

zgabfzhangzhangzhangming

洪汇新材 (002802): 氯醋树脂及水性涂料基材的领先企业

2020年06月12日

推荐/首次

洪汇新材

公司报告

洪汇新材是特种氯乙烯共聚物行业的领先企业，主要产品为氯醋树脂及水性涂料基材，在生产工艺、产销规模、技术研发、市场渠道等方面具有核心竞争力。公司是全球能将特种氯乙烯共聚物水性化并进行应用推广的少数企业之一，已成功进入迪爱生 (DIC)、太阳化学 (SUN CHEMICAL)、HUBER、富林特 (FLINT)、盛威科 (SIEGWERK)、PPG、阿克苏诺贝尔 (AKZO NOBEL) 等全球性油墨、涂料知名制造商的采购体系。

特种氯乙烯共聚物是一种化工新材料，发展前景良好。特种氯乙烯共聚物是油墨 (含色片及色浆)、涂料、胶黏剂、塑料加工 (含磁卡、塑胶地板、工程塑料、建筑型材等) 的主要树脂/基材之一，下游的 PVC 制品及其他高附加值新型应用带动特种氯乙烯共聚物行业的长远发展。

水性工业涂料是涂料工业的发展方向，发展空间广阔。受益 VOC 减排要求，水性工业涂料行业发展迅猛。除传统工业涂料领域外，水性油墨、水性胶黏剂等应用领域也有良好的市场前景。中国水性工业涂料渗透率远低于国际水平，同时原材料水性树脂也制约了本土产品的质量，未来提升潜力大。

洪汇新材的水性系列产品已实现产业化，未来将快速提升。公司水性工业涂料基材——水性树脂自 2017 年开始逐步产业化，销售收入快速提升，2019 年水性产品营收占公司总收入的比重达到 14%。公司未来仍将不断优化技术性能、扩大产品产能、丰富应用领域。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 0.90 亿元、1.04 亿元和 1.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.83 元、0.96 元和 1.11 元。当前股价对应 2019~2021 年 PE 值分别为 25、21 和 18 倍。看好公司氯醋树脂及水性工业涂料基材的市场前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动；下游推广不及预期；市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	518	538	582	674	780
增长率 (%)	33.41%	3.79%	8.27%	15.73%	15.76%
归母净利润 (百万元)	73	81	90	104	121
增长率 (%)	1.78%	10.60%	11.22%	15.13%	15.99%
净资产收益率 (%)	11.97%	14.33%	14.98%	16.08%	17.28%
每股收益 (元)	0.68	0.75	0.83	0.96	1.11
PE	30	27	25	21	18
PB	3.64	3.93	3.70	3.45	3.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

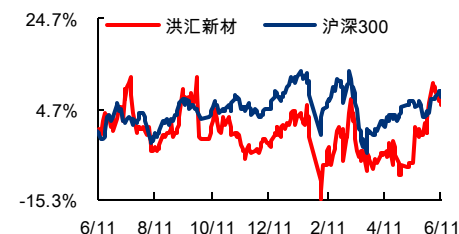
公司简介：

洪汇新材是特种氯乙烯共聚物行业的领先企业，是全球能将特种氯乙烯共聚物水性化并进行应用推广的少数企业之一。主要从事氯乙烯-醋酸乙烯共聚树脂和氯乙烯共聚乳液的研发、生产和销售。依托强大的研发实力和生产管理能力，公司形成了氯乙烯-醋酸乙烯共聚树脂 (二元系列、羧基三元系列、羟基三元系列、塑加工改性系列) 和氯乙烯共聚乳液及其改性水性系列等数十个牌号产品。公司氯醋树脂设计年产能 10 万吨，水性工业涂料基材设计产能 6 万吨。

交易数据

52 周股价区间 (元)	21.85-16.54
总市值 (亿元)	22.51
流通市值 (亿元)	12.4
总股本/流通 A 股 (万股)	10,835/5,968
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

分析师：张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

目 录

1. 洪汇新材是特种氯乙烯共聚物行业领先企业	4
1.1 细分领域的龙头企业	4
1.2 核心竞争力	4
1.3 氯醋树脂是主要产品，水性乳液盈利占比提升	5
2. 特种氯乙烯共聚物行业发展前景良好，公司竞争优势突出	7
2.1 特种氯乙烯共聚物行业受下游带动，发展空间较大	7
2.1.1 特种氯乙烯共聚物是一种化工新材料，其中氯醋树脂是主要品种	7
2.1.2 行业发展受下游带动，中国已成为主要产销国家	8
2.1.3 竞争格局较为清晰	9
2.2 公司是国内领先企业，未来仍将不断开拓	10
2.2.1 产品体系丰富，不断开发拓展新产品，引领绿色环保新发展	11
2.2.2 产能持续提升	14
2.2.3 技术实力优势突出	14
3. 水性工业涂料是行业发展方向，公司业务初具规模	15
3.1 水性工业涂料受益环保趋严，渗透率不断提升	15
3.1.1 水性涂料是涂料行业的新生力量	15
3.1.2 市场规模大，增长前景好	16
3.1.3 环保要求倒逼下游行业“油改水”，工业涂料、油墨、胶黏剂等产品的水性化是未来趋势	18
3.1.4 原材料水性树脂制约本土产品质量	20
3.2 公司水性系列产品初具规模	20
3.2.1 产品体系初步建立，水性工业涂料、水性油墨、水性胶黏剂等产品精彩纷呈	20
3.2.2 初期产能开始释放，未来仍将扩建	21
3.2.3 国内外市场不断开拓，销售额快速增长	22
4. 盈利预测与评级	22
5. 风险提示	23
相关报告汇总	25

插图目录

图 1：公司主营产品应用领域及主要客户	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司股权激励	6
图 4：公司主营业务收入	6
图 5：公司主营业务毛利润	6
图 6：公司 2019 年主营业务毛利润分布	6
图 7：公司主要业务毛利率水平	6
图 8：特种氯乙烯共聚物是一种化工新材料	7
图 9：特种氯乙烯共聚物产业链示意图	8

图 10: 特种氯乙烯共聚物在下游主要领域的应用	9
图 11: 特种氯乙烯共聚物主要消费地区及应用领域	9
图 12: 特种氯乙烯共聚物国内外主要生产企业	10
图 13: 公司产品体系及应用领域	12
图 14: 公司申请专利情况	13
图 15: 公司特种氯乙烯共聚物产能	14
图 16: 特种氯乙烯共聚物生产工艺	14
图 17: 水性涂料的优势	16
图 18: 水性工业涂料与溶剂型涂料的区别	16
图 19: 全球涂料产量约 5500 万吨	16
图 20: 2018 年全球涂料产量区域分布	16
图 21: 中国涂料产量已超过 2400 万吨	17
图 22: 涂料产品分类	17
图 23: 2018 年我国各类涂料产量占比	17
图 24: 全球各地区水性工业涂料占比	18
图 25: 水性工业涂料在下游各领域的应用现状	19
图 26: 公司水性系列产品	21
图 27: 公司 IPO 募投项目产能及终端应用	21
图 28: 公司水性系列产品盈利情况	22
图 29: 公司 P/E 及 P/B band	22

1. 洪汇新材是特种氯乙烯共聚物行业领先企业

1.1 细分领域的龙头企业

洪汇新材是特种氯乙烯共聚物行业的领先企业，是全球能将特种氯乙烯共聚物水性化并进行应用推广的少数企业之一。主要产品包括氯乙烯-醋酸乙烯共聚树脂二元系列、羧基三元系列、羟基三元系列、塑加工改性系列和氯乙烯共聚乳液及其改性水性丙烯酸系列、环氧系列、氯醋乳液系列等产品，广泛应用于油墨（含色片及色浆）、涂料、胶黏剂及塑料加工（含磁卡、塑胶地板、工程塑料、建筑型材等产品）等领域。

洪汇新材是国内能将特种氯乙烯共聚物产品直接销往欧美等发达国家和地区的少数企业之一，已成功进入迪爱生（DIC）、太阳化学（SUN CHEMICAL）、HUBER、富林特（FLINT）、盛威科（SIEGWERK）、庞贝捷（PPG）、阿克苏诺贝尔（AKZO NOBEL）等全球性油墨、涂料知名制造商的采购体系，在国内外客户中建立了优秀的品牌价值和企业形象。

根据公司 2019 年年报数据，公司产品出口销售占主营业务收入的 31.47%，主要出口地域包括印度、意大利、韩国、泰国、德国、美国、荷兰、南非等数十个国家和地区，且在不断拓展延伸。

图 1：公司主营产品应用领域及主要客户

公司主要产品		应用领域	主要客户
氯乙烯-醋酸 乙烯共聚树脂	二元系列	油墨（耐蒸煮油墨、烟包油墨等）、食品包装涂料、药品包装热封胶、胶黏剂、色片和塑料加工（PVC透明片材、塑胶地板、磁卡基材等）、汽车漆、木器漆、船舶涂料等	①食品罐涂料：阿克苏诺贝尔（AKZO NOBEL）、PPG、宣伟（SHERWIN WILLIAMS）等； ②油墨：迪爱生（DIC）、盛威科（SIEGWERK）、太阳化学（SUN CHEMICAL）、富林特（FLINT）； ③塑胶地板：法国洁福地板国内全资子公司； ④色片：佛山宝斯特颜料有限公司； ⑤皮革表面处理剂：清远市美佳乐环保新材股份有限公司
	羧基三元系列		
	羟基三元系列		
	塑加工改性树脂“VCE”系列	PVC型材	海螺型材（塑料型材行业知名企业）
氯乙烯共聚 乳液及其改 性水性系 列产品	丙烯酸系列	金属防腐底漆、家电及电动车配件用漆、玻璃制品烤漆、家具漆、车用漆、纸张涂层、印刷油墨、专用粘合剂、织物表面处理剂等	水性环氧系列产品：“德威涂料”公司（集装箱涂料、风电叶片涂料、车辆涂料行业主流供应商之一）；石家庄市油漆厂（专业制漆60余年的国家油漆涂料行业重点企业）
	环氧系列		
	氯醋乳液系列		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 核心竞争力

一、生产工艺优势

氯醋产品方面：洪汇新材采用环保节能的悬浮聚合生产工艺，相较其他工艺，在生产成本、安全性、生产效率等方面具有明显优势。聚合所用装置均为水相高温高压设备，生产安全管控门槛较高，生产过程由 DCS 全程自动化控制，品质稳定。

水性产品方面：洪汇新材采用全密闭水相聚合生产工艺，生产过程由 DCS 全程自动化控制，基本无污染、无排放、产品品质稳定，水性产品的关键指标平均粒径可达纳米级别，直接用于砂浆且不破乳，性能优于市面上的同类型产品，产品品质处于行业领先地位。

二、产销规模优势

洪汇新材已建氯醋树脂产能 6 万吨，产品的产销量具有规模优势，产品品种丰富，用途广泛，在氯醋树脂行业中处于领先地位。公司也是为数不多的能将特种氯乙烯树脂水性化生产的企业之一。IPO 募投的 6 万吨水性产品项目目前已经初具规模，未来产能会不断释放，增长空间较大。

三、技术研发优势

洪汇新材聚集了一批特种氯乙烯行业内资深的技术人员，并与在 高分子领域见长的复旦大学、北京化工大学、浙江大学等国内多所院校及“索尔维（化工）上海有限公司”等机构保持合作；拥有多项核心技术和高新技术产品；截至 2019 年年报数据，公司获得 12 项国家发明专利、2 项实用新型专利及 1 项外观设计专利，另有 9 项发明专利申请已受理。

公司 IPO 募投的新材料研发中心已于 2017 年底投产，包含了小试研发平台、小试放大工艺研发平台、中试及生产平台，为公司的研发工作开展提供了良好的硬件支撑。研发中心还配备了先进的分析设备和仪器，能够给研发工作提供精准的技术参数，又能结合下游客户的应用对产品进行分析，提供参考配方以及应用技术，更好地为客户提供技术支撑。研发中心已被认定为省级企业技术中心和升级工程技术研究中心（特种氯乙烯共聚物工程技术研究中心）。

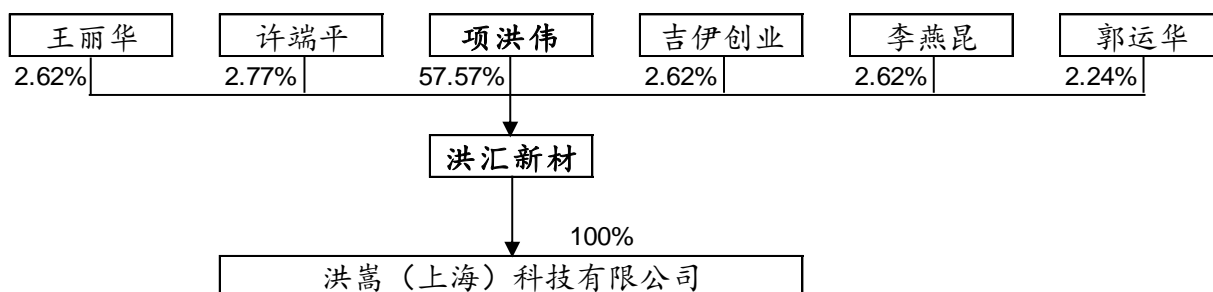
四、市场渠道优势

洪汇新材现有氯醋产品的重要应用领域包括油墨和涂料行业，公司经过多年的市场拓展和深耕，已成功进入迪爱生（DIC）、太阳化学（SUN CHEMICAL）、HUBER、富林特（FLINT）、盛威科（SIEGWERK）、庞贝捷（PPG）、阿克苏诺贝尔（AKZO NOBEL）等全球性油墨、涂料知名制造商的采购体系，同时也积累了大量的终端用户和分销渠道。公司可以在全球范围内充分利用现有的客户资源和分销渠道，保证并拓展水性树脂产品的销售，强化在油墨、涂料应用市场中的客户服务能力，进一步提升公司在油墨、涂料行业中的影响力。

1.3 氯醋树脂是主要产品，水性乳液盈利占比提升

洪汇新材的实际控制人是董事长兼总经理项洪伟先生。截至公司 2019 年年报数据，项洪伟先生持股比例 57.57%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所注：数据截至2019年年报

公司上市以来共实施了2次股权激励。公司分别于2017年9月、2020年1月实施了限制性股票激励计划。激励对象均为公司主要技术（业务）人员、中层管理人员及骨干员工，以2018年公司员工数计算，激励人数占公司员工总数的比例超过20%。

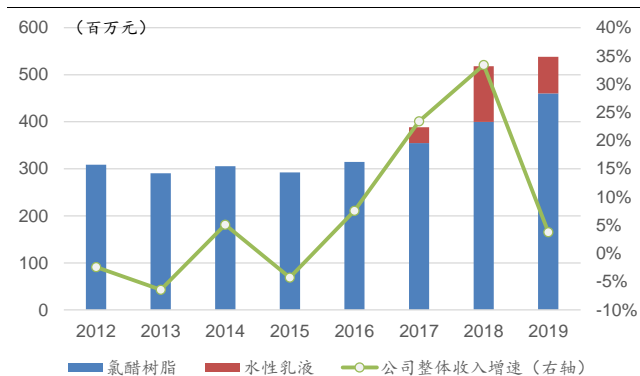
图3：公司股权激励

授予日	授予价格 (未除权除息)	授予数量	激励对象	业绩考核目标
2017年9月11日	19.03元/股	35万股	35人	以2016年公司扣非净利润为基数，2017年/2018年/2019年净利润增长率不低于10%/30%/50%
2020年1月7日	9.74元/股	83.5万股	63人	以2018年公司扣非净利润为基数，2019年/2020年/2021年净利润增长率不低于10%/20%/30%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

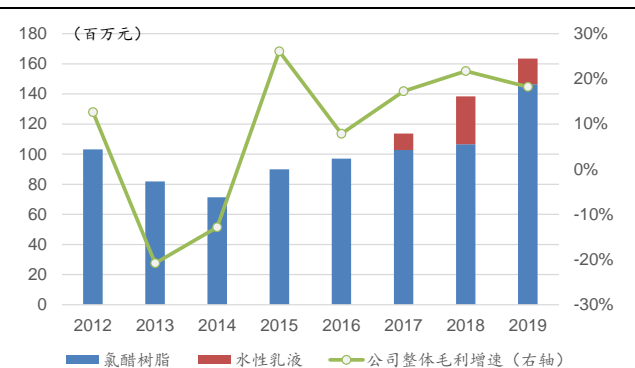
氯醋树脂仍是主要产品，水性乳液盈利占比提升。根据公司2019年年度报告，收入结构中，氯醋树脂/水性乳液占比分别为86%/14%；毛利结构中，氯醋树脂/水性乳液占比分别为89%/10%。水性乳液自2017年正式推广以来，收入体量迅速提升至2018年的1.18亿、2019年的0.78亿元。

图4：公司主营业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

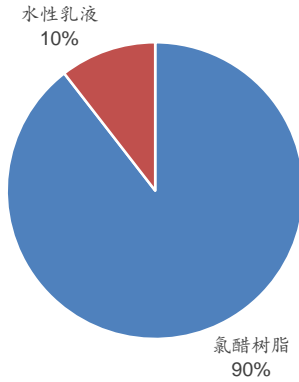
图5：公司主营业务毛利润



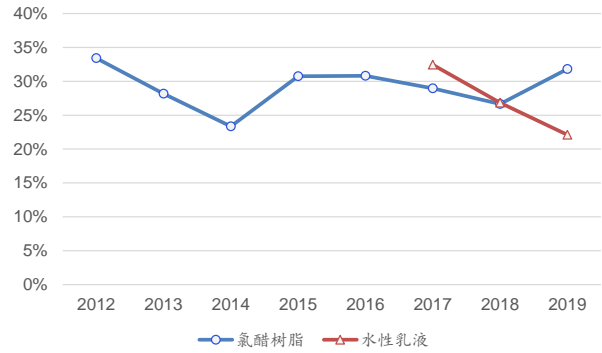
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：公司2019年主营业务毛利润分布

图7：公司主要业务毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 特种氯乙烯共聚物行业发展前景良好，公司竞争优势突出

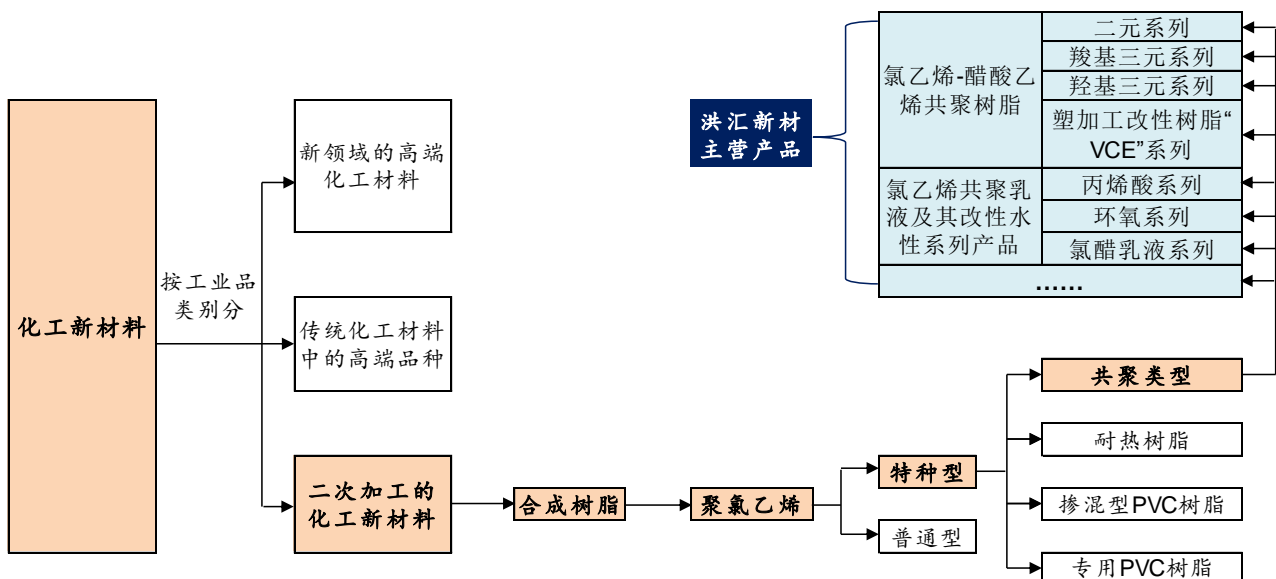
2.1 特种氯乙烯共聚物行业受下游带动，发展空间较大

2.1.1 特种氯乙烯共聚物是一种化工新材料，其中氯醋树脂是主要品种

特种氯乙烯共聚物是一种高分子材料，系化工新材料。特种氯乙烯共聚物是油墨、涂料、色片、胶黏剂的主要树脂之一，及磁卡、塑胶地板、工程塑料、建筑型材等产品的主要基材之一，其发展与下游行业息息相关。

氯醋共聚树脂是特种氯乙烯共聚物的主要品种。特种氯乙烯共聚物品种丰富，主要有氯醋共聚树脂、氯丙共聚树脂（乳液）、氯偏共聚乳液、氯醚共聚树脂等。但各品种发展并不均衡，氯醋共聚树脂是最早发展的特种氯乙烯共聚物之一，也是目前发展最为迅速的一类树脂。据公开信息，目前我国氯醋共聚树脂的产量和消费量已经占据特种氯乙烯共聚物总量的80%以上。

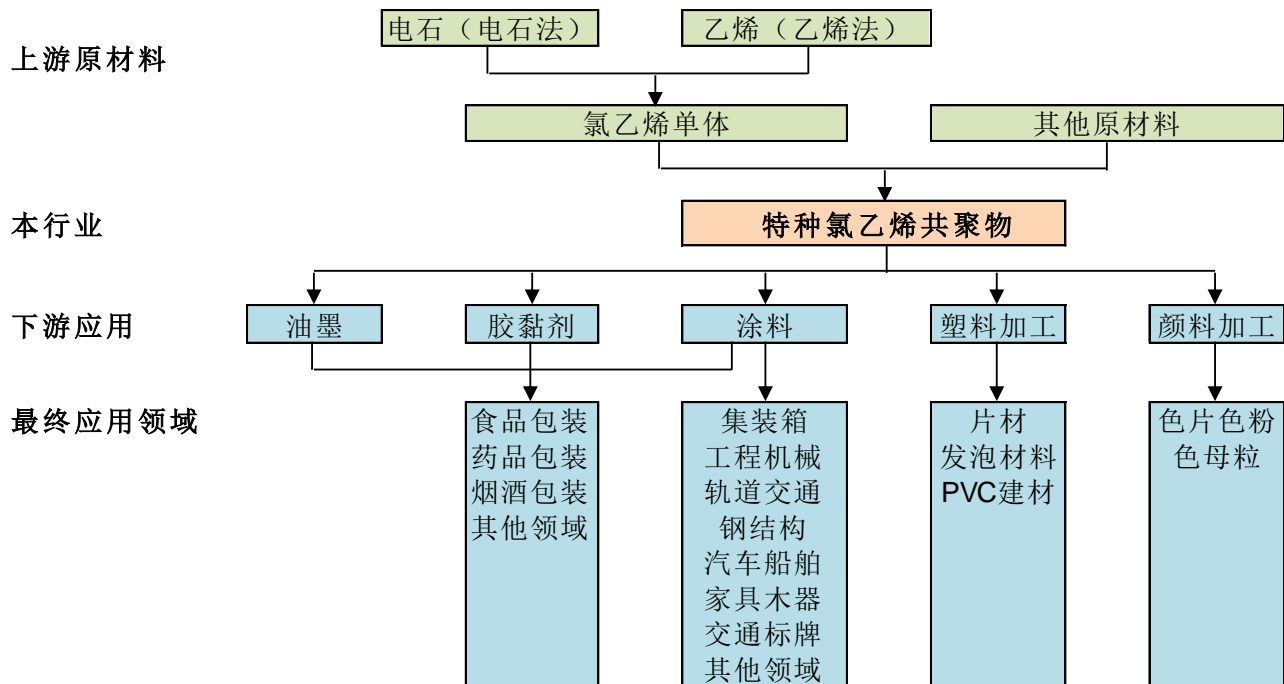
图 8：特种氯乙烯共聚物是一种化工新材料



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

特种氯乙烯共聚物的上游是化工基础原材料，如氯乙烯单体（VCM）、醋酸乙烯（VAc）及环氧树脂等；下游是油墨、涂料和油漆、胶黏剂、色片、磁卡基材、塑胶地板、工程塑料和建筑型材等。未来，随着特种氯乙烯共聚物性能的深入研究，其终端用途还将扩大。

图 9：特种氯乙烯共聚物产业链示意图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.2 行业发展受下游带动，中国已成为主要产销国家

特种氯乙烯共聚物的行业发展与下游各行业的发展息息相关。近几年，随着食品、药品、印刷、家居、服装、鞋、包、香烟、酒类等日用品和房地产、集装箱、汽车、船舶、工程机械、钢结构、电动车、家电等行业的发展，我国油墨、涂料、胶黏剂、人造革、智能卡、塑胶地板、PVC 建材等行业的发展迅速，对特种氯乙烯产品性能的认知度、认可度也越来越高，直接带动了特种氯乙烯共聚物行业的发展。

特种氯乙烯共聚物主要应用于 PVC 制品。基于与 PVC 良好的相容性和附着力，特种氯乙烯共聚物消费主要与 PVC 制品相关，可大量应用于 PVC 制品用油墨、油漆、涂料，以及塑料加工（含磁卡、塑胶地板、工程塑料、建筑型材等产品）等，因此，其未来需求增长与 PVC 树脂需求增长相关联。

特种氯乙烯共聚物也用于高附加值新型应用领域。除了在 PVC 制品领域的传统应用，特种氯乙烯共聚物在一些附加值较高的新型应用领域也实现了产业化，将直接带动其需求的快速增长，如食品/药品铝箔粘合剂、易拉罐内壁涂料、食品软包装油墨、金属防腐涂料、木器漆等。

氯醋树脂未来需求稳定增长。氯醋树脂市场经过多年的发展，技术进步较快，随着全球经济的发展，目前总体需求趋于稳定增长，主要集中在塑加工、发泡和特种涂料等领域，应用区域将主要集中在亚洲地区，特别是东南亚地区，发展空间很大，前景看好。

图 10：特种氯乙烯共聚物在下游主要领域的应用

下游行业	公司产品及主要应用	
油墨	二元系列	PVC等制品用油墨（丝印/凹印油墨等）
	羧基三元系列	铝箔油墨
	羟基三元系列	食品包装油墨
	氯醋乳液系列	PVC、聚酯等油墨
涂料	羧基三元系列	印铁涂料、船舶涂料、塑胶涂料等
	羟基三元系列	家电面漆、木器漆等
	丙烯酸系列	五金件和玻璃烤漆、家具面漆、户外装饰漆、木器涂料、高装饰性漆等
	环氧系列	地坪涂料、金属防腐涂料等
	氯醋乳液系列	PVC、ABS和PC等塑料基材底漆、木器封闭底漆、织物阻燃涂层等
胶黏剂	羧基三元系列	药包PTP铝箔热熔胶、PVC覆膜胶、PVC管件胶水、转印背胶、排钉胶、磁粉粘合剂等
	氯醋乳液系列	水性专用粘合剂
塑加工	二元系列	塑料制品（磁卡、地板、扣板、造粒等）
	塑加工改性树脂“VCE”系列	PVC门窗型材
颜料加工	二元系列	色片色粉、色母粒等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

中国已成为全球特种氯乙烯共聚物的主要产销国家。目前，全球特种氯乙烯共聚物的主要生产国是德国、日本、韩国、中国和比利时，全球主要消费国家和地区是美国、西欧、日本、韩国、印度、中国等。中国特种氯乙烯共聚物发展起步较晚，经过“十一五”时期的发展，中国特种氯乙烯共聚物行业已经步入了行业的快速成长期，并已成为全球重要的生产基地之一。

图 11：特种氯乙烯共聚物主要消费地区及应用领域

公司产品品种	主要消费国家/地区	主要应用领域
氯乙烯-醋酸乙烯共聚树脂	二元系列	中国、泰国、印度、印尼、俄罗斯、巴基斯坦、美国等
	羧基三元系列	中国、印度、韩国、德国、意大利、英国、美国
		伊朗等
	羟基三元系列	印度、韩国、中国、意大利、美国、日本
	德国、孟加拉等	
塑加工改性树脂“VCE”系列	中国	塑加工（PVC塑料门窗型材等）
氯乙烯共聚乳液及其改性水性系列产品	丙烯酸系列	中国
	环氧系列	中国
	氯醋乳液系列	中国

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.3 竞争格局较为清晰

全球特种氯乙烯共聚物龙头企业多为老牌外资企业。全球市场中，特种氯乙烯共聚物的主要生产企业为德国瓦克、日本信越、韩国韩华、比利时索尔维等。

中国特种氯乙烯共聚物市场集中度较高。内资企业中，洪汇新材产销优势突出，2019年公司特种氯乙烯共聚物产量4.34万吨、销量4.37万吨，在同行业中占据领先地位。

成熟品种竞争加剧，新品种供不应求。从行业内产品结构来看，成熟品种（如二元产品）由于业内生产企业较多且近年产能扩张而竞争加剧，新品（如多元产品，包括羧基三元产品和羟基三元产品）由于国产化时间不长且生产企业少而产销两旺。

图 12：特种氯乙烯共聚物国内外主要生产企业

特种氯乙烯共聚物主要生产企业		公司简介
海外	德国瓦克集团	是一家全球性化学公司，创建于1914年，是有机硅、聚合物、精细化学品、多晶硅和半导体领域的市场领先者，且在法兰克福证券交易所上市（股票代码：WCH）。其中，其聚合物包括氯乙烯二元、三元共聚物系列等。
	信越化学工业株式会社	是日本最大的化学公司，成立于1926年，同时为日经225指数成份股之一（股票代码：TYO4063）。其化学品领域主营产品：聚氯乙烯、有机硅、纤维素衍生物、人工合成信息素、合成香料、土壤改良剂、甲醇、氯甲烷、苛性钠、金属硅。
	韩国韩华集团	是韩国多元化综合性集团，成立于1952年，业务涉及领域包括石化、能源、金融、食品、服务、建设等。其主营业务涵括聚乙烯、聚氯乙烯、氯碱、太阳能（多晶硅）、生物医药、电池材料及纳米技术等。
	比利时索尔维集团	是比利时著名的化工医药集团，成立于1863年，在布鲁塞尔泛欧交易所集团上市（股票代码：SOLB）。其可熔融加工含氟聚合物、聚四氟乙烯和涂料、氟橡胶和氟流体、高性能聚合物、热塑性聚烯烃、热塑性弹性体、PVDC阻隔性聚合物等。
中国	洪汇新材	成立于2001年，是国内特种氯乙烯共聚物二元系列、羧基三元系列、羟基三元系列产品的领先企业。 2019年公司氯醋树脂产能6万吨、氯乙烯共聚乳液产能2万吨。 2019年公司特种氯乙烯共聚物销量4.37万吨、产量4.34万吨。
	歙县新丰化工有限公司	成立于1998年，是国内生产氯乙烯-醋酸乙烯系列树脂的专业厂家。据公司官网信息，工厂总产能2.3万吨/年，其中悬浮法和微悬浮法产能为1.8万吨/年、乳液法产能为5000吨/年。
	江阴大华化工有限公司	该公司是江苏蝙蝠塑料集团有限公司下属企业之一，是一家专业的PVC生产厂，可生产不同牌号的PVC树脂、二元氯醋树脂、三元氯醋树脂等。 根据公司官网信息，公司PVC树脂、氯醋共聚树脂、氯醋树脂等产品的年总产量达7万吨/年。
	泰州市正大化工有限公司	创办于2010年7月，已建成年产8万吨改性PVC树脂装置。公司主要产品为：超高/超低分子量PVC树脂、特种PVC和化学改性PVC，包括高/低聚合度PVC树脂、氯醋二元共聚树脂、氯醋三元共聚树脂、消光树脂等。

资料来源：公司公告，各公司官网，东兴证券研究所

2.2 公司是国内领先企业，未来仍将不断开拓

2.2.1 产品体系丰富，不断开发拓展新产品，引领绿色环保新发展

洪汇新材是国内领先的特种氯乙烯共聚物生产企业。公司自 2001 年成立之初，就持续专注于悬浮法特种氯乙烯共聚物的研发、生产和销售。公司未来致力于成为特种氯乙烯共聚物行业的技术领先者、市场引导者及大型跨国供应商。目前，公司二元系列、羧基三元系列及羟基三元系列产品产销两旺，市场领先地位已基本确立；此外通过 IPO 募投项目的建设，公司也已进入了水性工业涂料基料市场。

氯醋树脂产品种类丰富，部分产品替代进口。 公司为全球或国内知名的油墨、涂料、人造革表面处理剂、胶黏剂、色片、塑胶地板、建筑型材的生产企业供应产品，已经进入迪爱生(DIC)、太阳化学(SUN CHEMICAL)、HUBER、富林特(FLINT)、盛威科(SIEGWERK)、庞贝捷(PPG)、阿克苏诺贝尔(AKZO NOBEL)等全球性油墨、涂料知名制造商的采购体系。根据我国海关出口数据分析统计，迄今为止公司已连续多年稳居国内氯醋共聚树脂出口龙头。根据公司 2019 年年报数据，公司产品出口比例达到 30%以上，主要出口地域包括印度、意大利、韩国、泰国、德国、美国、荷兰、南非等 50 多个国家和地区，且在不断拓展延伸。

产品体系不断丰富，新老产品市场前景良好。 公司对氯醋共聚树脂系列、水性乳液（树脂）、塑加工改性树脂“VCE”等系列产品应用进一步拓展；同时，根据客户新的需求，不断对产品品质、品种进行提升优化。随着公司新品的研制并陆续投放市场，公司未来新、老产品的市场开拓前景良好。

- **氯醋共聚树脂系列：**目前公司共有高性能、环保型的特种氯乙烯共聚物二元系列、羧基三元系列、羟基三元系列三大类数十个产品。公司不断改进原有产品的配方和性能，包括二元、一步法羟基三元等部分使用环境友好型有机溶剂的氯醋共聚树脂系列产品，经放大和生产平台持续优化调整后，目前已经实现批量生产，市场反应良好。
- **塑加工改性树脂“VCE”系列：**公司 VCE 产品随着推广力度的加大及技术服务的改进，已形成批量销售并在多家企业进行生产改进性试验，客户包括海螺型材（塑料型材行业知名企业）。根据下游行业内不同配方体系和不同的品质要求，公司有针对性的完善产品性能，并为客户提供成套技术服务方案，向市场全面进行推广。
- **水性乳液（树脂）系列产品：**通过 IPO 募投项目的建设，公司已具备 2 万吨水性工业涂料基料的产能。目前，公司水性乳液（树脂）系列产品已经在集装箱用的水性涂料领域中全面使用，并在其他领域也得到了客户的认可和使用，如轨道交通车辆、大巴、工程机械、电动车零配件、基础钢结构设施等领域的水性防腐涂料。

图 13：公司产品体系及应用领域

公司产品系列		产品应用
氯乙烯-醋酸乙烯共聚树脂	二元系列	塑加工类： PVC磁卡/地板/扣板/橡塑共混加工。 油墨/涂料/胶黏剂/颜料加工类： 丝印/凹印油墨； 塑料胶黏剂； 皮革处理剂； 户外喷墨； 塑胶漆； 色片/色粉。
	羧基三元系列	油墨类： 丝印油墨、凹印油墨、转印油墨等； 胶黏剂： 药用包装铝箔热熔胶、热转印背胶、排钉胶、扣板覆膜胶等； 涂料类： 塑胶漆、UV底漆、印铁制罐涂料、金属防腐涂料等。
	羟基三元系列	油墨类： 食品包装复合油墨、柔版油墨等； 胶黏剂： 磁带、磁卡胶黏剂； 涂料类： 非酒精饮料罐头内涂、船舶漆、木器漆等。
	塑加工改性树脂“VCE”系列	塑加工类： PVC塑料门窗型材。
氯乙烯共聚乳液及其改性水性系列产品	丙烯酸系列	涂料类： 五金件和玻璃烤漆； 家具面漆； 户外装饰漆，如户外塑胶漆和机械设备用的面漆； 木器涂料； 高装饰性漆，如金属烤漆、罩光漆、银粉漆； 地坪涂料。
	环氧系列	涂料类： 金属底材上的防锈底漆、修补漆和防护漆； 五金烤漆； 车用底、中涂漆等； 木材封闭剂； 纸张光油。
	氯醋乳液系列	涂料类： PVC、ABS和PC等塑料基材底漆； 木器封闭底漆； 油墨类： 印刷油墨； 胶黏剂： 水性专用粘合剂。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

积极布局新型应用领域，抢占市场先机。除了在 PVC 制品领域的传统应用之外，特种氯乙烯共聚物在一些附加值较高的新型应用领域也实现了产业化，将直接带动其需求的快速增长，如食品/药品铝箔粘合剂、易拉罐内壁涂料、食品软包装油墨等。公司近期申请的相关专利包括“零 VOC、聚酯改性的羟基丙烯酸分散体及其制备方法”、“一种药包铝箔粘合剂专用水性乳液及其制备方法”。

- **“零 VOC、聚酯改性的羟基丙烯酸分散体及其制备方法”（此专利正在受理中）**：公司顺应行业发展趋势和国家产业政策及国内外环保趋势，已经掌握了包括但不限于水性涂料基料及使用低毒、低挥发性有机溶剂的绿色环保化工新材料的相关技术，公司水性乳液（树脂）系列产品除已在集装箱水性涂料领域中全面使用之外，在其他领域也得到了客户的认可和使用，如轨道交通车辆、工程机械、基础钢结构设施、大巴、家电及电动车零配件、PVC 底材制品等领域的水性防腐涂料，在行业前端原料环节作出了有力保障，极大地推动了下游水性涂料的发展，未来该领域发展前景广阔。
- **“一种药包铝箔粘合剂专用水性乳液及其制备方法”（此专利正在受理中）**：药品等新型应用领域附加值较高，预期相关行业需求的快速增长有望带动公司绿色环保新产品的产业化应用。

图 14：公司申请专利情况

序号	专利名称	专利类型	公开公告号	法律状态	公开公告日
1	一种水性环保氯乙烯塑胶漆及其制备方法	发明专利	CN111100510A	公布	2020-5-5
2	一种氯乙烯互穿网络聚合物及其制备方法	发明专利	CN111087716A	公布	2020-5-1
3	一种超支化水性氯醋乳液及其制备方法、应用	发明专利	CN111072837A	公布	2020-4-28
4	一种环氧改性氯乙烯丙烯酸酯共聚乳液的制备方法	发明专利	CN107955108B	授权	2019-10-25
5	一种氯醋树脂气流干燥用冷却装置	实用新型专利	CN209371595U	授权	2019-9-10
6	一种药包铝箔粘合剂专用水性乳液及其制备方法	发明专利	CN109627371A	实质审查的生效	2019-4-16
7	一种氯乙烯多元共聚树脂及其制备方法	发明专利	CN109608584A	实质审查的生效	2019-4-12
8	零VOC、聚酯改性的羟基丙烯酸分散体及其制备方法	发明专利	CN109467638A	实质审查的生效	2019-3-15
9	一种高装饰性、易稀释水性氨基烤漆树脂及其制备方法	发明专利	CN109439128A	实质审查的生效	2019-3-8
10	一种自交联型氯乙烯共聚物乳液及其制备方法	发明专利	CN109369839A	实质审查的生效	2019-2-22
11	反应釜用固/液物料混合装置	实用新型专利	CN207929135U	授权	2018-10-2
12	一种氯乙烯高聚物及其制备方法	发明专利	CN108484813A	实质审查的生效	2018-9-4
13	氯乙烯-醋酸乙烯-丙烯酸丁酯-丙烯酸六氟丁酯共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN108424486A	发明专利申请公布后的视为撤回	2018-8-21
14	氯乙烯-丙烯腈-丙烯酸异辛酯共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN108299584A	发明专利申请公布后的视为撤回	2018-7-20
15	水性树脂桶	外观设计专利	CN304640206S	授权	2018-5-22
16	氯乙烯-苯乙烯-丙烯酸丁酯共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN105367701A	发明专利申请公布后的视为撤回	2016-3-2
17	一种抗冲击型氯乙烯共聚树脂及其制备方法	发明专利	CN105218731A	发明专利申请公布后的视为撤回	2016-1-6
18	氯乙烯-偏氯乙烯-丙烯酸异辛酯-有机锡共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN105175604A	发明专利申请公布后的视为撤回	2015-12-23
19	一种大棚薄膜用树脂及其制备方法	发明专利	CN103333282B	授权	2015-9-23
20	VCM-2-EHA-有机硅共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN102993849B	授权	2015-7-22
21	氯乙烯-丙烯酸丁酯-环氧树脂共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN103342781B	授权	2015-7-15
22	输液管/输液袋用树脂及其制备方法	发明专利	CN103333281B	授权	2015-7-15
23	氯乙烯-丙烯酸丁酯-丙烯酸羟丙酯共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN102977248B	授权	2015-4-29
24	氯乙烯-丙烯酸异辛酯共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN102977249B	授权	2015-4-29
25	MMA-BMA-MAA三元共聚树脂的制备方法	发明专利	CN102977252B	授权	2015-4-29
26	BMA-MMA固体珠状共聚树脂的制备方法	发明专利	CN102977255B	授权	2015-4-29
27	氯乙烯-丙烯酸酯-醋酸乙烯-丙烯酸共聚乳液	发明专利	CN103304724A	发明专利申请公布后的视为撤回	2013-9-18
28	一种制备可溶性氯乙烯-醋酸乙烯-丙烯酸羟丙酯共聚树脂的方法	发明专利	CN102295725B	授权	2013-4-10
29	VCM-BA-VAC-有机硅共聚乳液及其制备方法	发明专利	CN103012648A	发明专利申请公布后的驳回	2013-4-3
30	一种制备氯乙烯-醋酸乙烯-马来酸共聚树脂的方法	发明专利	CN101402701B	专利权人的姓名或者名称、地址的变更	2010-7-21
31	氯乙烯-醋酸乙烯-乙醇共聚树脂生产方法	发明专利	CN100503667	专利权人的姓名或者名称、地址的变更	2009-6-24

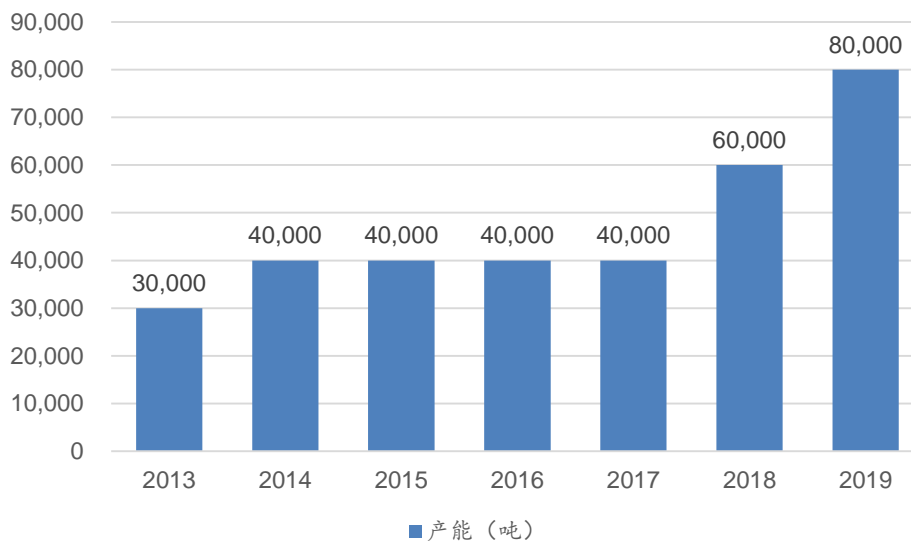
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

2.2.2 产能持续提升

公司产品产能持续扩张。

- **氯醋树脂产能：**公司成立之初，产品合计为 950 吨/年（包括已于 2006 年停止生产的 PVC 树脂）；自 2006 年起，公司产能扩大至 2 万吨/年；自 2013 年起，公司产能逐步扩大至 2016 年 IPO 时的 4 万吨/年；截至 2019 年底，公司氯醋树脂已建产能规模达到 6 万吨，未来仍有提升空间。
- **水性涂料基材产能：**公司 IPO 募投项目之一“年产 6 万吨水性工业涂料基材——氯乙烯共聚乳液项目”中的一期 2 万吨产能已于 2018 年验收投产，剩余 4 万吨产能的建设正在积极推进中。

图 15：公司特种氯乙烯共聚物产能



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.3 技术实力优势突出

特种氯乙烯共聚物常用的生产工艺有悬浮聚合、乳液聚合、溶液聚合 3 种方法。公司采用“绿色、环保、节能型”的悬浮聚合生产工艺，生产成本低、生产效率高，产品技术含量高。

图 16：特种氯乙烯共聚物生产工艺

	悬浮聚合法	乳液聚合法	溶液聚合法
生产原理	以水作为分散介质，加入少量悬浮剂，再加入VCM和其他共聚单体、引发剂及其它助剂，在强力搅拌和一定温度下进行聚合反应	乳液聚合与悬浮聚合基本类似。聚合前单体分散在离子型乳化剂和保护胶体的混合物的水相中，形成稳定的预乳化液，经聚合反应可以得到具有指定粒度、组成和必要结构的颗粒	在溶液聚合中，单体溶解在一种有机溶剂中引发聚合，随着反应的进行聚合物沉淀下来
优点	生产成本较低，生产工艺成熟，散热容易	以水为介质，散热容易，可连续生产；能同时获得高的聚合度和高分子量；产品可直接用于涂料、胶黏剂的生产等，无需后续处理，环保节能	聚合压力低、树脂质量（溶解性、透明性、粘接力）较好
缺点	后续工艺较复杂	若制备固体树脂时后续工艺复杂、处理成本高；产物中存在乳化剂残留，纯净度较差	需回收溶剂及未反应单体、装置复杂、操作复杂、聚合时间较长、生产成本高

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司技术实力强。截至 2019 年年报数据，公司聚集了一批行业内资深的技术研究人员，并与浙江大学、复旦大学、北京化工大学等国内多所院校，及“索尔维（化工）上海有限公司”等机构保持合作；拥有多项核心技术和高新技术产品；获得 12 项国家发明专利、2 项实用新型专利及 1 项外观设计专利，另有 9 项发明专利申请已受理。

省级技术研究中心为新品研发提供支持。公司 IPO 募投的新材料研发中心已于 2017 年底投产，包含了小试研发平台、小试放大工艺研发平台、中试及生产平台，拥有国内高分子材料行业内为数不多全套带温带压、可逐级放大、及工艺可调节的自动化控制研发试验装置，可以从事特种氯乙烯共聚物及相关行业产品的研发，为新产品的研发与产业化提供保障，并被认定为省级企业技术中心和省级工程技术研究中心（特种氯乙烯共聚物工程技术研究中心）。

3. 水性工业涂料是行业发展方向，公司业务初具规模

3.1 水性工业涂料受益环保趋严，渗透率不断提升

3.1.1 水性涂料是涂料行业的新生力量

水性涂料是涂料行业的新生力量。水性涂料是指配方中的挥发性物质绝大部分是水的涂料。传统的溶剂型涂料因含有大量有机溶剂，对自然环境、安全生产和人体健康有很大危害。欧美等众多国家相继制定了一系列环保法规来限制 VOC 向大气中排放。在此背景下，水性涂料、高固体分涂料、粉末涂料及无溶剂涂料、光固化涂料等环境友好型涂料因其 VOC 含量极低且节省能源而成为现代涂料工业发展的方向。

水性涂料是取代溶剂型涂料的主要产品之一，代表着涂料工业的发展方向。水性工业涂料由水性树脂、颜填料及各种助剂、去离子水组成，对环境无污染，对人体无害，属于环境友好型涂料。水性工业涂料不含甲苯、

二甲苯等苯系物，且 VOC 含量极低，无刺激性气味，无毒无害，无易燃易爆的危险，常温干燥迅速，漆膜附着力强，与各种水性面漆和稀释剂型面漆配套性良好，具有优良的防锈、防腐性能。与传统的溶剂型涂料相比，水性工业涂料凭借其环保、安全节能、经济的优势及国家产业政策的扶持，已经逐步成为取代传统溶剂型涂料的主要产品之一，代表着涂料工业的发展方向。

图 17：水性涂料的优势

项目	水性涂料性能特点
安全性	以水作连续相，避免了大量有机溶剂的使用； 避免了储存运输和涂覆施工时火灾危险性，降低了大气污染，改善了涂覆施工作业环境。
便利性	在湿表面和潮湿环境中可以直接涂覆施工； 对各种塑料底材材质表面适应性好，涂层附着力强，硬度高，防腐性能佳。
清洗方式	涂装工具可用水清洗，大大减少清洗工作的时间、人力，也避免了清洗用有机溶剂的使用，降低了成本
涂膜性能	涂膜均匀、平整、展平性好； 内腔、焊缝、棱角、棱边部位都能润湿并涂上一定厚度的涂膜，有很好的施工性和防护性； 涂膜有很好的耐腐蚀性，厚膜水性树脂做成的电泳涂层的耐盐雾性最高可达1200小时。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18：水性工业涂料与溶剂型涂料的区别

项目	水性工业涂料	溶剂型涂料
溶剂	水和少量的成膜溶剂（<5%）	有机溶剂： 甲苯、二甲苯、矿质油漆溶剂、BAC、环己酮等
主要树脂	丙烯酸树脂、聚氨酯、环氧树脂、有机硅等	丙烯酸树脂、聚氨酯、环氧树脂、有机硅等
清洗	水	有机溶剂
应用环境	一般5℃以上的温度下进行施工	需要考虑冬季和夏季温度的变化
安全	非易燃性	要求严格
储存和运输	储存和运输需要维持温度0℃以上	运输工具应符合危险品运输的要求

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

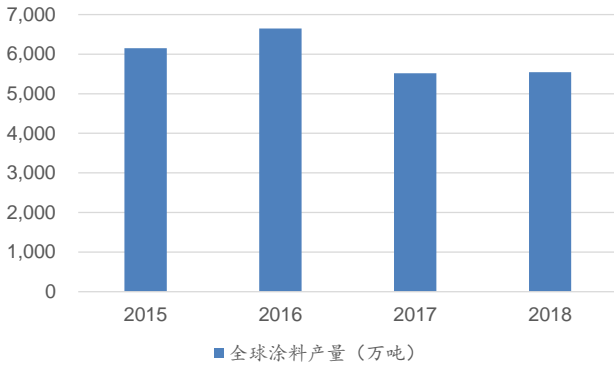
3.1.2 市场规模大，增长前景好

涂料行业市场规模庞大，发展前景良好。从涂料行业发展历程来看，全球涂料行业已经进入了成熟期，发达国家市场已趋饱和；发展中国家和地区，尤其是中国，由于其巨大的市场潜力成为行业竞争的焦点。2018年全球涂料产量为 5543 万吨，较 2016 年的高点 6550 万吨下滑 15%。

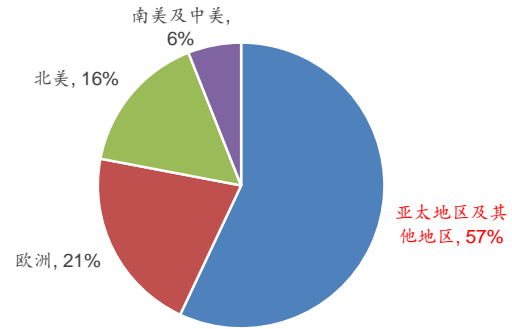
各产地中，亚太地区涂料产量约占全球总量的 50%，而中国约占亚太区消费总量的 67%，即中国涂料产量占全球的比重超过 30%。

图 19：全球涂料产量约 5500 万吨

图 20：2018 年全球涂料产量区域分布



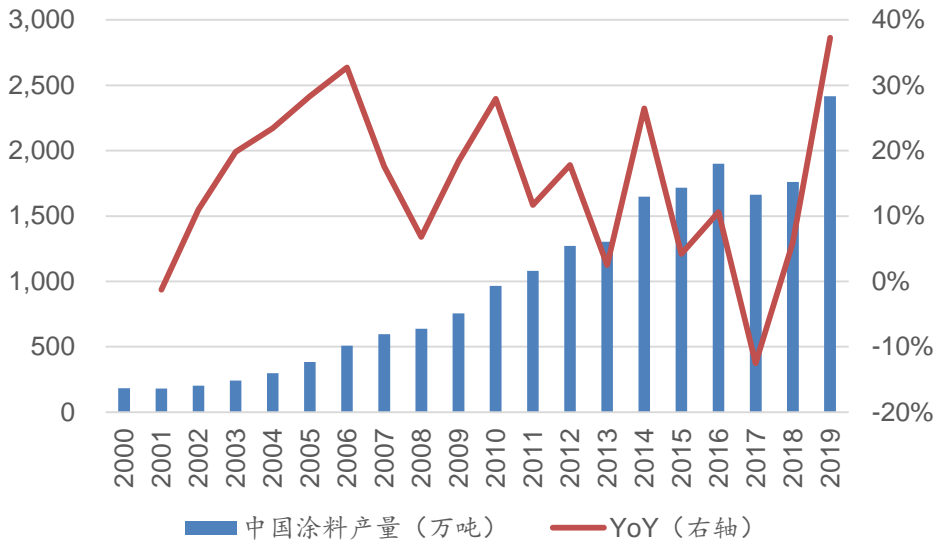
资料来源：世界油漆涂料工业协会，前瞻产业研究院，东兴证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

中国已成为全球涂料生产和消费的第一大国。自 2000 年以来，我国涂料行业保持了较快的发展，在高速成长的房地产、汽车、船舶、运输、交通道路、家电等行业的带动下，涂料产量由 2000 年的 184 万吨增长至 2019 年的 2416 万吨，CAGR 达 15%。据中国涂料工业协会数据，2018 年，1998 家规模以上工业企业总额达 3268.1 亿元，实现利润总额 236.48 亿元。

图 21：中国涂料产量已超过 2400 万吨



资料来源：国家统计局，中国涂料工业协会，东兴证券研究所

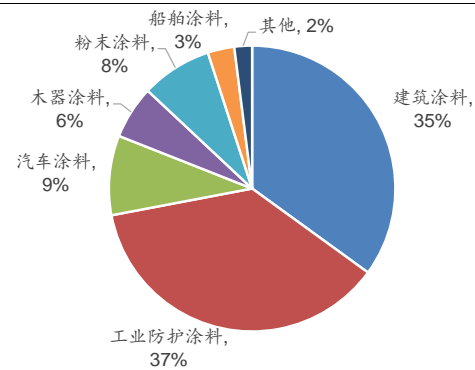
工业涂料比重增加至 60% 以上。随着近年来我国门窗、地坪、家具、装饰材料、钢结构件等产品涂装逐步向工厂生产线方向转移，汽车、公路、桥梁等行业对涂装产品的市场需求大增，石油储备工程、大型钢结构工程的兴起，我国涂料产品结构发生了很大变化，工业涂料比重大增，2018 年我国工业涂料产品比重超过 60%。随着建筑涂料和建筑装饰涂料的企业开始向工业涂料领域扩张，工业涂料的增长前景较好。

图 22：涂料产品分类

图 23：2018 年我国各类涂料产量占比

涂料分类	具体品种
建筑涂料	墙面涂料、防水涂料、地坪涂料、功能性建筑涂料、其他建筑涂料
工业涂料	汽车涂料（含摩托车涂料）、木器涂料、铁路/公路涂料、轻工涂料、船舶涂料、防腐涂料、其他专用涂料
通用涂料及辅助材料	调和漆、清漆、磁漆、底漆、腻子、稀释剂、防潮剂、催干剂、脱漆剂、固化剂、其他通用涂料、其他辅助涂料

资料来源：中国涂料工业协会，东兴证券研究所

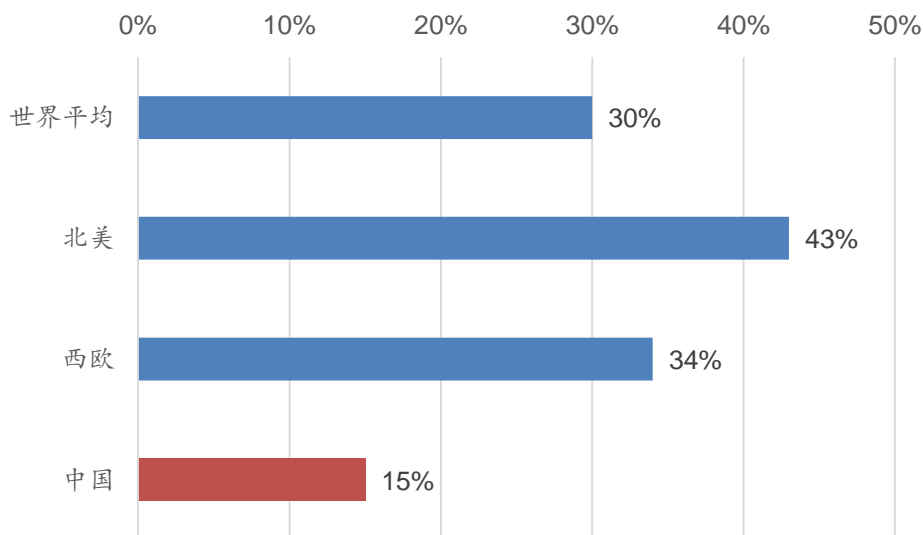


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

水性工业涂料国外发展迅猛。2010年开始，水性工业涂料占世界工业涂料的比例已经达到30%以上，不断向汽车涂料、工业防腐涂料、交通标牌涂料等领域渗透。世界各工业发达国家很重视水性涂料的开发，**美国**对水性涂料的开发占其全部涂料开发的50%以上，水性工业涂料的开发成果占其全部涂料总成果的30%；**日本**从21世纪开始重视并着手发展以水性涂料为主的低环境负荷类型的涂料。

中国水性工业涂料比重远低于国际水平，发展前景广阔。据全球各地区涂料产品产量统计资料显示，北美地区水性工业涂料约占43%，溶剂型工业涂料约占51%；西欧地区水性工业涂料约占34%，溶剂型工业涂料约占52%；而在中国水性工业涂料只占15%，溶剂型工业涂料占比高达80.5%，水性工业涂料应用比例与欧美发达国家相比差距相当大，具有广阔的市场发展空间。

图 24：全球各地区水性工业涂料占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1.3 环保要求倒逼下游行业“油改水”，工业涂料、油墨、胶黏剂等产品的水性化是未来趋势

水性工业涂料主要应用于集装箱、汽车、石油化工、轨道交通、公路桥梁、木器、船舶、海工装备等行业领域，还在工程机械、水利设施、核电设施、风电设施、钢结构建筑等行业有较大的发展空间。

根据近年来国家及地方的环保政策，我国将全面推进集装箱、汽车、木质家具、船舶、工程机械、钢结构、卷材等制造行业工业涂装 VOCs 排放控制，在重点地区还应加强其他交通设备、电子、家用电器制造等行业工业涂装 VOCs 排放控制，2020 年底前，针对不同行业全面推广或使用水性涂料，鼓励生产、销售和使用低毒、低挥发性有机溶剂。**2017 年开始，集装箱行业已全面实现了“油改水”。**

图 25：水性工业涂料在下游各领域的应用现状

行业	水性涂料应用领域	水性涂料应用现状
集装箱	底漆、中间漆、面漆、箱内漆、底架漆	由中国集装箱行业协会发起的《VOCs治理自律公约》约定，自2016年7月1日起，广东省集装箱制造企业开始使用水性涂料；2017年4月1日起，广东省以外的集装箱制造企业开始全面使用水性涂料。截止2017年年底，我国集装箱行业水性涂料生产占比已达99%。
汽车	电泳漆、水性面漆、水性中涂、水性修补漆	国内要求：汽修行业大力推广使用水性、高固分等低挥发性涂料，到2020年底前，京津冀及周边地区、长三角、珠三角等汽修行业低挥发性涂料使用比例不低于50%。 在目前各现代化的OEM汽车加工厂里，基本上都采用了高环保、高涂装效率的水性阴极电泳底漆来进行汽车车体地板的防腐底漆防护，目前最新的阴极电泳底漆产品，其VOC已经从3%以内降到不足1%。
公路、桥梁	主要用于道路两侧及中间护栏、桥梁钢结构	水性涂料在桥梁行业暂未能大面积推广。但近年来，以中铁宝桥、中铁山桥为代表的桥梁制造单位，均在积极推进桥梁涂料环保化的进程。
轨道交通	机车车内及底架、底漆、面漆	我国铁路货车领域已经成功应用水性工业涂料涂装车辆13,000多辆，我国水性工业漆涂装的机车车辆已出口十三个国家，其累计应用约1,000吨。
木器	木地板、木质家具 面漆、胶黏剂	国内要求：针对木质家具等大力推广使用水性、紫外光固化等低挥发性涂料，到2020年底前替代比例达到60%以上；全面使用水性胶黏剂，到2020年底前替代比例达到100%。 在全球主要发达地区，欧洲水性工业木器涂料的使用比例较高，达到50%以上，主要由欧洲VOCs强制排放法规带动。 智能家居工厂已经开始大批量采用包括水性家具涂料在内的高环保低VOC的产品来满足生产的需求，并且相关的技术也越来越成熟，性能指标已经基本上达到了溶剂型木器涂料的标准要求，其中占比最大的水性涂料如水性硝基涂料、水性丙烯酸涂料、水性聚氨酯涂料已经逐渐成为家具涂料的主流产品，引导着家具涂料的未来。
船舶	水性车间底漆、船舶上层建筑和内部机舱水性漆等的防腐防污用途	国内要求：推广使用水性、高固体分、无溶剂型等低挥发性涂料，到2020年底前，机舱内部、上建内部使用比例达到70%以上，在分段涂装阶段、码头涂装阶段使用比例达到30%以上；在钢板预处理阶段，鼓励采用水性车间底漆。
其他行业	石油化工、工程机械、海洋工程装备、水利设施、核电设施、风电设施、钢结构建筑等	国内要求试点推行水性涂料。

资料来源：公司公告，互联网报道，东兴证券研究所

除传统工业涂料领域外，水性油墨、水性胶黏剂等应用领域也有良好的市场前景。

印刷包装业用的水性油墨：

水性油墨由粘结料、颜料、水和助剂等组成，粘结料（水性树脂或乳液）的性能直接决定油墨的使用性能和印刷效果，如粘度、附着力、光泽度等。

目前国内外的水性连接料主要以水性丙烯酸树脂和水性聚氨酯为主，制备的水性油墨在纸张等吸收性基材采用凹印或柔印技术上已经基本成熟，国内外已批量生产和使用；在非吸收性基材（PE、PET、OPP 等）上的应用发展相对缓慢，国内市场还没有批量使用。我国印刷业“十三五”发展规划中，已明确将水性油墨及其相关原材料研制列为今后印刷包装业发展研究的重点和油墨行业发展的主要方向，水性油墨一定会迎来发展的春天。

水性胶黏剂：

近年来，胶黏剂行业发展迅速，中国胶黏剂市场以年均超过 10% 的速度增长。随着社会及环保的需要，胶黏剂正在加速向水性化、无溶剂化、低毒化方向发展，其中水性胶黏剂具有无溶剂释放、环境友好、无毒、不可燃、使用安全、成本低等优点，成为胶黏剂行业发展中的重中之重。

水性胶黏剂主要由基料、固化剂和促进剂、偶联剂、填料等添加剂等组成。水性树脂作为基料是胶黏剂的主要成份，包括水性聚醋酸乙烯酯、水性丙烯酸树脂、水性聚氨酯等。目前国内外水性胶黏剂产品的更新换代非常快，有机硅、聚氨酯、环氧树脂等高性能胶黏剂也有较大增长。

3.1.4 原材料水性树脂制约本土产品质量

水性树脂（或乳液）是水性工业涂料的主要原材料，是制约水性工业涂料行业发展的关键性因素之一，其质量高低直接决定水性工业涂料的性能。

目前国内的水性树脂质量与国外相比仍有一定差距，导致国内的水性工业涂料生产厂家为保证产品质量多采用成本较高的进口水性树脂。“十三五”期间，我国将研发性能达到工业涂料要求的水性树脂、代替进口的同类水性树脂及溶剂型树脂作为研发重点。

3.2 公司水性系列产品初具规模

3.2.1 产品体系初步建立，水性工业涂料、水性油墨、水性胶黏剂等产品精彩纷呈

洪汇新材生产的水性系列产品包括氯乙烯改性丙烯酸系列、氯乙烯改性环氧系列、配套环氧固化剂系列、氯醋乳液等，广泛应用于金属防腐底漆、家电及电动车配件用漆、玻璃制品烤漆、家具漆、车用漆、纸张涂层、印刷油墨、专用黏合剂、织物表面处理剂等领域。

公司已经掌握了水性涂料基料的相关技术，并已实现了部分产品的产业化，并对水性工业涂料基料产品的系列品种不断丰富、技术性能不断优化。

水性系列产品应用领域不断丰富。公司现有水性产品主要应用于集装箱、钢结构、工程机械等工业领域。随着水性工业涂料行业的不断发展，公司未来还将不断开拓新的应用领域，目前公司正在大力推广水性油墨用水性树脂、水性胶黏剂用水性树脂等新产品。

➤ **水性工业涂料基料：**公司产品主要应用于集装箱、轨道交通车辆、大巴、工程机械、电动车零配件、基础钢结构设施等工业领域，自 2017 年开始实现规模销售，目前主要客户包括“德威涂料”公司（集装箱涂料、风电叶片涂料、车辆涂料行业主流供应商之一）、石家庄市油漆厂（专业制漆 60 余年的国家油漆涂料行业重点企业）等。

- **水性油墨用水性树脂：**公司生产的水性氯醋树脂应用于水性油墨具有较大的优势，特别是在非吸收性基材上表现出良好的性能，目前已经部分客户试用并得到认可，并有一定的销量，公司正在全力推广该系列产品，市场前景广阔，同时对水性油墨的发展具有一定的促进意义。
- **水性胶黏剂用水性树脂：**在胶黏剂行业发展大趋势下，公司研发的水性氯醋树脂在胶黏剂应用上有较大的突破，特别是应用于 PVC、PET 等塑料软包装领域具有很大的优势，目前该产品已经完成中试，得到客户的认可，并为部分客户小批量供货，该系列产品的量产将助力胶黏剂行业向更加健康、安全、环保的方向发展。

图 26：公司水性系列产品

产品	特性	用途
丙烯酸系列	①低气味，高闪点，环保安全； ②可与水任意比例混合； ③具有良好的耐水性； ④耐候性优、光泽高、丰满度高。	涂料类： 五金件和玻璃烤漆； 家具面漆； 户外装饰漆，如户外塑胶漆和机械设备用的面漆； 木器涂料； 高装饰性漆，如金属烤漆、罩光漆、银粉漆； 地坪涂料。
环氧系列	①高闪点，环保安全，低气味； ②水稀释性好； ③稳定性优异，可直接参与颜填料研磨； ④具有优异的耐水性和较好的耐盐雾性能； ⑤对金属有着优秀的附着力。	涂料类： 金属底材上的防锈底漆、修补漆和防护漆； 五金烤漆； 车用底、中涂漆等； 木材封闭剂； 纸张光油。
氯醋乳液系列	①对塑料基材附着力好； ②干燥速度快； ③耐醇性、耐水性佳。	涂料类： PVC、ABS和PC等塑料基材底漆； 木器封闭底漆。 油墨类： 印刷油墨。 胶黏剂： 水性专用粘合剂。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2.2 初期产能开始释放，未来仍将扩建

公司 IPO 募投项目之一是“年产 6 万吨水性工业涂料基料——氯乙烯共聚乳液项目”。目前一期 2 万吨产能已于 2018 年投产；剩余 4 万吨产能正在积极建设中，预计将于 2021 年 8 月底投产。该项目早在 2012 年就已立项，经过数年的不断研发，技术不断进步，公司储备了更多的品种系列产品，且部分产品工艺也得到了优化改进，预计未来投产后将更好得满足市场需求。

图 27：公司 IPO 募投项目产能及终端应用

产品	设计产能	适用的终端行业
水性工业涂料基料	6万吨	集装箱、轨道交通车辆、大巴、工程机械、 电动车零配件、基础钢结构设施等

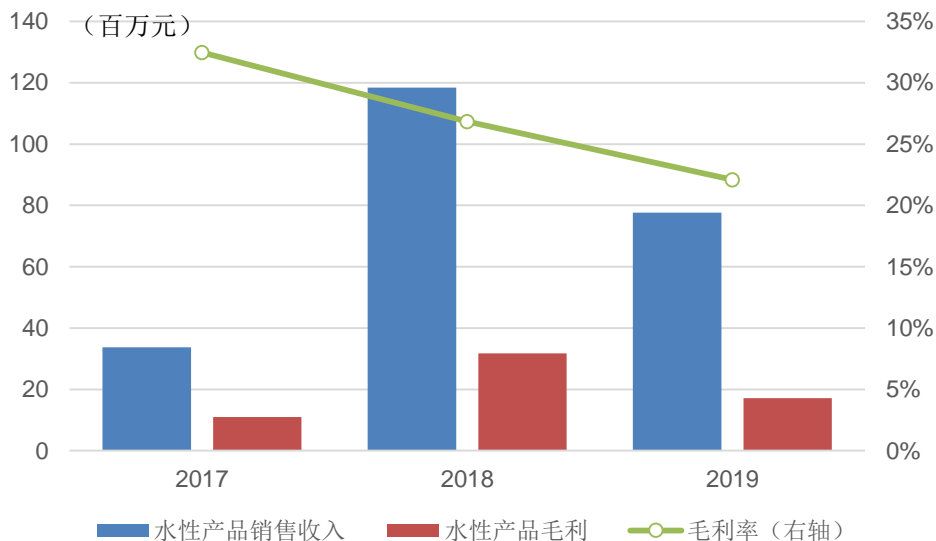
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2.3 国内外市场不断开拓，销售额快速增长

公司将充分利用现有客户资源，并积极开拓国际市场。涂料行业是公司现有产品的重要应用领域之一，国内外知名的涂料生产厂家如巴斯夫(BASF)、杜邦(DUPONT)、阿克苏诺贝尔(AKZO NOBEL)、庞贝捷(PPG)、宣伟(SHERWIN WILLIAMS)等均为公司直销客户或贸易商客户。公司可充分利用现有的客户优势，保证并拓展水性树脂产品的销售。同时，公司将继续以现有的国外贸易商为依托，加大市场开拓力度，逐步扩大全球市场销售领域。

公司水性材料销售增速较快。公司水性系列产品自2017年开始实现规模销售，2019年公司水性乳液(树脂)销售规模达到7768万元，占公司营业收入比重的14.44%。

图 28：公司水性系列产品盈利情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计公司2020~2022年净利润分别为0.90亿元、1.04亿元和1.21亿元，对应EPS分别为0.83元、0.96元和1.11元。当前股价对应2019~2021年PE值分别为25、21和18倍。看好公司氯醋树脂及水性工业涂料的市场前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

图 29：公司 P/E 及 P/B band



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

5. 风险提示

产品及原材料价格波动; 下游推广不及预期; 市场竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	437	394	417	459	503	营业收入	518	538	582	674	780
货币资金	36	33	47	72	97	营业成本	380	374	410	473	540
应收账款	74	77	83	96	111	营业税金及附加	4	4	0	0	0
其他应收款	46	0	-1	-3	-6	营业费用	12	14	15	17	20
预付款项	8	6	7	8	9	管理费用	25	30	33	38	44
存货	39	31	34	40	45	财务费用	-1	0	-1	-1	-1
其他流动资产	235	247	247	247	247	资产减值损失	0	0	0	1	1
非流动资产合计	241	226	249	269	285	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	9	6	6	6	0
固定资产	197	184	207	228	246	营业利润	84	96	107	123	143
无形资产	41	40	39	38	37	营业外收入	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	2	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	679	620	665	727	788	利润总额	84	96	107	123	143
流动负债合计	54	40	50	68	78	所得税	11	15	17	19	22
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	73	81	90	104	121
应付账款	25	19	21	28	32	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	3	3	3	4	归属母公司净利润	73	81	90	104	121
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	104	122	134	152	176
非流动负债合计	12	13	13	13	13	EPS (元)	0.68	0.75	0.83	0.96	1.11
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	66	53	63	81	91	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	33%	4%	8%	16%	16%
实收资本(或股本)	108	108	108	108	108	营业利润增长	15%	14%	11%	15%	16%
资本公积	246	248	248	248	248	归属于母公司净利润增长	2%	11%	11%	15%	16%
未分配利润	257	231	258	291	330	获利能力					
归属母公司股东权	613	567	603	646	698	毛利率(%)	27%	30%	30%	30%	31%
负债和所有者权益	679	620	665	727	788	净利率(%)	14%	15%	16%	15%	15%
现金流量表						总资产净利润(%)	11%	13%	14%	14%	15%
				单位:百万元		ROE(%)	12%	14%	15%	16%	17%
经营活动现金流	51	111	118	134	144	偿债能力					
净利润	73	81	90	104	121	资产负债率(%)	10%	9%	9%	11%	11%
折旧摊销	21	26	27	30	34	流动比率	8.14	9.73	8.34	6.73	0.00
财务费用	-1	0	-1	-1	-1	速动比率	7.42	8.96	7.66	6.15	0.00
应收账款减少	-24	-3	-6	-13	-15	营运能力					
预收帐款增加	0	2	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.83	0.91	0.97	1.03
投资活动现金流	-4	26	-50	-50	-50	应收账款周转率	8.40	7.16	7.31	7.54	7.54
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	25.21	24.45	29.43	27.81	26.22
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	6	6	6	0	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.75	0.83	0.96	1.11
筹资活动现金流	-71	-139	-54	-60	-68	每股净现金流(最新摊薄)	-0.23	-0.02	0.13	0.23	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.66	5.23	5.56	5.97	6.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.38	27.47	24.69	21.45	18.49
资本公积增加	4	2	0	0	0	P/B	3.64	3.93	3.70	3.45	3.20
现金净增加额	-24	-2	15	24	25	EV/EBITDA	21.06	18.04	16.33	14.17	12.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	基础化工 2020 年市场展望: 新材料精彩纷呈, 新模式改天换地	2020-01-09

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526