

公司研究

公司投资价值分析

首次评级：推荐

超高分子量聚乙烯性能优越，规模优势显现

——国润新材（833435.OC）公司投资价值分析

核心观点

主打超高分子量聚乙烯，性能优越的工程塑料

超高分子量聚乙烯具有优越性能，具有耐磨耐腐蚀、耐低温、自润滑、抗冲击性能好等特点，在国外得到广泛应用，我国起步较晚，且受制于原料特性，挤出速度提升很慢。

公司围绕超高分子量聚乙烯推出系列产品，拥有 25 条 UHHW-PE 生产线和一条更为先进的熔融技术生产线，技术先进，现已实现原料改性研究和设备改进，提升小口径管材挤出速度 10 倍以上，生产效率大幅提升，同时突破大口径 UHMW-PE 管材技术，抢占市场先机。

毛利稳定，规模优势显现

公司毛利率维持在 38% 左右，净利率逐年提升，2015 年年报净利率为 21.13%，主要由于随着公司技术改进和产能提升，规模优势开始初步显现。考虑超高分子量聚乙烯对传统材料较好的替代作用，市场需求较大，市场价格和毛利有望维持高位。

公司采用以电子商务为主、渠道分销为辅的营销方针，具有更广的业务触手，方便海外营销开展，同时公司客户资源较为优质，口碑较好。

盈利预测：

由于业务快速扩张和技术不断成熟，公司规模优势开始显现，盈利能力不断提升，2016 年预计实现收入 1.40 亿元，实现净利润 4000 万元，每股收益 0.39 元/股。

估值定价：

估值水平拟参考为 20 倍，根据新三板分层标准，国润新材将进入创新层，估值水平有望进一步提升，具有较大投资价值。

风险提示：

应收账款回款风险；下游行业景气度风险；供应商依赖风险；现金流紧张风险。

财务数据与估值

	2014	2015	2016E
营业收入(万元)	6,007.35	9,351.37	14,000.00
同比增速(%)	73.42%	55.67%	49.71%
净利润(万元)	1,049.86	1,975.50	4,000.00
同比增速(%)	705.48%	88.17%	102.48%
摊薄后 EPS(元)	—	0.19	0.39

研究员：韩保倩

电话：010-84183149

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940515070002

联系人：杨佳昊

电话：010-84183297

Email：yangjiahao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、公司概况	4
1.股权结构：王伟、张凤银为实际控制人	4
2.主打超高分子量聚乙烯管材，产能国内领先	4
二、超高分子量聚乙烯：性能优越的工程塑料	6
1.性能优越，优势突出	6
2.UHMW-PE 管材：行业应用广泛，但产能提升较慢	7
三、规模优势显现，电子商务为触角	8
1.规模优势显现，毛利稳定	8
2.电子商务销售为主，延伸触角更广	9
四、盈利预测及估值比较	9
1.盈利预测	9
2.估值比较	10
五、风险提示	11

图表目录

图 1: 国润新材股权结构图	4
图 2: 公司主要产品图例	5
图 3: 2013-2015 公司主要产品收入情况	6
图 4: 2013-2015 公司主要产品毛利情况	6
图 5: 2013-2015 公司营收情况	9
图 6: 2013-2015 公司每收益及每股净资产	9
表 1: 超高分子量聚乙烯应用优势	7
表 2: 超高分子量聚乙烯主要生产厂家	8
表 3: 国润新材盈利预测	10
表 4: 国润新材 2014、2015 年业绩与分层标准对比表	10
表 5: 国润新材估值对比表	10

一、公司概况

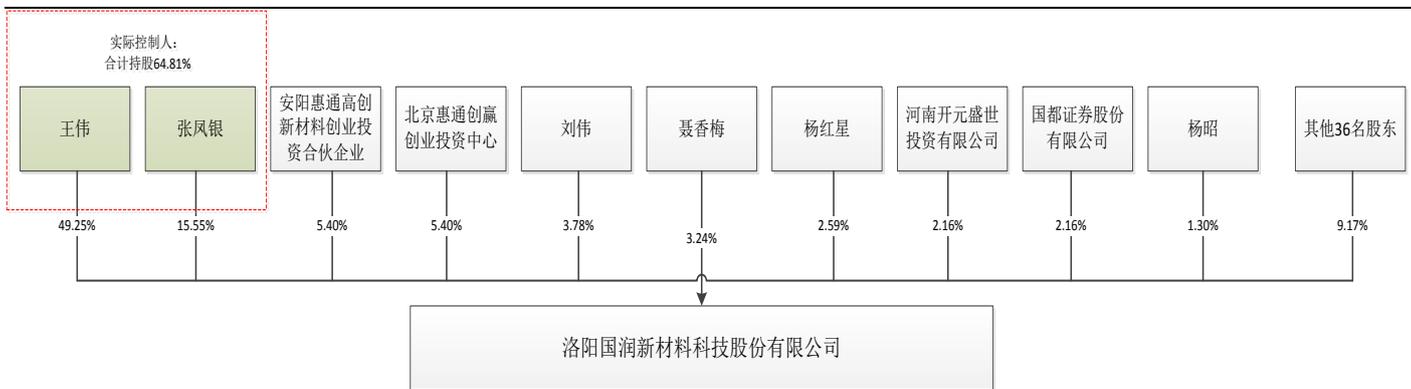
洛阳国润新材料科技股份有限公司（以下简称“国润新材”或“公司”）2008年10月成立，2015年3月，公司整体变更为股份有限公司。

2015年9月公司挂牌新三板，代码833435.OC。2016年1月变更为做市转让，现有国都证券、上海证券、长江证券、平安证券、招商证券、东莞证券为其做市。

1. 股权结构：王伟、张凤银为实际控制人

截止2015年底，公司共有股东人数为46户，股本4629万股，前十大股东合计持股占比90.83%。根据公司2015年报，王伟持有公司49.254%股份，张凤银持有15.554%股份，二人系夫妻关系，签有一致行动协议，合计持股比例为64.81%，为公司控股股东和实际控制人。

图1：国润新材股权结构图（根据2015年年报，4629万股本）



资料来源：公司年报，国都证券

公司股改后挂牌前进行过两轮增资，第一次是2015年4月，公司引入新增股东杨昭、国世通、聂香梅、谢闻九和开元盛世，增发价格为4.00元/股，公司注册资本增加为3750万股。第二次是2015年5月，再次增发379万股，由25名公司核心员工和杨红星、李闯、杨丽、赵冰4名自然人认购，增发价为2.50元/股，公司股本变更为4129万元。

挂牌后，2015年底公司向北京惠通创盈创业投资中心（有限合伙）、安阳惠通高创新材料创业投资合伙企业（有限合伙）两家外部投资者增发500万股，增发价格为4.20元/股，募集资金2100万元，股本增至4629万股。

2016年4月，公司每10股转增11.90股（以公司股东溢价增资所形成的资本公积每10股转增9.6股，不需要纳税，以其他资本公积每10股转增2.30股，需要纳税），此次分红后，公司总股本增至10137.51万股。

2. 主打超高分子量聚乙烯管材，产能国内领先

国润新材主营聚乙烯和超高分子量聚乙烯管材的研发、生产和销售，围绕超高分子量聚乙烯管道推出一系列产品，主要服务于河道疏浚、矿山、电力、石油等领域，具有较好的耐磨、耐冲击、耐低温、化学稳定性等。

国内该市场尚处于起步阶段，公司目前拥有25条超高分子量聚乙烯生产线及1条

更为先进的熔融技术生产线，生产线已实现自动上料、自动挤出、自动切割，并采用油冷模式，产品品质优良、分子量高，拥有超高分子量聚乙烯管材快速挤出技术、超高分子量聚乙烯油井衬管技术、大口径超高分子量聚乙烯管技术等；同时通过自主研发开发了超高分子量聚乙烯复合管、超高弯头、超高三通、超高复合弯头、超高复合三通、超高旋流器溢流管等系列产品，实现了配套产品的生产。

公司与上海化工研究院合作展开超高分子量聚乙烯管材熔融挤出技术的研究，通过对超高分子量聚乙烯原料的改性研究和超高设备的改进，目前在小口径管材的挤出上已取得突破，管材的挤出速度达到原来的 10 倍以上，生产效率得到较大提升。

近年来随着各国大力发展海洋产业以及跨区域资源调配工程，市场对大口径管材的需求量巨大，大口径超高分子量聚乙烯管是指口径直径在 600mm-800mm 的超高管道，生产技术较复杂，生产难度大，设备投资大，一般企业只能生产中小口径管材，不具备大口径管材的生产能力，2014 年以前国内尚没有该类产品销售。因此开发大口径管材，是各企业争相发展的方向，逐步建立完善的产品规格型号是未来行业发展趋势。

大口径超高分子量聚乙烯管是在小口径管的基础上进行的创新性的研发，公司在 2014 年 8 月立项进入开发阶段，并于 2014 年 10 月完成项目验收，目前尚在市场铺设阶段。

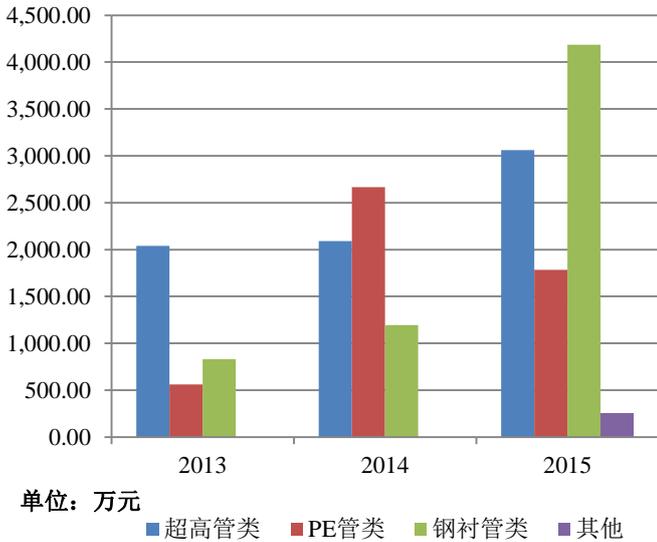
图 2：公司主要产品图例



资料来源：国都证券

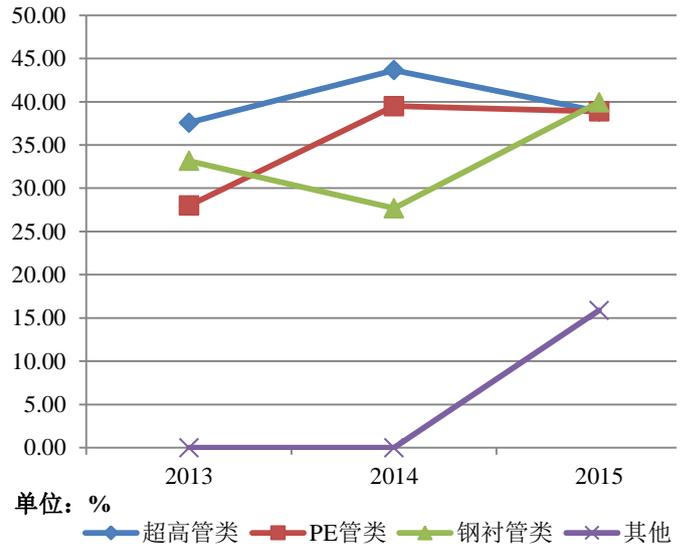
2015 年收入占比中，钢衬管、超高分子管和 PE 管材分别为 45.06%、32.97% 和 19.23%。由于 PE 管道和钢衬管道同属给水用管道产品，在钢价下滑的环境下，钢衬管道具有更好的性价比，且承压性较好，因此收入占比大幅提升至 45.06%，公司对钢衬管道生产线进行技术改造，以提升产能和生产效率，更好把握市场先机。

图 3：2013-2015 公司主要产品收入情况



资料来源：choice、国都证券

图 4：2013-2015 公司主要产品毛利情况



资料来源：choice、国都证券

二、超高分子量聚乙烯：性能优越的工程塑料

1. 性能优越，优势突出

超高分子量聚乙烯 (ultra-high molecular weight polyethylene pipe, 缩写 UHMW-PE) 是由乙烯、丁二烯单体在催化剂的作用下, 聚合而成的平均分子量大于 200 万的热塑性工程塑料。该材料是国家 863 计划成果转化项目, 2001 年被科学技术部国科字 (2000) 056 号文件列为国家科技成果重点推广计划, 被国家发改委、科技部、商务部、知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》列为重点推荐新材料项目。

超高分子量聚乙烯具有较好的性能优势, 是新型热塑性工程塑料, 分子结构和普通聚乙烯相同, 黏均分子量在 150 万-1000 万 (普通聚乙烯在 4 万-12 万)。由于其聚乙烯分子链很长, 沿同一方向排列, 相互缠绕, 通过强化分子之间的相互作用, 较长的分子链能够更有效地将载荷传递给主链, 是目前世界上比强度和比模量最高的纤维, 是继碳纤维、芳纶纤维之后出现的第三代高性能纤维。同众多的聚合物材料相比, UHMW-PE 具有摩擦系数小, 磨耗低, 耐化学药品性优良, 耐冲击、耐压性、抗冻性、保温性、自润滑性、抗结垢性、耐应力开裂性、可再生性等优点, 具有重要的实用价值。

1957 年美国联合化学公司采用 Ziegler-Natta 催化剂首先制备出 UHMW-PE, 随后由德国 Hoechst 公司于 1958 年将其实现商品化。之后, 美国 Hercules 公司和日本三井石油化学工业股份有限公司相继从树脂销售, 逐步转向 UHMW-PE 生产, 并着力开拓其应用领域。1979 年, 荷兰 DSM 公司采用凝胶纺丝法生产 UHMW-PE 纤维, 开始了 UHMW-PE 纤维在防弹领域的应用研究。

我国上海高桥化工厂于 1964 年最早研制成功并实现 UHMWPE 的工业化生产。20 世纪 70 年代后期, 安徽化工研究院、广州塑料厂和北京助剂二厂均开始 UHMW-PE 的生产, 年产量 6000 吨左右。经过不断发展, 现在 UHMWPE 的生产厂家主要是上海联乐

化工科技有限公司、中国石油化工股份有限公司北京燕山分公司、中国石化齐鲁石油化工有限公司、九江中科鑫星新材料有限公司等，年产量 20 万吨。

2. UHMW-PE 管材：行业应用广泛，但产能提升较慢

美、德、日、韩等发达国家主要将超高分子量聚乙烯工程塑料(UHMW-PE)应用于棒材、板材、纤维绳、防弹衣、薄膜等领域，国内首创将其用于制作管道，目前超高分子量聚乙烯管道制作技术在我国日渐成熟。

超高分子量聚乙烯管是采用特殊的挤出机和特殊设计的模具将超高分子量聚乙烯在高温条件下连续挤出成型的一种新型管材，具有耐磨损、耐低温、耐腐蚀、自身润滑、抗冲击性能等优点，耐磨性能是钢的 6-8 倍，聚丙烯的 10 倍，PE 的 2.3 倍，而且具有不粘附、不吸水、卫生无毒等性能，可长期在-269℃至 80℃条件下工作，广泛应用于市政、河道疏浚、海洋运输、航道建设、盐业及盐化工、石油化工、电厂、矿山等领域。

超高分子量聚乙烯管道相比其它管道在各应用领域具有的独特优势见下表：

表 1：超高分子量聚乙烯应用优势

应用领域	输送介质	存在的工况问题	超高分子量聚乙烯管道特性
冶金	矿浆、冶金废渣	磨损和腐蚀	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
热电	灰浆（水力冲灰）	钢管每年结垢厚度 50mm-60mm	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
石油	原油污水	钢管仅能用 1-3 年	不结垢性、耐腐蚀性
煤炭矿业	原矿、尾矿、精矿等矿浆	钢管仅能用 1-2 年	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
	选矿厂、选煤厂洗选固液混合物	钢管仅能用 1-2 年	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
	煤浆	磨损和腐蚀	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
疏浚	矿井充填	磨损和腐蚀	耐磨性、不结垢性、耐腐蚀性
	港口、江河、湖泊淤泥	钢管易结垢、清理费用大	耐磨性、自润滑性、耐腐蚀性
盐业及盐化工	盐水	盐粒易破碎	耐磨性、自润滑性、耐腐蚀性
	盐湖清淤	挖泥水力排泥浆	耐磨性、自润滑性、耐腐蚀性
	卤水	碳钢管几个月就坏	耐磨性、自润滑性、耐腐蚀性
建筑	混料泵车的泥浆		耐磨性、自润滑性、耐腐蚀性
市政	下水污泥、城市河流、湖泊淤泥清除、工地挖泥排送	钢管输泥仅能用 4 年	耐磨性、耐腐蚀性、不吸水性
粮食	小麦、面粉、大米、谷物、大豆、玉米	钢管 4 个月磨穿	耐磨性、自润滑性、消音性、卫生性
建材	沙石、水泥、石灰、耐火材料、焙烧矿、矾土、石膏、混凝土	输送水泥用无缝钢管仅能用 3 个月	耐磨性、耐腐蚀性、消音性

资料来源：公开转让说明书、国都证券

超高分子量聚乙烯管材在国内得到逐步推广和广泛认可，市场需求量近年以 15%-20% 的速度增长，但受制于生产技术的限制，超高分子量聚乙烯管材生产速度慢、产能低，不能满足市场需求的迅猛增长。目前，国内共有超高分子量聚乙烯管材挤出生产线 200 多条。主要集中在几家主要的生产企业手中。行业内主要生产企业生产能力情况如下表所示：

表 2：超高分子量聚乙烯管材主要生产厂家

企业名称	生产线数量
江苏申视新材料有限公司	36条
山东东方管业有限公司	30条
山东迪浩耐磨管道股份有限公司	29条
洛阳国润新材料科技股份有限公司	26条
山东茌平赛德管业有限公司	17条
山东金达管业有限公司	15条
山东鲍尔浦实业有限公司	15条
山东科力新材料有限公司	12条
江苏大洋星鑫工程管道有限公司	6条
沂源联创工贸有限公司	6条

资料来源：公开转让说明书、国都证券

国内超高分子量聚乙烯扩产较慢的原因首先在于超高分子量聚乙烯材料由于其材料自身黏度大、流动性差的特点，超高分子量聚乙烯管材的挤出速度慢，目前仍局限在1-3米/小时的范围内，管材生产效率低，产能较小，千万以上的大订单无法迅速交货。国内大部分企业都是通过预先生产常用规格型号管材的行式，备足一定库存，以满足紧急订单、大订单的需求。但由于库存占用企业较多资金，造成企业资金运转困难。因此根本的解决办法是进行技术研发，实现技术突破，提高超高分子量聚乙烯管材的生产速度和效率，提高产能，实现快速交货，实现资金良性运转。

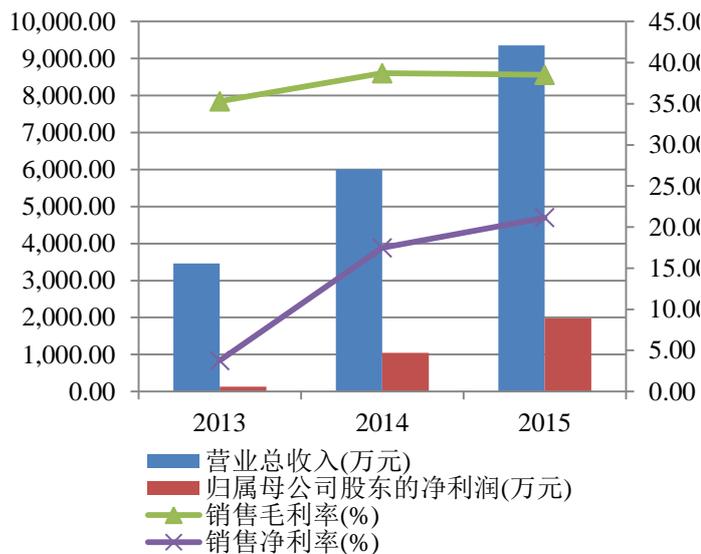
三、 规模优势显现，电子商务为触角

1. 规模优势显现，毛利稳定

根据2015年年报，公司实现营业收入9,351.67万元，同比增长55.67%；实现净利润1,975.50万元，同比增长88.17%。公司偿债能力有了较大规模提高，资产负债率下降至33.01%，权益乘数降低为1.49，流动比率、速动比率提高为2.25和1.62，从报表中负债结构看，短期借款较2014年增加3500万元，但应付票据、应付账款和其他应付款分别减少7500万元、1156.36万元和1599.45万元，主要由于公司报告期偿付应付票据所致。

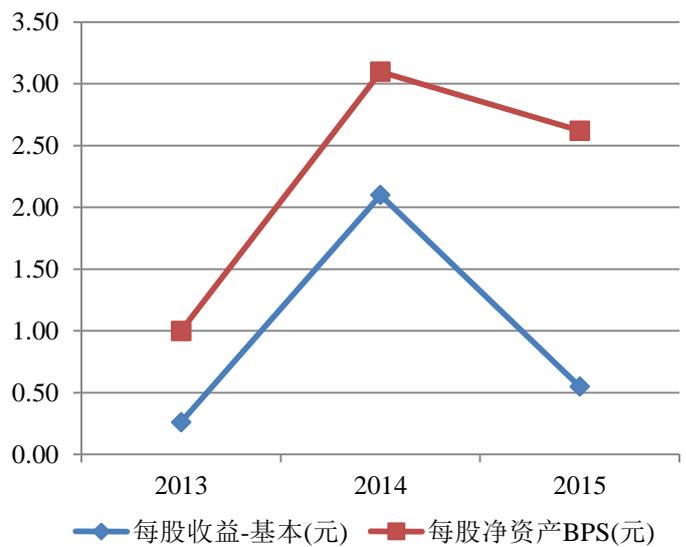
公司产品近年来平均毛利率保持在38%左右，但净利率逐年提升，有2013年的3.76%提升至2015年的21.13%，主要由于随着公司产能的提升，营业收入不断增加，但期间费用增长较少，规模优势开始逐步体现。超高分子量聚乙烯属于新型化工材料，对传统材料具有较好的替代左右，市场需求较大，且受制于产品特性和工艺限制，挤出速度较慢，产能难以扩张，因此，市场价格和毛利维持在较高水平。

图 5：2013-2015 公司营收情况



资料来源：Wind 资讯、国都证券

图 6：2013-2015 公司每股收益及每股净资产



资料来源：Wind 资讯、国都证券

2. 电子商务销售为主，延伸触角更广

公司采用以电子商务为主、渠道分销为辅的营销方针，运用网络对客户进行分类、沟通及管理。销售部通过 B2B 平台、竞价推广、网站群、网络社区营销、QQ 微信营销、分类平台营销、搜索引擎优化等多种方式进行网络推广、开拓市场。通过电子商务形式进行营销便于公司打破区域的束缚，将市场开拓至全国以及东亚、东欧、东南亚地区。其次，电子商务营销帮助公司能够和客户进行更加及时有效的沟通，以满足客户的个性化需求。此外，电子商务营销更容易获取能够市场及营销数据，公司对客户及市场信息进行统计并分析，能够及时把握市场导向及客户偏好，对公司生产计划及经营策略做出及时调整。

公司成立了中国管道制造网，通过该平台获取大量的订单和采购信息，减少了使用第三方平台的费用。并能够更快捷、方便的与用户沟通，获得客户的需求信息。下线渠道营销更有针对性的为特定客户提供服务。

报告期内，公司客户陕西欣悦石油科技发展有限公司采购产品主要用于石油开采、输送；Ananda Shipyard and Slipways Ltd 采购产品主要用于河道疏浚；四川中天建筑工程有限公司采购产品主要用于市政给排水；江西铜业集团（德兴）实业有限公司采购产品用于矿石输送。通过客户的口碑积累，公司得以在这些行业积累客户资源，扩大销售规模。

四、盈利预测及估值比较

1. 盈利预测

2015 年公司收入和净利润分别同比增长 55.67% 和 88.17%，在业务快速扩张和技术不断成熟的过程中，公司规模优势开始显现，盈利能力不断提升。同时公司与国世通、谢闻九、杨昭签有 2015 年经营目标承诺协议，与刘伟、安阳惠通高新材料创业投资合伙企业签有 2016 年经营目标承诺协议，分别承诺 2015 年和 2016 年经审计净利润应实现 2000 万元和 4000 万元。

表 3：国润新材盈利预测

	2014	2015	2016E
营业收入（万元）	6,007.35	9,351.37	14,000.00
增长率	73.42%	55.67%	49.71%
净利润（万元）	1,049.86	1,975.50	4,000.00
增长率	705.48%	88.17%	102.48%
摊薄后每股收益（元）	——	0.43	0.86

资料来源：国都证券

根据《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》对于创新层的划分标准，公司 2014、2015 年两年业绩表现将满足标准二，将在 2016 年 5 月进入创新层。

表 4：国润新材 2014、2015 年业绩与分层标准对比表

分层标准	是否满足
标准一：	
最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）	×
最近两年平均净资产收益率不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）	×
最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人	×
标准二：	
最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%	√
最近两年平均营业收入不低于 4000 万元	√
股本不少于 2000 万元	√
标准三：	
最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元；	×
最近一年年末股东权益不少于 5000 万元；	√
做市商家数不少于 6 家。	√

资料来源：国都证券

2. 估值比较

我们将 A 股管材类企业作为对比，动态 PE 均值 101 倍，考虑三板的交易情况和国润新材现阶段规模及技术特点，我们给予国润新材 20 倍估值。

表 5：国润新材估值对比表

代码	简称	股本 (万股)	2015				PE (TTM)
			资产(万元)	收入(万元)	净利润 (万元)	EPS(元)	
002619.SZ	巨龙管业	32,000.84	368,027.35	48,954.15	15,874.98	0.59	75.11
002372.SZ	伟星新材	57,868.98	290,094.88	274,650.15	48,441.00	0.84	20.02
002641.SZ	永高股份	86,400.00	397,472.19	353,344.33	25,941.19	0.30	26.36
002671.SZ	龙泉股份	44,369.58	246,731.41	49,178.06	2,571.57	0.06	95.55
300198.SZ	纳川股份	41,587.65	207,700.08	130,794.81	2,676.04	0.06	110.67
002694.SZ	顾地科技	34,560.00	224,277.09	177,172.05	2,504.40	0.07	457.00
002457.SZ	青龙管业	33,499.20	247,363.82	81,885.09	4,855.18	0.14	67.96
002205.SZ	国统股份	11,615.20	167,743.14	39,298.48	-5,292.41	-0.46	-44.26

资料来源：国都证券

五、风险提示

应收账款回款风险

公司2015年前十大应收账款客户余额在应收账款中占比77.89%，主要集中在市政、水利等行业，工程结算周期长，该部分款项预计坏账风险较小，但回款速度慢。同时，公司2015年新增个人赊销客户高建伟和牛广林，已完成供货，上述两人合计累计欠款1631.16万元，应收账款占比26.13%，存在一定的坏账逾期风险。

同时，报告期公司应收账款和应收票据规模较大幅度增加，分别增加2990.11万元和1233.45万元，从应收账款账龄来看，一年内应收账款占比90%以上，考虑应收账款及应收票据的大幅增加来自于公司业务扩张以及向市政、石油等行业销售导致账期较长，坏账风险较小，但仍提醒投资者关注应收账款风险。

下游行业景气度风险

公司下游行业主要是采矿、河道疏浚、石油化工等，受到宏观经济放缓等因素影响，上述行业景气度有所下滑，将会对公司业绩形成一定的压力和影响。

供应商依赖风险

公司原材料中熔融剂基本全部来自上海联乐化工，国润新材也在积极寻找其他合作方并提高自己的超高分子聚乙烯管道熔融挤出技术，但短期内存在对联乐化工的相对依赖风险。

现金流紧张风险

公司2015年实现净利润1975.50万元，但经营活动现金流量净额为-8658.66万元，主要由于应收账款回款周期较长导致，同时公司在业务扩张中发生较大期间费用导致，公司登陆新三板后将通过定向增发等多种方式缓解现金流压力，但是短期还是提醒投资者关注公司现金流紧张风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
韩保倩	新三板	hanbaoqian@guodu.com			
刘飞	新三板	liufei@guodu.com			