

彤程新材 (603650)

21Q1 利润高增长，一体两翼战略持续推进

事件：(1) 公司 2020 年实现营业收入 20.46 亿元，同比下降 7.34%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 24.17%。(2) 21Q1 实现营业收入 5.74 亿元，同比增长 25.72%；归母净利润 1.45 亿元，同比增长 128.85%。

点评：公司 20 年归母净利润实现增长，21Q1 橡胶助剂业务回暖，募投项目顺利结项，产能释放、结构优化。公司持续推进“一体两翼”布局。电子材料方面，外延收购光刻胶龙头北京科华、北旭电子，投资建设光刻胶配套试剂项目，21Q1 电子化学品业务开始提供业绩增量。环保材料领域，获巴斯夫先进技术授权、推进相关标准制定。看好公司持续布局电子化学品、环保材料带来的业绩增量，化学品平台企业逐渐成型。

1. 20 年业绩符合预期，归母净利润实现增长；21Q1 橡胶助剂业务回暖，归母净利润高速增长。

20 年营收稍有下滑，归母净利润实现增长；21Q1 归母净利润大增。公司全年营收 20.46 亿元，同比下降 7.34%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 24.17%。公司业绩总体实现良好增长；21Q1 营收 5.74 亿元，同比增长 25.72%；归母净利润 1.45 亿元，同比增长 128.85%。

参股公司并表业绩良好，助力 2020 年归母净利润成长。(1) 分产品看，20 年自产酚醛树脂受疫情期间价格下跌影响，营收同比下降 8.56%，自产其他产品同比下降 20.07%，而贸易类业务同比增加 3.66%。(2) 公司联营企业中策橡胶盈利能力良好。20 年长期股权投资收益达 1.63 亿元，带动归母净利润增长。(3) IPO 募投项目于 2020 年顺利结项，提升公司橡胶助剂产能，为公司后续生产经营提供有力支撑。

21Q1 特种橡胶助剂业务回暖，带动盈利增长。21Q1 特种橡胶助剂业务回暖，21Q1 实现销量 3.57 万吨、同比增长 32.7%，营收 5.6 亿元、同比增长 22.7%，带动盈利大幅增长，显著受益于轮胎及橡胶助剂产业链复苏。

2. 增持科华微电子，加码布局光刻胶，电子化学品贡献营收新增量。

外延收购北京科华正式并表+投资建设配套试剂项目，电子化学品业务提供业绩增量。(1) 收购北旭电子&科华微电子：公司于 2020 年收购半导体光刻胶领军企业北京科华、面板光刻胶龙头北旭电子，21Q1 对北京科华增资且实现并表。21Q1 电子化学品实现销售 281.6 吨，营收 0.13 亿元。(2) 在进行外延投资的同时强化自身投资布局：公司拟投资 5.70 亿元加码建设年产 1.1 万半导体、平板显示用光刻胶及相关配套试剂项目，预计于 2021 年末建成投产。

3. 携手 BASF，加速环保材料业务布局。

在可降解材料领域，公司携手 BASF，获得先进技术授权，拟在上海化工园区建设总设计产能 10 万吨的 PBAT 原料树脂（一期 6 万吨）项目，产品质量达国际一流水平，预计 2022 年投产。产能消化方面，公司出产的原材料将部分交由巴斯夫作为 ecoflex® 产品销售（为数不多的成分符合欧洲食品条例以及美国食品法规要求的生物可降解塑料之一）；国内方面与外卖（美团）、商超、快递、农膜等领域进行推广与合作。

4. 投资建议：公司持续推进“一体两翼”战略，强化酚醛树脂“一体”，通过内生、外延布局光刻胶等电子化学品+环保材料“两翼”，看好公司逐渐成长为化学材料平台型企业。我们维持 21-22 年盈利预测为 5.4/6.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦影响、原材料价格波动风险、生产安全风险、新建项目达产进度不及预期等

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.62 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	585.99
流通 A 股股本(百万股)	131.42
A 股总市值(百万元)	19,700.90
流通 A 股市值(百万元)	4,418.26
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	49.74
一年内最高/最低(元)	41.99/14.20

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《彤程新材-公司点评:业绩符合预期，看好公司多元发展成长空间》
2021-01-06
- 2 《彤程新材-季报点评:三季报业绩超预期，深耕主业，多元发展》
2020-10-23
- 3 《彤程新材-半年报点评:二季度业绩超预期，持续推进“一体两翼”的战略》
2020-08-17

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,208.00	2,045.89	2,373.23	2,610.55	2,871.61
增长率(%)	1.52	(7.34)	16.00	10.00	10.00
EBITDA(百万元)	755.68	738.52	719.23	828.77	907.76
净利润(百万元)	330.60	410.49	536.80	636.56	695.05
增长率(%)	(19.81)	24.17	30.77	18.58	9.19
EPS(元/股)	0.56	0.70	0.92	1.09	1.19
市盈率(P/E)	59.59	47.99	36.70	30.95	28.34
市净率(P/B)	8.76	8.05	7.27	6.51	5.84
市销率(P/S)	8.92	9.63	8.30	7.55	6.86
EV/EBITDA	13.74	25.36	27.31	23.23	20.92

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	695.72	620.64	237.32	1,357.49	861.48
应收票据及应收账款	537.19	524.63	793.83	680.46	888.68
预付账款	20.03	17.70	36.98	18.38	40.38
存货	197.19	192.15	98.33	280.76	136.24
其他	463.10	661.45	138.80	148.41	142.67
流动资产合计	1,913.23	2,016.58	1,305.26	2,485.49	2,069.46
长期股权投资	1,313.94	1,733.13	1,733.13	1,733.13	1,733.13
固定资产	370.26	367.70	371.47	365.58	368.87
在建工程	144.26	93.02	85.81	81.49	108.89
无形资产	123.32	120.40	113.89	107.38	100.87
其他	228.22	252.89	207.94	226.35	228.40
非流动资产合计	2,180.00	2,567.14	2,512.25	2,513.93	2,540.17
资产总计	4,093.23	4,583.72	4,107.51	5,289.42	4,899.63
短期借款	1,050.02	1,292.49	791.72	1,463.48	788.91
应付票据及应付账款	469.12	386.81	467.56	493.12	579.17
其他	132.16	156.80	97.84	190.35	117.36
流动负债合计	1,651.30	1,836.10	1,357.11	2,146.94	1,485.44
长期借款	0.00	93.28	0.00	79.24	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.44	41.57	42.16	36.72	40.15
非流动负债合计	26.44	134.85	42.16	115.96	40.15
负债合计	1,677.74	1,970.95	1,399.27	2,262.90	1,525.59
少数股东权益	165.55	165.78	0.00	0.00	0.00
股本	585.99	585.99	585.99	585.99	585.99
资本公积	685.90	692.01	692.01	692.01	692.01
留存收益	1,653.54	1,853.85	2,122.25	2,440.53	2,788.05
其他	(675.48)	(684.85)	(692.01)	(692.01)	(692.01)
股东权益合计	2,415.50	2,612.77	2,708.24	3,026.51	3,374.04
负债和股东权益总计	4,093.23	4,583.72	4,107.51	5,289.42	4,899.63

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.20	426.60	536.80	636.56	695.05
折旧摊销	67.35	62.96	59.94	66.73	75.81
财务费用	4.82	61.21	39.68	36.54	30.93
投资损失	(24.01)	(171.37)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
营运资金变动	(442.73)	(431.94)	396.30	34.16	(65.53)
其它	493.14	259.51	0.66	0.00	(0.00)
经营活动现金流	418.78	206.97	853.38	593.98	556.25
资本支出	1,292.04	407.19	49.41	55.44	96.57
长期投资	1,279.53	419.19	0.00	0.00	0.00
其他	(4,041.60)	(1,149.75)	(210.73)	74.56	(16.57)
投资活动现金流	(1,470.03)	(323.37)	(161.33)	130.00	80.00
债权融资	1,050.02	1,386.08	791.72	1,542.71	788.91
股权融资	(159.11)	(51.47)	(46.84)	(36.54)	(30.93)
其他	(165.50)	(1,250.97)	(1,820.26)	(1,110.00)	(1,890.24)
筹资活动现金流	725.41	83.64	(1,075.38)	396.18	(1,132.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(325.84)	(32.76)	(383.32)	1,120.16	(496.00)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,208.00	2,045.89	2,373.23	2,610.55	2,871.61
营业成本	1,441.76	1,360.23	1,537.85	1,657.44	1,823.18
营业税金及附加	8.24	8.20	9.76	10.31	11.55
营业费用	97.85	93.12	113.91	125.31	83.28
管理费用	132.78	130.21	130.53	130.53	157.94
研发费用	89.98	82.71	102.05	104.42	157.94
财务费用	2.73	54.31	39.68	36.54	30.93
资产减值损失	(122.10)	(43.72)	0.50	0.50	(14.24)
公允价值变动收益	18.47	9.46	0.66	0.00	0.00
投资净收益	24.01	171.37	180.00	180.00	180.00
其他	150.13	(288.91)	(361.33)	(360.00)	(360.00)
营业利润	364.15	468.90	619.61	725.51	801.03
营业外收入	14.72	1.54	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.81	3.36	0.50	0.50	0.50
利润总额	378.07	467.08	622.11	728.01	803.53
所得税	57.86	40.48	85.31	91.45	108.48
净利润	320.20	426.60	536.80	636.56	695.05
少数股东损益	(10.40)	16.10	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	330.60	410.49	536.80	636.56	695.05
每股收益（元）	0.56	0.70	0.92	1.09	1.19

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.52%	-7.34%	16.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-26.21%	28.76%	32.14%	17.09%	10.41%
归属于母公司净利润	-19.81%	24.17%	30.77%	18.58%	9.19%
获利能力					
毛利率	34.70%	33.51%	35.20%	36.51%	36.51%
净利率	14.97%	20.06%	22.62%	24.38%	24.20%
ROE	14.69%	16.78%	19.82%	21.03%	20.60%
ROIC	24.14%	19.70%	18.90%	25.15%	27.90%
偿债能力					
资产负债率	40.99%	43.00%	34.07%	42.78%	31.14%
净负债率	14.67%	29.30%	20.47%	6.12%	-2.15%
流动比率	1.16	1.10	1.18	1.29	1.59
速动比率	1.04	0.99	1.10	1.16	1.50
营运能力					
应收账款周转率	3.23	3.85	3.60	3.54	3.66
存货周转率	12.61	10.51	16.34	13.77	13.77
总资产周转率	0.61	0.47	0.55	0.56	0.56
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.70	0.92	1.09	1.19
每股经营现金流	0.71	0.35	1.46	1.01	0.95
每股净资产	3.84	4.18	4.62	5.16	5.76
估值比率					
市盈率	59.59	47.99	36.70	30.95	28.34
市净率	8.76	8.05	7.27	6.51	5.84
EV/EBITDA	13.74	25.36	27.31	23.23	20.92
EV/EBIT	15.01	27.60	29.79	25.27	22.83

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