

日期: 2016年3月28日

行业: 新三板



朱立民



021-53686160

zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

亚洲最大的白炭黑生产企业

■ 投资要点:

公司为亚洲最大的白炭黑生产企业

公司主要从事沉淀法白炭黑产品的研发、制造和销售。产品主要用于橡胶工业、饲料添加、口腔护理等领域。

公司在拥有明显的技术优势和全产业链优势

公司是世界上主要的白炭黑生产商之一,是中国目前最大的沉淀法白炭黑生产商,是世界最大绿色轮胎(FE 轮胎、低滚阻力轮胎、UHP 轮胎等)专用低聚高分散型白炭黑制造商之一,是世界最大的动物饲料载体用白炭黑生产商之一。截至2014年9月底,公司沉淀法白炭黑产能已达到21万吨/年,成为白炭黑行业全球第四、亚洲地区最大的生产供应商。

公司具有高分散白炭黑行业的领先技术,已通过I美国FDA等认证;公司及其子公司已取得2项发明专利和46项实用新型专利的授权;公司尚在实质审查中的发明专利27项;公司拥有技术秘密5项。

确成硅化母公司为世界上生产白炭黑的产能最大的单体工厂,其子公司安徽确成生产白炭黑及其原材料硅酸钠,无锡东沃生产原材料硫酸及蒸汽、电力等。公司实现了白炭黑生产的全产业链运营,实现自产两种主要原材料,利于平抑原材料价格波动对生产成本的影响,有效控制成本,保证原料品质以及保障原料供应。

盈利预测

预计公司2016年-2017年的每股收益分别为0.78、0.91元,增速约为11%和16%。

估值结论

公司2015年10月12日挂牌,挂牌券商为华泰证券,最新总股本为15813.75万股。考虑到同行业上市公司的平均市盈率水平和新三板的流动性折价,目前公司的做市价格略有低估。

■ 数据预测与估值:

基本数据

保荐机构

华泰证券

主要股东

华威国际发展有限公司

75.25%

嘉兴永泽九鼎投资中心

3.21%

天津红杉聚业股权投资合伙企业

3.16%

无锡确成同心投资企业

3.16%

收入结构 (14Y)

高分散

40.53%

C系列

17.05%

环保无尘型

16.08%

易分散

14.31%

报告编号: ZLM16-NSP02

首次报告日期: 2016年3月28日

至12月31日(¥.万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	50,950	61,177	72,223	85,223	98,860
年增长率(%)		20.07%	18.06%	18.00%	16.00%
归属于母公司的净利润	9,166	9,769	11,168	12,404	14,390
年增长率(%)		6.58%	14.32%	11.06%	16.02%
每股收益(元)	0.58	0.62	0.71	0.78	0.91
PER(X)	34.1	32.0	28.0	25.2	21.7

数据来源: 公司公告; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司为亚洲最大的白炭黑生产企业

公司主要从事沉淀法白炭黑产品的研发、制造和销售。产品主要用于橡胶工业、饲料添加、口腔护理等领域。

根据全国中小企业股份转让系统发布的《挂牌公司管理型行业分类指引》，公司所处行业为“制造业”门类（代码：C）—“化学原料和化学制品制造业”大类（代码：C26）—“基础化学原料制造”中类（代码：C261）—“无机盐制造”小类（代码：C2613）。

● 行业增长前景

我国白炭黑行业快速增长的主要原因在于，白炭黑广泛使用于轮胎、硅橡胶、农药、饲料、涂料等行业，近年来这些下游行业的快速发展，带动市场需求不断增长。总体来说，未来国内白炭黑需求仍将保持约 10% 的增长率，其中绿色轮胎用高分散白炭黑的增长率将会超过 15%。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

根据中国无机盐工业协会的统计，2013 年国内直接从事沉淀法白炭黑生产厂家共有 49 家，总生产能力为 160 万吨，实际产量 107 万吨，其中规模在 5 万吨以上的厂家共有 11 家（含索尔维白炭黑（青岛）有限公司和赢创嘉联白炭黑（南平）有限公司两家外资企业），产能合计占比为 63.10%，产量合计占比超过 70.00%，行业正加速整合集中，尤其在低聚高分散白炭黑等高端产品行业，龙头企业占据较大市场份额。

从企业的地区分布看，我国的沉淀法白炭黑 90.90% 分布在华东和中南地区，并集中在福建、山东、江苏、湖南 4 省，主要因为华东和东南沿海地区是我国轮胎工业和制鞋工业集中地区。

国内白炭黑生产企业中，大部分生产普通沉淀法白炭黑，主要用于轮胎和鞋类；国内能够生产高分散沉淀法白炭黑的生产企业不多。公司自 2007 年开始生产高分散白炭黑并成功进入国际市场，至 2014 年高分散白炭黑已经成为公司最大的生产销售品种，2014 年高分散白炭黑的销售达到 4.25 万吨，相比 2011 年增长超过 400%。

公司是世界上主要的白炭黑生产商之一，是中国目前最大的沉淀法白炭黑生产商，是世界最大绿色轮胎（FE 轮胎、低滚阻力轮胎、UHP 轮胎等）专用低聚高分散型白炭黑制造商之一，是世界最大的动物饲料载体用白炭黑生产商之一。截至 2014 年 9 月底，公司沉淀法白炭黑产能已达到 21 万吨/年，成为白炭黑行业全球第四、亚洲地区最大的生产供应商。

公司主要竞争优势体现在：

1、产业升级先发优势

国内白炭黑生产企业中，大部分生产普通沉淀法白炭黑，主要用于轮胎和鞋类；国内能够生产高分散沉淀法白炭黑的生产企业不多。公司自 2007 年开始生产高分散白炭黑并成功进入国际市场，至 2014 年高分散白炭黑已经成为公司最大的生产销售品种，2014 年高分散白炭黑的销售达到 4.25 万吨，相比 2011 年增长超过 400%。

作为涉及乘客安全的轮胎的原材料，技术壁垒和客户漫长的认证周期使行业具有很高的准入门槛，通常情况下国内客户认证需要 1.5-2 年，国际客户认证需要 2-4 年，不能获取供应商资格认证的企业难以进入本行业。截至 2014 年，公司的高分散白炭黑产品已取得多家国际轮胎巨头的认证。公司已与国内外轮胎巨头形成紧密战略合作关系，高分散白炭黑供应比重不断提升，2013 年公司现有客户销售额占全球轮胎销售总额的 47.8% 以上，公司在高分散白炭黑市场具有竞争优势。

2、技术优势

公司具有高分散白炭黑行业的领先技术，已通过 ISO9000、ISO22000、欧盟 FAMI-QS、欧盟 Reach、TS16949、美国 FDA 等认证；公司作为国内正在推进的轮胎标签法案的制标单位之一正在牵头参与该标准制定工作；公司是中国二氧化硅产品行业标准（HG/T3061-2009）起草单位、中国硅化物（无锡）产业基地、国家重点高新技术企业、江苏省无机硅化物工程技术研究中心；公司及其子公司已取得 2 项发明专利和 46 项实用新型专利的授权；公司尚在实质审查中的发明专利 27 项；公司拥有技术秘密 5 项。

3、全产业链优势

确成硅化母公司为世界上生产白炭黑的产能最大的单体工厂，其子公司安徽确成生产白炭黑及其原材料硅酸钠，无锡东沃生产原材料硫酸及蒸汽、电力等。公司实现了白炭黑生产的全产业链运营，实现自产两种主要原材料，利于平抑原材料价格波动对生产成本的影响，有效控制成本，保证原料品质以及保障原料供应；利用制备硫酸的余热发电，不仅提高了能源使用效率，且有效防范了限电导致停产的风险，优化资源利用效率，实现可持续发展。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司最新总股本为 15,813.75 万股。

公司的控股股东为华威国际发展有限公司，占公司最新总股本的 75.25%，是公司第一大股东。阙伟东持有华威国际 80% 股权，陈小燕持有华威国际 20% 股权，阙伟东与陈小燕系夫妻关系。阙伟东担任确成硅化董事长兼总经理，为公司的实际控制人。

● 主业简况及收入利润结构

表 1：公司主营业务状况

	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入（万元）			
高分散		24,796	13,689
C 系列		10,430	10,177
环保无尘型		9,836	13,776
易分散		8,753	7,225
硫酸等		4,971	4,306
传统型		2,310	1,666
浆料		81	112
小计	72,223	61,177	50,950
营业成本（万元）			
高分散		12,066	6,093
C 系列		6,932	6,524
环保无尘型		7,219	9,490
易分散		5,902	4,569
硫酸等		4,500	3,897
传统型		1,929	1,358
浆料		40	55
小计	47,006	38,587	31,987
毛利（万元）			
高分散		12,730	7,596
C 系列		3,498	3,652
环保无尘型		2,617	4,286
易分散		2,851	2,656
硫酸等		471	408
传统型		381	309
浆料		41	57
小计	25,217	22,590	18,963
毛利率(%)			
高分散		51.34	55.49
C 系列		33.54	35.89
环保无尘型		26.61	31.11
易分散		32.57	36.76
硫酸等		9.48	9.48
传统型		16.48	18.52
浆料		50.45	50.65
综合毛利率	34.92	36.93	37.22

资料来源：公司公告

表 2: 重要的在建工程项目 2015 年变动情况 (单位: 万元)

项目名称	2015 年初 余额	2015 年增 加金额	2015 年转入固 定资产金额	2015 年其他 减少金额	2015 年 末余额	工程进 度
白炭黑三期工程	585.85	180.66	373.74		392.78	未完工
白炭黑四期工程	110.59	113.99	120.62		103.97	未完工
研发中心实验室	300.22	903.62	1203.84			已完工
零星工程	3.14	117.13	112.83		7.43	
安徽一期厂房工程	1326.67	1137.78	911.65	101.67	1451.12	未完工
尾气脱硫项目	153.97	33.08			187.05	未完工
一二期工程		71.46	1.56		69.90	未完工
待安装设备		255.95		142.00	113.96	
合计	2480.45	2813.67	2724.23	243.67	2326.22	/

资料来源: 公司公告

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

表 3: 公司损益简表及预测 (单位: 万元)

指标名称	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业总收入	50,950	61,177	72,223	85,223	98,860
营业总成本	40,897	50,514	59,139	70,677	81,949
营业成本	31,987	38,587	47,006	55,395	64,259
营业税金及附加	459	531	461	639	741
销售费用	3,606	4,436	4,802	5,966	6,920
管理费用	4,571	5,758	6,121	7,585	8,799
财务费用	190	898	377	852	989
资产减值损失	85	303	372	240	241
其他经营收益	382	-177	104	100	100
公允价值变动净收益	349	-426	78	75	75
营业利润	10,434	10,486	13,188	14,646	17,011
加: 营业外收入	584	1,081	370	360	360
减: 营业外支出	115	43	241	240	240
利润总额	10,903	11,525	13,317	14,766	17,131
减: 所得税	1,738	1,756	2,149	2,363	2,741
净利润	9,166	9,769	11,168	12,404	14,390
减: 少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	9,166	9,769	11,168	12,404	14,390
每股收益					
最新总股本(万股)	15,813.75	15,813.75	15,813.75	15,813.75	15,813.75
全面摊薄每股收益(元)	0.58	0.62	0.71	0.78	0.91

数据来源: 公司公告; 上海证券研究所

四、风险因素

原材料价格波动的风险

公司产品生产所用的主要原材料包括硫磺、纯碱和石英砂等，原材料成本在公司产品成本中所占比重较大。硫磺、纯碱为大宗原材料，其中硫磺的价格受国内外供需市场影响而波动时，会对公司的经营业绩产生一定的影响。尽管公司不断通过技术更新和生产流程优化降低生产成本，通过产品研发提高产品附加值，并且与主要的原材料供应商保持良好的合作关系，但公司仍存在主要原材料价格大幅波动给生产经营带来不利影响的风险。

核心技术人员流失的风险

自公司成立以来，技术队伍不断扩大并保持稳定，虽然公司已采取了多种措施稳定技术人员队伍并取得了较好的效果，但在未来的发展过程中，核心技术人才的流失将是公司潜在的风险，这将对公司的经营及保持持续的经营能力产生一定的影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2014、2015 年业绩和 2016 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2014 年平均动态市盈率为 **192.7** 倍，2015 年平均动态市盈率为 **122.7** 倍。

表 4： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2014A	2015A	2016E	2014A	2015E	2016E	
300108.SZ	双龙股份	12.80	0.13	0.38	0.49	95.7	33.7	26.1	3.3
002068.SZ	黑猫股份	6.35	0.16	0.03	0.09	39.9	211.7	70.6	2.0
002442.SZ	龙星化工	13.85	0.03	-0.18	0.03	442.5		461.7	6.3
国内同行业整体平均						192.7	122.7	186.1	3.9

数据来源：Wind (3月25日最新价)

● 公司可给的估值水平

公司 2015 年 10 月 12 日挂牌，挂牌券商为华泰证券，当时总股本 15,000 万股。2016 年 2 月公司公告以每股 16 元发行 813.75 万股，3 月 24 日公告最新总股本为 15813.75 万股。目前公司做市商是华泰证券等。

考虑到同行业上市公司的平均市盈率水平和新三板的流动性折价，目前公司的做市价格略有低估。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。