

2023 年 4 月 4 日

迪尔化工——国内主要硝酸供应商，发力熔盐储能市场

——北交所新股申购策略报告之六十三

相关研究

本期投资提示：

- **基本面：深耕硝酸产业链，国内硝酸市场主要参与者。**公司 2001 年成立，总部位于山东泰安，主要从事硝酸及其下游硝酸钾、硝酸镁、硝基水溶肥等产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于光热发电及储能、化工、化肥、军工、电子元件制造等领域，是国内主要商品硝酸供应企业之一。**公司产品纯度高，发力熔盐级高纯硝酸钾。**公司主要产品 98% 浓硝酸含量稳定，优于国家标准；稀硝酸产品浓度覆盖范围广、产品纯度高，可满足稀土、电子、试剂等高端行业需求。子公司财富化工目前掌握高纯硝酸钾生产技术，可产出达到熔盐级硝酸钾产品，未来有望成为公司新的业绩增长点。**营收高速增长，盈利能力维持良好。**2022 年实现营收 8.31 亿元，近 3 年 CAGR 为+61.44%；2022 年实现归母净利润为 6994.32 万元，近 3 年 CAGR 为+64.68%。2022 年毛利率 15.95%；净利率 8.42%。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2023 年 4 月 6 日，申购代码“889804”。初始发行规模 3000 万股，占发行后公司总股本的 19.01%（超配行使前），预计募资 1.19 亿元，发行后公司总市值 6.28 亿元。新股发行价格 3.98 元/股，高于底价，发行 PE(TTM)为 8.98 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 19.40 倍。网上顶格申购需冻结资金 567.15 万元，网下战略配售共引入战投 7 名，包括 3 家私募，2 家投资公司，1 家产业资本，1 家券商。
- **行业情况：持续推进去产能化，行业集中度提高。**硝酸行业在过去的五年间持续推进去产能化进程，市场份额进一步向具备先进工艺及较大生产规模的生产企业集中，促进行业整体产能利用率及盈利能力提升。**熔盐储能拉动需求增长，增长潜力巨大。**熔盐储能作为储能规模大、储能时间长、寿命长、环保安全的主要储能技术，能应用于光热发电、清洁供热供汽、火电灵活性改造等场景。根据太阳能光热产业技术创新战略联盟统计，截至 2021 年底，全球太阳能热发电累计装机容量达到 6.8GW，我国太阳能热发电累计装机容量为 538MW。伴随光热发电项目陆续落地，硝酸钠及亚硝酸钠、硝酸钾、稀硝酸等作为熔盐的核心原材料或出现一定供需缺口，是化工行业具备增长潜力的细分领域。
- **申购分析意见：参与。**伴随光热发电项目陆续落地，熔盐储能原材料需求潜力巨大，公司子公司财富化工掌握高纯硝酸钾生产技术，可产出熔盐级硝酸钾产品，募投预计扩充 20 万吨熔盐储能产能。公司首发价格低，首发 PEm 低，结合博弈面因素，建议参与。
- **风险因素：**1) 产品销售价格波动的风险；2) 上游原材料价格波动的风险；3) 机器设备成新率较低的风险；4) 募投项目尚未取得环评批复的风险。

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内硝酸主要供应商，发力熔盐储能市场	4
2. 发行方案：发行后可流通比例适中，顶格申购门槛较低	5
3. 行业情况：去产能优化产业结构，熔盐储能拉动需求增长	6
4. 竞争优势：技术工艺、产品质量、区位和客户资源 ...	6
5. 主要风险：产品销售价格波动、上游原材料价格波动、 机器设备成新率较低等	7
6. 可比公司：体量较小，毛利率处行业下游	7
7. 申购分析意见：参与	8

图表目录

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品类型）	4
图 2：公司 2021 年主营构成（按销售区域）	4
表 1：募投 100%达成的产能情况	4
表 2：迪尔化工重要发行要素一览	5
表 3：迪尔化工可比公司收入结构	7
表 4：迪尔化工可比公司财务对比	7
表 5：可比上市公司情况	8

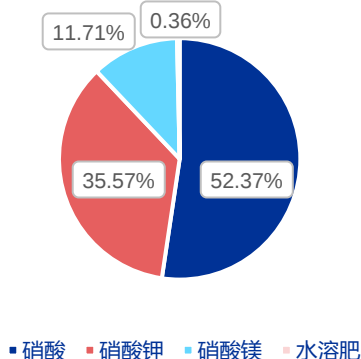
1.国内硝酸主要供应商，发力熔盐储能市场

深耕硝酸产业链，是国内硝酸市场主要参与者。公司 2001 年成立，总部位于山东泰安，主要从事硝酸及其下游硝酸钾、硝酸镁、硝基水溶肥等产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于光热发电及储能、化工、化肥、军工、电子元件制造等领域。公司现有年产 13.5 万吨硝酸生产装置一套，以及年产 13.5 万吨硝酸生产装置在建设，是国内主要商品硝酸供应企业之一。

公司产品纯度高，发力熔盐级高纯硝酸钾。公司主要产品有浓度为 98% 的浓硝酸和浓度为 40%-68% 的稀硝酸，其中 98% 浓硝酸含量稳定，优于国家标准，稀硝酸产品浓度覆盖范围广、产品纯度高，可满足稀土、电子、试剂等高端行业需求。子公司财富化工产品质量优于国家标准优等品的要求，六水硝酸镁 2020 年 4 月取得出口欧盟 REACH 法规注册认证，目前掌握高纯硝酸钾生产技术，可产出达到熔盐级硝酸钾产品，未来有望成为公司新的业绩增长点。

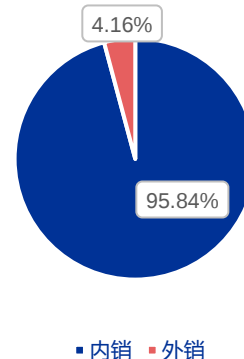
营收高速增长，盈利能力维持良好。2022 年实现营收 8.31 亿元，近 3 年 CAGR 为+61.44%；2022 年实现归母净利润为 6994.32 万元，近 3 年 CAGR 为+64.68%。2022 年毛利率 15.95%，较 2021 年增加 1.88pct；净利率 8.42%，较 2021 年增加 2.27pct。

图 1：公司 2021 年主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投扩品类+延伸产业链。募集资金投向为年产 20 万吨熔盐储能项目（一期）。为了满足熔盐储能市场新增需求，公司募资将硝酸产业链进一步向下游延伸，扩大核心产品生产规模，巩固提升公司行业地位和综合竞争力。

表 1：募投 100% 达成的产能情况

项目名称	建设期	100%达产产能（万吨）
年产 20 万吨熔盐储能项目（一期）	24 个月	10
两钠生产装置		
熔盐复合装置		20

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2.发行方案：发行后可流通比例偏高，顶格申购门槛较低

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 3.98 元/股，高于底价。初始发行规模 3000 万股，占发行后总股份的 19.01%。发行后预计可流通比例为 39.66%，老股占可流通比例为 54.46%，老股占比较高。

(2) 7 家机构投资者参与战略配售，包括 3 家私募，2 家投资公司，1 家产业资本，1 家券商。网上顶格申购量 142.50 万股，需冻结资金 567.15 万元，顶格门槛偏低。

表 2：迪尔化工重要发行要素一览

基本信息	股票代码	831304.BJ	所属申万一级行业	基础化工
	股票简称	迪尔化工	发行代码	889804
	定价方式	直接定价	发行价格（元/股）	3.98
	募集金额（万元）	11,940	主承销商	中泰证券
	初始发行股份数量（万股）	3,000.00	占发行后总股本比例	19.01%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2023/4/4	申购日	2023/4/6
	申购款退回日	2023/4/11	网上最高申购量（万股）	142.50
基本面信息 (2022 年)	总收入（万元）	83,101.63	净利润（万元）	6,994.32
	毛利率%	15.95	加权 ROE%	30.80
	收入增长率%	63.92	归母净利润增长率%	124.41
股本信息	发行前总股本（万股）	12,778.80	发行前限售股（万股）	9,370.21
	发行后预计可流通比例	39.66%	老股占可流通股本比例	54.46%
价格信息	发行 PE（TTM）（倍）	8.98	发行底价/PE 水平	1.99 元/4.49 倍
	发行后 2022EPS（元）	0.44	发行 PE（LYR）（倍）	8.98
	停牌前 60 天交易均价	4.78	停牌收盘价（元）	8.36

资料来源：wind,公司公告,申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2.发行 PE（TTM）按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3.发行 PE（LYR）按 2022 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3.行业情况：去产能优化产业结构，熔盐储能拉动需求增长

硝酸是一种重要的化工产品，产业链上游为液氨；下游消费结构相对固定，浓硝酸消费主要集中于苯胺、TDI、中间体及军工、酸洗等领域，稀硝酸消费则包括硝酸铵、浓硝酸、硝基复合肥、己二酸、硝酸盐等。

持续推进去产能化，行业集中度提高。硝酸行业在过去的五年间持续推进去产能化进程，先后淘汰了落后的常压法、高压法工艺装置，停工整改存在安全隐患、硝化废弃物环保处理不达标的装置。相关部门针对硝酸、硝酸盐生产经营实施严格管控，市场份额进一步向具备先进工艺及较大生产规模的生产企业集中，促进行业整体产能利用率及盈利能力提升。

熔盐储能拉动需求增长，增长潜力巨大。碳中和背景下，储能技术作为支撑新能源发展的战略性技术，对产业链上游的储能材料需求具有较强带动作用。熔盐储能作为储能规模大、储能时间长、寿命长、环保安全的主要储能技术，能应用于光热发电、清洁供热供汽、火电灵活性改造等场景。根据太阳能光热产业技术创新战略联盟统计，截至 2021 年底，全球太阳能热发电累计装机容量达到 6.8GW，我国太阳能热发电累计装机容量为 538MW。伴随光热发电项目陆续落地，硝酸钠及亚硝酸钠、硝酸钾、稀硝酸等作为熔盐的核心原材料或出现一定供需缺口，是化工行业具备增长潜力的细分领域。

4.竞争优势：技术工艺、产品质量、区位和客户资源

(1) 技术工艺优势。作为国内较早大规模从事硝酸及其下游产品研发、生产和销售化工企业之一，公司深耕硝酸产业链二十余年，率先在国内引进双加压法硝酸生产工艺，并以循环水工艺路线设计降低水、电及蒸汽的能源消耗，实现高生产效率、低原材料和能源消耗硝酸生产技术的自主掌握。近年来，公司围绕新型肥料、电子元件制造、光热储能等现代产业，自主研发高效率、高质量且稳定的硝酸钾、硝酸镁生产工艺，重点开发高纯硝酸钾生产技术。目前，公司熔盐级高纯度硝酸钾，达到量产水平并已投放市场。

(2) 产品质量优势。公司主要产品有浓度为 98%的浓硝酸和浓度为 40%-68%的稀硝酸，其中 98%浓硝酸含量稳定，优于国家标准，稀硝酸产品浓度覆盖范围广、产品纯度高，可满足稀土、电子、试剂等高端行业需求。子公司财富化工是国家标准《GB/T 20784-2018 农业用硝酸钾》起草单位，产品质量优于国家标准优等品

的要求，六水硝酸镁 2020 年 4 月取得出口欧盟 REACH 法规注册认证，目前掌握高纯硝酸钾生产技术，可产出达到熔盐级硝酸钾产品。

(3) 区位和客户资源优势。化工产品普遍具有重量大、运输不便的特点，尤其危险化学品运输成本较高，公司具有靠近销售市场、交通便利运输成本低的区位优势。公司位于山东省宁阳经济开发区化工园区，地处国内浓硝酸、硝酸钾最大区域市场，拥有丰富客户资源，充分受益区域范围内化工产业集群优势。同时，公司毗邻青岛的前湾、青开发区口岸，天津的东疆港区等优质口岸，港口运输便利，原材料及产品进口、出口运费低廉，具备显著的成本优势。

5. 主要风险：产品销售价格波动、上游原材料价格波动、机器设备成新率较低等

- (1) 产品销售价格波动风险；
- (2) 上游原材料价格波动风险；
- (3) 机器设备成新率较低风险。

6. 可比公司：体量较小，毛利率处行业下游

表 3：迪尔化工可比公司收入结构

代码	简称	2021 收入结构
001217.SZ	华尔泰	大宗化学品:87.31%, ML 氨基复合材料:7.86%, 蒸汽:4.03%, 其他:0.8%
000912.SZ	泸天化	化肥:46.58%, 化工业:33.4%, 贸易业务:16.78%, 其他:3.24%
831304.BJ	迪尔化工	硝酸:52.37%, 硝酸钾:35.57%, 硝酸镁:11.71%, 水溶肥:0.36%

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 4：迪尔化工可比公司财务对比

代码	简称	2022 年 收入 (百 万元)	2022 年 归母净利润 (百万元)	2022 年 收入增长 率 (%)	2022 年 扣非归母 净利润增 长率 (%)	毛利率 (%)	研发支出 占比 (%)	应收账款 周天数
001217.SZ	华尔泰	2,101.48	219.77	10.97	-47.12	17.04	3.07	11.75
000912.SZ	泸天化	7,534.43	367.27	11.57	-17.68	17.74	1.40	6.71
831304.BJ	迪尔化工	831.02	69.94	63.92	124.41	15.95	0.00	35.74

资料来源：wind, 申万宏源研究

7. 申购分析意见：参与

伴随光热发电项目陆续落地，熔盐储能原材料需求潜力巨大，公司子公司财富化工掌握高纯硝酸钾生产技术，可产出熔盐级硝酸钾产品，募投预计扩充 20 万吨熔盐储能产能。公司首发价格低，首发 PEttm 低，结合博弈面因素，建议参与。

表 5：可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
001217.SZ	华尔泰	41.6	18.92
000912.SZ	泸天化	75.0	20.41
均值			19.66
中值			19.66
831304.BJ	迪尔化工	6.28	8.98

资料来源：wind, 申万宏源研究

注：股价为 2023/4/3 收盘价格。

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 索取有关披露资料或登录 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@swwhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhyse.com

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。