

阳谷华泰（300121.SZ）

橡胶助剂领军者，新材料有望驱动业绩逐步提升

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 橡胶

◆ 投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：刘子栋	021-60933133	liuzidong@guosen.com.cn	执证编码：S0980521020002

事项：

公司发布三季度报告，2022年前三季度公司实现营收 26.97 亿元，同比+34.68%；归母净利润 4.39 亿元，同比+78.21%。其中三季度单季实现营收 8.75 亿元，环比-9.48%；归母净利润 1.49 亿元，环比-15.22%。公司主导产品加工助剂、部分高端高性能品种产销量、销售价格较上年同期均有一定幅度增长，盈利水平上升。

国信化工观点：

1) 橡胶助剂市场规模不断增长，行业景气度有望维持较高水平。

随着国家环保力度的加大，我国橡胶助剂行业市场规模不断扩大的同时，市场集中度持续提高。汽车保有量的持续稳定增长保证轮胎需求端稳定，进而保证橡胶助剂需求端稳定，并且新能源汽车的迅猛发展为橡胶助剂带来新的发展机遇。同时，在欧美能源价格上涨及海运运费下降的背景下，中国橡胶助剂的出口也在不断提升。总体而言，我们认为未来橡胶助剂行业仍然维持较好的景气度，并且在环保要求提升和产能升级的背景下，行业集中度在不断提升，龙头企业话语权在不断扩大。

2) 不溶性硫磺与防焦剂 CTP 构建公司产品优势

公司是国内首家采用连续法生产不溶性硫磺的企业，国产替代优势明显，目前公司具备 8 万吨不溶性硫磺产能（6 万吨连续法+2 万吨间歇法），产能位居国内第一，世界第二。公司的防焦剂 CTP 起步早，产品质量优，目前具备 2 万吨产能，全球市占率已经接近 70%。此外，公司在保持原有竞争力的基础上，计划进入新能源助剂行业，计划 2022 年底完成碳酸亚乙烯酯（VC）和氟代碳酸乙烯酯（FEC）中试试验。

3) 首次覆盖，给与“买入”评级

随着公司在建项目逐步投产，且橡胶助剂行业在未来几年仍然可以维持相对较高的景气度，因此我们看好公司业绩的逐步提升。预计 22-24 年公司归母净利润为 5.86/6.62/7.92 亿元，EPS=1.47/1.66/1.98 元/股，对应当前股价 PE=8.2/7.3/6.1x。我们选取与公司同样生产橡胶助剂的头部企业、同样生产轮胎上游原材料的头部企业、轮胎行业的头部公司进行对比，可以发现公司的估值水平明显较低，其中一个原因在于近几年轮胎原材料生产企业都在往新的领域不断突破，因此可以期待随着公司新材料端的突破，估值有望逐步提升。首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：在建项目建设不达预期；轮胎需求下降导致橡胶助剂助剂下降；原材料成本提升；新产品市场拓展不达预期等。

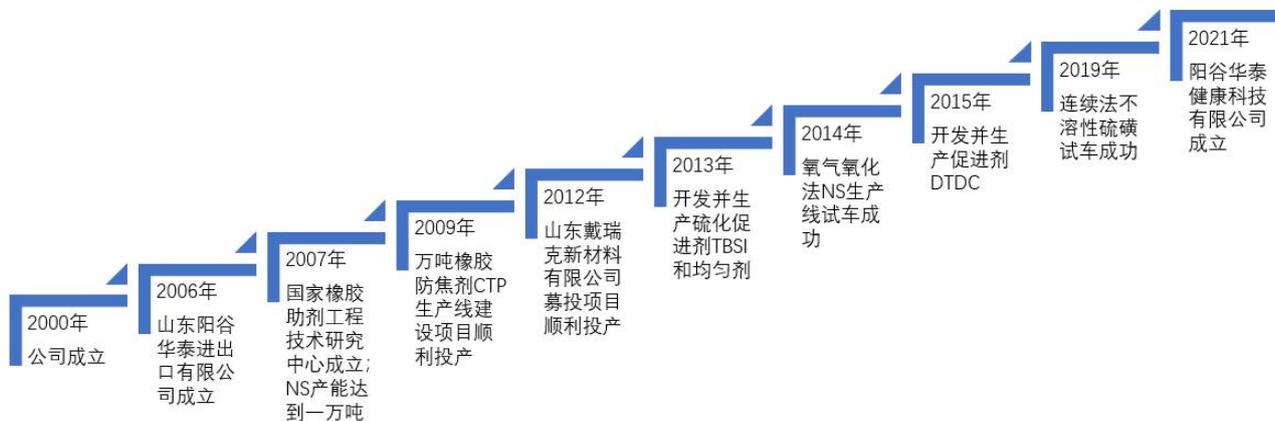
评论：

◆ 橡胶助剂行业龙头，业绩持续增长

公司成立于 2000 年，2010 年于深交所创业板上市，是中国橡胶助剂行业龙头企业，主要从事橡胶助剂的生产、研发和销售。公司在产品规模和品类方面均领先同行，公司现有阳谷、东营两大生产基地，总产能为 20 万吨左右，产品涵盖硫化助剂体系、加工助剂体系、胶母粒体系和防护体系四大体系，包括防焦剂

CTP、不溶性硫磺、胶母粒、促进剂 NS、促进剂 CBS、微晶石蜡、均匀剂等品种，是全球橡胶助剂产品序列最齐全的供应商之一。

图1：阳谷华泰发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在产能方面，公司现有硫化助剂体系产能 10 万吨，主要包括不溶性硫磺、促进剂等产品，其中 4 万吨连续法不溶性硫磺产能于今年 10 月投产，目前正处在产能爬坡阶段；加工助剂体系产能 5.5 万吨，主要包括防焦剂、树脂、均匀剂等加工助剂，目前防焦剂正在进行产区搬迁升级工作，有望于明年投产；防护体系产能 2.5 万吨，主要包括微晶石蜡等，产能一直维持较高负荷；胶母粒体系产能 2 万吨，主要包括预分散胶母粒等，产能负荷比较稳定，主要满足客户定制化需求。此外，公司重视研发，计划于 2022-2023 年建设中试基地，致力于橡胶助剂、高分子材料助剂、新能源材料添加剂、大健康等四个研究方向。目前在研发新型防老剂，计划 2023 年底建成吨级中试生产示范线；研发硅烷偶联剂，投资建设 6.5 万吨硅烷偶联剂，预计 2024 年投产，投资建设 4 万吨三氯氢硅，完善产业链布局；研发锂电新能源相关助剂，计划 2022 年底完成碳酸亚乙烯酯 (VC) 和氟代碳酸乙烯酯 (FEC) 中试试验；研发大健康领域的新品种，计划 2022 年底完成硫辛酸中试研究。

表1：公司主要产品的产能情况

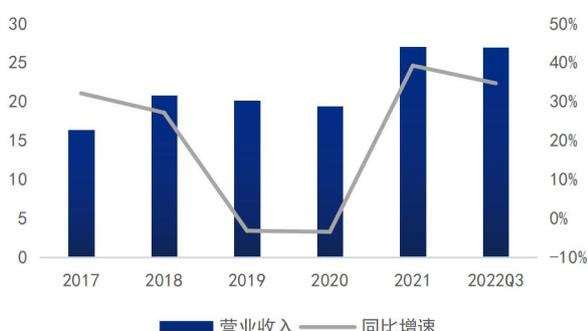
主要产品	设计产能	2021 年产能利用率	2020 年产能利用率	新增产能
硫化助剂体系	不溶性硫磺 促进剂 M 促进剂 NS 促进剂 CBS 6 万吨	124.49%	112.37%	4 万吨不溶性硫磺 (2022 年 10 月投产)
加工助剂体系	防焦剂 CTP 加工助剂、树脂等 5.5 万吨	110.74%	97.30%	1 万吨防焦剂 CTP 搬迁升级 (预计 2023 年下半年投产) 3.5 万吨酚醛树脂和 1 万吨 HMMM (预计 2024 年投产)
胶母粒体系	预分散胶母粒 2 万吨	70.84%	76.10%	
防护体系	微晶石蜡 2.5 万吨	97.55%	98.05%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自 2015 年修订后的《环境保护法》实施以来，国内橡胶助剂落后产能不断淘汰，产业格局的优化推动了龙头企业的业绩提升，公司在 2015-2018 年期间发展迅猛，营业收入 CAGR=34.27%，净利润 CAGR=111.12%。2019-2020 年在中美贸易摩擦影响下，下游轮胎市场需求表现低迷，叠加新冠肺炎疫情的影响，公司利润出现了明显的回调。但随着疫情逐渐好转、全球轮胎市场的刚性需求复苏，公司在 2021 年业绩大幅增长，营业收入同比+39.21%，净利润同比+125.73%。2022 年前三季度，在部分产品产销、价格提升的推动下，

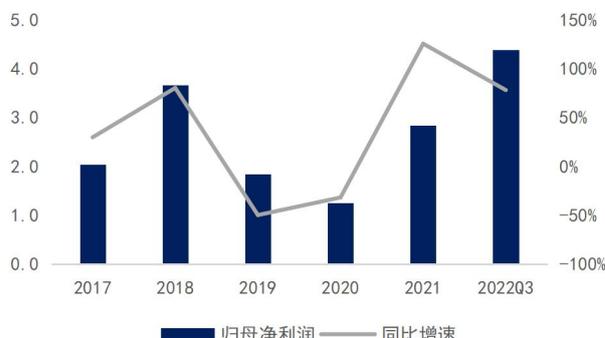
公司实现营收 26.97 亿元，同比+34.68%；归母净利润 4.39 亿元，同比+78.21%。

图2：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

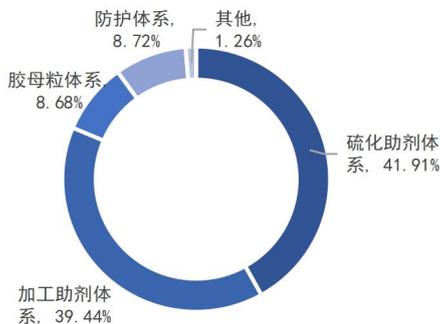
图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

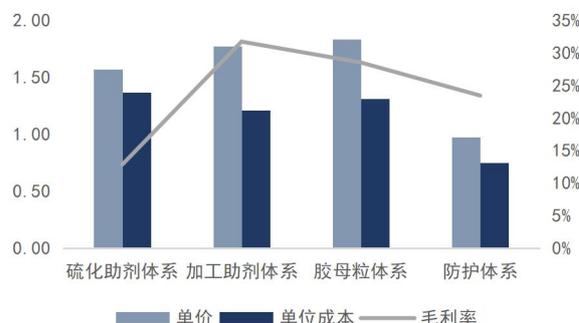
分产品来看，公司产品以硫化助剂体系和加工助剂体系为主，2021年二者分别占公司营业收入的41.91%和39.44%。但二者毛利率差别较大，加工助剂体系平均毛利率高达31.75%，盈利能力最强；硫化助剂体系毛利率仅为12.83%，主要因为促进剂市场竞争较为充分，企业定价话语权较弱。在硫化助剂体系中，不溶性硫磺产品毛利率水平相对更高，因此随着该产品新增产能的爬坡，公司硫化助剂体系的盈利能力有望稳步提高。

图4：2021年公司产品收入结构（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：2021年公司产品单价、单位成本、毛利率（万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司坚持产品多元化发展，产品序列丰富，是全球橡胶助剂产品序列最齐全的供应商之一。公司在新产品开发、产品质量、技术服务方面均处于国内行业领先水平，部分达到国际先进水平。公司一度被评为“中国精细化工百强”企业、山东省“十强”产业集群领军企业；“阳谷华泰”品牌在橡胶助剂市场享有卓越的声誉，被评定为山东省著名商标。公司坚持“大客户”战略，与国内外头部轮胎公司深度合作，主要客户为国内外大中型轮胎企业，包括米其林、普利司通、固特异等国际著名轮胎企业和国内几乎所有大中型轮胎企业。

表2：橡胶助剂行业国内外主要企业产品系列

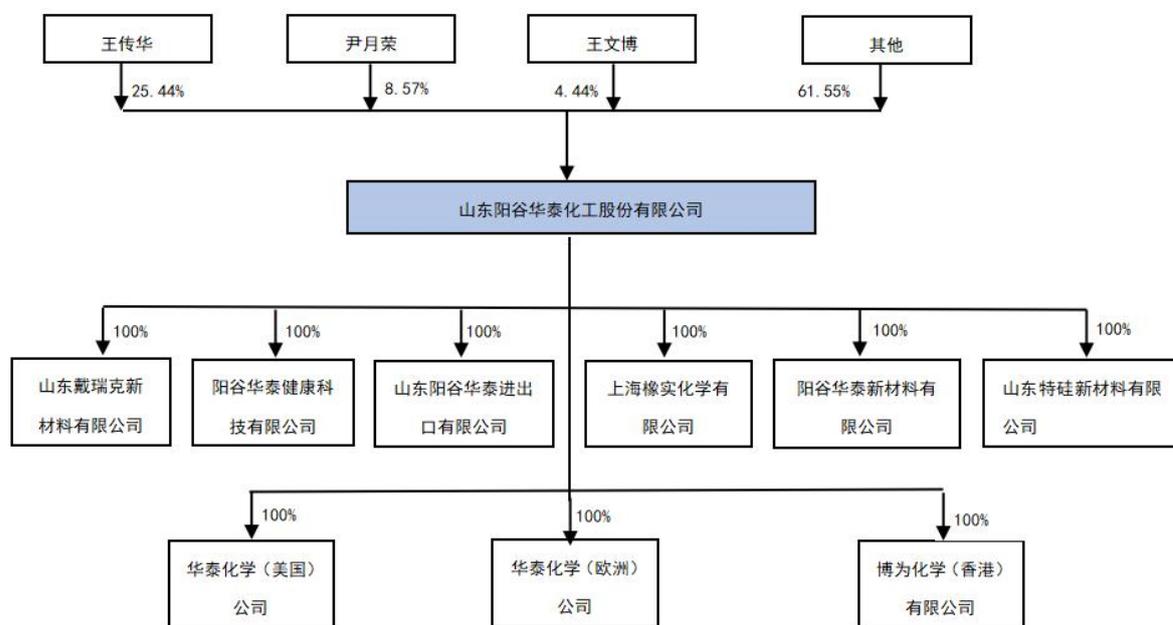
企业	产品系列	
国内	阳谷华泰	防焦剂、硫化促进剂、抗硫化返原剂、硫化剂、微晶石蜡、胶母粒、加工助剂、树脂等
	尚舜化工	促进剂、防老剂、硫化剂、防焦剂、预分散体等
	彤程新材	橡胶用酚醛树脂、促进剂等

国外	圣奥化学	防老剂、硫化促进剂、硫化剂等
	科迈化工	防老剂、硫化促进剂、增塑剂等
	美国福莱克斯 (Flexsys)	硫化剂、抗降解剂、硫化后稳定剂等
	美国科聚亚 (Chemtura)	促进剂、稳定剂等
	德国朗盛化学 (Lanxess)	抗氧化剂、促进剂、预分散化学品、硫化剂、填充活化剂等
	捷克爱格富集团 (Agrofert)	促进剂、防老剂、防焦剂和硫化剂等

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为集中，实际控制人是王传华家族，王传华、尹月荣、王文博三人合计直接控制公司 38.45% 的股份，其中第一大股东王传华为公司创始人，尹月荣为其配偶，王文博为二人之子。公司对外投资 9 家子公司，子公司分工明确，构建了从研发到生产再到销售的全产业链布局：橡实化学主要从事技术研发；戴瑞克新材料是公司东营基地的运营主体；华泰健康科技布局大健康领域；华泰进出口主要从事公司各类商品及技术的进出口业务；华泰新材料公司主要从事精细化学品生产销售；特硅新材料公司从事精细化学品与有机硅中间体生产与销售；位于美国、欧洲和中国香港的三家子公司负责境外产品销售及贸易。

图 6: 公司股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 橡胶助剂市场规模扩大，景气度有望持续

橡胶助剂市场规模逐步扩大，产能主要集中在中国

橡胶助剂是在天然橡胶和合成橡胶加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称。橡胶助剂通过与橡胶生胶进行科学配比，可以赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐老化、耐磨耗、耐高温、耐低温、消音等性能。

表 3: 橡胶助剂产品分类

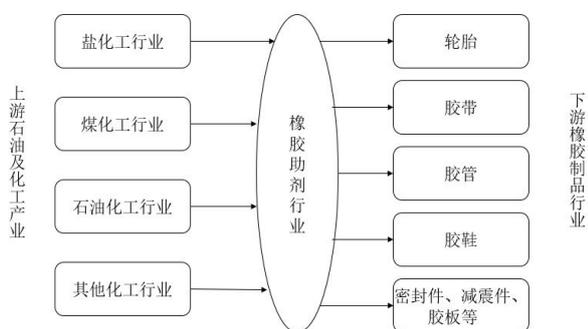
类别	主要产品	功能
防老剂	化学防老剂：防老剂 RD、防老剂 TMQ、防老剂 4020 等 物理防老剂：微晶石蜡等	与氧气或臭氧发生化学作用延缓橡胶老化 在橡胶表层形成薄膜，使其与氧气、臭氧隔离以延缓老化
硫化剂及过氧化物	不溶性硫磺、过氧化物等	不溶性硫磺能够有效防止混炼胶中的硫磺喷霜，增强胶体黏性
促进剂	促进剂 M、促进剂 NS、促进剂 CBS 等	加快硫化反应速度，缩短硫化时间，降低硫化温度，减少硫化剂用量，并能提高或改善硫化胶物理机械性能

加工助剂	防焦剂 CTP、粘合剂等	防焦剂 CTP 能够避免胶料在贮存和加工过程中发生早期硫化，并能显著改善胶料高温下压延安全性
特种功能性助剂	增粘剂等	改善橡胶制品的性能及质量、提高橡胶制品的生产效率、增强异质材料的粘性
预分散胶母粒	将普通的粉状助剂经过载体做成颗粒型或者片状	提升计量准确性，降低下游客户使用过程中粉尘污染

资料来源：橡胶助剂工业协会，国信证券经济研究所整理

橡胶助剂的上游原材料主要来源于盐化工、煤化工、石油化工等基础化工行业，主要有环己烷、苯酚、苯胺、叔丁胺、脂肪酸、氧化锌、蜡等。橡胶助剂下游为各类橡胶制品，包括轮胎、橡胶软管、橡胶带、橡胶薄片、橡胶鞋底、密封件等，其中 70%需求用于轮胎工业，在轮胎外胎的生产中大约占有 9%的成本。促进剂和防老剂作为橡胶助剂的主要品种，2021 年二者产量分别约占总产量的 26.8%和 31.1%。促进剂的上游原材料主要是环己胺、橡胶促进剂、液碱和液氯；防老剂的上游原材料主要是苯胺和丙酮。

图7：橡胶助剂产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

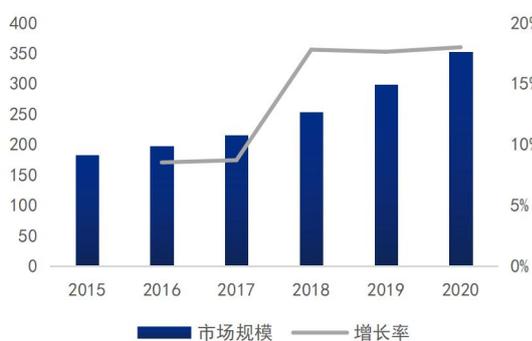
图8：橡胶助剂专委会会员主要产品产量（万吨）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

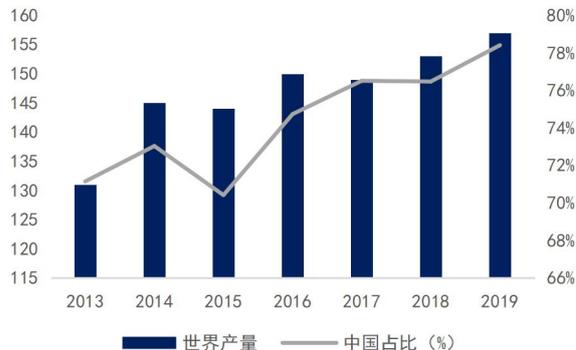
根据中国橡胶工业协会的测算，中国橡胶助剂市场规模呈现逐年递增态势。全球产量超过 70%集中在中国，主要厂商包括尚舜化工、圣奥化学、阳谷华泰、彤程新材、科迈化工等，产品主要以促进剂、防老剂等技术含量较低的产品为主，高技术含量产品产能不足。国外橡胶助剂行业总体专注于生产“小而精”的产品，主要集中在不溶性硫磺和橡胶用树脂这两类技术要求高的产品，橡胶助剂总产量占全球产量比重不足 30%，厂商主要以美国福莱克斯、美国科聚亚、德国朗盛化学和捷克爱格富集团为主。

图9：中国橡胶助剂市场规模及增长率（亿元，%）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

图10：橡胶助剂世界产量及中国占比（万吨，%）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

橡胶助剂行业集中度逐步提升，景气度有望维持

2014 年新《环境保护法》颁布以来，随着国家环保力度的加大，我国橡胶助剂行业市场规模不断扩大的同

时，市场集中度持续提高。需求端，虽然下游汽车行业产销量受到疫情影响，但轮胎核心需求来自于替换市场，汽车保有量的持续稳定增长保证轮胎需求端稳定，进而保证橡胶助剂需求端稳定，并且新能源汽车的迅猛发展为橡胶助剂带来新的发展机遇。同时，在欧美能源价格上涨及海运费下降的背景下，中国橡胶助剂的出口也在不断提升。总体而言，我们认为未来橡胶助剂行业仍然维持较好的景气度，并且在环保要求提升和产能升级的背景下，行业集中度在不断提升，龙头企业话语权在不断扩大。

1) 供给端：环保政策趋紧，利好龙头企业

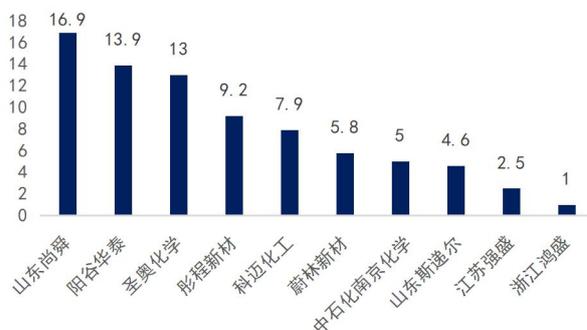
中国已成为全球最大的橡胶助剂供应国之一，早在 2013 年，中国橡胶助剂产量就达到全球产能的 70%以上，此后产能呈现出不断向国内集中的趋势，目前国内已形成了产品种类分布相对合理、在国际上具有举足轻重地位的橡胶助剂产业集群。与此同时，国内的产能不断向少数龙头企业集中，根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，2021 年工业总产值 20 亿元以上的企业有 5 家，10 亿元以上的有 2 家，5 亿元以上的有 8 家，其中阳谷华泰、彤程新材、中化圣奥、科迈化工、尚舜化工等公司已经成长为全球知名橡胶助剂企业。未来橡胶助剂行业集中度还将不断提升，《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》提出，到 2025 年 CR10 销售收入占比要达到 75%以上。

图 11：中国橡胶助剂产量及增速（万吨，%）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

图 12：2020 年我国橡胶助剂行业代表性企业产量（万吨）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

自 2020 年以来，龙头企业持续扩产，除阳谷华泰外，彤程新材、圣奥化学、科迈化工等均有项目扩建。与此同时，虽然一些小规模企业的项目也陆续在 2020-2022 年投产，但由于投产规模较小，对行业影响不大。总体来看，产能加快向龙头集中。

表 4：2020 年以来行业内部分企业扩产情况

企业	项目情况
龙头企业	
彤程新材料集团科技股份有限公司	60,000 吨/年橡胶助剂扩建项目。
圣奥化学科技有限公司	连云港项目：年产 10 万吨促进剂中间体 M、4 万吨促进剂 NS、4 万吨促进剂 CBS 和 1.2 万吨促进剂 DM 装置。
科迈化工股份有限公司	沧州项目二期：年产 6 万吨促进剂 MBT、3 万吨促进剂 TBBS、3 万吨促进剂 CBS 和 2 万吨促进剂 DCBS 装置。
山东阳谷华泰化工股份有限公司	年产 9 万吨橡胶助剂项目，包括年产 3.5 万吨树脂、年产 4 万吨不溶性硫磺、年产 1 万吨粘合剂 HMMM、年产 1000 吨硫化剂 DTD、年产 1000 吨抗硫化返原剂 HTS、年产 2000 吨促进剂 TBzTD、年产 1000 吨新型钴盐 HT-C20。
小规模企业	
哈密麒麟祥化工有限责任公司	年产 1 万吨橡胶促进剂 M 清洁生产及延伸产品塑解剂 DBD 生产项目。
德州博物新材料科技有限公司	年产 1 万吨绿色环保橡胶促进剂项目。
河南省永丰化工科技有限公司	年产 2400 吨橡胶促进剂项目。

资料来源：中国化工报，国信证券经济研究所整理

橡胶助剂行业产能之所以向大规模助剂生产厂商聚拢，主要归结于环保政策趋紧。自 2014 年《环境保护法》修订以来，随着国家对化工行业环保问题日趋重视，山东、河南、河北等地的环保核查力度大大加强，行业竞争形势出现一定变化。一方面，行业投资壁垒提高。环保要求趋严以及轮胎绿色化浪潮兴起对橡胶助剂绿色化、高性能化和系列化提出了更高要求，而只有具备一定资本实力的橡胶助剂生产企业，才能在

生产经营中持续投入设备、技术、人力，满足行业对环保标准、安全标准及产业技术不断提高的要求。阳谷华泰建造同量级的防焦剂 GTP 在 2010 年和 2022 年投资额相差接近 5000 万元；彤程新材年产 27000 吨橡胶助剂扩建项目总投资 20764 万元，其中环保投资 3000 万元，占总投资的 14.45%。**另一方面，落后产能逐步被淘汰。**随着橡胶助剂行业产品结构调整步伐的加快、产品绿色化率的提升，环保治理不达标、运营不规范的中小企业将面临减产、停产甚至破产，尤其对于竞争较为充分的促进剂和防老剂的落后产能将加快退出市场。

表5：部分淘汰装置企业

	企业	所在省份	产能（千吨/年）
促进剂	河南开仑	河南省	20
	东北助剂	河北省	20
	天津美域高	天津市	10
	日昇化工	内蒙古自治区	10
防老剂	淄博翔龙	山东省	8
	东北助剂	河北省	30
	黄岩浙东	浙江省	20
	河南开仑	河南省	5

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

除环保政策外，国内也出台了多项产业政策推动橡胶助剂产业的健康发展。国家将新型环保型橡胶助剂、加工型助剂、复合型橡胶助剂列为优先发展的高技术产业化的重点领域，鼓励清洁生产工艺的普及，号召淘汰污染物排放量大的落后工艺、落后产能，减少污染物排放。总体来看，未来橡胶助剂行业在环保要求不断提升下将持续升级，资金实力、技术实力强的龙头企业将更加受益。

表6：橡胶助剂产业发展政策

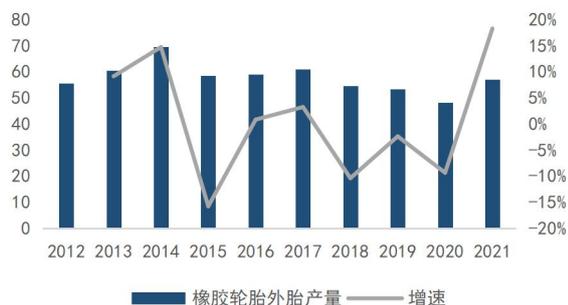
时间	政策文件	主要内容
2013	《产业结构调整指导目录》（2013 修正）	支持橡胶助剂行业发展；限制橡胶塑解剂五氯硫酚、橡胶促进剂二硫化四甲基秋兰姆（TMTD）生产装置；淘汰橡胶硫化促进剂 NOBS 和橡胶防老剂 D 生产装置，规范橡胶助剂行业生产清洁化。
2014	《绿色轮胎技术规范》	指出不应使用防老剂 D、促进剂 NOBS、秋兰姆类超促进剂 TMTM、TMTD。
2015	《中国橡胶行业“十三五”发展规划规划纲要》	调整结构，用高新技术改造传统橡胶工业，提质增效，重点放在提高质量、自动化水平、信息化水平、生产效率、环境保护和经济效益方面；淘汰落后产能，限制低水平重复投入，提高产业集中度和企业竞争力；节约能源、保护环境，大力推进绿色生产。
2016	《高新技术企业认定管理办法》	将新型环保型橡胶助剂、加工型助剂新品种、新型高效及复合橡塑助剂新产品列为当前重点支持的高新技术发展领域，享受高新技术企业相关税收优惠。
2016	《轮胎标签管理规定》	通过在轮胎上贴标签，提供统一轮胎参数信息，进一步推动轮胎绿色产业化，促进轮胎制造企业工艺路线的升级，进而推动轮胎用助剂工艺的提升。
2020	《橡胶行业“十四五”发展规划规划纲要》	橡胶助剂行业 90% 以上实现清洁生产工艺，大力推进橡胶硫化促进剂的清洁生产，淘汰污染物排放量大的落后工艺、落后产能。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%，‘十四五’末（2025 年），行业集中度（前十名企业销售收入占全行业比率）≥75%，其中销售收入 30 亿元以上企业 ≥2 家，20 亿元以上企业 ≥4 家。”

资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

2) 需求端：汽车保有量带动下需求稳定增长，新能源汽车带来新的机遇

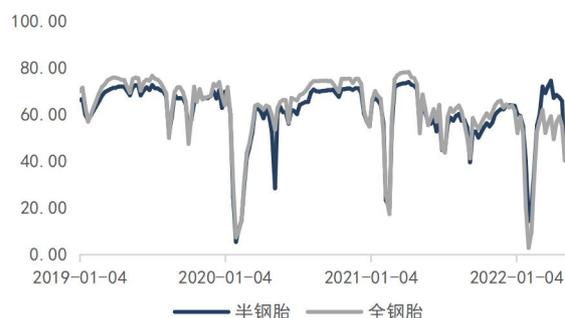
橡胶助剂下游市场主要面向各类橡胶制品生产企业，用于制造轮胎、橡胶软管、橡胶带、橡胶薄片和橡胶鞋底等，其中，70% 以上的橡胶助剂用于轮胎和汽车用橡胶制品，因此二者的需求情况基本决定了橡胶助剂的需求情况。进入 2021 年以来，我国疫情防控措施及效果明显好于国外，并且橡胶助剂下游轮胎、汽车行业在 2020 年下半年开始强力反弹，有效地刺激和带动了橡胶助剂的生产与销售，预计未来橡胶助剂需求端将保持稳定增长。

图13: 橡胶轮胎外胎产量 (亿条)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 轮胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轮胎需求分两个部分: 配套市场和替换市场, 分别对应汽车的新车市场和存量市场。其中替换市场占比约75%, 配套市场占比约25%, 替换市场占据主导地位。轿车对于半钢胎的配套数约为5条, 半钢胎的替换周期约为4年, 载重胎和工程胎对于全钢胎的配套数约为4-22条, 全钢胎的替换周期约为0.7-3.5年。从替换系数可以看出, 重型载重卡车的替换需求巨大, 每年每辆车需要替换10-20条全钢胎; 轿车胎的替换需求最小, 每年每辆轿车仅需要替换1-1.5条半钢胎, 但轿车数量众多, 总替换需求仍不容小觑。

表7: 车辆轮胎配套、替换系数及周期

轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆·年)	替换周期 (年)
轿车胎	轿车	5	1.5	4
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
载重胎	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

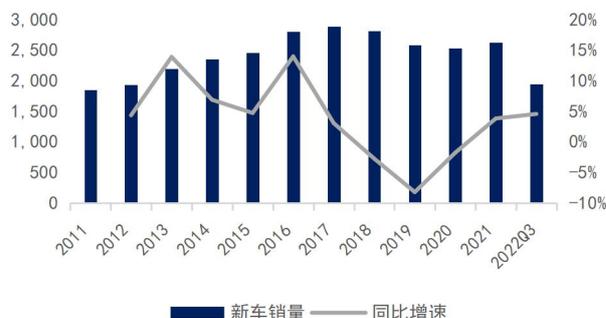
资料来源: 中国橡胶工业协会, 国信证券经济研究所整理

在保有量方面, 截至2022年9月底, 国内机动车保有量为4.12亿辆, 其中汽车保有量为3.15亿辆, 近几年机动车保有量增速维持在5.5%-7%之间, 增长相对稳定。新车产销方面, 2021年以来在新能源车发展的带动下, 汽车销量触底回升, 2022年国务院常务会议提出“阶段性减征部分乘用车购置税600亿元”、“汽车央企发放的900亿元商用货车贷款, 要银企联动延期半年还本付息”, 在政策利好的情况下, 新车市场持续好转, 截止到2022年9月底, 新车销量累计达到1947万辆, 同比增长4.55%。

图15: 中国机动车保有量及增速 (亿辆, %)



图16: 中国新车销量及增速 (万辆, %)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新能源车的高速发展，给橡胶助剂行业带来新的发展机遇。近年来，新能源汽车的产量和保有量均大幅上升，2021年国内新能源汽车保有量增长率高达59%，2021年12月国内新能源汽车月度产量高达52.3万辆，比11月环比增长9.6%。由于新能源汽车具有加速快、车身重、噪音低等特点，这要求有更低滚阻系数的轮胎来提升续航里程，更耐磨的轮胎来提升使用寿命，更低的胎噪来提升舒适性，自修复轮胎提升安全性能，因此白炭黑、硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、胎面树脂、硫化剂等相关品种未来有更高的发展空间。

阳谷华泰布局了硅烷偶联剂、高档防护蜡、白炭黑分散剂等品种。硅烷偶联剂作为保障绿色轮胎特性的核心原材料，能促使子午线轮胎滚动阻力变小、耐磨性变高、油耗降低、废气排放减少；防护蜡提高了胎侧胶的硬度和定伸应力，降低了拉伸强度和拉伸伸长率，而高档防护蜡的防护功能更优；白炭黑是制造低滚动阻力绿色轮胎的理想材料，而白炭黑分散剂可以明显改善白炭黑的分散性，提高胶料的加工性能和流动性，降低混炼能耗，同时提高硫化胶的耐磨性能和抗湿滑性能，从而大幅度提高成品轮胎的耐久性。

图17：中国新能源汽车产量及增速（万辆，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：中国新能源汽车保有量及增速（万辆，%）

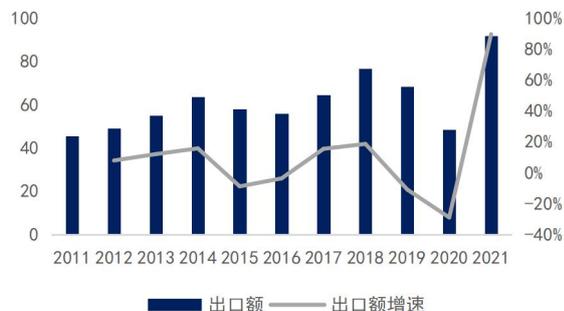


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3) 欧美能源价格上涨叠加海运费下降，利好橡胶助剂出口

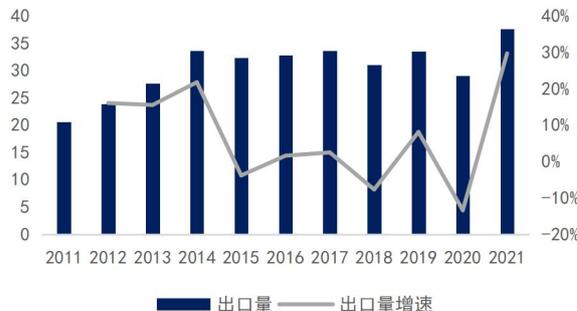
中国作为橡胶助剂主要的供应国，销售额中约32%来自出口。2021年橡胶助剂产品出口迎来爆发期，中国全年共出口橡胶助剂37.6万吨，较2020年增加了8.6万吨，增速高达30%；出口金额为92亿元，增速高达90%。进入2022年，海外海运费下降，欧美能源价格上涨，中国轮胎企业在海外加速扩张。中橡协橡胶助剂专业委员会预测2022年国外市场依然是重点关注的主要方向，2022年全国橡胶助剂总产量预计在140万吨左右，出口量将会保持10%左右的增长速度，出口额将会突破百亿元人民币。

图19：中国橡胶助剂出口额及增速（亿元，%）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

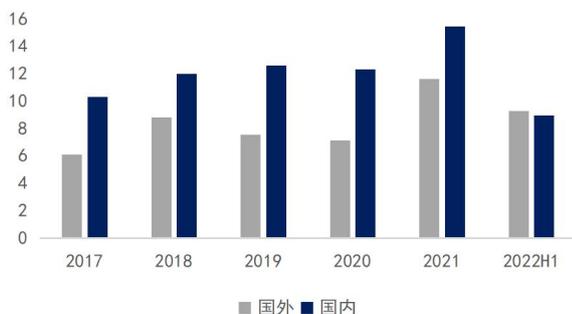
图20：中国橡胶助剂出口量及增速（万吨，%）



资料来源：中国橡胶工业协会，国信证券经济研究所整理

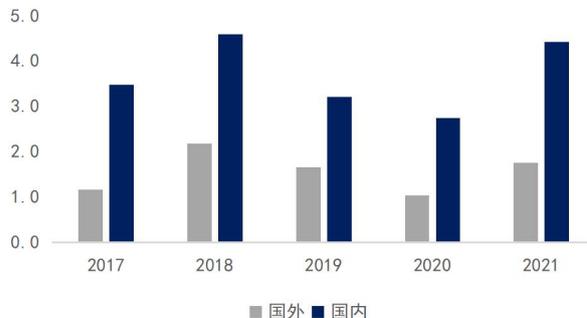
公司出口情况自 2021 年以来大幅提升，2022 年上半年销售收入更是超越国内，因此在欧美能源价格上涨的背景下，我们认为未来中国制造的成本优势将会更加明显，并且海运紧张情况已经逐步得到缓解，海运费的下降也利好中国产品在海外的竞争力提升，因此公司海外出口值得期待。

图 21: 公司国内外收入情况 (亿元)



资料来源：：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22: 公司国内外毛利情况 (亿元)



资料来源：：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述我们认为在环保趋严、轮胎市场稳定增长、海外出口提升的带动下，橡胶助剂行业总体景气度维持在较高水平，并且产能将进一步向龙头集中。其中我们更加倾向于关注产能集中且具有定价权的品种，在此阶段利润率水平较高；而像市场竞争激烈的促进剂、防老剂，由于供需相对过剩，预计未来几年盈利能力仍将处在较低水平，具备规模优势的龙头企业有望获得较好盈利；高技术壁垒产品如不溶性硫磺、酚醛树脂等产品更具发展潜力，国产可替代空间大，利润率高，是国内龙头未来布局的重点。

◆ 不溶性硫磺与防焦剂 CTP 构建公司产品优势

公司是国内首家采用连续法生产不溶性硫磺的企业，国产替代优势明显，目前公司具备 8 万吨不溶性硫磺产能（6 万吨连续法+2 万吨间歇法），产能位居国内第一，世界第二。公司的防焦剂 CTP 起步早，产品质量优，目前具备 2 万吨产能，全球市占率已经接近 70%，是公司核心产品。

不溶性硫磺打破国外技术垄断，有望逐步实现国产替代

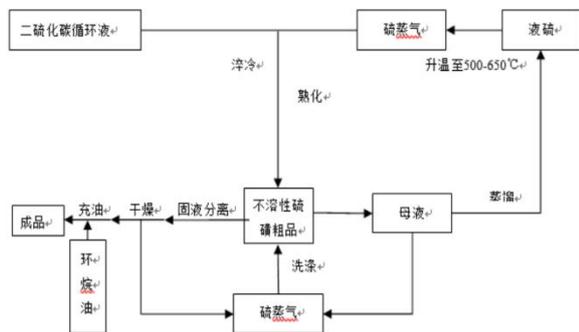
不溶性硫磺是一种性能优良的橡胶硫化剂，已成为生产高质量子午线轮胎的专用硫化剂，其制备方式主要包括连续法、间歇法和高温水法。高温水法工艺生产不溶性硫磺的技术相对落后，已经逐步淘汰。间歇法工艺是将有限量的原料按规定的加工流程，在一个或者多个设备中生产，以获得有限量产品，通过重复整个过程可以获得更多的产品，间歇法效率低，生产成本低。而连续法工艺是将各种反应原料按一定比例和恒定的速度连续不断地加到反应器中，而且从反应器中以恒定的速度连续不断地排出反应产物，反应器中某一特定部位的反应物料组成、温度和压力始终保持恒定。与间歇法相比，连续法容易实现自动化控制，产品的质量和产量稳定，同时能缩短反应时间，提高生产效率，降低生产成本，连续法生产的不溶性硫磺在满产情况下毛利率高于间歇法约 10%。但连续生产技术开发比间歇生产要难的多，且停工较为困难，对于小规模生产性价比不高，因此国内橡胶助剂企业大多采用间歇法。

表 8: 不溶性硫磺生产方法的优缺点

方法	优点	缺点
连续法	产品指标稳定，操作环境安全，污染小，生产成本较低	工艺较为复杂
间歇法	生产控制过程相对简单，生产设备较少，热稳定高	设备产能较低，生产成本较高
高温水法	生产安全性高，转化率较高	热稳定性较差，产生一定量的废水

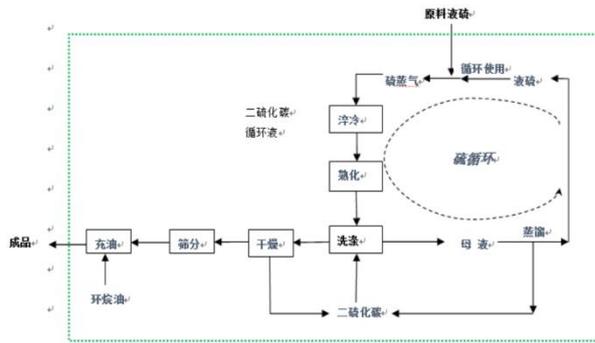
资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图23：阳谷华泰不溶性硫磺间歇生产工艺



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：阳谷华泰不溶性硫磺连续生产工艺



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司依托于橡胶助剂行业唯一的国家级工程技术研究中心，深耕技术研发，在国内率先研发出不溶性硫磺连续生产工艺，打破了国外40年技术垄断，成功实现国产化，为公司构建新的业绩增长点，使公司成为继美国伊士曼、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。公司于2022年10月份投产4万吨连续法产线，目前拥有不溶性硫磺产能已达8万吨（6万吨连续法+2万吨间歇法），产能跃居世界第二、国内第一。

表9：国内外不溶性硫磺产能情况

生产工艺	企业	现有产能（万吨）	在建产能（万吨）
连续法	美国伊士曼	20	
	日本四国化工	4	
	阳谷华泰	6	
间歇法	印度东方碳	3.4	
	尚舜化工	3	3
	阳谷华泰	2	
	江西恒兴源	1	
	蔚林新材	1.5	
	圣奥化学	1.5	
高温水法	无锡华盛	1.5	

资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

高性能不溶性硫磺需求量逐年递增，国内进口替代空间广阔。近年来我国不溶性硫磺产能持续增长，2021年中国不溶性硫磺产量达12.6万吨，需求量达16.4万吨。但是国内行业集中度低，且性能指标参差不齐，因此对于国外产品的依赖度较大。阳谷华泰不溶性硫磺各项参数已达到国际先进水平，随着高性能不溶性硫磺需求量逐年递增及公司连续法产能的不断爬坡，不溶性硫磺业务将成为公司重要的业绩增长点，带动公司的产品量价齐升。

图25：中国高性能不溶性硫磺产量及需求量（万吨）

2016-2022年中国不溶性硫磺产量及需求量统计



资料来源：共研研究院，国信证券经济研究所整理

防焦剂 CTP 龙头地位显著，全球市占率达 60%以上

防焦剂是防止橡胶出现焦烧现象而使用的橡胶助剂。橡胶在贮存和加工过程中因受热会发生早期硫化（交联）并失去流动性和再加工的能力，这一现象被称为橡胶的焦烧，配用防焦剂是目前最为简单易行的防止焦烧的通用方法。美国富莱克斯公司于上世纪六十年代末研发成功防焦剂，其防焦剂产品于上世纪九十年代进入中国并一度垄断了中国的市场。此后，阳谷华泰自主研发并掌握了橡胶防焦剂 CTP 的全套核心技术，从源头上摆脱了对国外厂商的技术依赖，成为行业内填补国内空白、替代进口的领跑者。相比其它种类的防焦剂，防焦剂 CTP 具有用量少，效能高的特点，在较高的加工温度下不分解，不污染胶料颜色，是子午线轮胎生胶料产过程中必不可少的助剂。目前，尚未有防焦剂 CTP 的理想替代品出现，未来几年防焦剂 CTP 依然是最重要的加工助剂之一。

表 10: 防焦剂类别及特征

类别	代表产品	特征
有机酸类	如水杨酸、安息香酸、邻乙酸苯甲酸、邻苯二甲酸酐	防焦能力弱，对促进剂品种选择性大，会降低硫化速度和硫化胶性能，对皮肤有刺激作用。常用的邻苯二甲酸酐仅对碱性促进剂 DPG、MBT 有效，对 NOBS、TMTD 无效。
亚硝基化合物	N-亚硝基二苯胺（NDPA）、N-亚硝基-苯基-β-萘胺	对促进剂的选择性强，与有机酸不同，该类防焦剂对常用的噻唑类和次磺酰胺类促进剂都有较好的防焦作用，但防焦效果不如次磺酰胺类防焦剂。
次磺酰胺类防焦剂	防焦剂 CTP	防焦性能优异，对所有硫磺硫化的二烯类和低不饱和度的橡胶均有良好的防焦烧效果，能大幅度提高胶料的贮存稳定性，防止存放期间发生自然硫化。用量少，通常用量为 0.1-0.45 份。

资料来源：中国产业信息网，国信证券研究所整理

公司是防焦剂 CTP 的全球龙头，市占率接近 70%。早在公司成立之初，就定位以防焦剂 CTP 为主导产品，2004 年开发并丰富了防焦剂 CTP 不同剂型品种；2005 年完成了防焦剂 CTP 原料中间体二硫化物的工艺改进；2009 年，公司率先建成万吨级橡胶防焦剂 CTP 生产线，该项目经中国石油和化学工业协会专家组于 2009 年 11 月 30 日鉴定，认为“产品达到国际同类产品的先进水平，生产规模世界领先”，自此公司成为全球最大的橡胶防焦剂 CTP 生产企业。2022 年，公司计划将位于阳谷的 1 万吨/年的防焦剂 CTP 产能转移至生产条件、区位条件更好的位于东营的子公司戴瑞克，实现公司对防焦剂 CTP 的集中生产和销售，提升经营效率，优化产业布局，巩固公司在防焦剂 CTP 领域的竞争优势。

防焦剂 CTP 行业集中度极高，全国总产能约为 3.1 万吨，防焦剂 CTP 全球优质产能全部在我国，其中 2020 年阳谷华泰产量占比已经达到 65.6%，位于全球第一。除公司 2 万吨产能外，产能较大的还有河南汤阴永新和印度 NOCIL，但印度 NOCIL 生产的产品大多用于本地厂商。

表 11: 国内外防焦剂 CTP 产能情况

企业名称	产能 (吨)	备注
阳谷华泰	20000	
汤阴永新	9000	
印度 NOCIL	3000	主要供内销
圣海化工	2000	
其他	1000	

资料来源: 公司公告, 国信证券研究所整理

原材料自产, 工艺具备成本优势。公司自主研发了防焦剂 CTP 原材料氯代环己烷的生产技术, 使公司的主要产品的原材料从外购转向自行生产, 每吨生产成本大约下降 400-500 元, 从而进一步降低原材料价格的波动对公司盈利的影响程度; 公司的橡胶防焦剂 CTP 生产采用一步法合成工艺, 简化工艺路线, 缩短了缩合、结晶时间, 缩合时间由原来的 4 小时缩短为 2.6 小时, 单套装置的产能为 9 批/天, 同行业企业单套装置的产能仅为 3-6 批/天, 相比明显提高了生产效率, 同时大大减少了有机溶剂的消耗; 防焦剂 CTP 生产用原料二环己基二硫化物采用了硫化钠再生循环利用技术, 将母液中的硫化钠全部回收利用, 提高了原料的利用率, 对于成本下降作用明显。

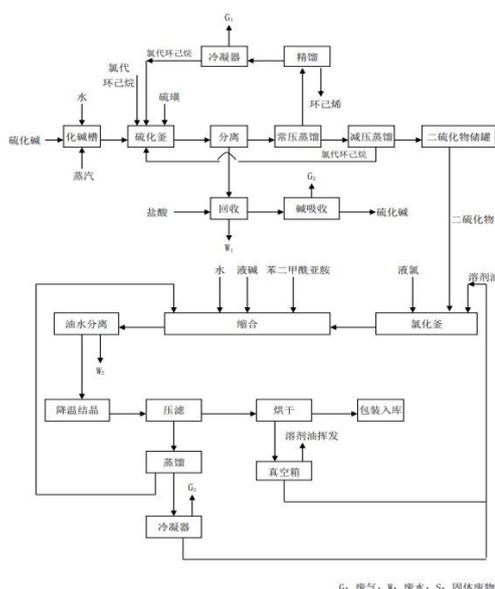
此外, 在环保方面, 公司采用溶剂油回收装置对防焦剂 CTP 生产过程尾气进行深度处理, 使橡胶防焦剂 CTP 生产中挥发的溶剂油得到有效回收利用, 节约了资金, 降低了产品成本, 同时净化了环境; 采用过滤、干燥一体化设备, 避免了转序过程暴露在空气中的产品挥发溶剂造成的空气污染; 废水处理采用了多效蒸发发生化法对生产过程中产生的工艺废水进行处理, 解决了困扰行业发展的橡胶助剂高盐废水处理难的问题, 该工艺每吨产品的废水量仅 6-7 吨, 大大低于同类企业 10-20 吨的水平, 降低了生化处理的负荷, 回用率达到 95%。

图 26: 公司防焦剂 CTP 起步早, 发展快



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 公司防焦剂 CTP 工艺流程图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

布局新能源赛道, 锂电池添加剂市场潜力巨大

鉴于新能源汽车的迅猛发展, 公司在保持原有竞争力的基础上, 计划进入新能源助剂行业, 布局新领域。目前公司开展了锂电池添加剂的实验室研究, 主要是氟代碳酸乙烯酯 (FEC) 和碳酸亚乙烯酯 (VC)。FEC 形成固体电解质界面膜的性能较好, 既能形成紧密结构层又不增加阻抗, 能够有效阻止电解液进一步分解, 提高电解液的低温性能。VC 可以提高电池的容量和循环寿命。公司计划 2022 年底完成碳酸亚乙烯酯 (VC)

和氟代碳酸乙烯酯(FEC)中试试验。

从出货量看，锂电池添加剂出货量上升趋势显著。新能源汽车、5G手机、电动工具和电动两轮车等新兴消费应用领域带动锂电池需求增长，以及基站建设、海外储能和国内发电侧储能项目带来的储能电池需求大增。同时随着锂电池对安全性、循环寿命和能量密度要求的提升，电解液添加剂需求量逐步增加，2020年，全球电解液添加剂质量占比达到5.6%左右，带动全球锂离子电池电解液添加剂出货量约18750吨，同比增长31.8%。2020年中国电解液添加剂总体出货量16140吨，同比增长40.8%，其中VC出货量6800吨，FEC出货量3500万吨，两者合计占电解液添加剂市场的份额达63.8%。

图28：全球电解液添加剂出货量（吨）



资料来源：EVTank，国信证券经济研究所整理

图29：中国电解液添加剂出货量（吨）



资料来源：EVTank，国信证券经济研究所整理

从市场规模看，锂电池添加剂市场潜力巨大。从2016年开始，由于锂电池终端需求提升和添加剂应用比例增加，叠加电解液上游原材料价格大幅上涨影响，2016年添加剂整体市场规模大幅上涨。到2020年，全球和中国电解液添加剂市场规模分别达到29.69亿元和24.5亿元，同比分别增长13.4%和23.1%。随着锂电池需求终端的增长，我们认为锂电池添加剂的出货量和市场规模将在未来相当长时间内保持增长态势，布局锂电池添加剂赛道将为公司带来新的竞争力，推动公司业绩快速增长。

图30：全球电解液添加剂市场规模（亿元）



资料来源：EVTank，国信证券经济研究所整理

图31：中国电解液添加剂市场规模（亿元）



资料来源：EVTank，国信证券经济研究所整理

◆ 首次覆盖，给与“买入”评级

我们认为，随着公司在建项目的逐步投产，且橡胶助剂行业在未来几年仍然可以维持相对较高的景气度，因此看好公司业绩的逐步提升。预计2022-2024年公司归母净利润达到5.86/6.62/7.92亿元，EPS=1.47/1.66/1.98元/股，对应当前股价PE=8.2/7.3/6.1x。

我们选取与公司同样生产橡胶助剂的头部企业、同样生产轮胎上游原材料的头部企业、轮胎行业的头部公司进行对比，可以发现公司的估值水平明显低于这几类，其中一个原因在于近几年轮胎原材料生产企业都在往新的领域不断突破转型，因此可以期待随着公司在新材料端的突破，估值有望逐步提升。首次覆盖，给与“买入”评级。

表12: 上市公司相对估值

	股价	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
橡胶助剂							
中化国际	7.16	0.59	0.82	1.04	12.14	8.73	6.88
彤程新材	34.63	0.71	1.07	1.49	48.77	32.36	23.24
轮胎上游原材料							
黑猫股份	12.86	0.49	0.85	1.29	26.24	15.13	9.97
确成股份	19.08	1	1.24	1.48	19.08	15.39	12.89
轮胎龙头企业							
玲珑轮胎	17.55	0.65	1.39	1.98	27.00	12.63	8.86
赛轮轮胎	8.23	0.61	0.93	1.18	13.49	8.85	6.97
森麒麟	25.72	1.82	2.65	3.45	14.13	9.71	7.46

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

在建项目建设不达预期; 轮胎需求下降导致橡胶助剂助剂下降; 原材料成本提升; 新产品市场拓展不达预期等。

相关研究报告:

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	173	202	349	704	1022	营业收入	1943	2705	3641	3953	4773
应收款项	574	764	798	812	915	营业成本	1565	2087	2603	2799	3394
存货净额	196	306	346	356	406	营业税金及附加	13	16	22	24	29
其他流动资产	256	143	182	198	239	销售费用	44	57	55	59	72
流动资产合计	1199	1414	1675	2070	2582	管理费用	101	112	167	181	218
固定资产	923	1076	1183	1271	1346	研发费用	45	78	80	87	105
无形资产及其他	77	74	72	70	68	财务费用	22	30	6	1	(4)
投资性房地产	83	67	67	67	67	投资收益	2	3	3	3	3
长期股权投资	24	26	27	28	29	资产减值及公允价值变动	0	9	5	5	5
资产总计	2306	2657	3024	3506	4092	其他收入	(42)	(65)	(80)	(87)	(105)
短期借款及交易性金融负债	220	255	200	200	200	营业利润	158	350	716	810	968
应付款项	366	380	381	393	406	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	46	71	82	88	107	利润总额	156	348	714	808	966
流动负债合计	632	706	663	681	713	所得税费用	30	64	129	145	174
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	23	23	23	23	归属于母公司净利润	126	284	586	662	792
长期负债合计	18	23	23	23	23	现金流量表（百万元）					
负债合计	650	729	686	704	736	净利润	126	284	586	662	792
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(5)	0	0	0	0
股东权益	1656	1928	2338	2802	3356	折旧摊销	89	117	101	119	133
负债和股东权益总计	2306	2657	3024	3506	4092	公允价值变动损失	(0)	(9)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	22	30	6	1	(4)
每股收益	0.34	0.76	1.47	1.66	1.98	营运资本变动	(86)	(126)	(102)	(21)	(162)
每股红利	0.32	0.19	0.44	0.50	0.60	其它	5	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	4.41	5.14	5.86	7.02	8.41	经营活动现金流	129	265	580	755	757
ROIC	6.97%	13.35%	25%	26%	29%	资本开支	0	(277)	(201)	(201)	(201)
ROE	7.60%	14.73%	25%	24%	24%	其它投资现金流	20	0	0	0	0
毛利率	19%	23%	29%	29%	29%	投资活动现金流	19	(278)	(202)	(202)	(202)
EBIT Margin	9%	13%	20%	20%	20%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	17%	22%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-4%	39%	35%	9%	21%	支付股利、利息	(120)	(71)	(176)	(199)	(238)
净利润增长率	-32%	126%	106%	13%	20%	其它融资现金流	(19)	183	(55)	0	0
资产负债率	28%	27%	23%	20%	18%	融资活动现金流	(260)	41	(231)	(199)	(238)
股息率	2.6%	1.6%	3.9%	4.4%	5.3%	现金净变动	(112)	28	147	355	318
P/E	35.9	15.9	8.2	7.3	6.1	货币资金的期初余额	286	173	202	349	704
P/B	2.7	2.3	2.1	1.7	1.4	货币资金的期末余额	173	202	349	704	1022
EV/EBITDA	19.7	11.1	6.7	6.0	5.1	企业自由现金流	0	3	384	555	553
						权益自由现金流	0	186	324	555	557

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032