

## 基础化工

2022年07月27日

## 阳谷华泰 (300121)

——国内橡胶助剂领先企业，盈利能力底部回升，新型助剂等在研新品驱动未来成长

报告原因：有新的信息需要补充

## 买入 (维持)

## 投资要点：

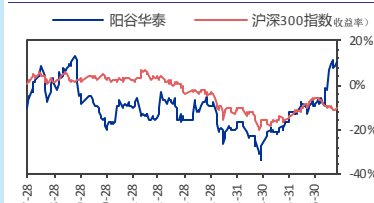
市场数据：2022年07月26日

收盘价(元)	13.12
一年内最高/最低(元)	13.88/7.89
市净率	2.4
息率(分红/股价)	0.76
流通A股市值(百万)	4724
上证指数/深证成指	3277.44/12408.56
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：2022年03月31日

每股净资产(元)	5.48
资产负债率%	27.75
总股本/流通A股(百万)	375/360
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《阳谷华泰(300121)点评：Q2业绩超预期，新型助剂等在研新品驱动未来成长》2022/07/12

《阳谷华泰(300121)点评：22Q1业绩超预期，看好不溶硫及新型助剂驱动未来成长》2022/03/21

## 证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 联系人

赵文琪  
(8621)23297818×转  
zhaowq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **国内橡胶助剂龙头企业，产品全面布局，防焦剂市占率超65%，贡献主要利润。**公司作为以防焦剂、促进剂、不溶性硫磺为核心产品的综合性橡胶助剂供应商，在全球范围内具有较强的竞争力。**防焦剂份额领先，连续法不溶硫和促进剂环保工艺领先。**公司防焦剂占据国内总产量的65.6%，保持领先优势；此外，公司目前是继美国伊士曼、日本四国化工株式会社之后第三家掌握连续法不溶性硫磺产业化技术的公司，产品竞争力已得到市场充分认可。**随着原材料及运价持续回落，盈利能力有望底部回升。**21Q4开始苯胺、苯酐等原材料价格迅速攀升，防焦剂由于竞争格局较好，价格传导顺利，盈利能力明显上行，促进剂、不溶硫等产品由于竞争相对充分，价格传导有所滞后，且2021年公司出口占比约43%，受海运影响，盈利目前处于底部。预计后续随着原材料以及海运等成本压力减小，盈利能力有望底部回升。2021年收入和利润分别为27.05亿元(YoY+39.21%)、2.84亿元(YoY+126%)，2022年上半年预计实现归母净利润2.7-3.0亿元，同比增长49%-66%。

● **中国为橡胶助剂第一大生产国，产量稳步攀升，此外橡胶助剂向绿色制造有序推进，公司车间环保水平国际领先。**2021年橡胶助剂工业总产值295亿元，同比增长32.9%，出口额92亿元，同比增长89.7%；总产量137.03万吨(不包括预分散母胶粒)，同比增长10.61%。根据《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，橡胶助剂“十四五”产量预测目标173万吨，规划目标“橡胶助剂行业发展的速度平均在年5.7%”。伴随着国家新环保法的正式实施，绿色制造成为橡胶助剂产业发展的重中之重。近年来我国橡胶助剂清洁工艺开发有序推进。公司拥有全球先进的“氧气氧化法”促进剂NS生产车间，其清洁环保水平达到国际领先水平。**橡胶助剂在轮胎成本中占比较低，价格敏感度较低，且伴随国产轮胎份额提升，国产助剂有望随之增长。**轮胎营业成本结构中，海外企业原材料成本结构近25%，其中化工助剂整体占比约18%，国内轮胎企业原材料成本占比超过一半，其中化工助剂成本占比约15%。因此整体助剂在轮胎营业成本中占比5%-8%。过去20年间，国产轮胎份额从5.4%提升至18.4%，未来随着国产轮胎产能及份额逐步提升，国产助剂有望随之增长。

● **在研产品丰富，驱动未来成长。**4万吨不溶性硫磺有望在2022年逐步贡献业绩增量，3.5万吨酚醛树脂、1万吨新型粘合剂HMMM等新型助剂项目继续办理前期手续，有望于2023年投产。两项目是未来三年的重要业绩增量。公司还将不断加强新型助剂从小试到产业化的转化，以满足下游轮胎行业对性能提升和配方优化的要求，如6.5万吨硅烷偶联剂等项目争取2022年下半年开工建设，有机过氧化物等助剂产品计划2024年底建成吨级中试生产示范线，新型防老剂计划2023年底建成吨级中试生产示范线，氨基树脂预计2023年年中完成工业化建设，此外，公司开展实验室研究锂电新能源相关添加剂，计划2022年底完成VC、FEC中试试验。我们认为在传统助剂盈利的周期性波动逐渐淡化的情况下，需更多关注公司在新型助剂的成果转化，未来将实现多点开花。

● **盈利预测与投资评级：**维持盈利预测，预计2022-2024年实现归母净利润5.8、6.9、7.8亿元，对应PE约9、7、6倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**下游轮胎需求不及预期；新产品研发不及预期；原材料大幅波动影响盈利水平

## 财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,705	855	3,187	3,790	4,241
同比增长率(%)	39.2	42.2	17.8	18.9	11.9
归母净利润(百万元)	284	114	579	686	782
同比增长率(%)	125.7	28.2	103.9	18.5	14.0
每股收益(元/股)	0.76	0.30	1.54	1.83	2.08
毛利率(%)	22.8	28.7	29.5	29.4	29.7
ROE(%)	14.7	5.5	23.1	21.5	19.7
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司为国内橡胶助剂龙头企业，预计 2022-2024 年实现归母净利润 5.8、6.9、7.8 亿元，对应 PE 约 8、7、6 倍，维持“买入”评级。

### 关键假设点

**销量假设：**1) 预计防焦剂 2022 年销量约 1.7 万吨，2023、2024 年待东营工厂产能释放，销量攀升至 2.1 万吨。2) 促进剂销量假设维持不变，并且公司短期没有新增产能规划。3) 不溶硫方面，间歇法维持 2 万吨产能，连续法预计 2022 年实现 3 万吨产销，2024 年实现 6 万吨产销。

**价格及毛利率假设：**1) 防焦剂目前含税价约 6.5 万元/吨，预计全年均价约 6.3 万元/吨，由于公司防焦剂竞争格局良好，预计 2023 年公司维持当前价格，2024 年有所下滑。预计 2022-2024 年防焦剂毛利率分别为 48%、46%、46%。2) 促进剂价格随原材料波动，由于竞争充分，因此假设促进剂 NS 2022-2024 年毛利率分别为 18%、19%、20%，促进剂 CBS 2022-2024 年毛利率约 16%、17%、18%。3) 连续法和间歇法不溶硫价格分别约 1.2 万元/吨、9500 元/吨。

### 有别于大众的认识

市场认为公司目前主要盈利来自防焦剂，短期处于价格和盈利高位，担心未来业绩持续性。我们认为，公司防焦剂市占率超过 65%，全球领先，竞争格局对公司较为友好，且防焦剂仅在轮胎成本中较低，价格波动对下游敏感度较低，因此我们认为目前的价格和盈利有望维持。此外，由于公司橡胶助剂产品四成以上用于出口，近两年受运费高企影响，出口盈利受到一定抑制，我们认为除防焦剂之外，促进剂和不溶硫后续出口盈利有望底部回升。

市场认为公司橡胶助剂目前布局已经较为全面，担心公司未来长期成长性。我们认为随着国产轮胎份额逐步提升，公司有望占据更多橡胶助剂份额。此外，未来新型助剂以及其他新产品有望给予公司第二成长曲线，如 6.5 万吨硅烷偶联剂、2000 吨 VC、300 吨硫辛酸等产品，有望贡献中长期增量。

### 股价表现的催化剂

新型助剂产能逐步释放，硅烷偶联剂应用于其他领域；锂电池电解液添加剂成功进入下游客户；硫辛酸产能逐步释放

### 核心假设风险

1、原材料大幅波动影响盈利水平；2、新产品研发投产不及预期；3、下游轮胎需求不及预期

## 目录

<b>1. 国内橡胶助剂龙头企业，产品布局全面</b>	<b>6</b>
1.1 橡胶助剂产品全面布局，逐步向新型助剂拓展	6
1.2 业绩近两年快速增长，盈利能力明显回升	7
<b>2. 橡胶助剂像绿色化发展，下游轮胎需求支撑</b>	<b>9</b>
2.1 绿色橡胶助剂前景较好，企业集中度有望提升	9
2.1.1 促进剂：橡胶助剂主流品种之一，国内供需紧平衡	11
2.1.2 不溶性硫磺：需求量稳步提升，公司为国内唯一一家具备连续法工艺的企业	13
2.2 轮胎需求稳步增长，给予助剂需求较强支撑	15
<b>3. 看好公司新型助剂等在研新品驱动未来成长</b>	<b>18</b>
3.1 树脂类产品	18
3.2 硅烷偶联剂	18
3.3 硫辛酸	20
3.4 锂电池电解液添加剂	21
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
4.1 盈利预测	24
4.2 估值与风险提示	25

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司股权结构 .....	6
图 3：公司主要产品及规划产能.....	7
图 4：2021 年公司收入 27 亿元，YoY+39%.....	8
图 5：公司各个业务板块占比.....	8
图 6：公司橡胶助剂产销量稳步提升.....	8
图 7：公司各产品毛利率.....	8
图 8：2021 年公司净利润 2.8 亿元，YoY+126% .....	8
图 9：22Q1 毛利率约 28.7%，净利润率约 13.3% .....	8
图 10：公司所处产业链.....	9
图 11：国内橡胶助剂产量.....	9
图 12：中国为橡胶助剂第一大生产国.....	9
图 13：2021 年橡胶助剂主要品种占比，促进剂和防老剂占比超过 50% .....	10
图 14：公司促进剂产业链.....	11
图 15：部分促进剂市场价格 .....	12
图 16：苯胺市场价格 .....	12
图 17：促进剂 2019 年竞争格局.....	13
图 18：间歇法不溶硫工艺.....	13
图 19：连续法不溶硫工艺.....	13
图 20：液硫市场价.....	14
图 21：中国高性能不溶硫需求量.....	14
图 22：国产轮胎营业成本结构.....	15
图 23：米其林营业成本结构 .....	15
图 24：国内轮胎企业大致原材料成本结构 .....	16
图 25：米其林原材料成本结构.....	16
图 26：全球轮胎销量 .....	16
图 27：全球半钢配套需求量 .....	16
图 28：全球半钢替换需求量 .....	16
图：到 年中国轮胎企业市占率提升.....	

图 30：有机硅产业链 .....	19
图 31：全球硅烷偶联剂各国家产能占比.....	20
图 32：全球硅烷偶联剂消费结构.....	20
图 33：硫辛酸工艺流程 .....	21
图 34：2018-2020 年硫辛酸出口情况.....	21
图 35：硫辛酸出口集中度较高 .....	21
图 36：电解液成本构成 .....	22
图 37：2019 年不同类型锂电池电解液添加剂市场份额 .....	22
图 38：中国锂电池电解液添加剂产量及增速 .....	23
图 39：碳酸亚乙烯酯生产流程 .....	24
表 1：橡胶助剂分类.....	11
表 2：促进剂主要分类及特点 .....	11
表 3：促进剂供需平衡表 .....	12
表 4：2019 年全球不溶硫产能分布.....	15
表 5：公司规划产品及产能.....	18
表 6：橡胶用酚醛树脂主要产品和用途 .....	18
表 7：硫辛酸在保健品种应用以及竞品情况 .....	20
表 8：公司主要产品盈利预测 .....	24
表 9：可比公司估值.....	25

# 1. 国内橡胶助剂龙头企业，产品布局全面

## 1.1 橡胶助剂产品全面布局，逐步向新型助剂拓展

公司为国内橡胶助剂龙头企业，产品布局较为全面。公司作为以防焦剂、促进剂、不溶性硫磺等为核心产品的综合性橡胶助剂供应商，在全球范围内具有较强的竞争力。公司的“多效蒸发+复合生化法”工艺很好地解决了橡胶助剂废水高盐、高 COD 的治理难题。此外，公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心，是国内助剂行业专业的橡胶助剂研发、检测、评价中心，并设有博士后科研工作站，其监测分析室通过了 CNAS 认证，并与国内知名轮胎企业及大学建立合作实验室，共同探索橡胶助剂前沿领域。

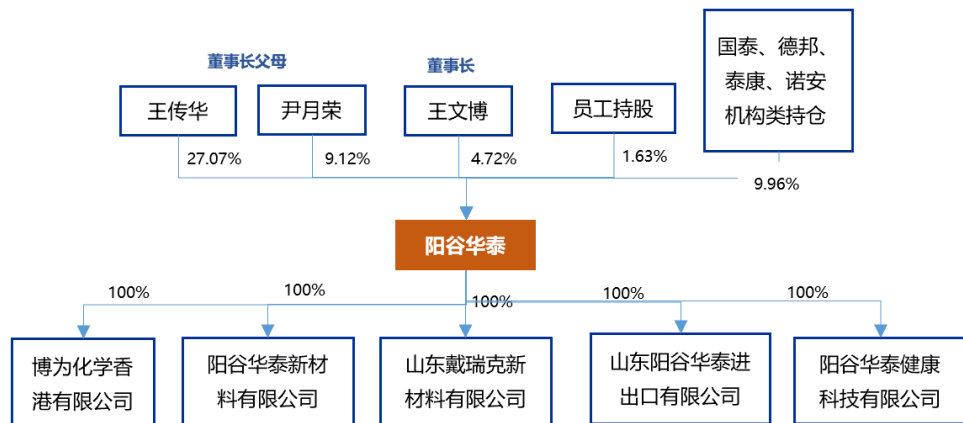
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司股权结构集中度较高，董事长及其家人合计直接持股 40.91%。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年一季度）



资料来源：Wind，申万宏源研究

**公司防焦剂份额领先，连续法不溶硫和促进剂环保工艺领先。**2020年，公司的防焦剂占据国内总产量的65.6%，保持领先优势；此外，公司目前是继美国伊士曼、日本四国化工株式会社之后第三家掌握连续法不溶性硫磺产业化技术的公司，产品竞争力已得到市场充分认可；促进剂方面，公司拥有全球先进的“氧气氧化法”促进剂NS生产车间，其清洁环保水平达到国际领先水平，用于合成促进剂NS的中间体促进剂M采用的“溶剂萃取法”大幅度减少了“三废”排放；在配方型产品领域，为解决轮胎喷霜而研发的新型微晶石蜡代表了细分领域未来发展的方向之一；在胶母粒产品方面，公司采用的“一次法炼胶”工艺处于业内领先地位；在新能源汽车配套轮胎所应用的助剂中，公司已布局硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、高档防护蜡、过氧化物交联剂等品种，并得到良好市场推广。

**图3：公司主要产品及规划产能**

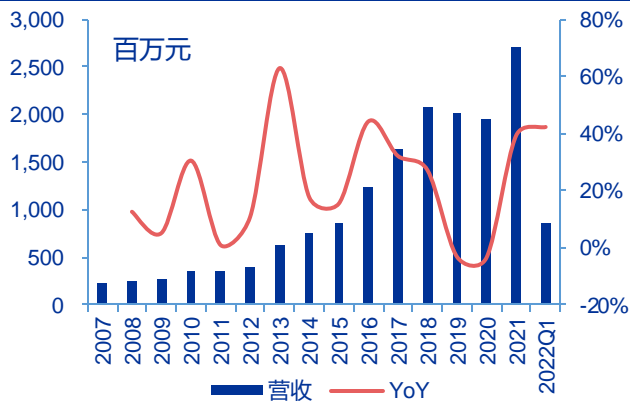
分类		功能	公司对应产品	规划产能（吨）
硫化体系	硫化剂、硫化促进剂、硫化活性剂等	使橡胶发生硫化反应	促进剂NS	20000
			促进剂CBS	20000
			不溶性硫磺	80000
防护体系	防老剂、抗硫化返原剂等	延长橡胶制品的贮存期和使用寿命	微晶石蜡	20000
粘合体系	间甲白体系剂、钴盐类、均三嗪类	促进橡胶与橡胶骨架粘合	酚醛树脂	35000
			HMMM	10000
加工体系	分散剂、均匀剂、脱模剂、防焦剂、润滑剂等	提高橡胶制品质量、改善操作条件	防焦剂CTP	20000
			均匀剂等其他加工助剂	35000
功能体系	偶联剂、着色剂、发泡剂、阻燃剂等	赋予橡胶制品特定功能和性能	硅烷偶联剂	65000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

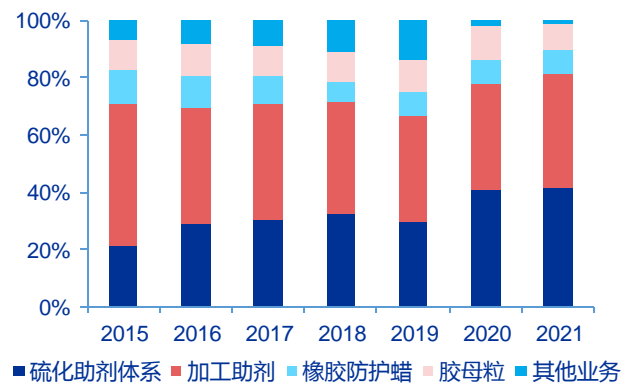
## 1.2 业绩近两年快速增长，盈利能力明显回升

**公司收入随产销量稳步提升，19-20年由于原材料价格处于低位，拉低产品价格，2021年主导产品量价齐升，收入和盈利同比大幅上行。**2018年公司收入到达前高，19、20年收入有所下滑，主要由于2017年下半年至2018年上半年原材料价格明显上行，推高促进剂产品价格，2018年下半年原材料价格下行，2020年疫情影响，下游轮胎开工率降低，影响公司下游需求，因此2019-2020年收入略有下滑。2021年基于2020年疫情影响带来的低基数，产销量及价格同比均有提升，同时2021年下半年原材料价格上涨，防焦剂由于公司具备竞争格局优势，价格传导相对顺畅，促进剂竞争较为激烈，价格传导具备滞后性。

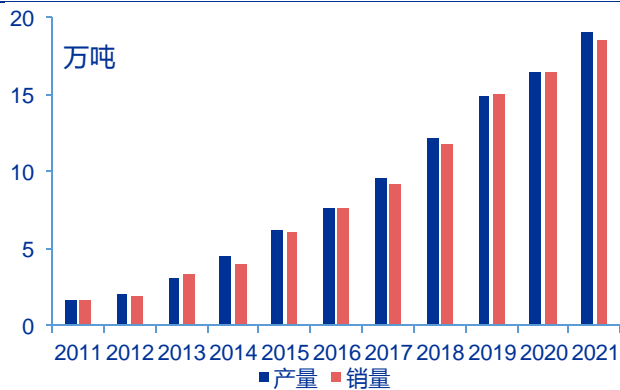
2021年公司实现收入27.05亿元（YoY+39.21%），其中硫化助剂体系和加工助剂体系分别占比42%、39%，2021年公司橡胶助剂产销量分别为19、18.6万吨，同比分别增长15.5%、12.6%。分产品来看，2021年公司主要产品硫化助剂、加工助剂系列产品均价分别同比增长24.7%、32.5%至1.57万元/吨、1.78万元/吨，销量分别同比增长13.5%、13.9%。

**图 4：2021 年公司收入 27 亿元，YoY+39%**


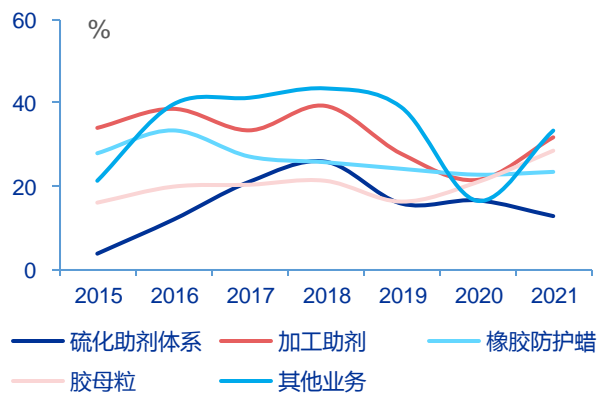
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 5：公司各个业务板块占比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

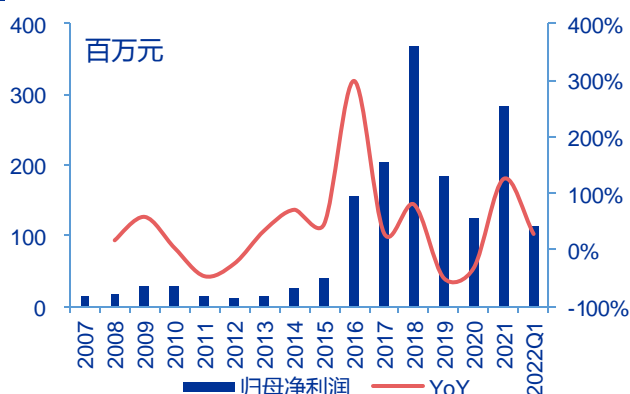
**图 6：公司橡胶助剂产销量稳步提升**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

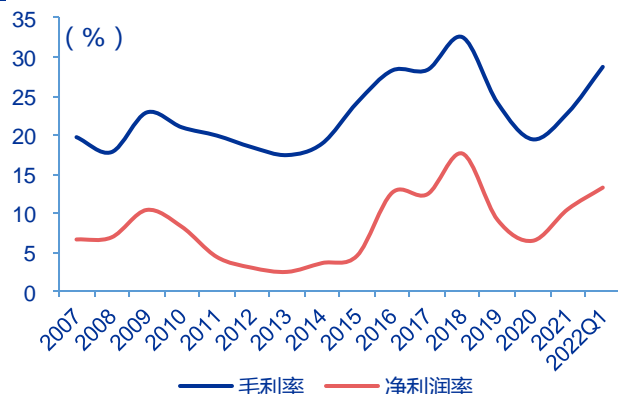
**图 7：公司各产品毛利率**


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司盈利能力经过 2019、2020 两年调整之后，明显回升，主要由于原材料价格驱动，以及防焦剂竞争格局优势凸显。2021 年公司归母净利润约 2.84 亿元 (YoY+126%)，2022 年一季度归母净利润 1.14 亿元，预告 22Q2 归母净利润 1.56-1.86 亿元，主要产品防焦剂价格持续环比提升，促进剂盈利有所改善，不溶硫由于液硫价格二季度有所上行，利润略微承压。我们认为，公司防焦剂竞争格局优势突出，在原材料价格支撑下，价格和盈利有望高位维持。2022 年一季度公司毛利率和净利率分别约 28.7%、13.3%。

**图 8：2021 年公司净利润 2.8 亿元，YoY+126%**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 9：22Q1 毛利率约 28.7%，净利率约 13.3%**


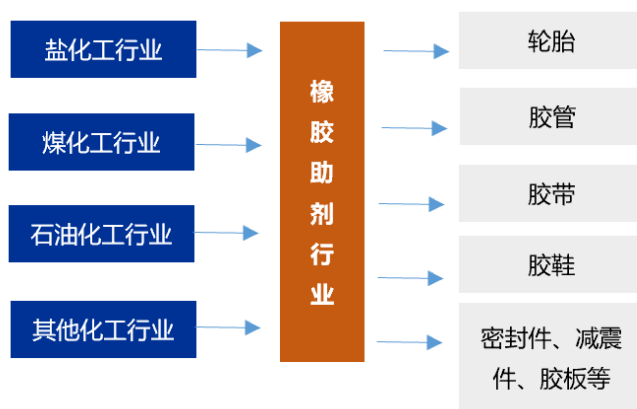
资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 橡胶助剂像绿色化发展，下游轮胎需求支撑

### 2.1 绿色橡胶助剂前景较好，企业集中度有望提升

橡胶助剂产品上游原料主要是各类石油化工产品及相关化学中间体；下游市场主要面向各类橡胶制品生产企业，用于制造轮胎、橡胶软管、橡胶带、橡胶薄片和橡胶鞋底等，特别是轮胎和汽车用橡胶制品需求量最大，根据中国橡胶工业协会数据，国内近 90% 的橡胶助剂应用与汽车相关，其中橡胶助剂产量的 70% 用于轮胎生产。

图 10：公司所处产业链



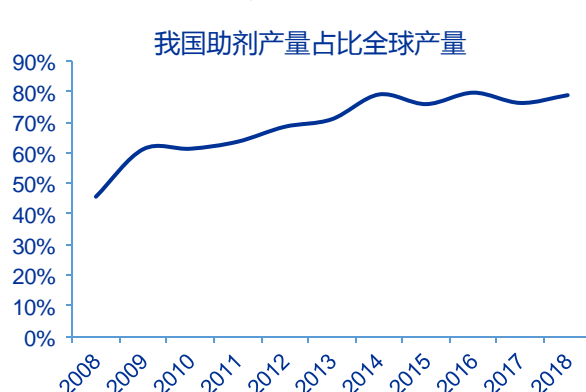
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**中国为橡胶助剂第一生产国，产量稳步提升。**根据中国橡胶工业协会年鉴，截至 2018 年末中国橡胶助剂产量全球占比已超过 75%，稳居全球第一，尤其是防老剂、促进剂等品种基本依赖中国，在全球有较大话语权，国际竞争力显著增强。按照公司公告，2021 年橡胶助剂工业总产值 295 亿元，同比增长 32.9%；销售收入 289 亿元，同比增长 32%；出口额 92 亿元，同比增长 89.7%；总产量 137.03 万吨（不包括预分散母胶粒），同比增长 10.61%；出口量 37.56 万吨，同比增长 29.5%。根据《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，橡胶助剂“十四五”产量预测目标 173 万吨，规划目标“橡胶助剂行业发展的速度平均在年 5.7%”。

图 11：国内橡胶助剂产量



图 12：中国为橡胶助剂第一大生产国



资料来源：公司公告，申万宏源研究

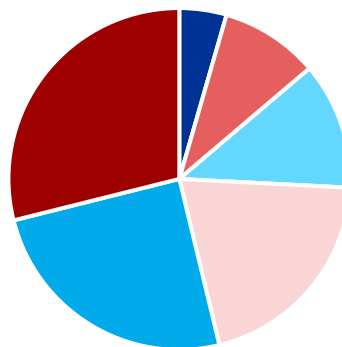
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**我国橡胶助剂结构有望持续调整，绿色制造有序推进，公司促进剂 NS 生产车间清洁环保水平达到国际领先。** 轮胎绿色化浪潮兴起、新环保法实施、发达国家和地区出台多种环保法规等都对我国橡胶助剂绿色化、高性能化和系列化提出更高的要求，也促进了橡胶助剂行业的组织机构变革和产业结构深入调整。进入 21 世纪以来，我国橡胶助剂尤其是防老剂的快速发展源于绿色环保。伴随着国家新环保法的正式实施，绿色制造成为橡胶助剂产业发展的重中之重。近年来我国橡胶助剂清洁工艺开发有序推进。阳谷华泰拥有全球先进的“氧气氧化法”促进剂 NS 生产车间，其清洁环保水平达到国际领先水平，用于合成促进剂 NS 的中间体促进剂 M 采用的“溶剂萃取法”大幅度减少了“三废”排放；此外，为了进一步提高废水处理装置的处理能力和处理效果，公司自主开发了“多效蒸发+生化”处理组合工艺，将生产过程产生的高盐废水进行多效蒸发，实现了无机盐和废水的分离，采用复合生化法，提高了废水的可生化性，解决了橡胶助剂废水难以生化处理的难题，该项技术开发获得了国家科技支撑计划的支持。该技术的开发成功，有效解决了橡胶助剂废水的治理难题，该技术已经在橡胶助剂行业逐步进行推广应用。

**我国橡胶助剂企业向规模化和集约化发展。** 2021 年橡胶助剂工业总产值 20 亿元以上有 5 家，10 亿元以上的企业有 2 家，5 亿元以上的企业有 8 家，整体中国橡胶助剂行业市场集中度将持续提高，行业将进一步向大规模助剂生产厂商聚拢。一些产品品种落后、环保问题严重等企业有望被淘汰出局或兼并重组，行业集中度将进一步提升。未来橡胶助剂行业有望向高端绿色化发展。

**从橡胶助剂的品类来看，促进剂和防老剂合计占比超过 50%。** 防护体系助剂和硫化体系助剂是橡胶助剂的骨干种类，防老剂和促进剂分别是这二者的代表性品种，合计产量占橡胶助剂总产量比重在 50%以上。

**图 13：2021 年橡胶助剂主要品种占比，促进剂和防老剂占比超过 50%**



■ 预分散胶母粒 ■ 特种功能性助剂 ■ 硫化剂及过氧化物 ■ 加工助剂 ■ 促进剂 ■ 防老剂

资料来源：中国橡胶工业协会，申万宏源研究

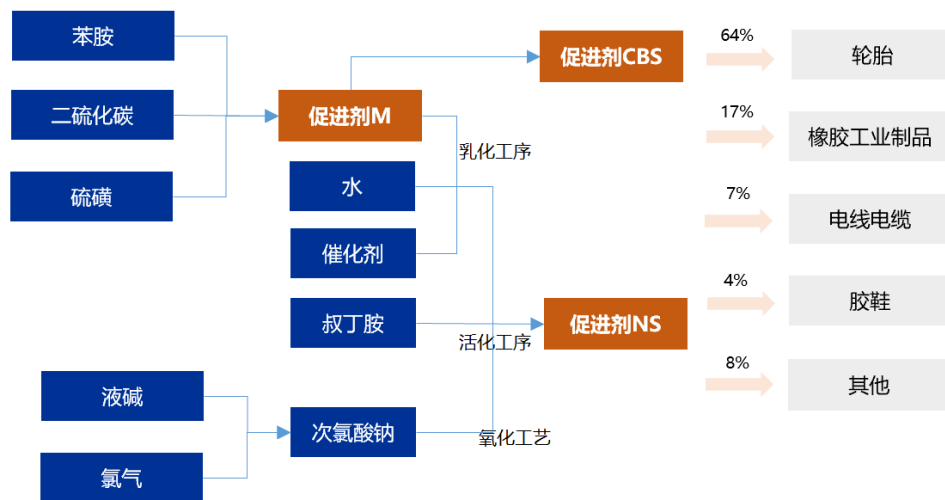
**表 1：橡胶助剂分类**

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：彤程新材招股书，申万宏源研究

### 2.1.1 促进剂：橡胶助剂主流品种之一，国内供需紧平衡

促进剂作为橡胶助剂中的主流品种之一，在橡胶硫化时用以加快硫化速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，同时还可以改善硫化胶的物理机械性能。促进剂按照化学结构分类，分为 5 种以上，公司主要促进剂 M（中间体）、NS、CBS（CZ）等分别属于噻唑类、次磺酰胺类、次磺酰胺类。

**图 14：公司促进剂产业链**


资料来源：华经情报网，申万宏源研究

**表 2：促进剂主要分类及特点**

促进剂主要类别	代表产品	特点
噻唑类	M、DM、MZ	在橡胶硫化加工过程中，不会产生有致癌性的亚硝胺类产物，所以运用广泛，但是这类促进剂也有其缺点，主要是容易引起过敏反应。
次磺酰胺类	TBBS、CZ、DZ、NOBS、NS	此类助剂主要由孟山都公司开发，因为硫化速度快、不存在亚硝胺致癌问题使用广泛。目前已经成为全球主导的橡胶促进剂品种之一，其总的消费量约占全球促进剂消费量的 35% 以上。
秋兰姆类	TMTD、TMTM、	TMTD 类促进剂因为其良好的促进效果和低廉的价格优势，至今仍然有应用，但

促进剂主要类别	代表产品	特点
	TETD、DPTT	由于被证明在其作为促进剂的橡胶制品在使用过程中会产生具有强致癌兴亚硝胺，因此有逐渐被更环保的锌、镍等络合盐硫化促进剂所取代的趋势。
二硫代氨基甲酸盐类	ZBEC、ZDC、BZ、PZ	此类产品因为耐焦烧性能好、操作安全，在使用过程中之中不易产生带有致癌性质亚硝胺类物质，运用广泛。
黄原酸盐类	DIP、ZIX	此类促进剂由于其促进速度很快而主要用于室温胶乳的硫化，与秋兰姆类的硫化剂相比，还具有不产生致癌物亚硝胺等优势。不过此类促进剂气味很重，对环境有污染，并且有毒。

资料来源：搜狐，申万宏源研究

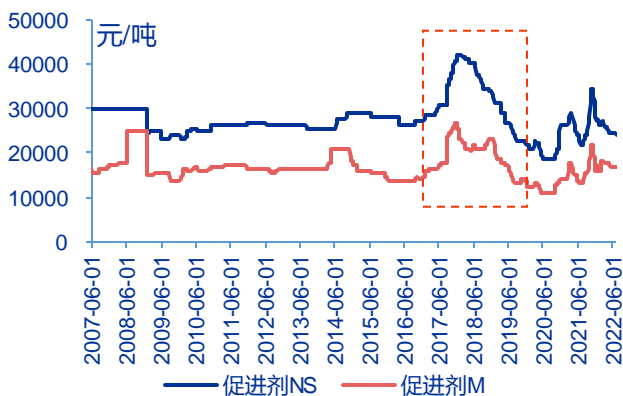
促进剂目前处于供需紧平衡状态，国内促进剂出口为主，2021年出口需求占比产量约68%。依据卓创数据，2021年国内促进剂产量约43万吨，表观需求量约15.8万吨，实际年度消费量约15.9万吨。2019年供应相对充足主要由于下游需求相对疲软，以及出口量有所下滑，使得实际消费量低于表观消费量。促进剂价格方面，主要原材料苯胺在2017年下半年至2018年上半年价格明显提升，抬升主要促进剂产品价格。

表3：促进剂供需平衡表

(万吨)	2017	2018	2019	2020	2021
促进剂产量	40.0	37.2	39.5	37.0	43.0
促进剂进口量	2.2	2.2	1.9	1.9	2.0
促进剂出口量	24.6	24.7	24.3	24.3	29.2
促进剂表观需求量	17.6	14.7	17.1	14.6	15.8
促进剂年度消费量	17.8	14.5	15.5	14.7	15.9

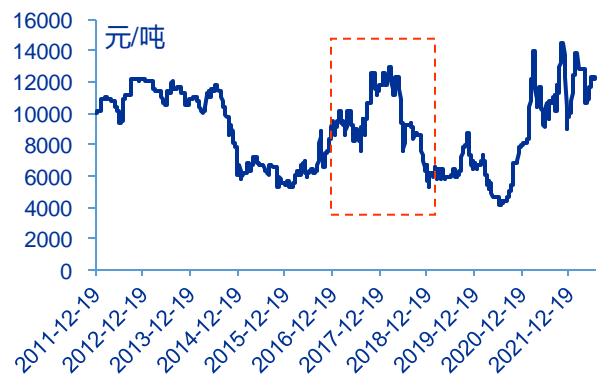
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图15：部分促进剂市场价格



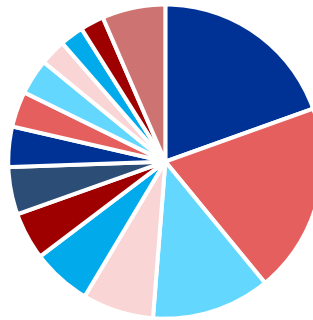
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图16：苯胺市场价格



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：促进剂 2019 年竞争格局



- 尚舜化工
- 天津科迈
- 阳谷华泰
- 凯利化工
- 蔚林化工
- 郑州双力
- 山东北岳
- 天成化工
- 天津茂丰
- 邹平开元
- 鹤壁恒瑞
- 鹤壁联昊
- 河南开仑
- 其他

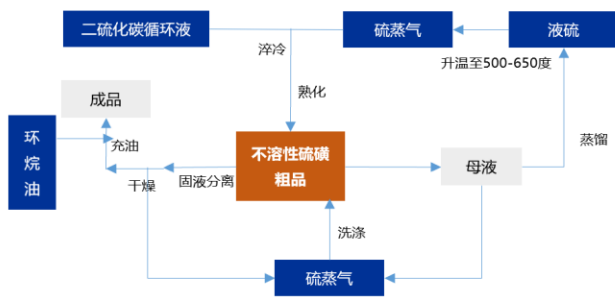
资料来源：华经情报网，申万宏源研究

### 2.1.2 不溶性硫磺：需求量稳步提升，公司为国内唯一一家具备连续法工艺的企业

不溶性硫磺主要用于子午线轮胎的生产，也可用于电缆、胶辊、油封、胶鞋等橡胶制品。随着人们对高性能汽车需求的提升，子午胎取代普通斜交胎成为趋势，汽车用子午胎的需求量也与日俱增。不溶性硫磺具有不溶于橡胶的特点，因此在胶料中不易产生早期硫化和喷硫现象，无损于胶料的黏着性，从而可剔除涂浆工艺，节省汽油，清洁环境。在硫化温度下，不溶性硫磺转变为通常的硫磺以发挥它对橡胶的硫化作用。

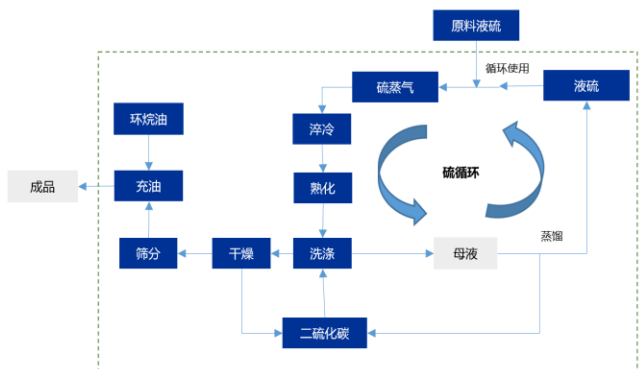
不溶性硫磺主要有连续法与间歇法两种制备工艺，连续法是目前世界上最先进、产品质量最好的生产工艺，具有设备运行成本低，碳循环效率高，硫磺消耗低，污染小，且产品质量更加稳定等优点。阳谷华泰已实现连续法不溶性硫磺生产工艺的突破，**目前为国内唯一一家具有连续法不溶性硫磺生产技术的企业。**

图 18：间歇法不溶硫工艺



资料来源：公司公告，申万宏源研究

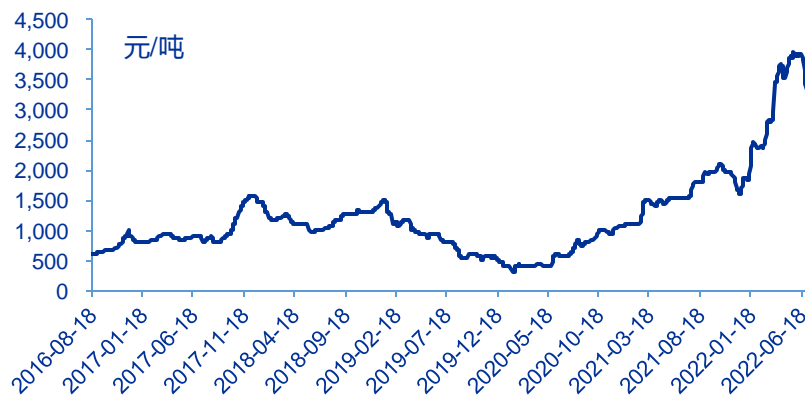
图 19：连续法不溶硫工艺



资料来源：公司公告，申万宏源研究

液硫价格自 2022 年以来快速攀升，近 1 个月内随油价震荡下行动，有所下滑。从公司成本来看，连续法对液硫单耗约为 1，间歇工艺对液硫单耗为 2，以及副产 1 吨费硫磺，其他原材料如二硫化碳、环烷油等。整体成本中，液硫的材料价格能占比 44%，其他成本包括设备折旧、能耗、工资等。依据 Wind 数据，液硫二季度价格上涨近 1500 元，使得间歇工艺材料成本接近产品价格，盈利处于底部，连续法工艺盈利好于间歇法。

图 20：液硫市场价

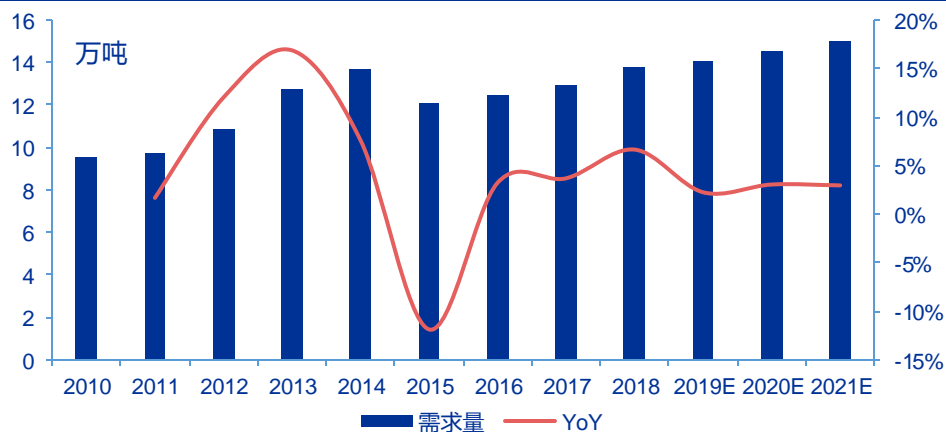


资料来源：Wind，申万宏源研究

高品质不溶性硫磺是高性能轮胎生产中的重要原料，可避免或减少胶料表面喷霜，加快胶料硫化速度，减小硫磺实际用量，提高轮胎硫化均匀性，使轮胎钢丝帘线与橡胶粘合更牢固，改善轮胎的耐热性能和耐久性能。其消耗量约为子午线轮胎耗胶的 3%-4%，2018 年中国高性能不溶性硫磺需求量为 13.8 万吨，预计 2021 年中国高性能不溶性硫磺需求量将增长至 14.97 万吨。

与间歇法不溶性硫磺相比，连续法不溶性硫磺工艺的淬冷、熟化、洗涤、干燥在不同设备中连续完成，保证批次稳定性；产品无需粉碎，能够保持良好的分散性；硫磺利用率高，安全环保；工艺路线装备自动化程度高。

图 21：中国高性能不溶硫需求量



资料来源：华经情报网，申万宏源研究

公司为国内不溶硫领先企业。2019 年整体海内外产能合计约 44 万吨，其中海外企业产能约 26.8 万吨，以美国福莱克斯 20 万吨/年的产能为主，采用连续溶剂法制备。国内目前不溶性硫磺产能在 17.5 万吨左右，主要生产厂家为阳谷华泰、尚舜化工、圣奥化学、中信华诚等，阳谷华泰已突破连续法不溶性硫磺的生产工艺，目前为国内唯一一家具有连续法生产技术的企业，阳谷华泰规划至 2023 年实现 8 万吨不溶硫产能，其中 6 万吨连续法工艺，2 万吨间歇法工艺。

表 4：2019 年全球不溶硫产能分布

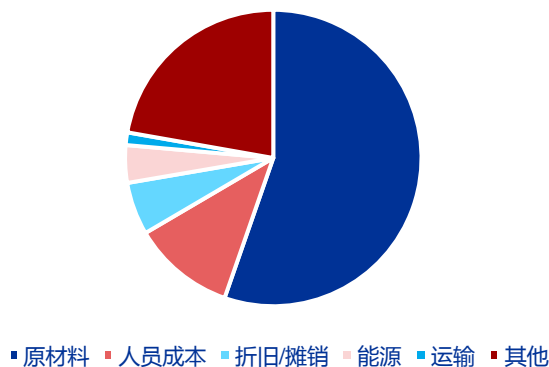
(万吨)	在产企业	所处国家/地区	2019 年产能 (万吨)
海外公司	福莱克斯	美国	20.0
	四国化成	日本	4.0
	三新化工	日本	0.5
	东方碳	印度	2.3
	合计		26.8
国内公司	阳谷华泰	华东	4.0 (目前规划 8 万吨)
	尚舜化工	华东	3.5
	中信华诚	西南	3.0
	圣奥化学	华东	1.5
	无锡华盛	华东	1.5
	开仑化工	华中	1.0
	红星发展	西南	1.0
	固瑞特	华东	1.0
	嘉鸿化工	华北	1.0
	合计		17.5
海内外总计			44.3

资料来源：华经情报局，申万宏源研究

## 2.2 轮胎需求稳步增长，给予助剂需求较强支撑

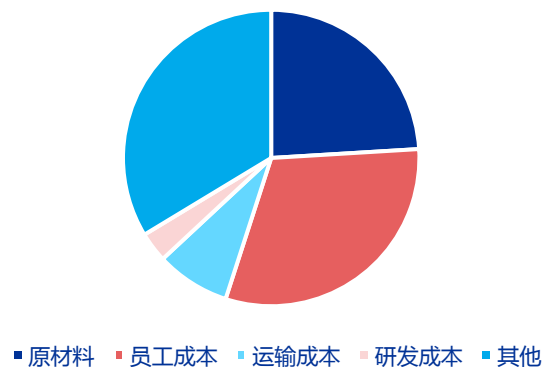
橡胶助剂在轮胎成本中占比较低，价格敏感度较低。轮胎营业成本结构中，海外企业原材料成本结构近 25%，其中化工助剂整体占比约 18%，国内轮胎企业原材料成本占比超过一半，其中化工助剂成本占比约 15%。因此整体助剂在轮胎营业成本中占比 5%-8%。

图 22：国产轮胎营业成本结构



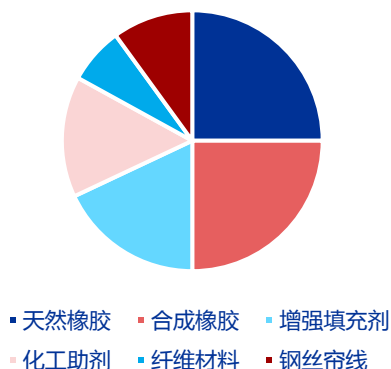
资料来源：轮胎企业公司公告，申万宏源研究

图 23：米其林营业成本结构



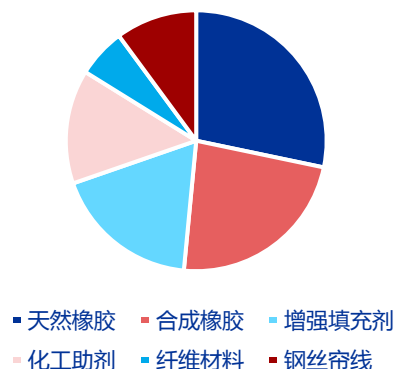
资料来源：米其林官网，申万宏源研究

图 24：国内轮胎企业大致原材料成本结构



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

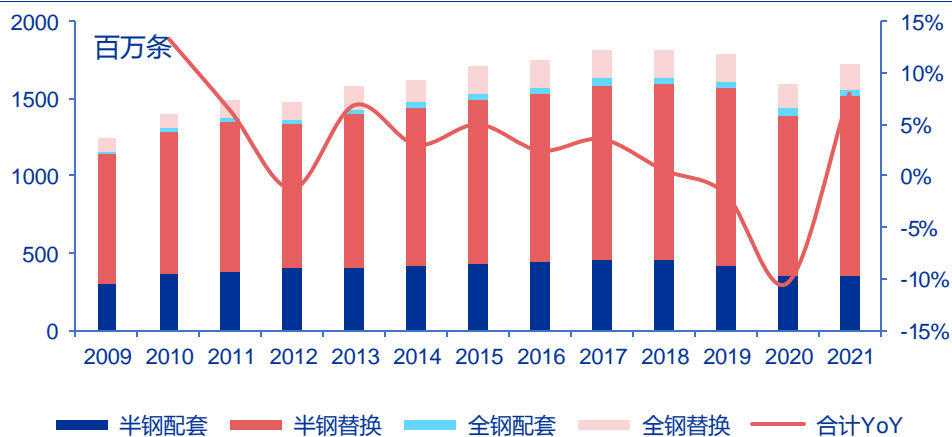
图 25：米其林原材料成本结构



资料来源：米其林官网，申万宏源研究

从下游需求销量来看，全球轮胎销量近年来维持 18 亿条左右，欧美市场占据主要需求市场，轮胎需求稳步提升支撑上游助剂等材料需求逐步增长。配套和替换的比例约为 1:3，2017 年至 2021 年全球配套和替换的销量比从 1:2.6 提升至 1:3.1，因此可以看到替换市场有望成为未来轮胎销量增长的主力市场。替换市场随着汽车保有量的增长有望稳步提升，从而给予助剂等上游材料一定需求支撑。

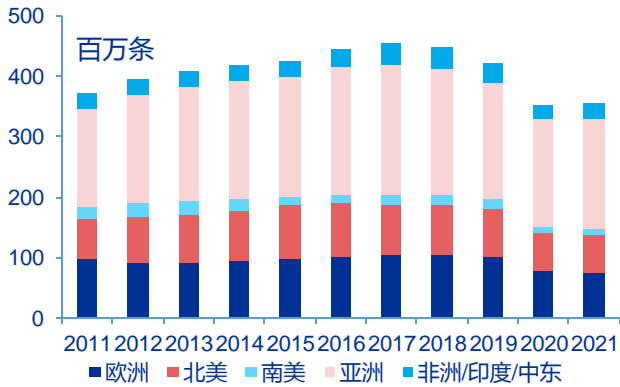
图 26：全球轮胎销量



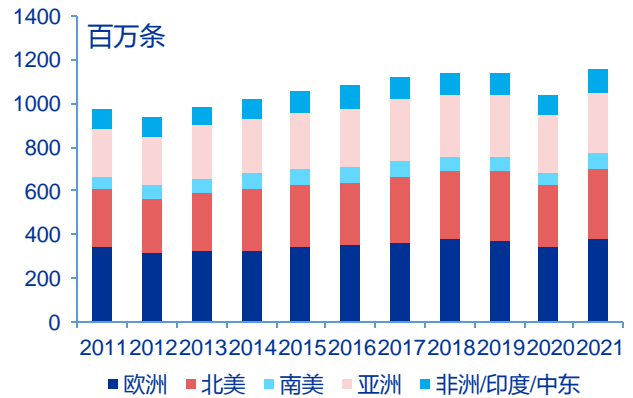
资料来源：米其林官网，申万宏源研究

图 27：全球半钢配套需求量

图 28：全球半钢替换需求量



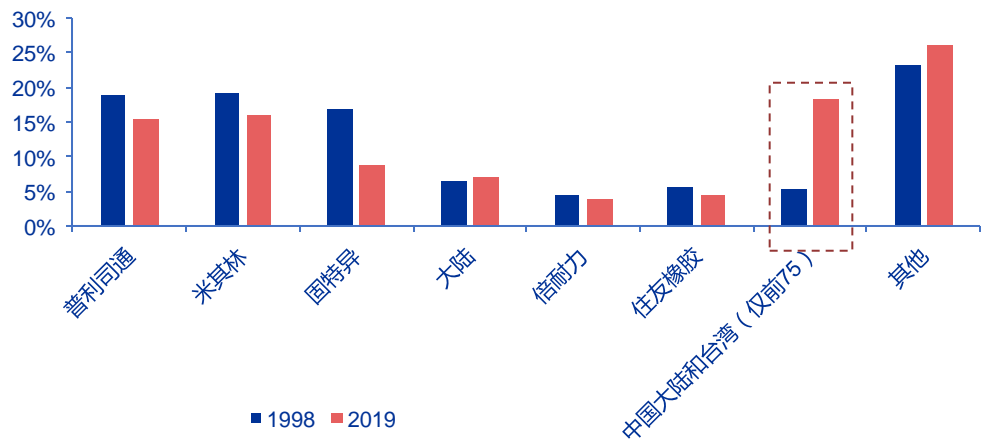
资料来源：米其林官网，申万宏源研究



资料来源：米其林官网，申万宏源研究

**国产轮胎份额提升，国产助剂有望随之增长。**全球轮胎行业分为四个梯队，第一梯队为轮胎行业前三大（米其林、普利司通、固特异），第二梯队以马牌、倍耐力、韩泰、正新等品牌为代表，国产品牌中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎属于第三梯队，其余为第四梯队。第一梯队市场占比从 1998 年 54.9% 下降到 2019 年 40.1%，而第三梯队从 1998 年 5.4% 提升到 2019 年 18.4%。

中国轮胎行业预计约有 6% 左右增速，给中国轮胎企业带来较大增长空间。通过大致测算，按照目前中国汽车保有量 3.0 亿辆、产量 2000 万辆来看，带来目前超 5 亿条轮胎市场，保守假设增量来自 2000 万辆汽车产量转换成的汽车保有量，则对应 3000 万条轮胎，则增速约 6%。

**图 29：1998 到 2019 年中国轮胎企业市占率提升**


资料来源：Tire Business，申万宏源研究

### 3. 看好公司新型助剂等在研新品驱动未来成长

表 5：公司规划产品及产能

产品	应用	规划产能（吨）	预计投产时间	与目前产品关联
酚醛树脂	轮胎，橡胶改性剂	35000	2023 年	助剂行业横向延伸
HMMM	轮胎以及其他涂料添加剂	15000	2023 年	
有机过氧化物	塑料、树脂及涂料领域	15000	2024 年	
硅烷偶联剂	轮胎、光伏等	65000	2023 年下半年	
硫辛酸	食品添加剂，抗氧化性	300	2023 年上半年	部分原材料相通
锂电池电解液添加剂（VC、FEC）	新能源助剂	2000	2023 年上半年	部分工艺相通

资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 3.1 树脂类产品

橡胶用酚醛树脂是特种橡胶助剂中最主要的产品，包括增粘树脂、补强树脂和粘合树脂。增粘树脂能够提高橡胶材料粘性，主要是用作橡胶改性剂。补强树脂能在橡胶结构中形成与橡胶网络结构相互作用的三维网络结构，从而达到补强效果。粘合树脂用于橡胶和骨架材料（钢丝帘线、聚酯帘线等）粘合促进剂，与亚甲基给予体（如 HMMM，HMT 等）在硫化温度下反应生成网状结构，可以提高硫化胶的交联密度，从而提高橡胶的物理性能，以提高橡胶与帘线的粘合强度。

表 6：橡胶用酚醛树脂主要产品和用途

产品系列	主要产品	用途	
橡胶用酚醛树脂	增粘树脂	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脚镣，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、胶片、电线电缆等，也可以用于橡塑制品，胶粘剂等
		PTOP 增粘树脂	具有有意的增粘性能，可用于任何需要高粘度链接的复合橡胶制品，尤其是合成橡胶
	补强树脂	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
		非改性苯酚-甲醛树脂	
粘合树脂	间苯二酚甲醛树脂	广泛应用于天然胶、合成胶、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：彤程新材招股书，申万宏源研究

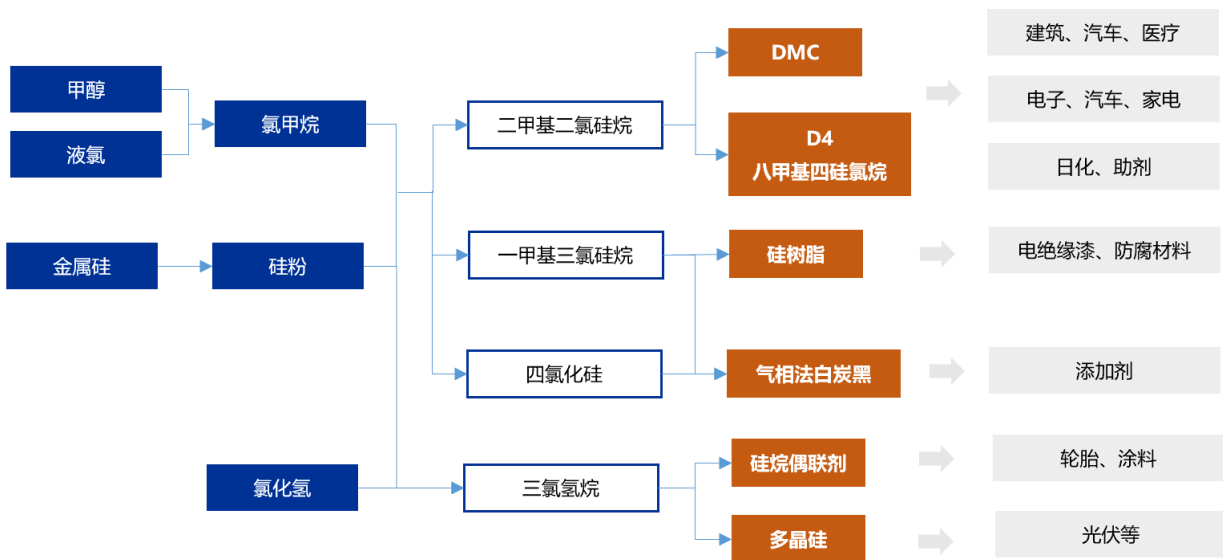
#### 3.2 硅烷偶联剂

硅烷偶联剂最早是作为玻璃纤维增强塑料的玻纤处理剂而开发的。由于硅烷偶联剂改善了玻纤与树脂之间的粘合，从而显著提高了增强塑料的机械性能。随着复合材料的迅速发展，硅烷偶联剂无论在品种或产量的发展速度也很快。近年来，利用硅烷偶联剂对一些材料引入特定功能性基团，可以改进材料的表面性质，获得防静电、防霉、防臭、防凝血

和生理惰性，成为硅烷偶联剂新用途的开端。正是由于许多重要应用领域的开发，硅烷偶联剂成为有机硅的一个重要分支。绿色轮胎是指应用新材质和设计促使滚动阻力变小、耐磨性变高、油耗降低、废气排放减少的子午线轮胎，而**含硫硅烷偶联剂是保障绿色轮胎特性的核心原材料**。

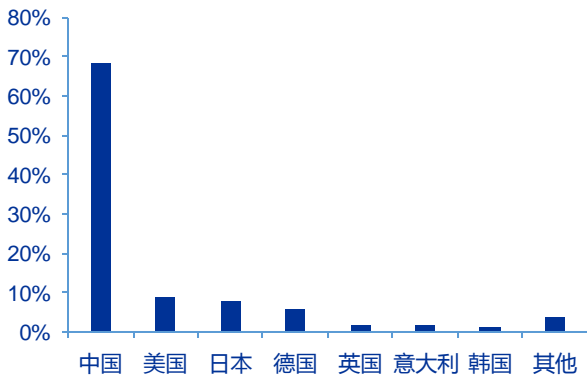
**目前橡胶轮胎工业中使用最多的表面改性剂多为含硫硅烷偶联剂。**由于白炭黑表面有大量的硅醇基，使得白炭黑呈亲水性，导致其具有较强的极性，与非极性的橡胶基体之间的相容性较差，粒子间易形成聚集体，在动态载荷下，聚集效应会引起橡胶复合材料的内耗增大，从而影响材料的动态力学性能，增加能源消耗和橡胶交联密度降低等，从而影响对复合材料的补强性。为减少填料白炭黑的表面羟基数，提高白炭黑的疏水性，只有用含硫硅烷偶联剂对白炭黑进行表面改性，含硫硅烷偶联剂中的烷氧基与白炭黑表面的硅羟基发生反应，使白炭黑由亲水性变为疏水性，同时在硫化过程中硅烷偶联剂的硫与橡胶基质的活性基团化学键接形成“桥梁”稳定连接橡胶基体与白炭黑，形成牢固的网络结构，应用这种结构可显著降低轮胎的滚动阻力，增强轮胎耐磨性能并能够保持良好的抗湿滑性能。

图 30：有机硅产业链

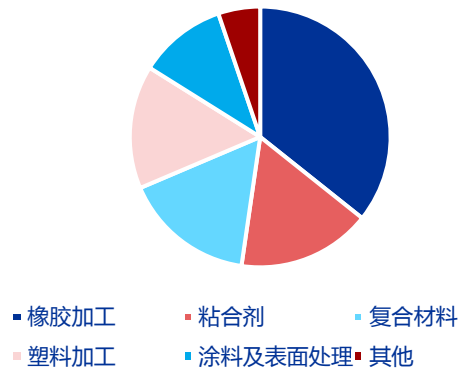


资料来源：华经情报网，申万宏源研究

**中国为主要硅烷偶联剂生产企业，下游主要用于橡胶加工。**2019 年，全球硅烷偶联剂产能达到 59.6 万吨。其中中国以世界总产能的 68.4% 位居第一。其次是美国、日本和德国，产能分别占比 8.9%、7.8% 和 6.1%，另外还有英国、意大利、韩国，分别占比 2.0%、1.9%、1.1%。在硅烷偶联剂的消费结构中，主要用于橡胶加工、粘合剂、复合材料、塑料加工领域。

**图 31：全球硅烷偶联剂各国家产能占比**


资料来源：华经情报网，申万宏源研究

**图 32：全球硅烷偶联剂消费结构**


资料来源：华经情报网，申万宏源研究

### 3.3 硫辛酸

硫辛酸是一种兼具水溶性和脂溶性的抗氧化剂，具有比维生素 C、维生素 E 更强的抗氧化性。硫辛酸广泛应用于医药领域和保健品领域：

在医药领域，硫辛酸被广泛的应用于预防和辅助治疗糖尿病及其相关并发症。硫辛酸原研药是德国史达德（STADA）的奥力宝，在德国用于治疗糖尿病性神经病已有数十年历史。目前硫辛酸注射液已成为各大权威指南一致推荐的糖尿病神经病变治疗药物。根据药智数据，2020 年全球硫辛酸制剂市场规模为 3.57 亿美元。

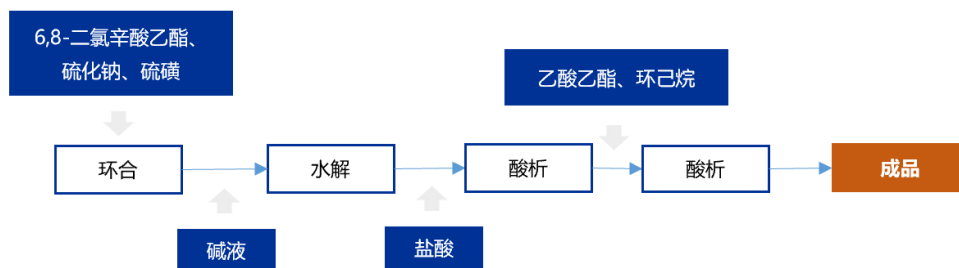
在保健品领域，硫辛酸主要用于清除体内自由基、防止脂质过氧化，以达到预防和辅助治疗一些疾病的目的。同时，由于其美容方面效果确切、安全可靠，在日本等市场硫辛酸也被添加入化妆品中。根据药智数据，2020 年全球含硫辛酸及其衍生物的保健品市场规模约为 3.77 亿美元。

**表 7：硫辛酸在保健品种应用以及竞品情况**

产品名称	主要特点	参考价格	主要性能	主要功能
硫辛酸	兼具水溶性和脂溶性	40 元/公斤以上	能被消化道轻易吸收，可深入到细胞的各个部位起到抗氧化作用	清除自由基，通过参与氧化脱羧反应，而使糖、脂、氨基酸代谢相互协调，并可解除重金属对含巯基酶的毒害，在临床上还有抗脂肪肝和降低血胆固醇的作用
维生素 C	水溶性	20-25 元/公斤	细胞外液抗氧化作用，依靠可逆的脱氢反应来实现抗氧化	作为抗氧化剂保护细胞，排出细胞内的自由基；并参与羟化反应，与体内胶原生成、蛋白质代谢、抗炎抗感染、解毒等作用有关
维生素 E	脂溶性	75-80 元/公斤	对生物膜的结构和功能有较好的保护作用，能迅速捕捉自由基	抗氧化能力较强，可以保护细胞膜，保护人体内不饱和脂肪酸免受自由基的破坏，有抗炎、抗衰老功效以及协助运输氧的功能

资料来源：富士莱招股书，申万宏源研究

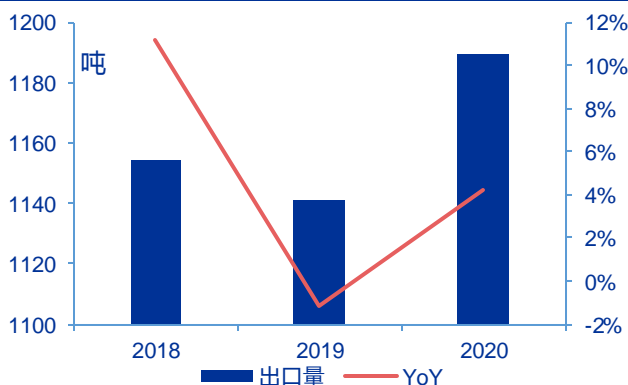
图 33：硫辛酸工艺流程



资料来源：富士莱招股书，申万宏源研究

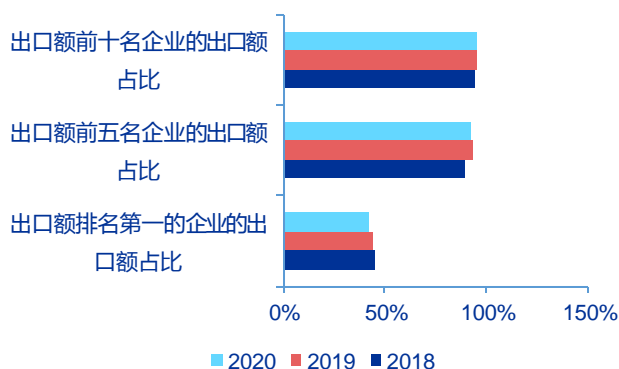
我国是全球最大的硫辛酸生产国和出口国，硫辛酸国内消费量较少，根据中国健康网，硫辛酸类产品出口金额排名前五国家分别为美国、印度、意大利、埃及和韩国，是硫辛酸类产品出口的主要市场。硫辛酸类产品行业集中度较高，2020 年出口额排名第一的企业的出口额占比约 45%。

图 34：2018-2020 年硫辛酸出口情况



资料来源：富士莱招股书，申万宏源研究

图 35：硫辛酸出口集中度较高

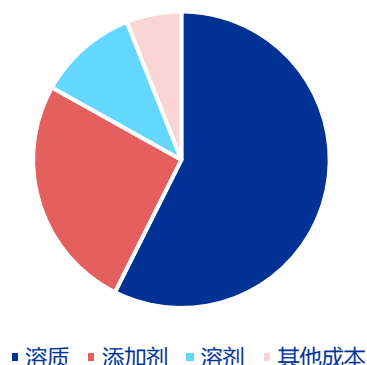


资料来源：富士莱招股书，申万宏源研究

### 3.4 锂电池电解液添加剂

锂电池电解液添加剂种类繁多，在电解液中质量占比小、单位价值高，能够定向优化电解液各类性能，如电导率、阻燃性能、过充保护、倍率性能等，电解液添加剂在电解液成本中占比约 25%。电解液添加剂的使用是一种低成本、高效率提升电池循环寿命与安全性的方法，少量的添加剂就可起到改善效果。根据添加剂的作用原理，可将添加剂分为固体电解质界面膜（SEI 膜）成膜添加剂、阻燃添加剂、高低温添加剂、过充电保护添加剂、控制电解液中水和 HF（氢氟酸）含量的添加剂等。

图 36：电解液成本构成

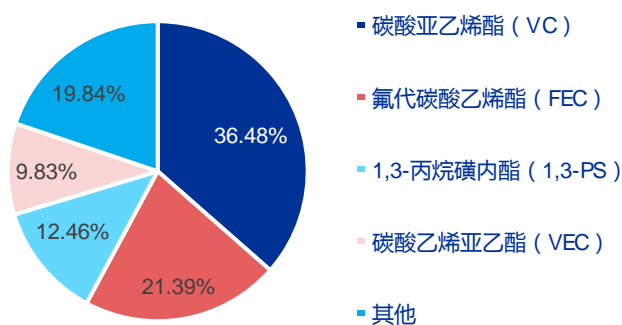


资料来源：未来智库官网，申万宏源研究

目前主流溶质选用六氟磷酸锂；溶剂为 DMC 等

碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）是目前市场中较为主流的添加剂，两者合计占电解液添加剂市场的份额接近 60%。VC 是一种锂离子电池新型有机成膜添加剂与过充电保护添加剂，具有良好的高低温性能及防气胀功能，可以提高电池的容量和循环寿命。VC 作为 SEI 膜成膜添加剂时，在锂离子电池负极表面发生聚合反应，形成一层致密的 SEI 膜，从而阻止电解液在负极表面发生进一步的还原分解。FEC 可作为有机溶剂、有机合成中间体、医药中间体、电子化学品、电解液添加剂使用，其中，锂离子电池电解液添加剂是主要应用市场，FEC 形成 SEI 膜的性能较好，既能形成紧密结构层又不增加阻抗，提高电解液的低温性能。

图 37：2019 年不同类型锂电池电解液添加剂市场份额



资料来源：QYResearch，华盛锂电招股说明书，申万宏源研究

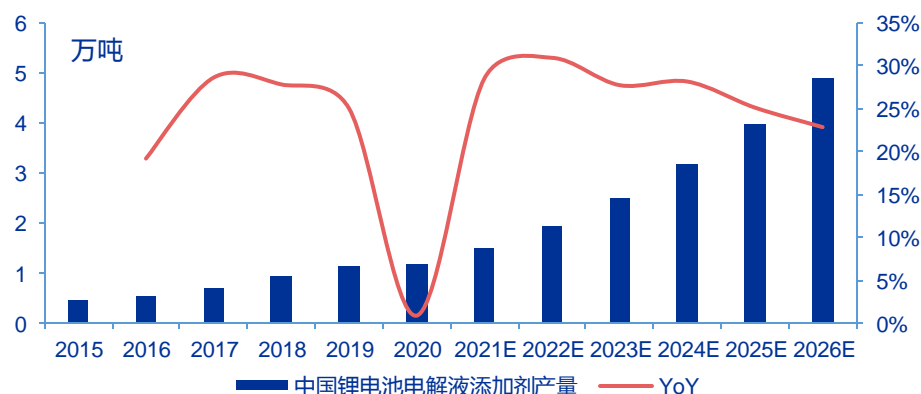
1) 碳酸亚乙烯酯（VC）是一种锂电池电解液核心成膜助剂，是锂电池电解液中的核心添加剂，能够在锂电池初次充放电中在负极表面发生电化学反应形成固体电解质界面膜（SEI 膜）。SEI 膜将电极材料与电解液分割开，允许锂离子在其中进行传输，进入到电极表面，进行嵌入或脱离操作。另一方面 SEI 膜还可以阻止电解液中溶剂分子的通过，从而有效防止了溶剂分子的共嵌入，避免了因溶剂分子共嵌入造成对电极材料的破坏。该膜的电化学性能稳定，能有效抑制溶剂分子嵌入，从而避免引发电极材料溶剂化反应并造成电池循环等性能下降。碳酸亚乙烯酯（VC）产品在上世纪 90 年代被首次应用于锂电池电

解液中，日本三井精化在全球率先建立了电子级碳酸亚乙烯酯生产线。随着 2000 年以来我国锂电池产业的快速发展，对锂电池材料需求也飞速增加。

2) 氟代碳酸乙烯酯 (FEC) 是一种为高倍率动力型锂离子电池用电解液定向开发的核心添加剂，它是实现锂电池高安全性、高倍率的主要保证，能增强电极材料的稳定性。添加了 FEC 的电解液在电池电极表面可以形成有效的 SEI 膜，增加电池锂离子迁移速率，显著提高电池在高倍率下的充放电性能。同时 FEC 在硅碳负极方面因为其形成的 SEI 膜薄且具有韧性和自我修复性，能抑制硅碳负极在充放电情况下负极因锂嵌入体积膨胀造成结构破碎的问题，大幅度提升硅碳负极的使用寿命，促进了硅碳负极的广泛应用。目前添加了 FEC 的锂电池主要用于混合动力及纯电动车领域汽车，将来有望用于太阳能、风能等领域的储能存储，市场前景较为广阔。

由于各国的电池标准不同，下游电池需求厂商对应电池性能的要求不同，导致电解液中的添加剂配比也会不同，**未来整个添加剂在电解液的占比也会逐步提升**。得益于庞大的国内市场、快速增长的经济及人均收入水平，推动锂电池电解液添加剂在国内快速增长，中国电解液添加剂将逐步占领更多的市场份额。2019 年，中国锂电池电解液添加剂产量达到了 1.15 万吨，预计 2026 年将达到 4.90 万吨，2020-2026 年复合增长率达到 27.14%。

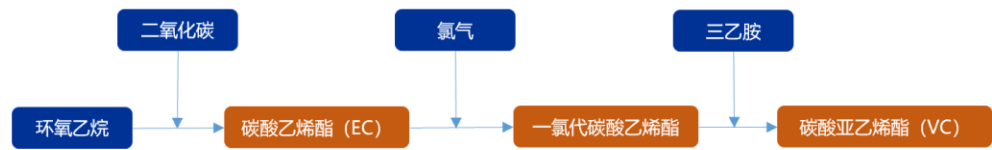
图 38：中国锂电池电解液添加剂产量及增速



资料来源：QYResearch，华盛锂电招股说明书，申万宏源研究

**公司具备含氯工艺生产资质，延伸至锂电池电解液添加剂布局。**碳酸亚乙烯酯 (VC) 是锂电池电解液中重要的添加剂，能够在锂电池初次充放电中在负极表面发生反应形成 SEI 膜，有效抑制溶剂分子嵌入和锂电池的气胀现象，提高电池寿命。VC 的原材料有环氧乙烷、二氧化碳、氯气和三乙胺，生产 VC 需要碳酸乙烯酯 (EC) 氯化生成一氯碳酸乙烯酯 (CIEC)，在环保要求趋严的背景下，公司凭借防焦剂生产中涉及的氯化工艺，得以进行扩展。公司规划 2000 吨产能，预计 2023 年逐步达产。

图 39：碳酸亚乙烯酯生产流程



资料来源：电池联盟，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

**销量假设：**1) 预计防焦剂 2022 年销量约 1.7 万吨，2023、2024 年待东营工厂产能释放，销量攀升至 2.1 万吨。2) 促进剂销量假设维持不变，并且公司短期没有新增产能规划。3) 不溶硫方面，间歇法维持 2 万吨产能，连续法预计 2022 年实现 3 万吨产销，2024 年实现 6 万吨产销。

**价格及毛利率假设：**1) 防焦剂目前含税价约 6.5 万元/吨，预计全年均价约 6.3 万元/吨，保守假设，预计 2023-2024 年公司防焦剂价格分别下滑 10%、5%。预计 2022-2024 年防焦剂毛利率分别为 48%、46%、46%。2) 促进剂价格随原材料波动，由于竞争充分，因此假设促进剂 NS 2022-2024 年毛利率分别为 18%、19%、20%，促进剂 CBS 2022-2024 年毛利率约 16%、17%、18%。3) 连续法和间歇法不溶硫价格分别约 1.2 万元/吨、9500 元/吨。

表 8：公司主要产品盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>加工助剂体系</b>						
收入 (百万元)	733	707	1067	1271	1391	1331
销量 (吨)		52754	60083	61083	65083	65083
单价 (元/吨)		13399	17757	20808	21368	20453
毛利率	27.8%	21.5%	31.8%	43.6%	42.3%	42.1%
收入占比	36.4%	36.4%	39.4%	39.9%	36.7%	31.4%
<b>硫化助剂体系</b>						
收入 (百万元)	851	801	1134	1332	1786	1808
销量 (吨)		63538	72123.89	85000	119000	120000
单价 (元/吨)		12604	15719	15666	15005	15064
毛利率	15.8%	16.6%	12.8%	18.1%	20.9%	23.1%
收入占比	42.2%	41.2%	41.9%	41.8%	47.1%	42.6%
<b>微晶石蜡 (防护体系)</b>						
收入 (百万元)	171	174	236	250	250	250
毛利率	24.2%	22.8%	23.5%	24.0%	25.0%	25.0%
收入占比	8.5%	8.9%	8.7%	7.8%	6.6%	5.9%
<b>胶母粒</b>						

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	229	227	235	300	330	363
毛利率	16.3%	21.0%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	11.4%	11.7%	8.7%	9.4%	8.7%	8.6%
<b>酚醛树脂</b>						
收入 (百万元)						343
毛利率						25.0%
收入占比						8.1%
<b>粘合剂 HMMM</b>						
收入 (百万元)						112
毛利率						30.0%
收入占比						2.6%
其他收入 (百万元)	30.3	34.8	33.9	33.9	33.9	33.9
毛利率	39.0%	16.5%	33.4%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	1.5%	1.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>1943</b>	<b>2705</b>	<b>3187</b>	<b>3790</b>	<b>4241</b>
YoY		-3.5%	39.2%	17.8%	18.9%	11.9%
<b>毛利率</b>	<b>21.3%</b>	<b>19.5%</b>	<b>22.8%</b>	<b>29.5%</b>	<b>29.4%</b>	<b>29.6%</b>
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>184</b>	<b>126</b>	<b>284</b>	<b>579</b>	<b>686</b>	<b>782</b>

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

## 4.2 估值与风险提示

我们选取轮胎上游其他原材料生产企业 确成股份、海利得：1) 确成股份：全球主要的沉淀水合二氧化硅（白炭黑）专业生产企业之一，2021 年产能为 33 万吨，沉淀法二氧化硅主要用于橡胶领域，在轮胎中用于替代炭黑。随着绿色轮胎的兴起，白炭黑需求随之提升，轮胎绿色化率的提升将有效提升高分散二氧化硅的市场需求。2) 海利得：国内涤纶工业丝领先企业，涤纶帘子布产能领先，公司涤纶工业丝产能约 32 万吨，帘子布规划产能约 6 万吨，钢丝帘线占比原材料成本约 10%。

两家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 15、12、10 倍，阳谷华泰对应 2022-2024 年 PE 分别为 9、7、6 倍，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605183.SH	确成股份	80.4	3.00	4.08	5.38	6.26	20	15	13
002206.SZ	海利得	72.5	5.75	7.04	8.35	9.36	10	9	8
							15	12	10
300121.SZ	阳谷华泰	49.2	2.84	5.79	6.86	7.82	9	7	6

资料来源：Wind，申万宏源研究

可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

**风险提示：**

1) 原材料大幅波动影响盈利水平。公司大多原材料价格与油价关联度较高，如果原材料价格大幅波动，对促进剂、间歇法不溶硫产品的盈利能力容易造成影响。

2) 新产品研发推广不及预期。公司在橡胶助剂布局全面的基础上，逐步向其他应用领域的产品布局，如硫辛酸、锂电池电解液添加剂等，若新产品研发及推广不及预期，则对中长期发展增速造成影响。

3) 下游轮胎需求不及预期。公司目前大多产品应用于轮胎，若轮胎受疫情等其他因素影响，需求不及预期，则对上游材料类企业造成一定影响。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,943	2,705	3,187	3,790	4,241
营业收入	1,943	2,705	3,187	3,790	4,241
营业总成本	1,792	2,380	2,533	2,985	3,308
营业成本	1,565	2,087	2,246	2,675	2,981
税金及附加	13	16	19	22	25
销售费用	44	57	61	68	76
管理费用	101	112	124	133	140
研发费用	45	78	84	95	106
财务费用	22	30	0	-7	-19
其他收益	10	15	22	15	15
投资收益	2	3	3	3	3
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	10	0	0	0
信用减值损失	-6	-2	0	0	0
资产减值损失	0	-1	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	158	350	701	832	950
营业外收支	-2	-2	10	10	10
利润总额	156	348	711	842	960
所得税	30	64	132	156	178
净利润	126	284	579	686	782
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	126	284	579	686	782

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	126	284	579	686	782
加：折旧摊销减值	89	118	84	118	138
财务费用	11	20	0	-7	-19
非经营损失	-3	-16	-2	-2	-2
营运资本变动	-53	-260	-47	-201	-126
其它	8	4	0	0	0
经营活动现金流	178	150	613	593	771
资本开支	228	135	420	220	40
其它投资现金流	12	2	3	3	3
投资活动现金流	-217	-133	-418	-218	-38
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	131	34	-105	80	70
支付股利、利息	120	71	0	-7	-19
其它融资现金流	-103	66	0	0	0
融资活动现金流	-92	29	-105	87	89
净现金流	-132	43	91	462	823

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,199	1,414	1,553	2,216	3,166
现金及等价物	174	202	292	755	1,578
应收款项	823	895	1,010	1,203	1,312
存货净额	196	306	238	247	264
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	12	12	12	12
长期投资	40	52	52	52	52
固定资产					

无形资产及其他资产	144	115	115	115	115
资产总计	2,306	2,657	3,131	3,897	4,749
流动负债	632	706	601	681	751
短期借款	220	255	150	230	300
应付款项	402	435	435	435	435
其它流动负债	10	16	16	16	16
非流动负债	18	23	23	23	23
负债合计	650	729	624	704	774
股本	375	375	375	375	375
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	628	670	670	670	670
其他综合收益	0	-1	-1	-1	-1
盈余公积	97	114	149	189	236
未分配利润	550	761	1,306	1,951	2,686
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,656	1,928	2,507	3,193	3,975
负债和股东权益合计	2,306	2,657	3,131	3,897	4,749

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。