

2023 年 9 月 4 日

# 万德股份——硝酸异辛酯小巨人

## ——北交所新股申购策略报告之八十八

### 相关研究

### 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

### 本期投资提示：

- **基本面：硝酸异辛酯小巨人。**公司 98 年成立，总部位于陕西西安，主要从事油品添加剂、石油炼剂、油田化学品以及其他精细化工产品的研产销，同时提供微通道连续反应技术工程化技术服务和设备销售，产品服务于油品调和、石油炼制、油田开采等领域。**供货国内石油炼化企业，积极开发国外市场。**公司是中石化、中石油的供应商，20-22 年直接向中石化实现销售的硝酸异辛酯均占当年中石化招标总量的 23.6% 左右。在国际市场上，公司对外销售规模逐年增长，产品销往欧洲、北美洲、南美洲、亚洲等 30 多个国家和地区。**微通道反应硝化成套技术国内领先。**公司自主研发的微通道连续硝化生产硝酸异辛酯技术已取得发明专利 3 项、实用新型专利 1 项，并荣获陕西石化科学技术奖一等奖，陕西省科学技术进步奖三等奖。公司柴油十六烷值改进剂硝酸异辛酯专利技术产业先后入选国家级火炬计划产业化示范项目、陕西省重大科技产业化项目、西安科技计划科技企业小巨人，公司的硝酸异辛酯微产品被认定为国家重点新产品。**营收较快增长，盈利能力表现优势。**22 年实现营收 5.56 亿元，近 3 年 CAGR 为 +24.73%；22 年实现归母净利润为 5545.83 万元，近 3 年 CAGR 为 +13.69%。22 年毛利率 21.59%，较 21 年增加 8.77pct；净利率 9.96%，较 21 年增加 7.47pct。
- **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 9 月 5 日，申购代码“889369”。初始发行规模 2000 万股，占发行后公司总股本的 22.41%（超配行使前），预计募资 1.79 亿元，发行后公司总市值 7.97 亿元。新股发行价格 8.93 元/股，高于底价，发行 PE(TTM)为 13.25 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 145.03 倍。网上顶格申购需冻结资金 848.35 万元，网下战略配售共引入战投 4 名，包括 2 家私募，1 家券商，1 家公司持股平台。
- **行业情况：“三油并轨”政策促进国内硝酸异辛酯市场空间发展。**随着 19 年 1 月起我国开始执行“三油并轨”政策，普通柴油国家标准被正式废止。该政策推行前，普通柴油主要用于重型工程机械和农用机械，其国家标准中柴油十六烷值最低要求为 45，远低于车用柴油国 V、国 VI 的标准中十六烷值 49 的最低要求。随着柴油国 VI 标准的逐步推广与普及，国内硝酸异辛酯的市场空间得到进一步发展。**欧美企业占主流，国内规模化生产厂商较少。**硝酸异辛酯作为主流柴油十六烷值改进剂产品已在国际上得到广泛使用，欧洲含能材料公司、英诺斯派材料公司等欧美企业是全球主要的硝酸异辛酯生产商和贸易商。由于硝酸异辛酯生产工艺的技术门槛与危险性较高，且我国在该领域的研发与生产起步较晚，目前国内具备规模化生产能力的企业较少，山东力宝得化工股份有限公司、江西西林科股份有限公司与公司是行业内主要的生产厂家。
- **申购分析意见：谨慎参与。**公司是国内少数具备硝酸异辛酯规模化产能的企业之一，客户端绑定中石油、中石化，技术端微通道反应硝化成套技术国内领先。公司产品下游主要应用于柴油添加、油田开采等领域，较为传统，从博弈面看，公司可流通比例及老股占比较高，首日有一定抛压，但结合近期北交所政策红利带来的市场热度，建议谨慎参与。
- **风险因素：**1) 原材料采购价格波动风险；2) 单一产品依赖程度较高风险；3) 境外销售业务占比较高风险；4) 客户相对集中风险。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

1. 硝酸异辛酯小巨人.....	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较高，顶格申购门槛适中	5
3. 行业情况：“三油并轨”促进市场空间发展，国内规模化生产企业较少 .....	6
4. 竞争优势：技术创新、先发与规模、技术拓展性.....	6
5. 主要风险：原材料采购价格波动、单一产品依赖程度较高、境外销售业务占比较高、客户相对集中等 .....	7
6. 可比公司：体量较小，毛利率处行业中游 .....	7
7. 申购分析意见：谨慎参与 .....	8

## 图表目录

---

图 1: 公司 2022 年营收构成 (按产品类型) .....	4
图 2: 公司 2022 年主营构成 (按销售区域) .....	4
表 1: 万德股份重要发行要素一览 .....	5
表 2: 万德股份可比公司收入结构 .....	7
表 3: 万德股份可比公司财务对比 .....	7
表 4: 可比上市公司情况 .....	8

# 1. 硝酸异辛酯小巨人

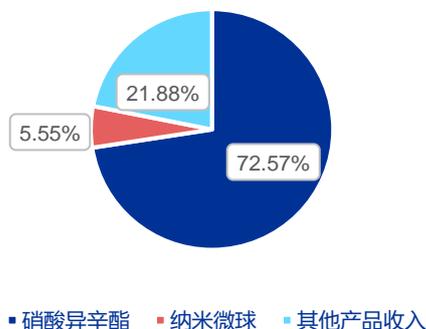
**硝酸异辛酯小巨人。**公司 1998 年成立，总部位于陕西西安，主要从事油品添加剂、石油炼剂、油田化学品以及其他精细化工产品的研产销，同时提供微通道连续反应技术工程化技术服务和设备销售，产品服务于油品调和、石油炼制、油田开采等领域。

**供货国内石油炼化企业，积极开发国外市场。**公司是中石化、中石油的供应商，与国内主要的石油炼化企业也已建立了合作关系。公司硝酸异辛酯年产能为 4.3 万吨，其中公司 2020-2022 年直接向中石化实现销售的硝酸异辛酯分别为 5040.24、5882.31、5844.16 吨，分别占当年中石化招标总量的 23.93%、23.53%、23.38%。在国际市场上，公司在维护现有销售渠道的同时也不断开发市场，对外销售规模逐年增长，产品销往欧洲、北美洲、南美洲、亚洲等 30 多个国家和地区。

**微通道反应硝化成套技术国内领先。**公司自主研发的微通道连续硝化生产硝酸异辛酯技术已取得发明专利 3 项、实用新型专利 1 项，并荣获陕西石化科学技术奖一等奖，陕西省科学技术进步奖三等奖。公司柴油十六烷值改进剂硝酸异辛酯专利技术产业先后入选国家级火炬计划产业化示范项目、陕西省重大科技产业化项目、西安科技计划科技企业小巨人，公司的硝酸异辛酯微产品被认定为国家重点新产品。此外，公司借助微通道连续反应技术平台，通过不断的开发与积累，公司持续拓展聚丙烯酰胺纳米微球、硝酸异丙酯、硝基胍等产品的研发、生产。

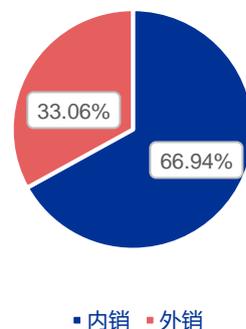
**营收较快增长，盈利能力表现优势。**2022 年实现营收 5.56 亿元，近 3 年 CAGR 为+24.73%，主要系海外业务增长态势良好所致；2022 年实现归母净利润为 5545.83 万元，近 3 年 CAGR 为+13.69%。2022 年毛利率 21.59%，较 2021 年增加 8.77pct；净利率 9.96%，较 2021 年增加 7.47pct，主要系产能充分释放产品盈利空间增加所致。

图 1：公司 2022 年营收构成（按产品类型）



资料来源：公司招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）



资料来源：公司招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投建设智能制造产业基地，设置分支机构进行市场开拓。募集资金投向为智能制造产业园（基地）建设项目、营销网络及服务体系建设项目以及补充流动资金。为持续推进微反应技术的深入研究，将研发成果进行转化并实现市场推广与应用，公司拟募资建设智能制造产业园；同时，为提升公司区域服务能力，公司拟在北上深设置代表机构，进一步提升公司竞争能力。

## 2. 发行方案：发行后可流通比例较高，顶格申购门槛适中

### 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 8.93 元/股，高于底价。初始发行规模 2000 万股，占发行后总股份的 22.41%。发行后预计可流通比例为 59.65%，老股占可流通比例为 64.31%，老股占比高。

(2) 4 家机构投资者参与战略配售，包括 2 家私募，1 家券商，1 家公司持股平台。网上顶格申购量 95 万股，需冻结资金 848.35 万元，顶格门槛适中。

表 1：万德股份重要发行要素一览

基本信息	股票代码	836419.BJ	所属申万一级行业	基础化工
	股票简称	万德股份	发行代码	889369
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	8.93
	募集金额 (万元)	17,860	主承销商	民生证券
	初始发行股份数量 (万股)	2,000.00	占发行后总股本比例	22.41%
	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	2023/9/4	申购日	2023/9/5
	申购款退回日	2023/9/7	网上最高申购量 (万股)	95.00
基本面信息 (2022 年)	总收入 (万元)	55,633.62	净利润 (万元)	5,545.83
	毛利率%	21.59	加权 ROE%	20.22
	收入增长率%	9.29	归母净利润增长率%	322.62
股本信息	发行前总股本 (万股)	6,925.81	发行前限售股 (万股)	3,501.83
	发行后预计可流通比例	59.65%	老股占可流通股本比例	64.31%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	13.25	发行底价/PE 水平	8.38 元/12.43 倍
	发行后 2022EPS (元)	0.62	发行 PE (LYR) (倍)	14.37
	停牌前 60 天交易均价	12.24	停牌收盘价 (元)	11.01

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：“三油并轨”促进市场空间发展，国内规模化生产企业较少

硝酸异辛酯是一种常用的柴油添加剂，用于改进柴油的十六烷值，其分子式为  $(C_8H_{17}O)NO_2$ ，外观为无色（或淡黄色）透明液体，其下游主要为石油化工行业和石油开采行业。

**“三油并轨”政策促进国内硝酸异辛酯市场空间发展。**随着 2019 年 1 月起我国开始执行车用柴油、普通柴油、部分船舶用油“三油并轨”政策，国家市场监督管理总局与国家标准化委员会正式废止了普通柴油国家标准，我国加快了油品质量升级的步伐。“三油并轨”政策推行前，普通柴油主要用于重型工程机械和农用机械，其国家标准中柴油十六烷值最低要求为 45，远低于车用柴油国 V、国 VI 的标准中十六烷值 49 的最低要求。随着柴油国 VI 标准的逐步推广与普及，国内硝酸异辛酯的市场空间得到进一步了发展。

**欧美企业占主流，国内规模化生产厂商较少。**硝酸异辛酯作为主流柴油十六烷值改进剂产品已在国际上得到广泛使用，欧洲含能材料公司、英诺斯派材料公司等欧美企业是全球主要的硝酸异辛酯生产商和贸易商。由于硝酸异辛酯生产工艺的技术门槛与危险性较高，且我国在该领域的研发与生产起步较晚，目前国内具备规模化生产能力的企业较少，山东力宝得化工股份有限公司、江西西林科股份有限公司与公司是行业内主要的生产厂家。

### 4.竞争优势：技术创新、先发与规模、技术拓展性

**(1) 技术创新优势。**公司拥有 20 多年的化学品生产经验，在研发以及技术应用等方面均积累了丰富的经验。公司为高新技术企业和专精特新“小巨人”企业，已取得 16 项专利，其中发明专利 7 项，实用新型专利 9 项；已承担完成 2 项国家火炬计划项目、1 项科技型中小企业技术创新基金项目；公司 5 项产品入选国家重点新产品计划；公司自主开发的微反应工业化成套技术达到国内领先水平。

**(2) 先发优势与规模优势。**公司是国内较早利用微通道连续反应技术实现万吨级生产的企业。公司自 2008 年起开始研发硝酸异辛酯微反应硝化成套技术，并于 2012 年 10 月取得了该技术的发明专利。2013 年，公司利用该技术在陕西省兴平市建成了 3,000 吨/年硝酸异辛酯生产项目；2015 年，公司利用该技术在山东省淄博市建成了 40,000 吨/年硝酸异辛酯生产项目；目前合计产能达 4.3 万吨，是国内市场柴油十六烷值改进剂的主要供应商之一。

**(3) 技术拓展性优势。**微通道自动化生产工艺可适用于强放热、反应物或产物不稳定、对物料配比要求严格的多种化学反应生产，具有良好的横向延展性与可复制性。公司在巩固传统油品添加剂和石油炼剂市场的基础上，积极拓展新的产品，并在油田化学品领域积极布局，该细分领域行业整体容量较大，具有良好的发展前景。依托微通道反应平台技术，公司还开发了硝酸异丙酯、硝基胍等产品，满足了客户的多元化需求，为未来进一步开拓市场做好了储备。

## 5.主要风险：原材料采购价格波动、单一产品依赖程度较高、境外销售业务占比较高、客户相对集中等

- (1) 原材料采购价格波动风险；
- (2) 单一产品依赖程度较高风险；
- (3) 境外销售业务占比较高风险；
- (4) 客户相对集中风险。

## 6.可比公司：体量较小，毛利率处行业中游

表 2：万德股份可比公司收入结构

代码	简称	2022 年收入结构
603906.SH	龙蟠科技	磷酸铁锂正极材料:87.41%,,柴油发动机尾气处理液:4.92%,,润滑油:4.45%,,发动机冷却液:2.73%,,车用养护品:0.42%,,其他产品:0.07%
300910.SZ	瑞丰新材	油品添加剂:94.15%,,其他产品:3.78%,,显色剂:1.93%,,其他:0.15%
002476.SZ	宝莫股份	采油用化学品:87%,,环保水处理:6.17%,,商品贸易:3.52%,,非采油用化学品:3.3%
836419.BJ	万德股份	硝酸异辛酯:71.51%,,柴油抗磨剂:16.29%,,纳米球:5.47%,,其他:2.95%,,降凝剂:2.43%,,模板剂:0.55%,,咪唑啉:0.46%,,破乳剂:0.35%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 3：万德股份可比公司财务对比

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 (%)	2022 年毛利率 (%)	2022 年研发支出占比 (%)	2022 年应收账款周转天数 (天)

603906.SH	龙蟠科技	14,071.64	752.92	247.15	114.61	17.61	4.37	41.89
300910.SZ	瑞丰新材	3,046.24	588.13	181.77	192.53	30.13	3.43	21.97
002476.SZ	宝莫股份	592.28	29.63	-9.87	65.09	21.88	4.30	83.70
<b>836419.NQ</b>	<b>万德股份</b>	<b>556.34</b>	<b>55.46</b>	<b>9.29</b>	<b>322.62</b>	<b>21.59</b>	<b>2.48</b>	<b>85.02</b>

资料来源: wind,申万宏源研究

## 7. 申购分析意见: 谨慎参与

公司是国内少数具备硝酸异辛脂规模化产能的企业之一, 客户端绑定中石油、中石化, 技术端微通道反应硝化成套技术国内领先。公司产品下游主要应用于柴油添加、油田开采等领域, 较为传统, 从博弈面看, 公司可流通比例及老股占比较高, 首日有一定抛压, 但结合近期北交所政策红利带来的市场热度, 建议谨慎参与。

**表 4: 可比上市公司情况**

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
300910.SZ	瑞丰新材	153.6	22.20
002476.SZ	宝莫股份	28.6	267.86
<b>均值 (剔除龙蟠科技)</b>			<b>145.03</b>
<b>中值 (剔除龙蟠科技)</b>			<b>145.03</b>
836419.BJ	万德股份	7.97	13.25

资料来源: wind, 申万宏源研究

注 1: 股价为 2023/9/1 收盘价格。

注 2: 可比公司剔除龙蟠科技, PE (TTM) 为负。

## 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依规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.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唯一因素。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。