项目生产技术来自于知名世界化工龙头巴斯夫, 所设计建设的生产装置具有高度的工艺灵活性, 产品物耗与能耗控制处于行业内高水平, 同时基于工艺技术优势, 项目所产可生物降解材料能够满足国内外高端目标客户的使用需求。该项目预计于 2022 年第二季度投产, 出产的原材料将部分交由巴斯夫作为 ecoflex® 产品销售。

ecoflex® 是巴斯夫公司推出的首款化石基生物可降解和可堆肥塑料, 自 1998 年上市已有二十余年, ecoflex® 是很多生物可降解和生物基塑料的重要基础原料, 是生物塑料领域里的先锋产品。该产品经过欧盟标准 EN 13432 以及美国标准 ASTM D6400 认证为可堆肥产品。ecoflex® 是为数不多的成分符合欧洲食品条例以及美国视频法规要求的生物可降解塑料之一, 具有明显的性能优势。ecoflex® 产品作为主要原料, 可用于制成巴斯夫经认证的可堆肥生物基聚合物 ecovio®。ecovio® 含有再生原料, 同样为部分生物基产品。ecovio® 的典型用途为有机垃圾袋、保护膜、果蔬袋, 以及农业地膜和食品包装。该材料将有利于减少塑料垃圾, 通过大量的堆肥将养分返回土壤, 避免土壤中的塑料积聚, 从而形成养分闭环, 实现循环经济。

图 22: 巴斯夫 ecoflex®可降解塑料产品



资料来源: 巴斯夫官网, 光大证券研究所整理

除供应巴斯夫以外, 公司也已招募了相关专职销售人员开发国内市场, 同步与商超领域、外卖包装领域、快递包装领域和农膜领域的渠道商展开合作。国外市场方面已与多家北美知名企业形成合作研发或战略合作关系。公司计划未来将由公司提供技术及生物可降解原料, 由北美知名企业负责开拓美国高端包装材料市场, 主要涉及食品和化妆品等包装行业。

4.2、入主科华, 投产项目, 大举进军光刻胶产业

光刻胶又称光致抗蚀剂, 是一种对光敏感的混合液体。其组成部分包括: 光引发剂 (包括光增感剂、光致产酸剂)、光刻胶树脂、单体、溶剂和其他助剂。光刻胶可以通过光化学反应, 经曝光、显影等光刻工序将所需要的微细图形从光罩 (掩模版) 转移到待加工基片上。光刻胶是微电子技术中微细图形加工的关键材料之一, 广泛应用于电子行业。按应用领域分类, 光刻胶可分为 PCB 光刻胶、显示面板光刻胶、半导体光刻胶等, 其技术壁垒依次增加。

光刻胶行业具有极高的行业壁垒, 因此在全球范围其行业都呈现寡头垄断的局面。光刻胶行业长年被日本和美国专业公司垄断。目前前五大厂商占据了全球光刻胶市场 87% 的份额, 行业集中度高。在半导体材料领域, 光刻胶是集成电路制程技术进步的“燃料”, 是国产代替重要环节, 在中美贸易摩擦不断升级的背景下, 光刻胶国产代替是中国半导体产业发展的迫切需要。国家通过国家集成电路产业投资基金 (大基金) 撬动全社会资源对半导体产业进行投资和扶持。国内光刻胶企业迎来发展的百年机遇, 光刻胶的国产化公关正在全面展开。

表 15: 光刻胶国内市场分类

应用领域	全球市场规模	中国市场规模	下游制造成本占比	国产化率	国内主要公司
PCB	20 亿美元	60 亿人民币	3~5%	50%以上	容大感光、东方材料、北京力拓达、飞凯材料等
显示面板	23 亿美元	60 亿人民币	4%	10%左右	晶瑞股份、永太科技、容大感光、北京科华、飞凯材料、阜阳欣奕华、雅克科技等
半导体	13 亿美元	23 亿人民币	12%	不足 5%	北京科华、晶瑞股份、容大感光等

资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理

彤程入主科华, 加速光刻胶研发及生产

北京科华微电子材料有限公司于 2004 年 8 月由美国 Meng Technology Inc. 出资组建, 是一家产品覆盖 KrF (248 nm)、I 线、G 线、紫外宽谱的光刻胶及

配套试剂的供应商与服务商，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。

图 23：北京科华股权变更历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 2 月 25 日

自北京科华成立以来，共计经历过 18 次股权变更和 2 次增资扩股。彤程新材自 2020 年 6 月开始通过全资子公司彤程电子受让北京科华股权。2021 年 2 月 24 日，彤程新材与舟山宁雨签订了《股权换让协议》，以 4,365 万元受让舟山宁雨持有的北京科华微电子 6.72% 股权。同日，彤程电子与北京科华创始方及 13.97% 股权持有者 Meng Technology Inc. 签订了《一致行动协议》。至此，彤程电子直接持有北京科华 42.26% 的股权，与 Meng Tehcnology Inc. 合计持有 56.23% 的股权。通过一致行动安排，彤程电子能够实际控制北京科华股东会 56.23% 的表决权以及董事会过半的表决权，因此拟将北京科华纳入公司合并报表范围。

表 16：本次交易后北京科华微电子股东名单

股东名称	持股比例
上海彤程电子材料有限公司	42.26%
北京工业发展投资管理有限公司	17.33%
西藏汉普森创业投资管理有限公司	14.30%
美国 Meng Technology Inc.	13.97%
安徽高新同华创业投资基金（有限合伙）	5.00%
北京高盟新材料股份有限公司	3.67%
四川润资集团有限公司	2.00%
遂昌县科技创新创业投资基金合伙企业（有限合伙）	1.47%
合计	100%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

在光刻胶产品方面，北京科华于 2005 年建成百吨级环化橡胶系紫外负性光刻胶和千吨级负性光刻胶配套试剂生产线；2009 年 5 月，建成 I 线/G 线正性光刻胶生产线（500 吨/年）和正性光刻胶配套试剂生产线（1000 吨/年）；2012 年，科华建成 KrF（248 nm）光刻胶生产线。北京科华光刻胶产品序列完整，产品应用领域涵盖集成电路（IC）、发光二极管（LED）、分立器件、先进封装、微机电系统（MEMS）等。

在产品研发方面，北京科华研发技术力量雄厚，拥有多名光刻胶专家，具备很强的光刻胶原材料合成、配方及相关基础评价能力；能够持续推出符合客户需求的新产品。北京科华自成立以来，承担了多项国家、北京市级光刻胶重点研发及产业化项目。在最尖端的极紫外（EUV）光刻胶领域，2018 年 5 月，由北

京科华、中科院化学所、中科院理化所联合承担的“02 专项” 立项项目“极紫外光刻胶材料与实验室检测技术研究”通过国家验收。

我们认为，北京科华此前由于自身体量和资金的限制，发展速度受限。此次公司入主科华，将有利于光刻胶及其配套试剂产品的生产研发，凭借科华此前的产品技术积累，在体量扩增及资金到位后将加快自身光刻胶产品，特别是高端半导体光刻胶的研发进展。此外，凭借科华累积多年的下游产业资源，相关半导体材料的下游导入进程或许能够得到明显加快，将有利于公司在半导体材料领域的快速发展和扩张。

光刻胶生产项目落地，预计 2022 年投产

2020 年 12 月 2 日，公司发布公告通过全资子公司彤程电子 5.70 亿元在上海化学工业区建设年产 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶及 2 万吨相关配套试剂项目，总体建设周期为 12 个月，预计于 2022 年具备一定的生产能力，并于 2025 年达产。

这一项目规划符合公司“一体两翼”的发展战略，同时项目的部分相关原料也来自于公司自身的树脂产品。公司在 60000 吨/年的橡胶助剂项目规划中，规划有 5000 吨/年的电子级酚醛树脂产能，电子级酚醛树脂正是常见的正性光刻胶原料之一。公司在布局高端新材料产品的同时，也拓展了自身树脂产品在半导体、平板显示等领域的下游领域，体现了公司产业链布局和多项目规划的协同性。

5、投资建议

公司主营橡胶助剂产品，为国内特种橡胶助剂行业第一。在自身主业的良好基础上，公司提出“一体两翼”发展战略：（1）通过引进德国巴斯夫先进工艺技术，布局 10 万吨/年可生物降解材料项目；（2）通过收购国内光刻胶行业研发领先企业北京科华微电子和规划 1.1 万吨光刻胶项目，大举进军光刻胶行业。

关键假设及盈利预测

1. 自产酚醛树脂：子公司华奇化工 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目部分生产线投入试生产，产能利用率 10%，华奇化工 2 万吨橡胶助剂扩建项目已全部投产，产能利用率为 100%，此外公司还规划有 6 万吨/年橡胶助剂项目。2019 受酚醛树脂价格下降影响，2019 年酚醛树脂营收同比增加仅为 5.89%。虽然 2020 年下游需求受疫情等因素影响有些下滑，但我们预计 2020 年公司橡胶助剂因产量提升营收会小幅增长。2021 年和 2022 年伴随产能释放和下游需求回升，公司自产酚醛树脂业务营收将会较大幅度增长，预计 2020-2022 年公司自产酚醛树脂业务营收增速为 6%，30%，20%。此外，受 2020 年酚醛树脂均价小幅度下滑的影响，公司 2020 年酚醛树脂业务毛利率也会小幅度下滑，但 2021-2022 年公司酚醛树脂业务依靠公司产业链向上游延伸优势及电子级酚醛树脂等高附加值产品的投产，毛利率将明显提升，预计 2020-2022 年公司自产酚醛树脂业务毛利率分别为 36.6%，42.5%，42.5%。

2. 贸易业务：受全球经济及贸易体系的重构的影响，2019 年，公司贸易业务出现较大下滑，我们预计这种趋势在接下来一段时间内仍会持续，但对公司业务的影响逐渐减弱，预计 2020-2022 年公司贸易业务营收增速为 -10%、-5%、-5%，2020-2022 年贸易业务毛利率为 30%、32%、32%。

3. 自产其他产品：近几年公司自产其他产品营收规模保持快速增长，随着公司产业链的向上延伸和产能扩增，自产其他产品增速将进一步增加。我们预计

公司 2020-2021 年公司自产其他产品营收增速为 10%、20%。参考往年毛利率水平并结合公司向上延伸产业链带来的成本优势，预计 2020-2021 年自产其他产品毛利率为 22%、25%。2022 年公司可生物降解材料项目将建成，并预计在 2022 年内生产 2 万吨 PBAT 型可生物降解塑料产品，我们假设 PBAT 型可生物降解塑料售价为 2.5 万元/吨，毛利率约为 35%。将 PBAT 型可生物降解塑料产品暂时归入自产其他产品项目后，我们预计 2022 年公司自产其他产品营收将增加 190.28%，预计毛利率约为 30.87%。

4. 其他业务：公司其他业务占总收入比重不到 1%，对公司营收的影响微乎其微，我们预计 2020-2022 年其他业务收入增长率为 5%、5%、5%，2020-2022 年其他业务毛利率为 22%、22%、22%。

表 17：关键项目预测（百万元）

主营业务情况		2019A	2020E	2021E	2022E
自产酚醛树脂	营收	1572.12	1666.45	2166.38	2599.66
	YOY	5.89%	6.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	37.08%	36.60%	42.50%	42.50%
贸易业务	营收	412.00	370.80	352.26	334.65
	YOY	-16.72%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	32.64%	30.00%	32.00%	32.00%
自产其他产品	营收	222.45	244.69	293.63	852.36
	YOY	14.58%	10.00%	20.00%	190.28%
	毛利率	21.79%	22.00%	25.00%	30.87%
其他业务	营收	1.43	1.50	1.58	1.66
	YOY	6.25%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	营收	2208.00	2283.44	2813.85	3788.32
	YOY	1.52%	3.42%	23.23%	34.63%
	毛利率	34.70%	33.95%	39.35%	38.95%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

考虑到公司主业橡胶助剂的产销量提升以及后续的新增产能规划，叠加 2022 年可生物降解材料项目的正式投产，我们上调了公司 2020-2022 年的盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 4.21/5.48/7.26 亿元，折算 EPS 分别为 0.72/0.94/1.24 元/股，当前股价对应 PE 分别为 53/41/31 倍。我们看好公司“一体两翼”的发展战略，在主业稳步增长的同时，可降解材料和光刻胶两个新材料领域的布局将有望为公司提供可观的增量，因此仍维持公司“买入”评级。

6、风险分析

(1) 项目投产不及预期风险

公司目前有多个项目正在进行过程中，如 10 万吨/年可生物降解材料项目、60000 吨/年橡胶助剂项目等，如相关项目建设进度出现延后、停工等现象将导致相关产品投产进度延后或停滞，将明显影响相关产品进入市场的速度和公司前期制定的市场营销策略。

(2) 下游需求不及预期风险

公司橡胶助剂和可生物降解材料产品与下游需求息息相关。如下游汽车行业产销量出现大幅度下滑，将明显影响公司橡胶助剂产品的需求量；如国家可降解塑料相关政策执行不到位，将使得可降解塑料市场规模增速低于预期，相关需求量预期也将有所下滑。

(3) 技术研发风险

相关产品研发（如光刻胶等）周期具有不确定性，无法明确具体产品研发完成的时间节点，可能由于研发进展不顺利拖累后续产品进入验证、销售阶段的进度。此外，高端光刻胶产品研发需要投入大量的人力资源和资金，也具有一定的不确定性。

(4) 下游客户认证风险

光刻胶、橡胶助剂等产品需要经过下游客户技术验证后才能顺利导入使用，下游客户的验证周期可能会出现延长的问题。此外，为了满足部分客户的定制化需求，还需要对产品本身配方进行调节以满足相关指标。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,175	2,208	2,283	2,814	3,788
营业成本	1,387	1,442	1,508	1,707	2,313
折旧和摊销	47	64	67	76	81
税金及附加	10	8	10	12	16
销售费用	93	98	104	124	169
管理费用	116	133	148	167	232
研发费用	93	90	93	115	154
财务费用	-9	3	34	29	25
投资收益	0	24	0	0	0
营业利润	494	364	522	678	899
利润总额	497	378	526	685	908
所得税	85	58	105	137	182
净利润	412	320	421	548	726
少数股东损益	-1	-10	0	0	0
归属母公司净利润	412	331	421	548	726
EPS(按最新股本计)	0.70	0.56	0.72	0.94	1.24

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	352	419	398	565	740
净利润	412	331	421	548	726
折旧摊销	47	64	67	76	81
净营运资金增加	127	-81	22	231	356
其他	-234	106	-112	-290	-424
投资活动产生现金流	-678	-1,470	-100	-100	-100
净资本支出	-168	-71	-100	-100	-100
长期投资变化	-34	-1,280	0	0	0
其他资产变化	-475	-120	0	0	0
融资活动现金流	770	725	-377	-322	-376
股本变化	59	0	0	0	0
债务净变化	94	711	-150	-82	-77
无息负债变化	87	108	9	83	236
净现金流	465	-320	-79	143	263

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.2%	34.7%	34.0%	39.3%	38.9%
EBITDA 率	24.5%	28.7%	16.7%	27.9%	26.7%
EBIT 率	22.3%	25.7%	13.8%	25.2%	24.5%
税前净利润率	22.8%	17.1%	23.0%	24.3%	24.0%
归母净利润率	19.0%	15.0%	18.4%	19.5%	19.2%
ROA	13.0%	7.8%	10.1%	12.1%	14.2%
ROE (摊薄)	18.1%	14.7%	17.0%	19.5%	22.2%
经营性 ROIC	20.2%	26.7%	12.7%	25.4%	28.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	41%	37%	34%	33%
流动比率	2.76	1.16	1.22	1.43	1.65
速动比率	2.56	1.04	1.11	1.29	1.48
归母权益/有息债务	6.71	2.14	2.75	3.44	4.41
有形资产/有息债务	8.68	3.77	4.42	5.29	6.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,168	4,093	4,180	4,518	5,129
货币资金	1,154	696	617	760	1,023
交易性金融资产	0	116	116	116	116
应收帐款	538	537	556	688	924
应收票据	293	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	26	5	11	14	19
存货	153	197	174	206	287
其他流动资产	8	342	342	342	342
流动资产合计	2,206	1,913	1,844	2,158	2,751
其他权益工具	0	81	81	81	81
长期股权投资	34	1,314	1,314	1,314	1,314
固定资产	387	370	433	444	452
在建工程	125	142	159	172	181
无形资产	205	123	189	180	171
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	133	82	82	82	82
非流动资产合计	962	2,180	2,335	2,360	2,378
总负债	859	1,678	1,537	1,537	1,696
短期借款	339	1,050	900	818	741
应付账款	299	339	333	382	525
应付票据	30	130	136	154	208
预收账款	5	5	5	7	9
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	801	1,651	1,510	1,511	1,670
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	58	26	26	26	26
股东权益	2,309	2,415	2,643	2,981	3,433
股本	586	586	586	586	586
公积金	866	749	791	845	918
未分配利润	796	905	1,091	1,373	1,753
归属母公司权益	2,275	2,250	2,478	2,815	3,267
少数股东权益	34	166	166	166	166

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	4%	5%	4%	4%
管理费用率	5%	6%	6%	6%	6%
财务费用率	0%	0%	1%	1%	1%
研发费用率	4%	4%	4%	4%	4%
所得税率	17%	15%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.34	0.33	0.36	0.47	0.62
每股经营现金流	0.60	0.71	0.68	0.96	1.26
每股净资产	3.88	3.84	4.23	4.80	5.58
每股销售收入	3.71	3.77	3.90	4.80	6.46

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	54	68	53	41	31
PB	9.8	9.9	9.0	7.9	6.8
EV/EBITDA	41	35	58	28	22
股息率	1%	1%	1%	1%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------