

长华化学（301518）

深耕聚醚业务，差异化竞争打开成长空间

买入（首次）

2023 年 09 月 28 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 2,312 | 2,632 | 4,249 | 4,314 |
| 同比 | -24% | 14% | 61% | 2% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 89 | 102 | 151 | 153 |
| 同比 | 2% | 14% | 48% | 1% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.64 | 0.73 | 1.08 | 1.09 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 40.10 | 35.14 | 23.69 | 23.41 |

关键词：#产能扩张

投资要点

- **长华化学是国内专业的聚醚系列产品规模化生产企业：**公司深耕聚醚行业，产品涵盖软泡用聚醚（POP、PPG）、CASE 用聚醚及特种聚醚，于 2022 年通过“高新技术企业”认定，获评“2023 年度国家级专精特新小巨人企业”。
- **聚醚行业集中度提高，公司在细分领域具有竞争力：**政策推动我国聚醚行业走向高质量发展时期，行业落后产能出清，老旧、中小企业退出市场，而行业内具有龙头地位、创新自研技术的企业竞争力将得到进一步提升。**产品方面**，公司专注聚醚业务，在产品配方、生产工艺等方面开发多项核心技术，POP、PPG 产品质量稳定、气味低、VOC 低，具有独特的市场竞争优势。**客户方面**，公司与多家大型汽车主机厂或其配套厂商、跨国化工企业、知名家居品牌等优质客户建立稳定合作关系，客户对公司产品的认可度和品牌忠诚度较高。
- **原材料环氧丙烷产能扩张，聚醚成本趋于稳定：**软泡聚醚价格与原材料环氧丙烷价格高度相关，随着环氧丙烷产能持续扩大，环氧丙烷价格不断走低，截至 2023 年 9 月，国内 PO 价格已低于 1 万元/吨。根据百川盈孚，到 2025 年底，国内环氧丙烷产能将较 2022 年产能水平增长 84%。市场供应量继续增加，PO 价格或进一步下降，缓解聚醚原材料端压力。
- **新增 POP 产能增强公司供货能力：**公司产品销量持续提升，2022 年公司聚醚产品总销量达 21.29 万吨。公司新建 18 万吨 POP 项目已于 2023 年 9 月投产，将进一步提高公司的盈利能力。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 26.3、42.5、43.1 亿元，同比增速分别为 14%、61%、2%；归母净利润分别 1.02、1.51、1.53 亿元，同比增速分别为 14%、48%、1%。按 2023 年 9 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 35、24、23 倍。考虑到公司产品质量优异，在聚醚细分领域具有竞争优势，且产能处于持续扩张中，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；宏观经济波动引致的业绩风险；募集资金投资项目未能实现预期效益的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 25.57 |
| 一年最低/最高价 | 25.30/41.59 |
| 市净率(倍) | 4.90 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 850.04 |
| 总市值(百万元) | 3,584.36 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.22 |
| 资产负债率(%，LF) | 27.40 |
| 总股本(百万股) | 140.18 |
| 流通 A 股(百万股) | 33.24 |

相关研究

内容目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1. 专注聚醚业务，产品供应国际知名客户 | 4 |
| 1.1. 公司经营业务分析..... | 4 |
| 1.2. 盈利能力和财务状况分析..... | 7 |
| 1.1. 经营模式分析..... | 8 |
| 1.1.1. 销售模式..... | 8 |
| 1.1.2. 采购模式..... | 9 |
| 1.1.3. 生产模式..... | 10 |
| 1.1.4. 研发模式..... | 10 |
| 2. 行业介绍及需求分析 | 11 |
| 2.1. 聚醚下游应用空间广阔，需求量持续增长..... | 11 |
| 2.2. 聚醚行业国内产能过剩，推动聚醚产能走向细分化+头部化 | 12 |
| 2.3. 环氧丙烷产能扩张，聚醚原材料成本压力得到缓解..... | 16 |
| 3. 盈利预测与估值建议 | 18 |
| 3.1. 核心假设与盈利预测..... | 18 |
| 3.2. 可比公司情况..... | 20 |
| 3.3. 相对估值..... | 24 |
| 4. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图 1: | 公司发展历程..... | 4 |
| 图 2: | 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月) | 5 |
| 图 3: | 公司主要产品及下游应用领域..... | 5 |
| 图 4: | 2022 年公司前十大客户 | 6 |
| 图 5: | 公司聚醚产品销量 (万吨) | 6 |
| 图 6: | 公司聚醚产品平均售价 (万元/吨) | 6 |
| 图 7: | 公司营业收入..... | 7 |
| 图 8: | 公司归母净利润..... | 7 |
| 图 9: | 公司业务营收构成 (%) | 7 |
| 图 10: | 公司主营业务毛利率 (%) | 7 |
| 图 11: | 公司毛利率与销售净利率..... | 8 |
| 图 12: | 公司终端厂商与贸易商的主营业务收入情况..... | 9 |
| 图 13: | 公司主要原材料采购数量 (万吨) | 9 |
| 图 14: | 公司主要原材料采购价格 (万元/吨) | 9 |
| 图 15: | 聚醚在产业链中的位置..... | 11 |
| 图 16: | 2022 年中国各类聚醚消费量需求占比..... | 11 |
| 图 17: | 2018-2022 年我国聚醚进出口量、表观消费量 | 12 |
| 图 18: | 2018-2022 年我国聚醚产能、产量、开工率 | 12 |
| 图 19: | 2021-2023 年 9 月聚醚价格、成本、毛利润 | 12 |
| 图 20: | 2018-2023.9 我国环氧丙烷产能、产量、开工率 | 16 |
| 图 21: | 我国环氧丙烷库存 (万吨) | 16 |
| 图 22: | 华东地区软泡聚醚、环氧丙烷价格走势 (元/吨) | 16 |
| 图 23: | 可比公司聚醚业务营收 (亿元) | 22 |
| 图 24: | 可比公司聚醚业务毛利率 (%) | 22 |
| 图 25: | 可比公司 ROE (摊薄) (%) | 23 |
| 图 26: | 可比公司存货周转情况 (次) | 23 |
| 图 27: | 可比公司研发费用率 (%) | 23 |
| 表 1: | 2020-2022 年公司前五大供应商 | 10 |
| 表 2: | 聚醚行业细分赛道竞争情况..... | 13 |
| 表 3: | 聚醚行业相关政策..... | 13 |
| 表 4: | 2022 年中国聚醚主要生产企业产能 (万吨) | 14 |
| 表 5: | 2023-2024 年聚醚新增产能预测 (万吨) (截至 2023 年 8 月) | 15 |
| 表 6: | 公司专利技术情况..... | 15 |
| 表 7: | 2023-2025 年我国环氧丙烷新增产能 | 17 |
| 表 8: | 公司盈利预测拆分..... | 19 |
| 表 9: | 可比公司经营情况、市场地位、技术实力..... | 21 |
| 表 10: | 可比公司估值表 (参考 2023 年 9 月 27 日收盘价) | 24 |

1. 专注聚醚业务，产品供应国际知名客户

1.1. 公司经营业务分析

长华化学科技股份有限公司位于临港码头的江苏省张家港市扬子江化工园区，公司成立于 2010 年，占地面积达 7 万余平方米，于 2017 年变更为股份有限公司。公司经过 13 年的发展，生产的各类聚醚多元醇和聚合物多元醇系列产品已广泛应用于家具、汽车等行业，目前已获得多项国家授权专利，成为中国聚氨酯工业协会的常务理事单位、聚醚/环氧丙烷专业委员会副主任单位及国家聚醚多元醇产品标准的参编单位，获评为“2023 年度国家级专精特新小巨人企业”。

图1：公司发展历程

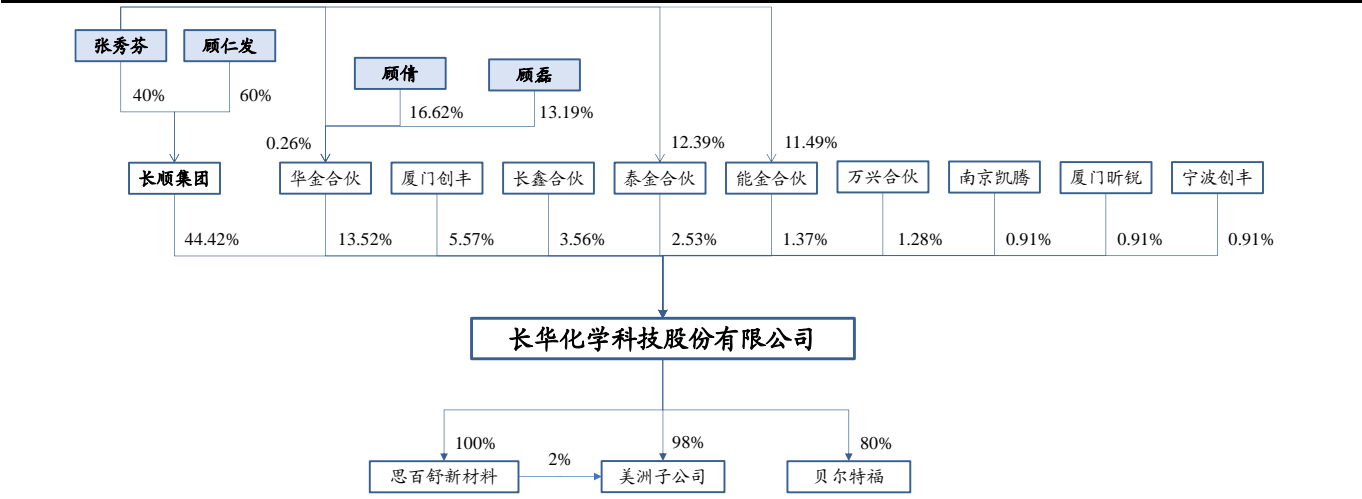


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司股权结构较为集中。截至 2023 年 9 月，顾仁发、张秀芬为夫妻关系，通过长顺集团控制公司 44%股权；顾倩系顾仁发与张秀芬之女，顾磊系顾仁发与张秀芬之子。

公司下属 2 家全资子公司：思百舒新材料、美洲子公司，1 家控股子公司贝尔特福。其中思百舒新材料、贝尔特福主营业务均为化工贸易，负责公司化工原料的采购；美洲子公司于 2022 年 10 月 28 日设立，公司计划以此为基础开拓美洲市场，扩大全球市场份额，成为全球聚醚市场的知名企业。截至 2023 年 5 月，美洲子公司已完成工商登记、税务登记、银行开户等前期筹备工作，尚未开展经营业务。

图2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月)

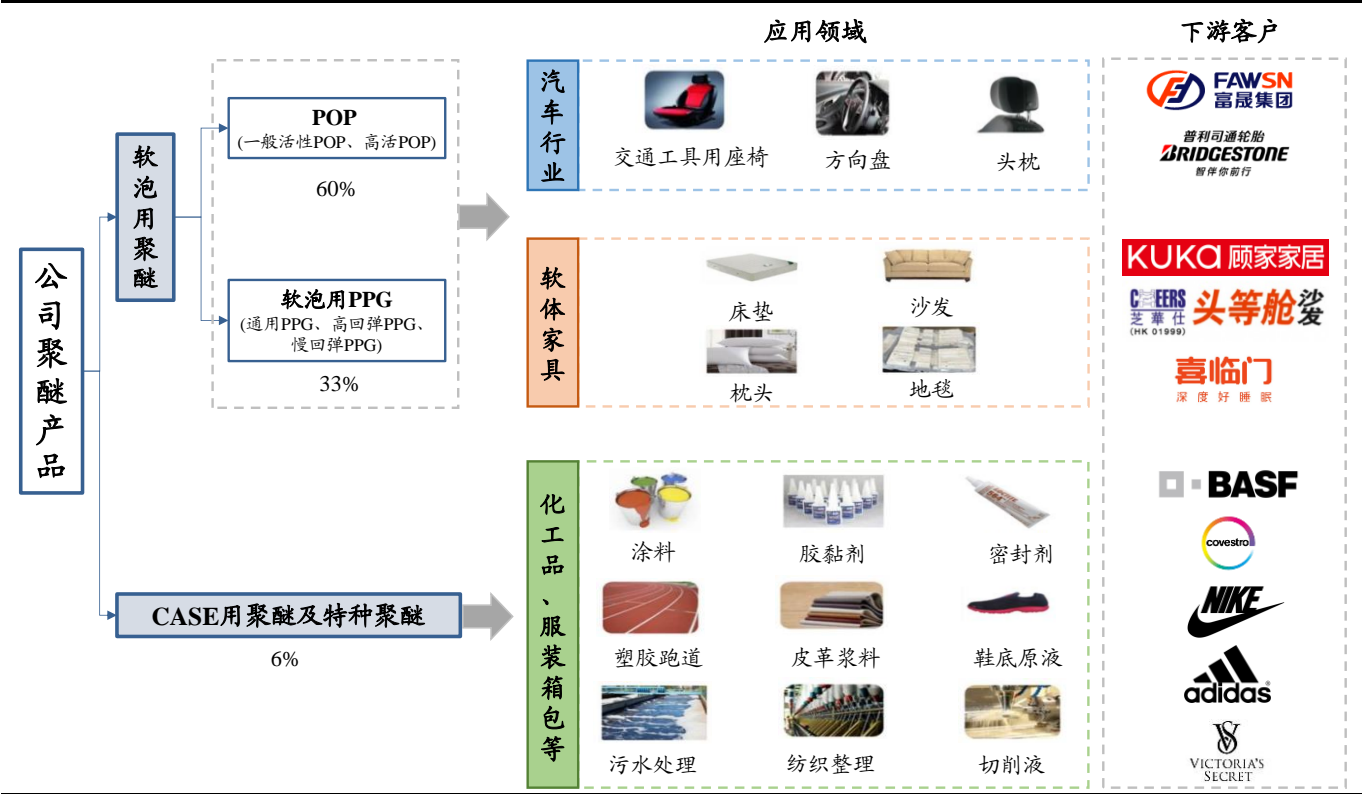


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司产品涵盖软泡用聚醚 (POP、软泡用 PPG)、CASE 用聚醚 (用于涂料、胶粘剂、密封剂、弹性体等领域的聚醚总称) 及特种聚醚, 在 2023 年上半年的营收占比分别为 93% (其中 POP 占比 60%、软泡用 PPG 占比 33%)、6%。

其中, 公司 POP 业务包括: 一般活性 POP、高活 POP; 软泡用 PPG 业务包括: 高回弹 PPG、通用 PPG、慢回弹 PPG。

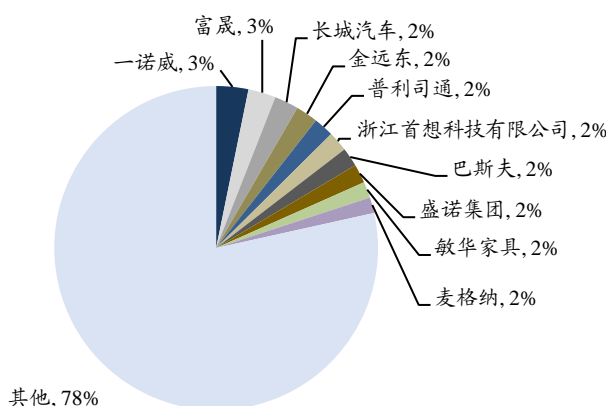
图3: 公司主要产品及下游应用领域



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所。注: 图中百分比为 2023 年上半年各项业务营收占比

公司与多家大型汽车主机厂或其配套厂商、跨国化工企业、知名家居品牌等客户建立稳定合作关系。在汽车行业领域，包括富晟李尔和富晟（一汽大众、一汽奥迪座椅配套商）、普利司通（广汽本田、广汽乘用车座椅配套商）、诺博（长城汽车座椅配套商）、沈阳金远东（比亚迪座椅配套商）等。在软体家具领域，包括顾家家居、芝华仕、喜临门等。在化工领域，公司与国际化工行业巨头巴斯夫、科思创等建立了稳定供货关系。在鞋服衣帽领域，公司向知名鞋服品牌的供货商供应产品，例如“NIKE”、“adidas”等鞋服品牌和“维多利亚的秘密”等服装品牌。

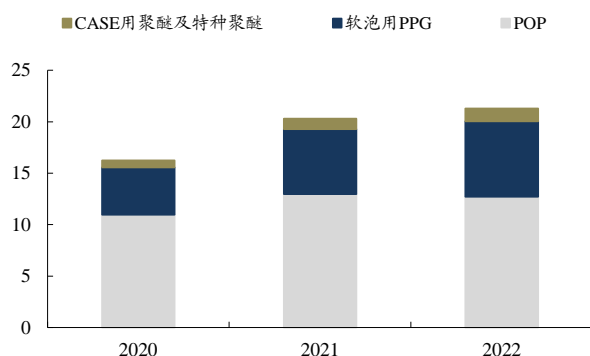
图4：2022 年公司前十大客户



数据来源：Wind，东吴证券研究所

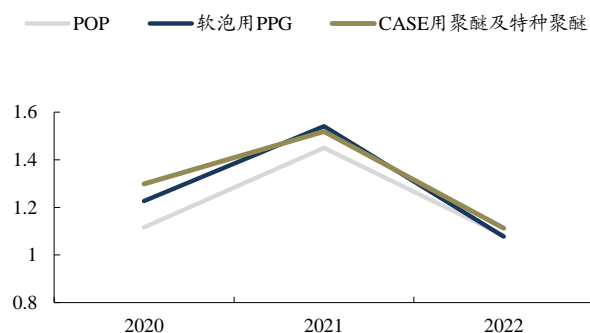
2020-2022 年，公司产品销量不断提升，2022 年公司聚醚产品总销量达 21.29 万吨。销量占比方面，2022 年公司 POP 产品销量占比在 50%以上，软泡用 PPG 产品的销量占比逐步提升。产品售价方面，软泡用 PPG、CASE 用聚醚及特种聚醚的售价高于 POP。2022 年，公司聚醚产品售价下滑，主要系原材料端成本下降，传导至产品售价，公司业绩受原材料采购成本变动影响较大。

图5：公司聚醚产品销量（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司聚醚产品平均售价（万元/吨）

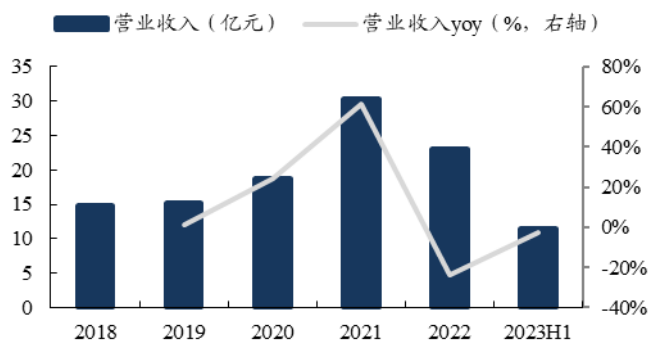


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力和财务状况分析

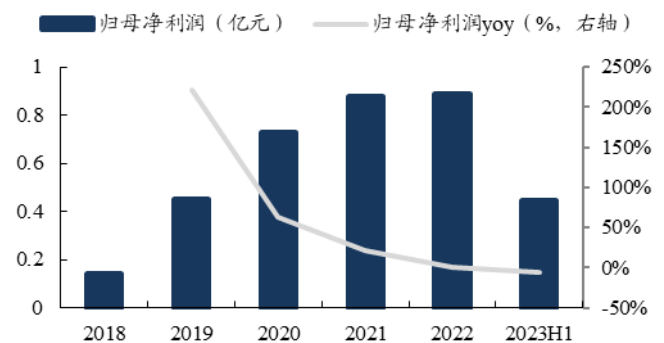
业务规模扩大，收入实现翻倍增长。2021 年，公司营收、归母净利润实现大幅上升，同比上升分别 61%、20%，主要得益于两方面因素：1) 量的角度：公司主营业务规模扩大，聚醚销量提升；2) 价的角度：部分原材料成本上涨，公司随之提升产品售价带来收入体量的增加。2022 年与 2023 年上半年，公司收入水平与同期相比略有下滑，主要系原材料价格下跌，公司降低产品平均售价，营收下滑。

图7：公司营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

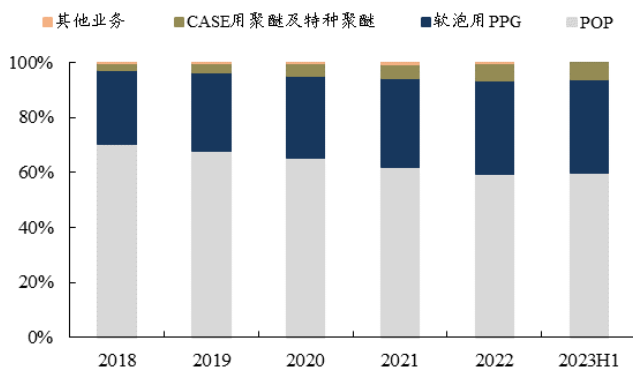
图8：公司归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

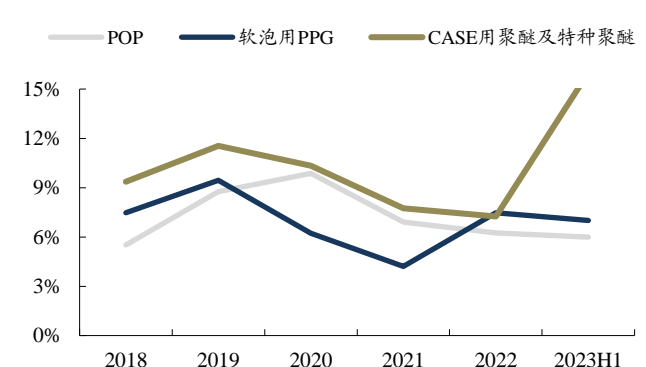
业务结构优化，公司毛利率提升。主营业务占比方面，POP 是公司最主要的业务，在 2022 年的营收占比超过 60%，其次是软泡用 PPG、CASE 用聚醚及特种聚醚，在 2022 年的营收占比分别 34%、6%。由于汽车行业等下游客户对车内空气质量、内饰产品气味的要求越来越严苛，而公司软泡用 PPG 产品具有气味低、VOC 低的优点，销量持续增加，带动该产品营收占比稳定提升。**各项业务毛利率方面**，公司 2022 年原材料成本总体下降，公司产品单吨售价下滑，而公司产品的单吨毛利基本保持稳定，直接拉动 2022 年的 EO、PO 为原材料的软泡用 PPG 毛利率上升至 7%，并带动公司整体毛利率提升。

图9：公司业务营收构成 (%)



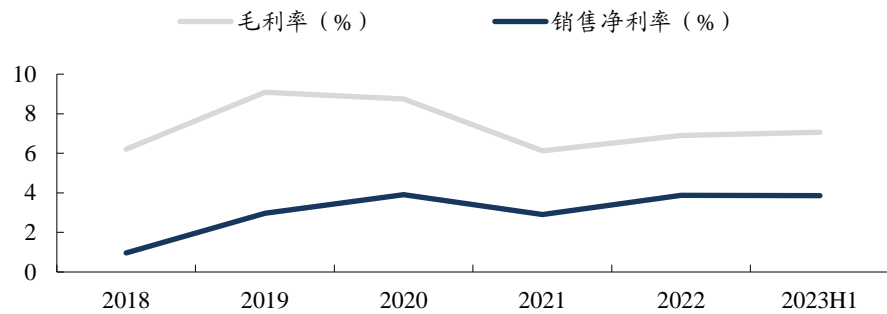
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司主营业务毛利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：公司毛利率与销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

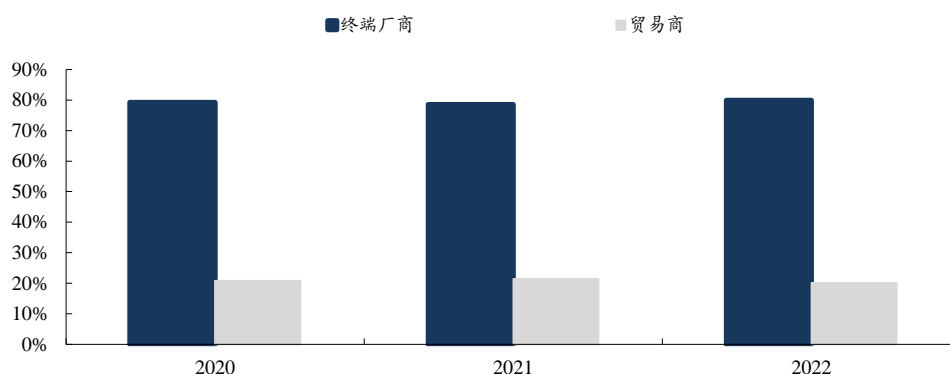
1.1. 经营模式分析

公司基于“以销定产”的生产模式、“以产定采、合理库存”的采购模式、“直销”的销售模式、“独立研发”的研发模式，建立了从签订销售订单到原材料采购再到产品交付的一整套供应链解决方案。

1.1.1. 销售模式

公司采用直接销售模式。针对客户是否直接使用公司产品生产终端产品，公司的客户类型分为终端厂商和贸易商两类，其中：**1) 终端厂商**客户是公司的主要销售群体，2022 年主营业务营收占比约 80%。终端厂商包括汽车主机厂或配套厂商、家居企业、海绵生产企业、鞋服制造企业等客户。公司终端厂商销售占比高于同行业可比公司，这与公司长期以来的经营策略有关，有利于公司快速获取终端客户需求，以满足客户需求为导向，提高产品开发能力，提升客户服务质量。**2) 贸易商**系主要从事化工产品贸易业务的公司，公司与贸易商之间系经双方协商一致形成的直接销售关系，不存在委托代销等情形。

图12: 公司终端厂商与贸易商的主营业务收入情况

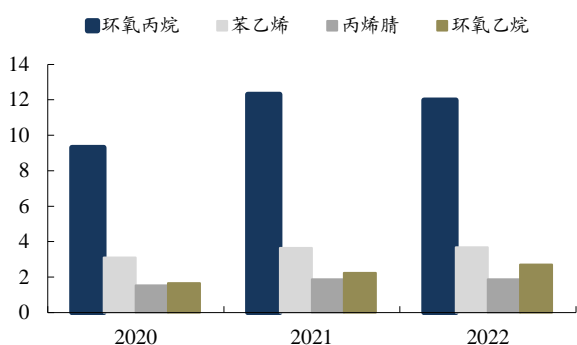


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.1.2. 采购模式

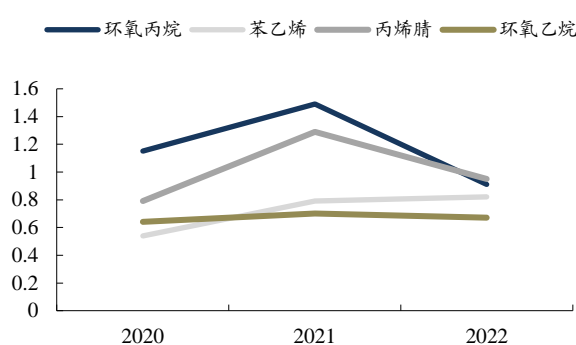
公司实行“以产定采、合理库存”的采购模式, 采购的主要原材料包括环氧丙烷、苯乙烯、丙烯腈和环氧乙烷, 辅料主要包括起始剂、催化剂、吸附剂、抗氧化剂等。

图13: 公司主要原材料采购数量 (万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 公司主要原材料采购价格 (万元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司主要原料一般从知名企业 (中石化集团、中化集团等) 采购, 通过与主要供应商签订框架协议实施合约采购增强原材料采购稳定性。公司的各主要原材料均有多家供应商可供选择, 未对单家供应商形成过度依赖。

表1: 2020-2022 年公司前五大供应商

| 序号 | 供应商名称 | 采购内容 | 采购金额 (亿元) | 采购占比 (%) |
|-------------|-----------------|---------------------|-----------|----------|
| 2020 | | | | |
| 1 | 中石化集团 | 环氧丙烷、丙烯腈、环氧乙烷、丙二醇 | 5.6 | 26.5% |
| 2 | 利安德 (上海) 商贸有限公司 | 环氧丙烷、苯乙烯 | 3.9 | 18.3% |
| 3 | 中化集团 | 苯乙烯、环氧丙烷 | 1.5 | 7.2% |
| 4 | 江阴畅益化工贸易有限公司 | 环氧丙烷、聚醚多元醇、辅料及低值易耗品 | 1.2 | 5.5% |
| 5 | 上海艾杰逊 | 丙烯腈 | 1.0 | 4.8% |
| 合计 | | | 13.2 | 62.3% |
| 2021 | | | | |
| 1 | 中石化集团 | 环氧丙烷、丙烯腈、环氧乙烷 | 6.8 | 23.8% |
| 2 | 吉神集团 | 环氧丙烷 | 4.6 | 16.3% |
| 3 | 中化集团 | 环氧丙烷、苯乙烯、聚醚多元醇 | 4.2 | 14.6% |
| 4 | 利安德 (上海) 商贸有限公司 | 环氧丙烷、苯乙烯 | 1.9 | 6.8% |
| 5 | 上海艾杰逊 | 丙烯腈 | 1.7 | 6.1% |
| 合计 | | | 19.3 | 67.6% |
| 2022 | | | | |
| 1 | 中石化集团 | 环氧丙烷、丙烯腈、环氧乙烷 | 6.9 | 41.6% |
| 2 | 山东金岭 | 环氧丙烷 | 1.6 | 9.5% |
| 3 | 中化集团 | 环氧丙烷、苯乙烯、丙烯腈 | 1.3 | 7.8% |
| 4 | 上海艾杰逊 | 丙烯腈 | 0.9 | 5.4% |
| 5 | 吉神集团 | 环氧丙烷 | 0.7 | 4.5% |
| 合计 | | | 11.4 | 68.7% |

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.1.3. 生产模式

公司在保证一定安全库存的基础上实行“以销定产”的生产模式。营销部提前与客户沟通需求量, 结合市场变化, 根据历史经验预测次月的销量, 同时考虑在手订单情况、库存情况, 确定次月的发货计划。

1.1.4. 研发模式

公司依靠在聚醚领域多年的积累沉淀, 建立了以需求引导研发、以研发推动工艺改进的发展模式, 通过自主研发掌握了生产质量稳定的低气味、低醛含量 (甲醛、乙醛和丙烯醛) 和低苯系物含量的聚醚产品的核心技术和工艺。公司计划通过归纳总结前期研发经验、建立研发人才团队、完善研发体制机制、购置先进的研发、生产、检测设备等, 不断推进新的研发任务, 实现在高性能、低气味、低 VOC 等方向的技术突破。

公司与南京工业大学等专业院校在公司主营业务领域开展产学研合作。2019 年 7 月, 公司与南京工业大学就 PPG 生产中 VOCs 净化设备及工艺技术进行产学研合作。双方共同拥有该技术合作的有关知识产权权利, 协议中明确了保密条款。

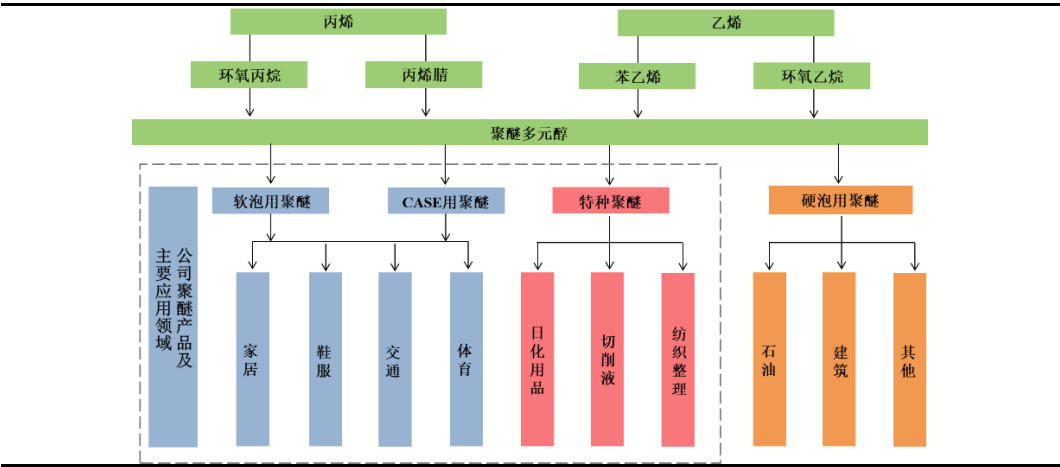
2. 行业介绍及需求分析

2.1. 聚醚下游应用空间广阔，需求量持续增长

聚醚又称聚乙二醇醚，是目前销售量最大的一种合成油。它是以环氧乙烷、环氧丙烷等为原料，在催化剂作用下开环均聚或共聚制得的线型聚合物。

从产业链看，聚醚上游原料有环氧丙烷、环氧乙烷、苯乙烯、丙烯腈等，其中环氧丙烷为最主要原料；聚醚（软泡用聚醚、CASE 用聚醚及特种聚醚、硬泡用聚醚）下游应用广泛，可应用于家居、汽车、体育、防水等领域。

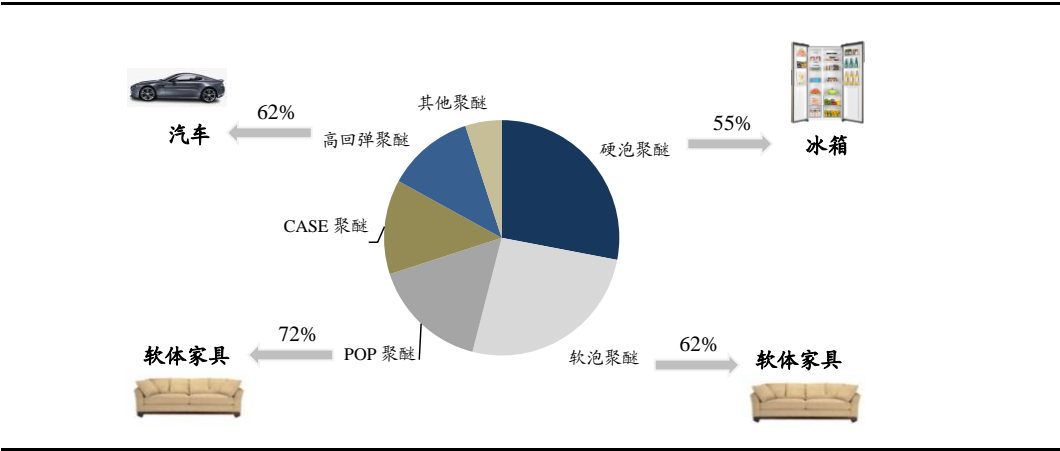
图15：聚醚在产业链中的位置



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

从市场份额来看，2022 年下游行业对硬泡聚醚、软泡聚醚、POP 聚醚、CASE 用聚醚、高回弹聚醚的消费量需求占比分别为 28%、26%、16%、13%、12%，所对应的下游行业主要为软体家具、白色家电、汽车行业。在我国人均消费水平提升，汽车销量持续攀升的情况下，聚醚下游需求将持续扩张。

图16：2022 年中国各类聚醚消费量需求占比



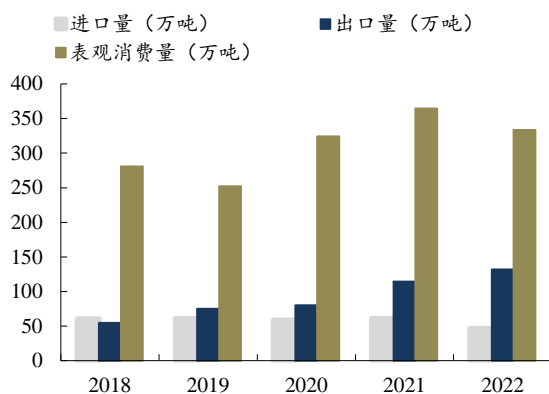
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所。注：图中百分数为下游应用场景的比重

2.2. 聚醚行业国内产能过剩，推动聚醚产能走向细分化+头部化

聚醚市场整体供应过剩，供应商纷纷转向海外。近年来，我国聚醚消费量总体保持增长，2021 年表观消费量已达 365 万吨，2022 年受到疫情影响、房地产下行压力，消费量有所下降。另外，由于产能过剩问题，企业纷纷布局海外，出口量大幅增长，2018 年-2022 年年均复合增速高达 24.7%。2022 年，我国聚醚出口量为 131.7 万吨，同比上升 15%，进口量同比减少 23.5%。国内方面，我国中下游企业生产进度缓慢，聚醚下游需求衰减，聚醚库存承压；国外方面，疫情影响海外装置正常运行，聚醚开工率受损，但整体需求量仍然很高，我国聚醚出口市场进一步打开。

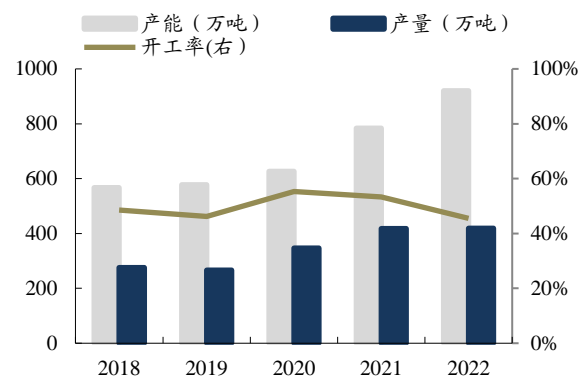
聚醚供应端短暂紧张，2023 年中旬聚醚利润修复。2023 年上半年，由于聚醚下游需求持续低迷，原料依附程度高，市场话语权偏低，利润整体处于较低水平。2023 年 7 月起，因国内供应大厂进行装置检修，下游客户恐影响后续生产，积极备货，对需求端有支撑，带动聚醚单吨毛利上升至 500 元左右。

图17：2018-2022 年我国聚醚进出口量、表观消费量



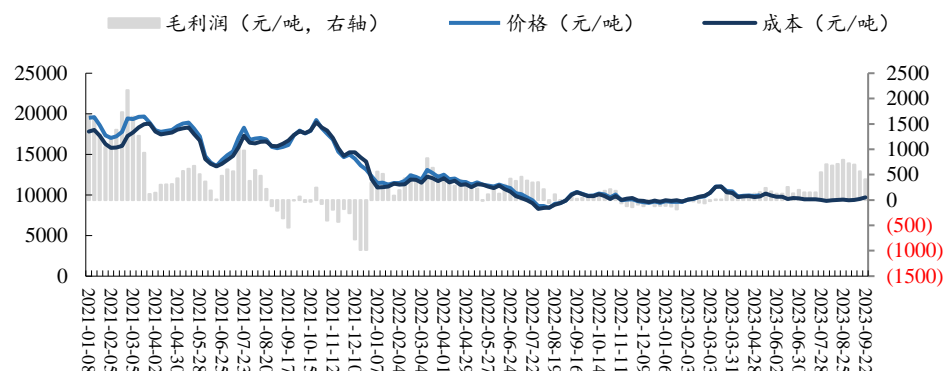
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图18：2018-2022 年我国聚醚产能、产量、开工率



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图19：2021-2023 年 9 月聚醚价格、成本、毛利润



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

聚醚行业细分赛道竞争激烈程度存在差异。由于通用 PPG、硬泡聚醚为基础聚醚，生产厂商众多、技术含量不高、产品附加值较低，下游客户对该产品主要关注点为销售价格，因此价格竞争激烈程度较高。而对于中高端聚醚，市场更加关注质量情况，价格敏感性程度稍低。POP、高回弹 PPG、CASE 用聚醚及特种聚醚都是公司的核心和重点开发产品，当前市场竞争激烈程度不高。公司有望凭借其先进的精制技术，在细分领域继续保持竞争优势。

表2：聚醚行业细分赛道竞争情况

| 聚醚类别 | 细分产品名称 | 竞争点 | 市场价格竞争激烈程度 | 是否公司产品 |
|--------------|---------|---------|------------|----------|
| POP | 一般活性POP | 品质、价格 | 中 | 是，核心产品之一 |
| | 高活性POP | 品质 | 低 | 是，核心产品之一 |
| 软泡用PPG | 通用PPG | 价格 | 高 | 是，非核心产品 |
| | 高回弹PPG | 品质、价格 | 中 | 是，核心产品之一 |
| CASE用聚醚及特种聚醚 | CASE用聚醚 | 品质、价格 | 中 | 是，重点开发产品 |
| | 特种聚醚 | 满足个性化需求 | 低 | 是，重点开发产品 |
| 硬泡聚醚 | | 价格 | 高 | 否 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内聚醚行业产能向头部企业整合，市场需要高端聚醚产品。我国聚醚行业已进入高质量发展时期，国家陆续出台政策，在行业内部分企业扩产的同时，淘汰落后及老旧产能，低端产品以及产能利用率较低的产品逐渐退出市场，聚醚行业集中度逐步提高，中小聚醚厂商的市场份额被拥有竞争优势的企业所蚕食，而在生产工艺、产品配方等方面有创新技术的企业能持续保持竞争优势。

表3：聚醚行业相关政策

| 序号 | 发布时间 | 政策名称 | 发布部门 | 主要内容 |
|----|--------|--|------------|--|
| 1 | 2018 年 | 《战略性新兴产业分类（2018）》 | 国家统计局 | 聚醚多元醇（PPG）作为重点产品列入战略性新兴产业分类。 |
| 2 | 2019 年 | 《产业结构调整指导目录(2019 年本)》 | 发改委 | 涉及聚氨酯行业的内容包括三个方面：环氧丙烷（PO）等原料生产、新型聚氨酯产品的研发和应用。该文件将引领聚氨酯行业转型升级以及淘汰落后产能。 |
| 3 | 2021 年 | 《江苏省“十四五”化工产业高端发展规划》 | 江苏省工业和信息化厅 | 做新聚醚产业，针对新型聚氨酯产品品种要求和性能要求，提高特种聚醚的生产比例。优化和改造生产装置，提高工艺过程控制能力，实现多牌号切换生产能力，实现灵活排产，逐步提高定制化供应能力。 |
| 4 | 2021 年 | 《中国聚氨酯行业“十四五”发展指南》 | 中国聚氨酯工业协会 | 开发高品质低气味低 VOC 多元醇以及 CO2 基、生物质多元醇；注重聚醚多元醇生产技术与装备开发，完善提升连续化生产技术装备。 |
| 5 | 2021 年 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 全国人大 | 聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。 |
| 6 | 2022 年 | 《“十四五”石化化工行业高质量发展的指导意见》 | 工信部、国家发改委等 | 实施“三品”行动，提升化工产品供给质量。围绕新一代信息技术、生物技术、新能源、高端装备等战略性新兴产业，增加有机氟硅、聚氨酯、聚酰胺等材料品种规格。 |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我国聚醚行业产能向头部企业靠拢，2022 年 CR5=50%。截至 2022 年底，公司拥有聚醚产能 26 万吨，位列全国第十位；万华化学拥有聚醚产能 200 万吨，位列全国第一位。虽然万华化学聚醚业务起步较晚，但得益于其深耕异氰酸酯行业多年，建设了高质量的人才队伍，积累了丰富的聚氨酯行业研发经验。

受下游需求拉动，国内企业继续扩大聚醚产能。根据百川盈孚，2023 年、2024 年我国将新增 250、98.75 万吨聚醚产能，聚醚行业的竞争将进一步加剧，落后产能出清速度加快，在细分领域有竞争优势的企业地位受影响较小。

其中，长华化学于 2022 年 6 月 17 日召开 2022 年第一次临时股东大会，审议通过《关于扩建 18 万吨/年聚合物多元醇项目的议案》，计划投资建设 18 万吨/年 POP 产线，进一步扩大公司产能，增强盈利能力。截至 2023 年 9 月，该项目已完成工程主体建设及设备安装、调试工作，试生产方案经专家组评审通过，进入试生产阶段。

表4: 2022 年中国聚醚主要生产企业产能（万吨）

| 序号 | 公司名称 | 有效产能 | 所在地 |
|----|----------------|-------|-----|
| 1 | 万华化学集团股份有限公司 | 200 | 山东 |
| 2 | 山东隆华新材料股份有限公司 | 72 | 山东 |
| 3 | 中海壳牌石油化工有限公司 | 70 | 广东 |
| 4 | 佳化化学（滨州）有限公司 | 45 | 山东 |
| 5 | 句容宁武新材料股份有限公司 | 40 | 江苏 |
| 6 | 淄博德信联邦化学工业有限公司 | 40 | 山东 |
| 7 | 无棣德信化工有限公司 | 30 | 山东 |
| 8 | 山东一诺威新材料有限公司 | 30 | 山东 |
| 9 | 山东蓝星东大有限公司 | 30 | 山东 |
| 10 | 长华化学科技股份有限公司 | 26 | 江苏 |
| 11 | 聚源化学工业股份有限公司 | 24.8 | 吉林 |
| 12 | 国都化工（昆山）有限公司 | 21.5 | 江苏 |
| 13 | 绍兴市恒丰聚氨酯实业有限公司 | 20 | 浙江 |
| 14 | 河北亚东化工集团有限公司 | 20 | 河北 |
| 15 | 红宝丽集团股份有限公司 | 18 | 江苏 |
| 16 | 航锦科技股份有限公司 | 17 | 辽宁 |
| 17 | 江苏钟山化工有限公司 | 15 | 江苏 |
| 18 | 其他聚醚企业 | 127.5 | |
| 合计 | | 848.8 | |

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

表5: 2023-2024 年聚醚新增产能预测（万吨）（截至 2023 年 8 月）

| 序号 | 生产企业 | 产能 | 未来扩产计划 | 预计投产时间 |
|----|------------------|----|--------|--------|
| 1 | 佳化化学有限公司 | 45 | 22 | 2023 年 |
| 2 | 淄博德信联邦化学工业有限公司 | 40 | 7 | 2023 年 |
| 3 | 山东一诺威新材料有限公司 | 30 | 30 | 2023 年 |
| 4 | 长华化学科技股份有限公司 | 26 | 18 | 2023 年 |
| 5 | 河北亚东化工集团有限公司 | 20 | 20 | 2023 年 |
| 6 | 红宝丽集团股份有限公司 | 18 | 30 | 2023 年 |
| 7 | 江苏钟山化工有限公司 | 15 | 15 | 2023 年 |
| 8 | 福建天骄化学材料有限公司 | 12 | 30 | 2024 年 |
| 9 | 滨化集团有限公司 | 10 | 30 | 2023 年 |
| 10 | 淄博诺立化工有限公司 | 4 | 10 | 2023 年 |
| 11 | 河北天盛化工有限公司 | 3 | 10 | 未定 |
| 12 | 荣盛石化（浙江石油化工有限公司） | 0 | 38 | 2023 年 |
| 13 | 恒力石化（大连） | 0 | 20 | 2024 年 |
| 14 | 中化泉州石化有限公司 | 0 | 20 | 2024 年 |
| 15 | 江苏虹威 | 0 | 13.75 | 2024 年 |
| 16 | 古雷石化 | 0 | 20 | 2024 年 |
| 17 | 桐昆钦州化工新材料 | 0 | 15 | 2024 年 |
| 18 | 中能新型化工高端材料产业园 | 0 | 10 | 2024 年 |

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

公司拥有多项专利，产品在三醛、低气味、低 VOC 指标中具有独特优势。截至 2023 年 6 月，公司已取得 22 项发明专利、28 项实用新型专利，有突出的精制工艺技术。公司与众多对产品质量要求高的品牌家用汽车客户保持稳定合作，在行业内积累了较好的口碑。

表6: 公司专利技术情况

| 核心技术 | 核心技术介绍 | 专利情况 |
|--------------------------|---|--|
| 新型大分子稳定剂及其预聚体合成技术 | 公司通过大分子单体结构设计以及其预聚体制备工艺技术，制备得到一定转化率的大分子预聚体，然后将该预聚体应用于连续法制备 POP 生产中；由于大分子预聚体的稳定作用机理，POP 中聚合物粒子颗粒表面光滑、细腻、粒子粒径分布宽、稳定性好，制备得到的 POP 产品具有固含量高、粘度低、与水搅拌均匀性好、遇水不凝胶等特点。 | 专利号 ZL201810316916.6 |
| 低不饱和度、高分子量、高活性聚醚多元醇制备技术 | 公司借助自主开发的有机醇盐催化剂、低分子量聚醚多元醇为起始剂的制备工艺，制备得到了一系列具有低不饱和度、高分子量、高回弹 PPG(CHE-822P/816P/260P 等)；产品具有活性更高、分子量更高(单羟基摩尔当量 >2000gmol)、副产物少、不饱和度低等特点。 | 专利号 ZL201510026089.3 专利号 ZL201510021420.2 |
| 高固含量聚合物多元醇低残留单体的连续提纯工艺技术 | 公司在连续法聚合物多元醇生产工艺基础上，对 POP 生产线进行优化升级，在生产中采用四级闪蒸残留单体脱除工艺制备低气味、低 VOC 的 POP 产品。 | 专利号 ZL202011094511.6 专利号 ZL202022277986.0 |
| 降低聚醚多元醇中 VOC 含量及气味的精制方法 | 采用特殊聚醚精制工艺，避免酸中和精制工艺中气味源物质的产生，降低聚醚多元醇的 VOC 及气味。 | 专利号 ZL201710940203.2 |

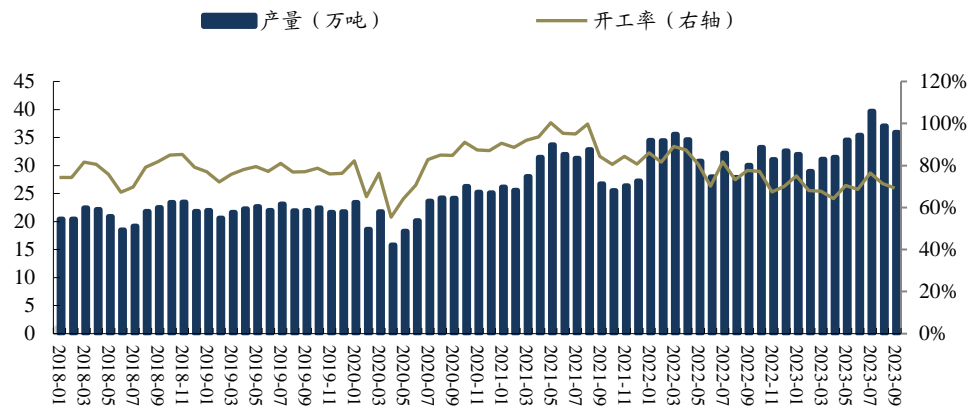
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 环氧丙烷产能扩张，聚醚原材料成本压力得到缓解

国内环氧丙烷基本面由偏紧逐步向过剩转变，开工率进一步下降。近两年，国内环氧丙烷产能持续投产。由于下游聚醚市场需求持续低迷，环氧丙烷产量增速逐步放缓。2022 年，国内环氧丙烷产量同比仅增长 11%，整体开工率偏低，工厂库存低位运行。

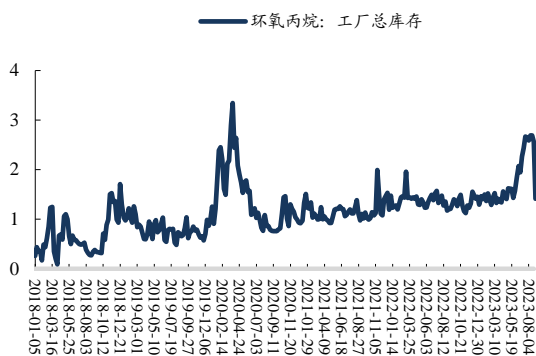
环氧丙烷价格下跌，聚醚产业原料端压力缓解。2020 年底，全球经济逐步从疫情中修复，原油价格触底反弹，带动大宗品持续走强，环氧丙烷价格一度超过 19000 元/吨。但随后由于双控政策对于供给端限制弱化，化工品整体下行，环氧丙烷产能投放迎来大周期，市场价格持续走跌。截至 2023 年 9 月，环氧丙烷价格已低于 1 万元/吨左右，聚醚成本端压力减弱。

图20：2018-2023.9 我国环氧丙烷产能、产量、开工率



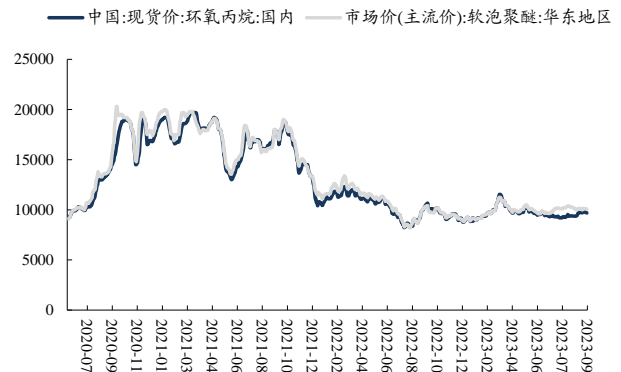
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图21：我国环氧丙烷库存（万吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图22：华东地区软泡聚醚、环氧丙烷价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

环氧丙烷供给过剩局面难改，未来价格或继续走低。2023-2025 年，环氧丙烷预期新增产能投产较多，市场供应量依旧将远超市场需求量，根据百川盈孚，到 2025 年底，国内环氧丙烷产能将较 2022 年产能水平增长 84%。在供给过剩背景下，未来环氧丙烷价格或呈现持续下行走势，聚醚成本有望进一步降低。

表7：2023-2025 年我国环氧丙烷新增产能

| 投产年度 | 省份 | 企业名称 | 新增产能 (万吨) | 合计 (万吨) |
|------|----|-----------|--------------|------------|
| 2023 | 山东 | 振华石化 | 45 | 229 |
| | 浙江 | 浙江石化 | 40 | |
| | 山东 | 万华化学 | 40 | |
| | 山东 | 巨丰新能源 | 30 | |
| | 山东 | 滨化股份 | 30 | |
| | 福建 | 中化学天辰（泉州） | 30 | |
| | 辽宁 | 华锦化学 | 14 | |
| 2024 | 福建 | 古雷石化 | 40 | 85 |
| | 山东 | 利华益维远 | 30 | |
| | 山东 | 民祥化工 | 15 | |
| 2025 | 福建 | 中化学天辰（泉州） | 30 | 104 |
| | 辽宁 | 恒力石化 | 27 | |
| | 海南 | 海化新材料（洋浦） | 27 | |
| | 江苏 | 虹威化工 | 20 | |

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

3. 盈利预测与估值建议

3.1. 核心假设与盈利预测

由于公司产品的主要原材料环氧丙烷价格大幅下跌，传导至聚醚产品售价，公司各产品的售价整体下降，单吨毛利也有不同程度的下降，但综合单吨毛利和产品售价来看，我们预计 2023-2025 年公司整体毛利率变动不大。

具体业务的毛利率方面，由于原材料投入不同，软泡用 PPG 产品的毛利率随环氧丙烷价格波动更明显。公司软泡用 PPG 以环氧丙烷、环氧乙烷为主要原材料，而 POP 产品是在软泡用 PPG 的基础上进一步投入苯乙烯、丙烯腈等原料制成，因而软泡用 PPG 产品的盈利能力受环氧丙烷价格影响更为直接。

POP 业务：

POP 是公司营收占比最大的业务，主要包括：一般活性 POP、高活 POP。考虑到疫后复苏进程缓慢推进，下游软体家具行业对 POP 产品的需求处于缓慢提升之中。此外，截至 2023 年 9 月，公司新增投产 18 万吨 POP 产品，我们预计公司 POP 销量将会提升。

价格方面，由于高活性 POP 对技术要求更高，市场竞争格局更优，整体价格高于一般活性 POP。

毛利率方面，由于原材料环氧丙烷价格大幅下跌，而 POP 产品售价与环氧丙烷价格走势相同，我们预计公司 POP 产品价格整体下滑。根据公司产品的单吨毛利情况以及 POP 产品的价格走势，我们预计公司 POP 产品毛利率水平保持稳定。此后随着公司产品市场竞争力进一步提高，我们预计公司毛利率水平能继续维持。我们预计 2023-2025 年一般活性 POP 产品平均售价维持 1 万元/吨，毛利率约 5.0%；高活 POP 产品平均售价维持 1.1 万元/吨，毛利率约 10.0%。

软泡用 PPG：

公司软泡用 PPG 业务包括：高回弹 PPG、通用 PPG、慢回弹 PPG。

价格方面，软泡用 PPG 价格与上游原材料环氧丙烷价格高度相关。2020-2022 年，我国环氧丙烷产能处于扩张期，市场供应量增加，截至 2023 年 9 月，环氧丙烷市场价已低于 1 万元/吨。因此我们预计公司软泡用 PPG 产品价格难以回升，将保持相对稳定的水平。

毛利率方面，我们认为 2023 年高回弹 PPG 产品的毛利率很难维持 2022 年的较高水平，在原材料环氧丙烷的价格大幅下跌的背景下，我们预计公司高回弹 PPG 产品的毛

利率也将受到影响。2020-2022 年，在环氧丙烷价格低的情况下，高回弹 PPG 的毛利率较高；而在环氧丙烷价格高的情况下，高回弹 PPG 的毛利率较低。结合高回弹 PPG 产品的市场竞争度逐步增加，我们认为虽然原材料价格同比下滑，但高回弹 PPG 产品的盈利水平未必能够保持 2022 年的高毛利率。我们预计 2023-2025 年公司高回弹 PPG 产品的毛利率约 8.6%。通用 PPG、慢回弹 PPG 产品作为软泡用聚醚里非高端的产品，价格以及单吨毛利很难有大的波动，我们预计 2023-2025 年公司通用 PPG、慢回弹 PPG 产品毛利率分别约 0.9%、5.5%。

CASE 用聚醚多元醇及特种聚醚：

公司 CASE 用聚醚多元醇及特种聚醚包括：CASE 用聚醚、特种聚醚。CASE 用聚醚下游主要应用于防水涂料、体育跑道等；特种聚醚下游主要应用于表面活性剂领域（包含开孔剂、消泡剂等），两种聚醚属于聚醚行业内销售体量较小的类别。近几年我国涂料、塑胶跑道需求量增长明显，CASE 用聚醚的需求量快速提升；表面活性剂领域也更加得到重视，带动特种聚醚销量提升。

毛利率方面，由于 CASE 用聚醚、特种聚醚是聚醚市场中占比较小的产品，市场竞争情况并不激烈，因此我们预计 2023-2025 年的价格波动幅度不大。根据目前的单吨毛利和销量情况，同时公司将持续推进技术改进提升原材料转化效率，倒推得 2023-2025 年 CASE 用聚醚产品毛利率约 7.0%，特种聚醚产品毛利率约 14.3%。

表8：公司盈利预测拆分

| 业务分类 | 产品种类 | 假设项 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| POP | 一般活性 POP | 产销量(万吨/年) | 8.1 | 8.9 | 8.9 | 11.9 | 26.9 | 26.9 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.1 | 1.4 | 1.1 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| | | 收入(亿元) | 8.8 | 12.5 | 9.3 | 11.9 | 26.9 | 26.9 |
| | | 毛利(亿元) | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 1.3 | 1.3 |
| | | 毛利率 | 9.2% | 5.9% | 5.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 高活性 POP | 产销量(万吨/年) | 2.9 | 4.1 | 3.8 | 4.0 | 4.5 | 5.0 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 1.10 | 1.10 | 1.10 |
| | | 收入(亿元) | 3.5 | 6.3 | 4.4 | 4.4 | 5.0 | 5.5 |
| | | 毛利(亿元) | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| | | 毛利率 | 15.1% | 11.7% | 11.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 软泡用 PPG | 高回弹 PPG | 产销量(万吨/年) | 3.4 | 4.9 | 5.1 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.3 | 1.6 | 1.1 | 1.05 | 1.05 | 1.05 |
| | | 收入(亿元) | 4.3 | 7.6 | 5.6 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| | | 毛利(亿元) | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | 毛利率 | 7.5% | 5.2% | 10.7% | 8.6% | 8.6% | 8.6% |
| | 通用 PPG | 产销量(万吨/年) | 0.2 | 0.5 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.5 | 1.6 | 1.0 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| | | 收入(亿元) | 0.3 | 0.8 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| | | | | | | | | |

| | | | | | | | | |
|---------------|----------|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| CASE 用聚醚及特种聚醚 | 慢回弹 PPG | 毛利 (亿元) | 0.02 | 0.04 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| | | 毛利率 | 7.0% | 4.6% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| | | 产销量(万吨/年) | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.1 | 1.4 | 1.0 | 0.91 | 0.91 | 0.91 |
| | | 收入 (亿元) | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| | | 毛利 (亿元) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| | | 毛利率 | 8.4% | 6.0% | 7.1% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| | CASE 用聚醚 | 产销量(万吨/年) | 0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.3 | 1.6 | 1.1 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| | | 收入 (亿元) | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| | | 毛利 (亿元) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.06 | 0.07 | 0.08 |
| | | 毛利率 | 12.1% | 8.0% | 6.4% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| | 特种聚醚 | 产销量(万吨/年) | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 1.0 | 1.0 |
| | | 价格(不含税, 万元/吨) | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.05 | 1.05 | 1.05 |
| | | 收入 (亿元) | 0.3 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 1.1 | 1.1 |
| | | 毛利 (亿元) | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| | | 毛利率 | 9.2% | 9.6% | 13.5% | 14.3% | 14.3% | 14.3% |
| | 其他业务收入 | 收入 (亿元) | 0.04 | 0.19 | 0.09 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| | | 毛利率 | 28.4% | 9.9% | 33.6% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 合计 | | 收入 (亿元) | 18.8 | 30.3 | 23.1 | 26.3 | 42.5 | 43.1 |
| | | 增速 | 24.0% | 61.2% | -23.6% | 13.8% | 61.5% | 1.5% |
| | | 毛利率 | 10% | 7% | 8% | 7% | 6% | 6% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：2020-2022 年数据为剔除新收入准则影响后的数据，2023-2025 年数据为执行新收入准则的数据

基于核心假设和收入成本拆分，我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 26.3、42.5、43.1 亿元，同比上升 14%、61%、2%；归母净利润分别 1.02、1.51、1.53 亿元，同比上升 14%、48%、1%；EPS（摊薄）分别为 0.73、1.08、1.09 元/股。

3.2. 可比公司情况

我们共选取 7 家可比公司：隆华新材、航锦科技、沈阳化工、一诺威、万华化学、奥克股份、美瑞新材。1) 万华化学是国际领先的异氰酸酯产品研发、生产、销售企业，其聚醚产品以硬泡用聚醚、通用 PPG 为主，另包括 POP、高回弹 PPG、CASE 用聚醚等聚醚产品线，产品类别与公司具有可比性。2) 奥克股份主要生产减水剂聚醚单体，2020-2022 年聚醚单体营收占公司总营收的 80%、82%、80%，且主要用于建筑化学品领域，与公司下游应用相似度较高。业务模式方面，长华化学的原料主要是环氧丙烷，产品主要是聚醚多元醇；奥克股份的核心原材料为环氧乙烷，产品主要是聚醚衍生物，二者都是外采环氧，发展环氧衍生物，具有较强的可比性。3) 美瑞新材是国内知名的聚氨酯材料及全生物降解类材料生产企业，主要生产聚酯型、聚醚型、发泡型等多种类型的 TPU 产品，可用于鞋材、汽车胶、木工、餐具等。美瑞新材部分 TPU 产品需要聚醚作为原材

料，因此美瑞新材产品价格也将受到聚醚价格变动的影响。4) 隆华新材是国内专业的聚醚多元醇系列产品研发、生产、销售的规模化企业，其产品涵盖软泡用聚醚及CASE用聚醚，其中软泡用聚醚为其主要产品，与公司相似程度较高，具有较高可比性。5) 航锦科技业务板块包括化工板块业务、军工板块业务及电子版块业务，其中化工板块业务主要产品为液碱、聚醚和环氧丙烷，与公司具有一定的相似性。6) 沈阳化工控股子公司蓝星东大是国内老牌聚醚多元醇研发、生产企业，其产品主要包括CASE用聚醚及高回弹PPG核心产品包括CASE用聚醚及高回弹PPG，与公司主营业务相似程度较高。7) 一诺威是国内知名聚氨酯弹性体生产、研发、销售企业，除此之外，其产品还包括聚酯多元醇、聚醚多元醇、聚氨酯组合料及EO、PO其他下游衍生精细化工产品。一诺威的聚酯多元醇、聚醚多元醇及聚氨酯组合料业务中包含聚醚产品，与公司主营业务有一定相似度。

表9：可比公司经营情况、市场地位、技术实力

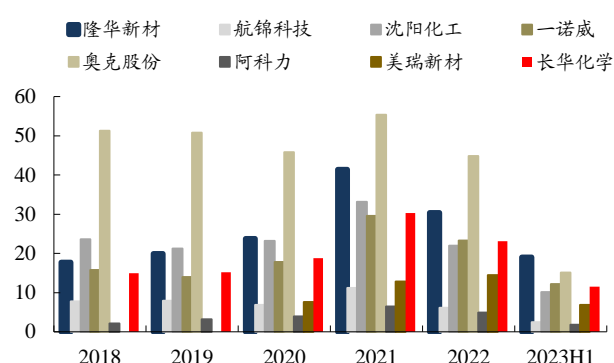
| 序号 | 名称 | 主要产品介绍 | 聚醚产品主要品类 | 整体经营情况 | 市场地位 | 技术实力 |
|----|------|---|--|--|---|--|
| 1 | 万华化学 | 包含聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列等丰富的产品线，其中聚氨酯系列包含异氰酸酯及聚醚，以异氰酸酯为主。2022年度聚氨酯系列产品销售收入占收入比重约37.99%。 | 以硬泡用聚醚、通用PPG为主，另包括POP、高回弹PPG、CASE用聚醚等聚醚产品线 | 2022年度万华化学营业收入达1655.65亿元，归母净利润170.42亿元，经营情况良好。 | 万华化学为全球异氰酸酯领导型企业，已形成产业链高度整合。 | 万华化学聚醚业务起步晚，但得益于其深耕异氰酸酯行业多年，建设了高质量的人才队伍，积累了丰富的聚氨酯行业研发经验。 |
| 2 | 奥克股份 | 包括高性能聚醚酸聚醚系列、高品质全规格聚乙二醇系列、绿色表面活性剂系列、高端化新材料产品系列、特种助剂系列等五大系列产品。 | 减水剂聚醚 | 2022年度，奥克股份实现营业收入56.39亿元，归母净利润559.55万元。 | 奥克股份拥有五万立方米低温乙烯储罐，拥有年产30万吨环氧乙烷生产装置，拥有“世界首创、国际领先”碳酸乙烯酯和碳酸二甲酯生产工艺技术，是国内减水剂聚醚单项冠军生产企业和环氧乙烷精深加工产业的领军企业。 | 在技术创新方面，公司拥有国内一流的环氧乙烷衍生精细化工新材料创新开发和产业化基地，拥有与中科院多家研究所和多所大学建立起来的稳固的产学研战略合作与技术创新联盟的强劲支撑。 |
| 3 | 美瑞新材 | 聚氨酯材料(TPU、PUR、PUD等)及全生物降解类材料(PBS等)为主。 | 热塑性聚氨酯弹性体(TPU) | 2022年度，美瑞新材营业收入14.75亿元，归母净利润1.11亿元，经营情况良好。 | 公司逐步掌握了行业先进的技术和工艺，依靠在产品品质、技术创新、差异化服务等方面的优势，在TPU行业中建立了较为良好的口碑，并实现部分进口替代，在部分细分领域建立了明显的竞争优势，公司销售渠道进一步拓宽，市场占有率不断提升。 | 美瑞新材作为国内头部厂商已逐步掌握关键核心技术，具备先进的生产工艺和设备，可提供技术附加值较高的中高端领域TPU产品，产品结构持续优化，生产自动化水平高，规模化生产能力强，综合运营能力突出，已具备在中高端市场与国外厂商直接竞争的能力。 |
| 4 | 隆华新材 | 产品涵盖软泡用聚醚及CASE用聚醚两大类产品。 | 以POP及通用PPG为主 | 2022年度隆华新材营业收入31.68亿元，归母净利润1.27亿元，经营情况良好。 | 隆华新材为国内专业的聚醚系列产品规模化生产企业。隆华新材聚醚产品产能达到36万吨/年，产销规模为29万吨左右。其中隆华新材POP产品销售规模位居国内第一梯队。 | 隆华新材深耕聚醚行业多年，积累了深厚的聚醚产品研发经验，其POP产品具有高固含量、低粘度等技术特征产品质量稳定。 |
| 5 | 航锦科技 | 主要产品以“烧碱、环氧丙烷、聚醚”为主，2021年度聚醚产品销售收入占其收入比重约23%。 | 软泡用聚醚 | 2022年度航锦科技营业收入达42.92亿元，归母净利润1.98亿元。 | 航锦科技聚醚产品产能为17万吨，但其产能利用率较低，产销量报告期内均为10万吨以内，规模偏小。 | 航锦科技自产环氧丙烷，其聚醚产品可使用自产环氧丙烷生产而成，在环氧丙烷市场价格较高阶段，其聚醚产品具有成本优势。 |
| 6 | 沈阳化工 | 主要产品包括糊树脂、丙烯、烧碱、丙烯酸及酯、聚乙烯及聚醚等。聚醚产品生产主体为其控股子公司蓝星东大。 | 以CASE用聚醚及高回弹PPG为主 | 2022年度沈阳化工营业收入达59.41亿元，实现净利润17.72亿元。 | 蓝星东大为国内老牌聚醚生产厂商，深耕聚醚行业多年，拥有较高的市场知名度。蓝星东大聚醚产品产能达到30万吨/年，产销规模为20万吨左右，为专业的规模化聚醚企业。 | 老牌聚醚生产企业，技术上具有一定先发优势；低不饱和度CASE聚醚、高回弹聚醚等产品技术与产品质量处于国内先进水平。 |
| 7 | 一诺威 | 主要产品包括聚氨酯弹性体、聚酯多元醇、聚醚多元醇、聚氨酯组合料以及EOPO其他下游衍生精细化工材料。 | 以通用PPG、CASE用聚醚、硬泡用聚醚、高回弹PPG为主 | 2022年度一诺威营业收入63.08亿元，归母净利润1.91亿元。 | 一诺威为国内知名的聚氨酯弹性体生产企业，其聚醚包括自产自销、自产自用（生产弹性体）以及聚醚贸易业务。 | 一诺威为中国聚氨酯工业协会副理事长单位，在聚氨酯弹性体领域储备了庞大的人才团队，技术实力较强。 |
| 8 | 长华化学 | 产品涵盖软泡用聚醚及CASE用聚醚两大类产品。 | 以POP、高回弹PPG为主 | 2022年度公司营业收入23.12亿元，归母净利润0.89亿元，经营情况良好。 | 公司为国内专业的聚醚系列产品规模化生产企业。2022年末，公司聚醚产品产能达到26万吨/年，产销规模为21万吨左右。其中公司核心产品POP产品销规模位居国内第一梯队；高回弹PPG产品销售规模亦较大，且市场占有率呈逐年上升趋势。 | 公司自成立以来专注于聚醚产品研发及生产，在产品配方、生产工艺等方面开发了多项核心技术；公司POP产品具有稳定性高、气味低、VOC低、固含量高粘度低、残留单体量低特点；软泡用PPG产品具有产品质量稳定、气味低、VOC低、金属离子低、水分低等特点。 |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

可比公司横向对比来看，2020-2022 年公司聚醚业务的营收高于美瑞新材，低于隆华新材、奥克股份。公司聚醚业务营收低于隆华新材，主要系公司产品销售体量低于隆华新材。

公司聚醚业务的毛利率水平较低，与隆华新材毛利率接近，低于其他可比公司。由于各公司产品结构不同，聚醚业务的毛利率水平存在差异。公司的核心产品为 POP 及高回弹 PPG，且以 POP 产品为主。而 POP 产品的毛利率一般低于 CASE 用聚醚，因此公司整体毛利率低于以 CASE 用聚醚产品为主的沈阳化工。此外，公司产品具备低气味、低 VOC 的独特优势，因此产品售价高于可比公司，在单吨利润接近的情况下，产品毛利率低于其他公司。

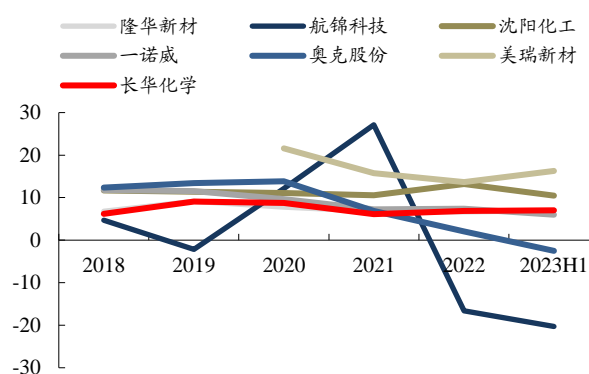
图23：可比公司聚醚业务营收（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：一诺威选取 PPG 及聚氨酯硬泡组合聚醚业务营收；万华化学未披露聚醚业务营收情况；奥克股份选取聚醚单体业务营收；美瑞新材选取 TPU 业务营收（2018-2019 年未披露 TPU 业务营收）

图24：可比公司聚醚业务毛利率（%）

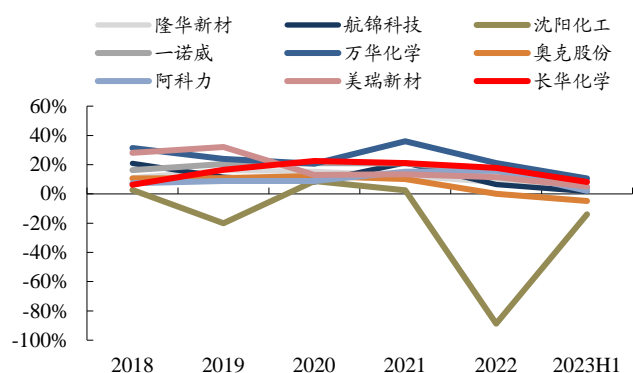


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：一诺威选取 PPG 及聚氨酯硬泡组合聚醚业务毛利率；万华化学未披露聚醚业务毛利率；奥克股份选取聚醚单体业务毛利率；美瑞新材选取 TPU 业务毛利率（2018-2019 年未披露 TPU 业务毛利率）

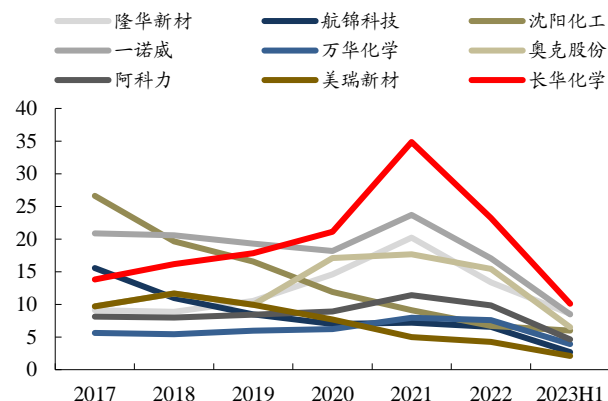
盈利能力方面，2022 年，公司 ROE（摊薄）水平为 18%，低于万华化学，高于其他可比公司。**周转能力方面**，2020-2022 年公司存货周转率远超可比公司，主要系公司存货管理能力不断提升。一方面，公司与实力雄厚的大型石化公司建立长期合作关系，以**合约采购模式为主**，签订年度框架协议，定期将采购计划报给供应商，获得稳定的原材料供应。另一方面，公司发货周期、到货周期较短。订单中已约定初步发货时间并约定合同有效期，且公司下游客户大多是以生产需求为驱动的终端厂商，需要及时采购聚醚生产产品，因此公司较少出现库存积压现象，存货周转能力优异。

图25: 可比公司 ROE (摊薄) (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 可比公司存货周转情况 (次)



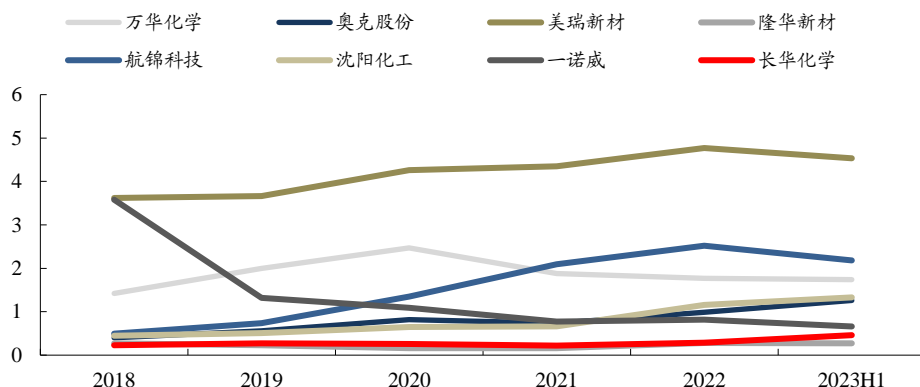
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司研发费用率低于其他可比公司, 高于隆华新材, 主要系万华化学、奥克股份、一诺威、航锦科技及沈阳化工产品类型众多, 其研发人员数量较多, 截至 2022 年末, 万华化学、奥克股份、航锦科技及沈阳化工、一诺威研发人员数量分别 3975 人、203 人、336 人、263 人、144 人, 使得研发人员薪酬总额较高。

除此之外, 万华化学、美瑞新材、奥克股份研发费用中包含较高比例的折旧摊销费用; 航锦科技研发费用中包含较高比例的折旧摊销费用及委托开发费; 沈阳化工研发费用中包含较高比例的能源动力费和设备折旧费。万华化学、航锦科技及沈阳化工均包含众多的业务板块, 因此其研发设备类型、研发过程亦与聚醚行业存在较大差异。

公司及隆华新材、一诺威为保证“收入成本配比”原则, 均将中试研发形成产品并对外销售后相应支出计入营业成本。万华化学、航锦科技及沈阳化工均有大量物料消耗计入研发费用, 故在比较数据时剔除万华化学、航锦科技及沈阳化工物料消耗后再进行计算。

图27: 可比公司研发费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综上，我们认为公司相较于可比公司，在聚醚业务方面具备明显的产品质量优势和技术优势。

产品方面，虽然公司产品售价高于可比公司，但单吨毛利较为稳定，且与同行业接近，导致公司聚醚产品的毛利率较低。但公司产品质量更优，具备气味低的独特优势，广泛应用于下游汽车等行业。2020-2022 年，公司聚醚产品接近 100% 的产销率也表明公司产品销售情况良好，下游客户的接受度高。

技术方面，公司凭借高固含量聚合物多元醇低残留单体的连续提纯工艺技术，低醛、低气味聚醚多元醇及其制备方法和应用，降低聚醚多元醇中 VOC 含量及气味的精制方法等核心技术，使得公司产品具备低气味、低 VOC、低醛含量（甲醛、乙醛和丙烯醛）和低苯系物含量等技术特征；相比主要竞争对手之一隆华新材，公司在专利情况、技术特征、参与国家标准制定、产品鉴定等方面具有一定优势；相比主要竞争对手，公司产品各项技术指标均无明显差异，公司不存在明显的技术劣势。

3.3. 相对估值

根据 Wind 一致预期与我们的预测，2023 年可比公司 PE 均值为 34 倍，公司 2023 年的 PE 值为 35 倍，公司估值水平略高于可比公司。考虑到公司产品质量优异，在聚醚细分领域具有竞争优势，且产能处于持续扩张中，首次覆盖予以“买入”评级。

表10：可比公司估值表（参考 2023 年 9 月 27 日收盘价）

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | | | PE | | | | |
|-----------|--------------|-------------|------------|----------------|----------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A (扣非前) | 2022A (扣非后) | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A (扣非前) | 2022A (扣非后) | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600309.SH | 万华化学 | 2801 | 89 | 162.34 | 157.97 | 204.34 | 251.32 | 289.50 | 17 | 18 | 14 | 11 | 10 |
| 300082.SZ | 奥克股份 | 46 | 7 | 0.06 | (0.28) | 1.17 | 2.31 | 3.10 | 830* | (168) | 40 | 20 | 15 |
| 300848.SZ | 美瑞新材 | 66 | 22 | 1.11 | 0.86 | 1.43 | 3.44 | 5.62 | 59 | 77 | 47 | 17 | 11 |
| 301149.SZ | 隆华新材 | 46 | 11 | 1.27 | 1.11 | - | - | - | 36 | 41 | - | - | - |
| 000818.SZ | 航锦科技 | 214 | 31 | 2.30 | 1.99 | - | - | - | 93* | 107* | - | - | - |
| 000698.SZ | 沈阳化工 | 33 | 4 | (17.73) | (17.84) | - | - | - | (2) | (2) | - | - | - |
| 834261.BJ | 一诺威 | 23 | 8 | 1.91 | 1.85 | - | - | - | 12* | 12* | - | - | - |
| | 均值 (剔除负值) | | | | | | | | 175 | 51 | 34 | 16 | 12 |
| | 均值 (剔除负值和极值) | | | | | | | | 38 | 45 | | | |
| 301518.SZ | 长华化学 | 36 | 26 | 0.89 | 0.81 | 1.02 | 1.51 | 1.53 | 40 | 44 | 35 | 24 | 23 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：万华化学、奥克股份、美瑞新材预测值均来自 Wind 一致预期，隆华新材、航锦科技、沈阳化工、一诺威暂无 Wind 一致预期；剔除了 2022 年 PE 负值和极值对可比公司估值的影响（极值标注：*）；根据美瑞新材最新股本，调整 2022 年的 EPS 数值

4. 风险提示

市场竞争加剧的风险：我国聚醚行业集中度低，大部分企业的产品附加值较低，产品竞争仍以价格竞争为主，导致国内聚醚行业中低端市场竞争较为激烈。如果公司在产品技术升级等方面不能及时适应市场竞争的变化，日趋激烈的市场竞争可能对公司的经营构成不利影响。

宏观经济波动引致的业绩风险：公司处于精细化工行业，宏观经济波动对行业主要产品的市场需求影响较大。公司主要产品的上下游行业与宏观经济整体保持了高度的正相关性。未来若宏观经济出现剧烈波动，可能会同时影响到公司上下游行业的景气度，进而造成公司业绩面临大幅下滑的风险。

募集资金投资项目未能实现预期效益的风险：公司募集资金投资项目的投资金额较大、投资项目需要一定的实施周期，如果相关政策、宏观经济环境或市场竞争等方面因素出现重大不利变化，未来出现募集资金投资项目不能按计划进展等情况，则募集资金将难以给公司带来预期的效益。

长华化学三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 396 | 769 | 1,021 | 1,176 | 营业总收入 | 2,312 | 2,632 | 4,249 | 4,314 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 115 | 432 | 418 | 749 | 营业成本(含金融类) | 2,153 | 2,448 | 3,977 | 4,036 |
| 经营性应收款项 | 168 | 229 | 389 | 291 | 税金及附加 | 5 | 5 | 8 | 8 |
| 存货 | 99 | 95 | 201 | 122 | 销售费用 | 27 | 28 | 47 | 47 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 21 | 24 | 37 | 39 |
| 其他流动资产 | 14 | 14 | 14 | 14 | 研发费用 | 7 | 11 | 13 | 14 |
| 非流动资产 | 303 | 345 | 317 | 294 | 财务费用 | 5 | 1 | (3) | (3) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 9 | 5 | 8 | 8 |
| 固定资产及使用权资产 | 238 | 273 | 243 | 212 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 5 | 5 | 6 | 6 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 43 | 49 | 52 | 59 | 减值损失 | 3 | (1) | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 107 | 120 | 178 | 180 |
| 其他非流动资产 | 17 | 17 | 17 | 17 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 699 | 1,114 | 1,339 | 1,470 | 利润总额 | 108 | 120 | 178 | 180 |
| 流动负债 | 164 | 170 | 243 | 221 | 减:所得税 | 18 | 18 | 27 | 27 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 43 | 36 | 31 | 26 | 净利润 | 89 | 102 | 152 | 153 |
| 经营性应付款项 | 58 | 70 | 125 | 103 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 18 | 14 | 22 | 26 | 归属母公司净利润 | 89 | 102 | 151 | 153 |
| 其他流动负债 | 46 | 50 | 65 | 66 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.64 | 0.73 | 1.08 | 1.09 |
| 非流动负债 | 30 | 13 | 13 | 13 | EBIT | 112 | 122 | 175 | 178 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 155 | 167 | 218 | 220 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 6.90 | 6.97 | 6.40 | 6.45 |
| 租赁负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 3.87 | 3.88 | 3.56 | 3.55 |
| 其他非流动负债 | 29 | 13 | 13 | 13 | 收入增长率(%) | (23.64) | 13.81 | 61.46 | 1.53 |
| 负债合计 | 194 | 183 | 256 | 234 | 归母净利润增长率(%) | 2.09 | 14.14 | 48.31 | 1.19 |
| 归属母公司股东权益 | 504 | 930 | 1,081 | 1,235 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 1 | 1 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 504 | 931 | 1,082 | 1,235 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 699 | 1,114 | 1,339 | 1,470 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 168 | 107 | 8 | 357 | 每股净资产(元) | 4.79 | 6.64 | 7.72 | 8.81 |
| 投资活动现金流 | (38) | (88) | (15) | (20) | 最新发行在外股份(百万股) | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 筹资活动现金流 | (172) | 299 | (6) | (6) | ROIC(%) | 16.00 | 13.64 | 14.33 | 12.71 |
| 现金净增加额 | (42) | 317 | (14) | 331 | ROE-摊薄(%) | 17.74 | 10.97 | 13.99 | 12.40 |
| 折旧和摊销 | 43 | 45 | 42 | 42 | 资产负债率(%) | 27.82 | 16.46 | 19.16 | 15.95 |
| 资本开支 | (38) | (89) | (15) | (20) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 40.10 | 35.14 | 23.69 | 23.41 |
| 营运资本变动 | 30 | (43) | (188) | 160 | P/B (现价) | 5.33 | 3.85 | 3.31 | 2.90 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>