

彤程新材 (603650.SH) 大幅扩充酚醛树脂产能, “一体两翼” 坚实推进

2021年04月16日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

吉金 (分析师)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

jjin@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

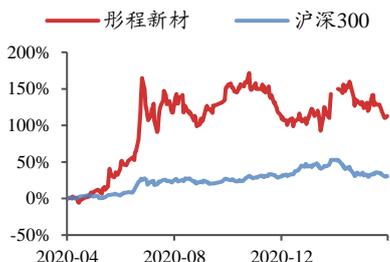
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790521020002

证书编号: S0790120010015

日期	2021/4/15
当前股价(元)	32.09
一年最高最低(元)	41.99/14.20
总市值(亿元)	188.04
流通市值(亿元)	42.17
总股本(亿股)	5.86
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	168.87

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-拟并表科华微电子, 加快高端光刻胶布局》
-2021.2.25

《公司信息更新报告-2020 年业绩预增 15%-28%, 持续看好公司成长潜力》
-2021.1.5

《公司信息更新报告-受让北旭电子 45% 股权, 光刻胶布局步步为营》
-2020.12.23

● 2020 年业绩同比增长 24%, 投资收益大幅增加, 维持 “买入” 评级

公司发布 2020 年年报, 实现营业收入 20.46 亿元, 同比减少 7.34%, 归母净利润 4.10 亿元 (预告区间为 3.80-4.22 亿元), 同比增长 24.17%, 符合预期。2020 年业绩增长主要系下半年轮胎产业复苏带动橡胶助剂生产效益提升, 以及参股中策橡胶带来投资收益大幅增加, 2020 年公司投资收益 1.71 亿元, 同比增长 614%。考虑科华微电子并表, 我们上调 2021、2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 6.20 (+0.50)、8.69 (+1.49)、11.02 亿元, 对应 EPS 分别为 1.06 (+0.09)、1.48 (+0.25)、1.88 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 30.3、21.6、17.1 倍。公司积极推进 “一体两翼” 战略, 加快电子材料、可降解塑料业务布局, 我们持续看好公司中长期成长潜力, 维持 “买入” 评级。

● 市场开拓, 产能扩张, 2021 年酚醛树脂业务将实现可观增长

2020 年公司酚醛树脂、贸易业务、其他产品收入分别为 14.38、4.27、1.78 亿元, 分别同比-8.56%、+3.66%、-20.07%; 毛利率分别为 35.95%、30.21%、21.75%, 较 2019 年分别-1.13、-2.43、-0.04 个百分点。2020Q4 公司酚醛树脂单季度收入 3.88 亿元, 同比减少 6.61%, 环比减少 0.79%; 单季度销量 2.71 万吨, 同比增长 8.6%, 环比增长 2.57%; Q4 均价 1.43 万元/吨, 同比减少 14%, 环比减少 3.28%。2020 年公司新业务开拓顺利, 新认可产品销售额超 1.5 亿元; 完成常京工厂的整体产能转移, 以提高集团整体运营效率。2020 年公司橡胶助剂及 PTBP 总产能 12.2 万吨, 2021 年 1 月收购瀚森镇江工厂 (年产 4 万吨酚醛树脂), 彤程化学在建产能 7.2 万吨预计 2021 年完工, 2021 年酚醛树脂等产销量将进一步增加。

● 公司致力于电子化学品领先企业, 推进生物降解材料标准制定

子公司彤程电子战略收购国内半导体光刻胶龙头科华微电子, 以及显示面板光刻胶龙头北旭电子, 致力于成为电子化学品国产替代的领军企业。公司获得巴斯夫 PBAT 专利授权, 10 万吨生物可降解材料项目一期预计 2022 年投产, 作为中国塑料加工工业协会降解塑料委员会理事会员, 参与制定生物降解材料相关标准。

● **风险提示:** 原材料价格波动、产能建设进度不及预期、可降解材料竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,208	2,046	2,873	3,943	4,997
YOY(%)	1.5	-7.3	40.4	37.3	26.7
归母净利润(百万元)	331	410	620	869	1,102
YOY(%)	-19.8	24.2	50.9	40.2	26.8
毛利率(%)	34.7	33.5	34.3	36.3	36.9
净利率(%)	15.0	20.1	21.6	22.0	22.0
ROE(%)	13.3	16.3	20.1	23.2	23.5
EPS(摊薄/元)	0.56	0.70	1.06	1.48	1.88
P/E(倍)	56.9	45.8	30.3	21.6	17.1
P/B(倍)	8.4	7.7	6.1	4.8	3.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1913	2017	3431	3783	4523
现金	696	621	1854	2177	2121
应收票据及应收账款	537	525	1098	1035	1727
其他应收款	5	22	18	37	33
预付账款	20	18	42	35	66
存货	197	192	304	384	462
其他流动资产	458	639	115	115	115
非流动资产	2180	2567	2909	3299	3610
长期投资	1314	1733	1897	2060	2224
固定资产	370	368	494	654	784
无形资产	123	120	124	129	137
其他非流动资产	372	346	394	456	465
资产总计	4093	4584	6339	7083	8133
流动负债	1651	1836	2882	2598	2319
短期借款	1050	1292	2000	1500	1000
应付票据及应付账款	469	387	725	803	1085
其他流动负债	132	157	157	295	235
非流动负债	26	135	186	226	243
长期借款	0	93	149	187	205
其他非流动负债	26	42	36	39	38
负债合计	1678	1971	3068	2824	2562
少数股东权益	166	166	205	324	534
股本	586	586	586	586	586
资本公积	686	692	692	692	692
留存收益	968	1162	1821	2808	4120
归属母公司股东权益	2250	2447	3067	3935	5037
负债和股东权益	4093	4584	6339	7083	8133

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	419	207	718	1088	622
净利润	320	427	659	987	1312
折旧摊销	67	62	60	83	109
财务费用	3	54	63	29	-20
投资损失	-24	-171	-171	-171	-171
营运资金变动	6	-219	120	168	-593
其他经营现金流	47	55	-13	-7	-14
投资活动现金流	-1470	-323	-222	-292	-235
资本支出	72	113	183	225	148
长期投资	-1412	-390	-164	-164	-164
其他投资现金流	-2810	-601	-203	-231	-251
筹资活动现金流	725	84	737	-473	-443
短期借款	711	242	708	-500	-500
长期借款	0	93	56	37	19
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-140	6	0	0	0
其他筹资现金流	154	-258	-26	-10	38
现金净增加额	-320	-55	1233	323	-56

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2208	2046	2873	3943	4997
营业成本	1442	1360	1886	2511	3153
营业税金及附加	8	8	12	16	20
营业费用	98	93	131	179	227
管理费用	133	130	183	251	318
研发费用	90	83	116	159	202
财务费用	3	54	63	29	-20
资产减值损失	-122	-44	-54	-95	-149
其他收益	8	11	8	9	9
公允价值变动收益	18	9	7	9	11
投资净收益	24	171	171	171	171
资产处置收益	-1	6	1	1	2
营业利润	364	469	724	1083	1438
营业外收入	15	2	2	2	2
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	378	467	722	1081	1436
所得税	58	40	63	94	124
净利润	320	427	659	987	1312
少数股东损益	-10	16	40	118	210
归母净利润	331	410	620	869	1102
EBITDA	488	594	847	1214	1562
EPS(元)	0.56	0.70	1.06	1.48	1.88

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	1.5	-7.3	40.4	37.3	26.7
营业利润(%)	-26.2	28.8	54.3	49.7	32.8
归属于母公司净利润(%)	-19.8	24.2	50.9	40.2	26.8
获利能力					
毛利率(%)	34.7	33.5	34.3	36.3	36.9
净利率(%)	15.0	20.1	21.6	22.0	22.0
ROE(%)	13.3	16.3	20.1	23.2	23.5
ROIC(%)	10.8	12.7	13.7	18.2	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	43.0	48.4	39.9	31.5
净负债比率(%)	14.7	29.5	10.3	-10.1	-15.0
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.5	2.0
速动比率	0.8	0.7	1.1	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	3.9	3.5	3.7	3.6
应付账款周转率	3.6	3.2	3.4	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.70	1.06	1.48	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.35	1.23	1.86	1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.18	5.23	6.72	8.60
估值比率					
P/E	56.9	45.8	30.3	21.6	17.1
P/B	8.4	7.7	6.1	4.8	3.7
EV/EBITDA	39.4	33.0	22.7	15.3	11.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn