



聚醚龙头的三箭齐发

2023 年 11 月 17 日

► **公司是国内软泡聚醚行业龙头，国内最大的 POP 聚醚企业。**公司是国内聚醚龙头企业，产品涵盖软泡用聚醚及 CASE 聚醚，其中 POP 聚醚是公司的优势产品。截至 2022 年底，公司拥有 72 万吨聚醚多元醇产能。软泡用聚醚长期占公司 90%以上营收，为公司主要营收来源。

► **聚醚是合成聚氨酯的主要原料，行业格局不断优化重塑。**聚醚下游应用广泛，软泡聚醚产品用于生产软体家具、鞋材服装等，CASE 用聚醚主要用于制备聚氨酯涂料、胶粘剂、密封剂、弹性体等。近年来，聚醚行业产品性能迭代升级加速，消费应用不断向高端化发展，供应商规模不断扩大，产业链配套逐渐完善，始终维持较高的投资回报率。以上发展新趋势，推动行业集中度不断提高，聚醚行业 CR10 从 2019 年的 57.77%提升到 2022 年的 67.18%，该趋势有望延续和进一步发展。公司凭借在产品性能、产能规模、客户资源方面的优势进一步受益于行业格局的变迁。

► **公司三大投资方向，为近期、中期和长期发展奠定基础。**公司经营稳健又不失进取，目前公司重点推进聚醚扩产、聚醚胺、尼龙 66 三大方向项目，分别为公司短期、中期和长期发展奠定基础。(1) 公司在建 31 万吨/年聚醚多元醇改扩建项目，项目完成后产能从 72 万吨提升至 93 万吨/年（部分老产能关停），巩固在软泡聚醚行业的优势地位；(2) 公司以聚醚产品为基础，向下拓展布局聚醚胺。聚醚胺主要应用于风电、油气开采等领域。“十四五”期间，风电场改造升级有望驱动聚醚胺需求增长。中国聚醚胺市场规模有望将从 2021 年的 8.3 万吨扩大至 2025 年 14.8 万吨。公司 8 万吨/年聚醚胺项目正在稳步建设中。

(3) 规划尼龙 66 产业链，切入工程塑料赛道。在上游关键原料己二腈实现国产化的背景下，尼龙 66 成本端和原料供应瓶颈因素有望得到消除。公司远期规划 108 万吨 PA66 项目，分三期建设，陆续投产。

► **投资建议：**公司是国内聚醚行业龙头企业，主要从事聚醚系列产品的研发、生产与销售。以聚醚为基础，延链扩链，进军聚醚胺和尼龙等新材料领域。公司多个在建项目，投产后有望驱动未来三年内公司快速增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.49、4.00、6.41 亿元，EPS 分别 0.58、0.93、1.49 元，现价（2023 年 11 月 16 日）对应 PE 分别为 21x、13x、8x。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 项目建设进度不及预期或无法达到预期收益风险；2) 原料价格波动风险；3) 安全生产风险；4) 环境保护风险。

推荐

首次评级

当前价格：

12.41 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,168	4,609	6,719	8,950
增长率 (%)	-25.9	45.5	45.8	33.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	127	249	400	641
增长率 (%)	-34.5	95.9	60.6	60.3
每股收益 (元)	0.30	0.58	0.93	1.49
PE	42	21	13	8
PB	3.3	2.9	2.5	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 16 日收盘价）

目录

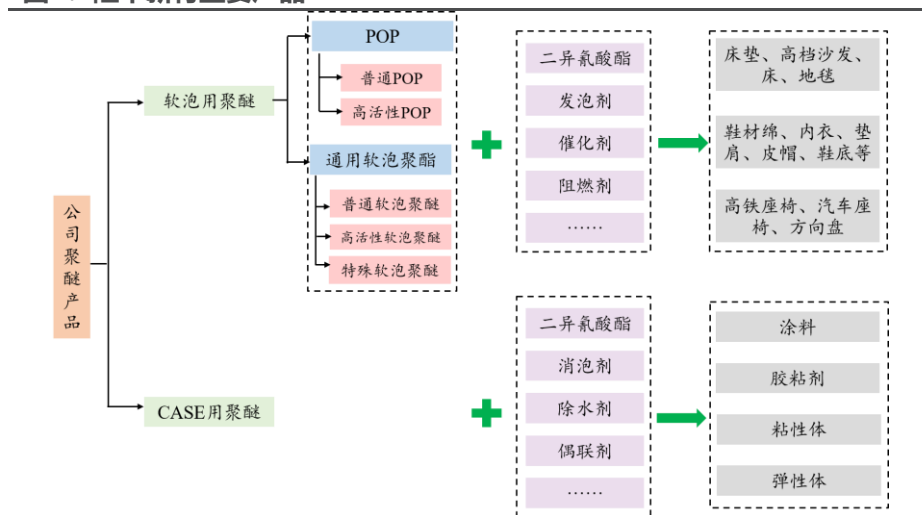
1 公司概况：公司是聚醚行业领先企业	3
1.1 公司是聚醚多元醇行业龙头	3
1.2 企业经营稳健，长期低负债高回报	4
2 行业格局：集中度快速提升，公司抢占先机	6
2.1 聚醚是合成聚氨酯的关键原料	6
2.2 软泡聚醚行业新趋势催生龙头企业	12
3 三箭齐发，三大项目奠基公司近中远期发展	18
3.1 第一箭：扩产聚醚，力争行业上游	18
3.2 第二箭：延链聚醚胺，追风新能源热潮	18
3.3 第三箭：突破尼龙产业链，进军新材料蓝海	21
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	25
5 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 公司概况：公司是聚醚行业领先企业

1.1 公司是聚醚多元醇行业龙头

公司为国内专业的聚醚多元醇系列产品企业。山东隆华新材料股份有限公司成立于 2011 年 3 月，是国内聚醚多元醇、聚合物多元醇产品研发、生产、销售的规模化、专业生产企业，现有产能 72 万吨/年。公司产品涵盖软泡用聚醚及 CASE 用聚醚，其中软泡用聚醚为公司的主要产品，包括 POP 及通用软泡聚醚系列产品。公司为国家高新技术企业、中国聚氨酯工业协会常务理事单位，荣获“山东省制造业单项冠军”“山东省瞪羚企业”等荣誉。

图1：隆华新材主要产品



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

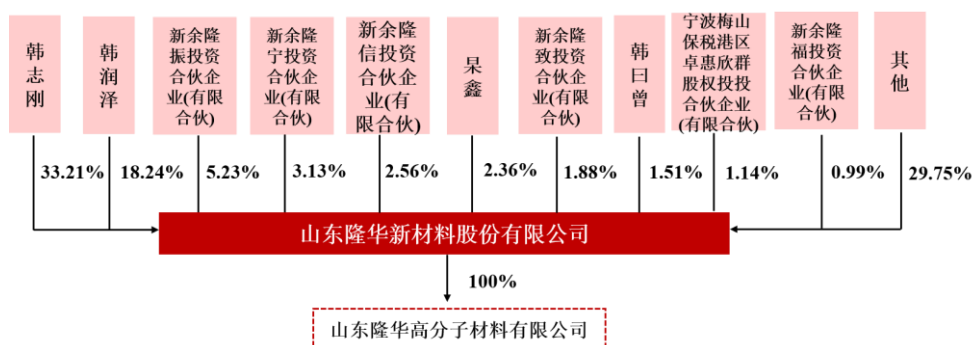
目前公司在建 31 万吨/年聚醚多元醇改扩建项目，同时还实施 8 万吨/年端氨基聚醚项目、108 万吨/年尼龙 66 项目，力求在现有业务基础上延链、扩链，提升综合竞争能力，实现产品的多元化。

表1：公司现有及在建产能情况（截至 2022 年年报）

产品名称	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	备注
聚醚多元醇	72	31	在建产能为 31 万吨/年聚醚多元醇生产装置改扩建及节能提升项目，预计 2024 年 12 月竣工，达产后公司聚醚多元醇产能将达 93 万吨；
端氨基聚醚	-	8	预计 2024 年投产；
尼龙 66	-	16	拟建 108 万吨产能 PA66，一期 16 万吨，二期 32 万吨，三期 60 万吨；分期投产

资料来源：公司公告，民生证券研究院

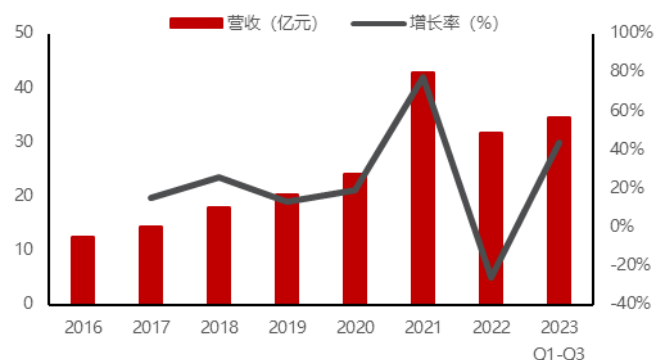
公司实际控制人为韩志刚父子。截至 2023 年三季度，韩志刚先生直接持有隆华新材 33.21%的股份，并担任公司董事长，韩润泽先生持有公司 18.24%的股份。韩志刚先生与韩润泽先生系父子关系且为一致行动人，韩志刚父子为公司的控股股东暨共同实际控制人。

图2：隆华新材股权结构(截至 2023 年三季度)


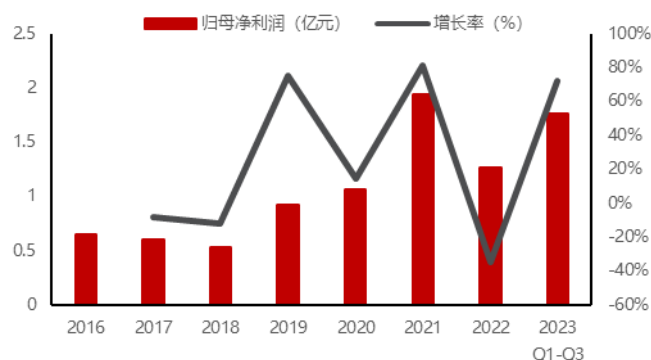
资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

1.2 企业经营稳健，长期低负债高回报

公司盈利能力持续提升，2017-2022 年营收复合增速 17.28%。2021 年公司实现营收 42.75 亿元，同比增长 77.17%，实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 81.31%。2022 年受经济运行承压影响，公司实现营收 31.68 亿元，同比下降 25.89%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比下降 34.54%。公司成立以来实现高速发展，2017-2022 年间公司营业收入年均复合增长率为 17.28%，归母净利润年均复合增长率为 20.89%。2023 年前三季度实现营收 34.59 亿元，同比增长 43.83%，实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 72.55%。

图3：2018-2023 年 9 月营收(左)及增速(右)


资料来源：Choice，民生证券研究院

图4：2018-2023 年 9 月归母净利润(左)及增速(右)


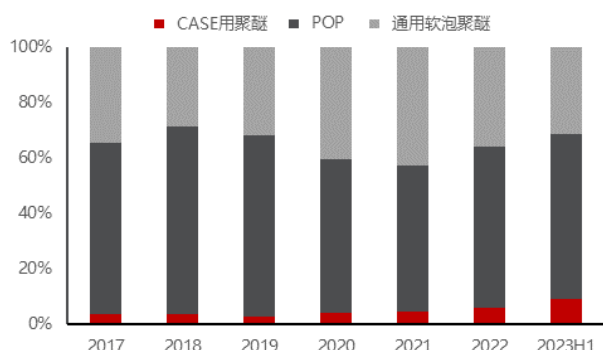
资料来源：Choice，民生证券研究院

软泡用聚醚为公司主要营收来源。软泡用聚醚长期占公司 90%以上营收，2022 年公司营收结构中，POP 占 56.03%，通用软泡聚醚占 34.06%，CASE 用聚醚占 5.74%，2020-2022 年 POP 聚醚毛利率分别为 11.74%、9.07%、8.59%。

公司资产负债率处于相对低位，现金流状况良好。2022 年公司资产负债率仅为 14.10%，2023 年 Q3，公司因多个项目在建，资产负债率上升至 30.46%，对于化工行业来讲，仍处于相对较低负债率水平。公司现金流状况良好，2023Q3 期末现金及现金等价物余额 4.85 亿元，随着聚醚胺及聚醚扩产项目投产，

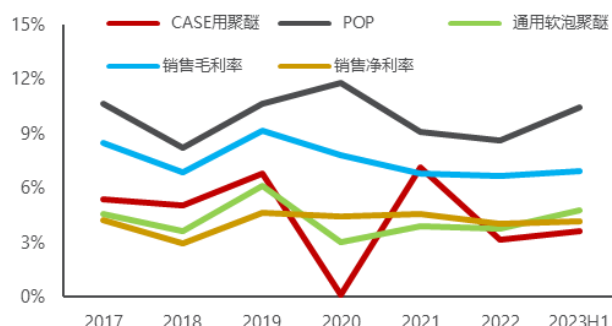
公司现金流将得到进一步改善。

图5：2017-2023H1 公司营业结构



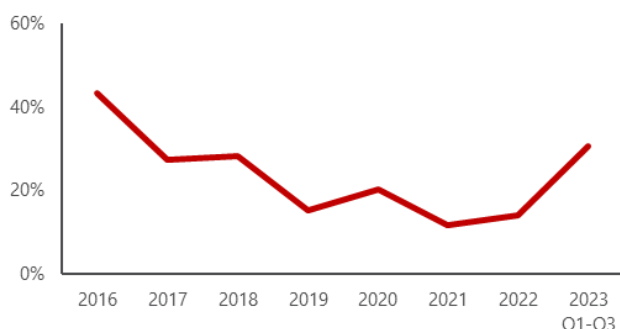
资料来源：Choice，民生证券研究院

图6：2017-2023H1 各业务毛利率及销售净利率(%)



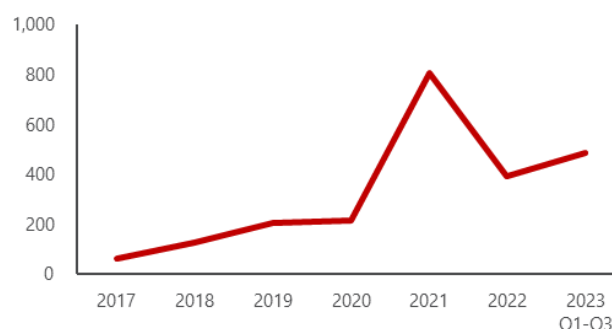
资料来源：Choice，民生证券研究院

图7：2016-2023 年 9 月公司资产负债率(%)



资料来源：Choice，民生证券研究院

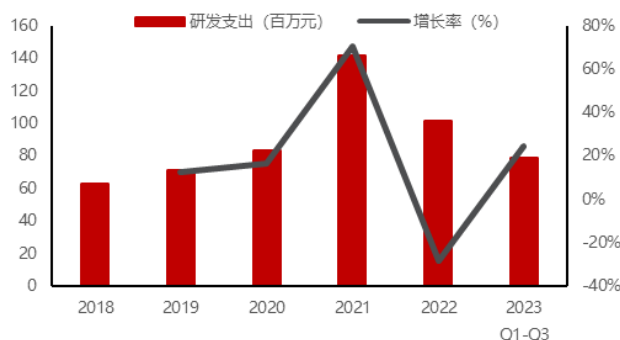
图8：2017-2023 年 9 月期末现金及等价物余额(百万元)



资料来源：Choice，民生证券研究院

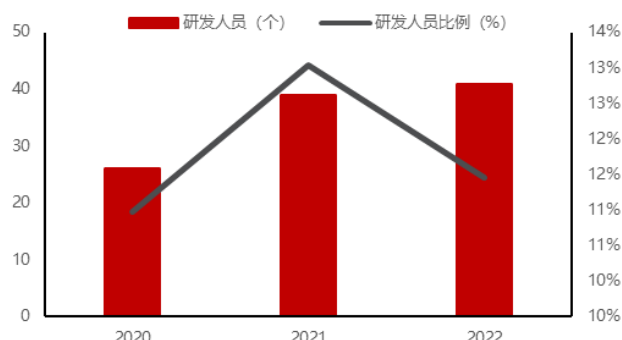
公司为国家高新技术企业、中国聚氨酯工业协会常务理事单位，公司技术研发部被认定为淄博市聚合物多元醇工程技术研发中心，公司已通过两化融合管理体系评定、质量管理体系认证、环境管理体系认证和职业健康安全管理体系认证。2022年研发投入为1.02亿元，研发人员41人，占公司员工比例11.45%。2023年前三季度公司研发投入为0.79亿元，同比增长24.41%。公司在聚醚方向掌握多项核心技术，共授权专利34项，其中发明专利3项。

图9：2018-2022 公司研发支出(左)及增长率(右)



资料来源：Choice，民生证券研究院

图10：2020-2022 公司研发人员数量(左)及比例(右)



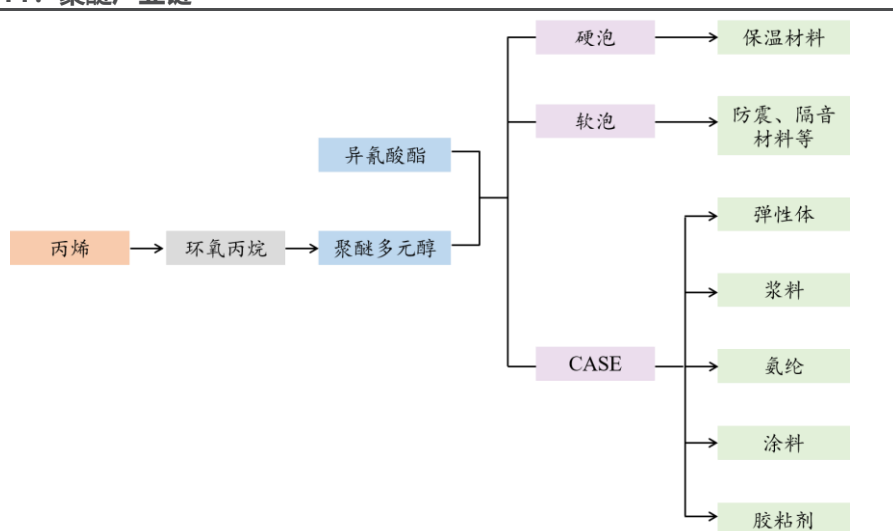
资料来源：Choice，民生证券研究院

2 行业格局：集中度快速提升，公司抢占先机

2.1 聚醚是合成聚氨酯的关键原料

聚醚多元醇是合成聚氨酯的两大原料之一。聚醚多元醇（俗称“白料”）与二异氰酸酯（俗称“黑料”，如 MDI、TDI）在发泡剂、催化剂、阻燃剂等助剂的作用下进行反应生成聚氨酯材料。聚氨酯是目前所有高分子材料中唯一一种在塑料、橡胶、泡沫、纤维、涂料、胶粘剂和功能高分子七大领域均有应用价值的合成高分子材料，广泛应用于建筑、汽车、纺织、机电、石化、能源、军工等领域。聚氨酯制品的种类、形态和性能差别巨大，其性能主要由聚醚组分体系的决定。根据应用领域的不同，聚醚可分为硬泡聚醚、软泡聚醚以及 CASE 用聚醚。

图11：聚醚产业链



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

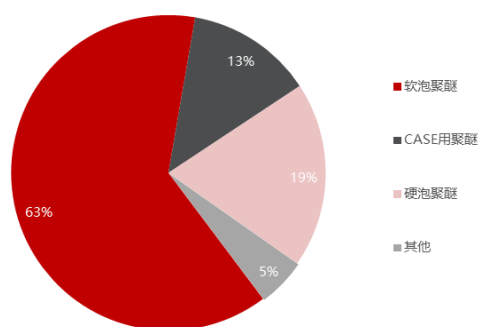
2.1.1 软泡聚醚为聚醚主流产品，主要用于软体家具和服饰鞋材

软泡聚醚为聚醚市场主流产品，应用领域广泛。2022 年我国聚醚产能中，63%为软泡聚醚，19%为硬泡聚醚，13%为 CASE 用聚醚，其中，软泡聚醚包括 POP 及软泡用 PPG，软泡用 PPG 按照回弹性能不同，可进一步细分为通用软泡聚醚、高回弹 PPG 等。POP 是丙烯腈、苯乙烯在基础聚醚中自由基聚合接枝共聚而成，具有特殊性能的改性聚醚多元醇，用于生产高承载、高回弹的软质及半硬质聚氨酯泡沫。软泡用聚醚主要应用于家居、汽车座椅、鞋服等领域，主要在人体接触的应用场景提供软弹性和舒适度，硬泡用聚醚主要应用于冰箱冰柜、冷链、建筑保温领域，主要起到保温保冷的作用，CASE 用聚醚主要应用于聚氨酯涂料、聚氨酯胶粘剂等。

表2：聚醚分类及应用

类别	简介	主要应用
硬泡用聚醚	用于硬泡配方的一般是高官能度、高羟值聚醚，以产出足够的交联度和刚性，通用的硬泡聚醚大多是以蔗糖及其混合物为起始剂	主要应用于家电、建筑保温、管道、冷库等
软泡用聚醚	用于软泡的聚醚醇一般是长链、低官能度聚醚，一般以甘油为起始剂	主要应用于家居、交通、鞋服、体育领域等
CASE 用聚醚	又被成为“弹性体聚醚”，包括生产聚氨酯涂料、聚氨酯胶粘剂、聚氨酯密封胶、聚氨酯弹性体用聚醚	主要应用于聚氨酯涂料、聚氨酯胶粘剂、聚氨酯密封胶、聚氨酯弹性体领域等

资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图12：2022 年中国聚醚产能分布


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

KOH 和 DMC 催化剂生产是聚醚的成熟工艺。聚醚多元醇工艺技术主要分为四种：KOH 催化剂技术、DMC 催化剂技术、磷腈催化技术、硼烷催化技术。其中磷腈催化技术、硼烷催化技术因其催化剂价格昂贵，生产成本较高，能耗较高，其工业应用不多。KOH 催化剂技术是目前国内外普遍使用的工业化技术，而 DMC 催化剂技术工艺简便，安全性高、生产周期短，产品收率高，几乎无三废、能耗低，生产成本降低明显，是聚醚多元醇未来发展的主要方向。

表3：聚醚生产技术比较

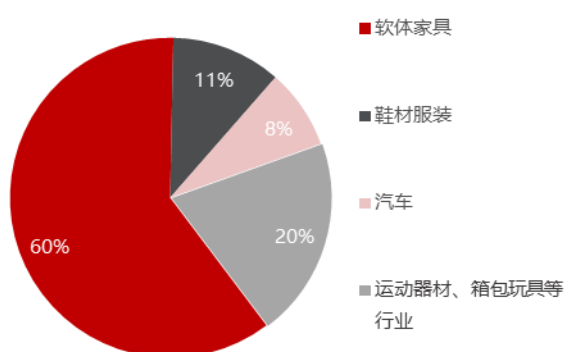
工艺技术		KOH 催化剂技术	DMC 催化剂技术
工艺性能	工艺便捷性	工艺步骤多	工艺较为简便
	设备时空效率	低	较高
	操控性	较差	好
	生产周期	长	较短
生产成本	三废	废气、废固、废液	少量废气
	能耗	高	低
	单体转化率	≥99%	≥99.5%
	产品收率	≥98%	≥99.5%
成本		高	较低

资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

按生产方式，聚醚生产可分为连续法和间歇法。连续法自动化程度高，产品质量稳定，生产效率高，成本低，适用通用型聚醚多元醇大批量生产。间歇法一般采用釜式反应装备，投资少、操作简单，通过设备切换可生产不同品种的聚醚，操作灵活，但会损失部分产能，产品质量也不如连续法稳定，成本稍高。年产量在两万吨以下的生产工厂一般采用间歇法生产装备。

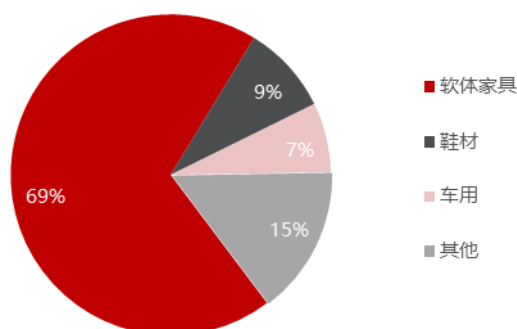
软泡用聚醚主要应用于软体家具、鞋材服装、运动器材等领域。软泡聚醚与二异氰酸酯在发泡剂、催化剂、阻燃剂等助剂的作用下发泡反应可生成软质聚氨酯泡沫塑料，简称聚氨酯软泡。聚氨酯软泡多为开孔结构，缓冲功能显著，且通常具有密度低、透气、吸音、保温、回弹性好等特点，是目前用量最大的一种聚氨酯产品。2022 年通用软泡聚醚中，60%用于软体家具，11%用于鞋材服装，8%用于汽车领域，20%用于运动器材、箱包玩具等领域。2022 年 POP 下游中，69%用于软体家具、9%用于鞋材行业、7%用于车用领域。

图13：2022 年通用软泡聚醚下游消费结构



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

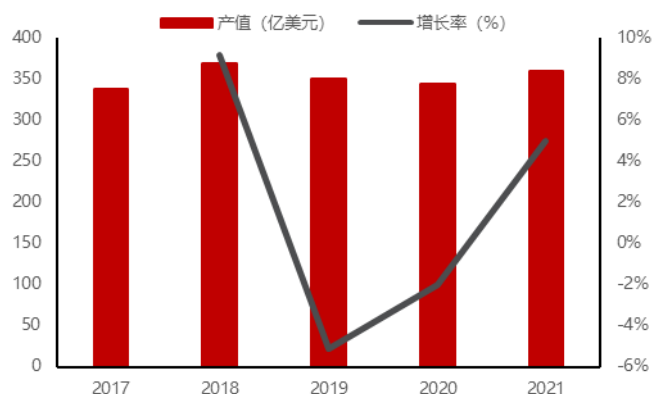
图14：2022 年 POP 下游消费结构



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

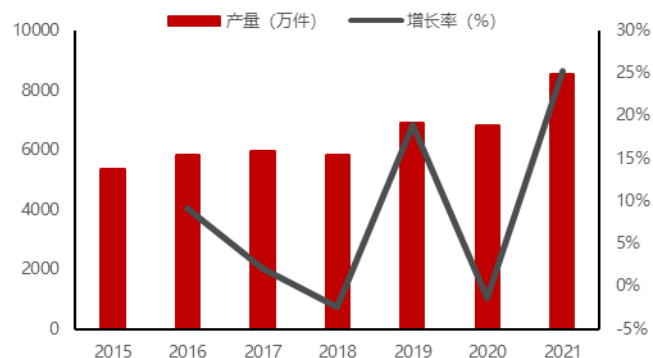
软体家具产业规模稳步增长。随着人们对生活品质要求越来越高，软体家具因其设计舒适、款式多样、色彩丰富等优点受到消费者的青睐。近年来，中国软体家具规模不断增长，2021 年我国软体家具产量为 8566.44 万件，同比增长 25.2%，产值规模为 360 亿美元，同比增长 4.96%。

图15：中国软体家具产值规模(左)及增长率(右)



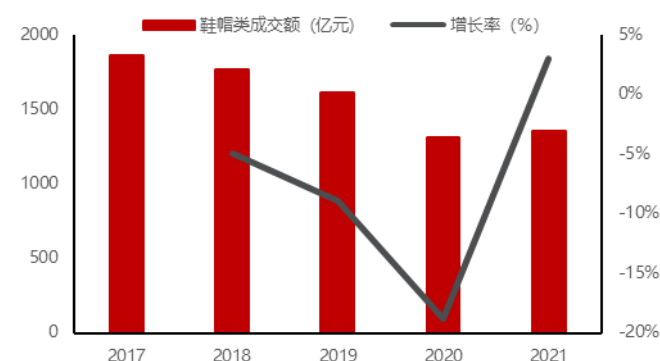
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图16：中国软体家具产量(左)及增长率(右)

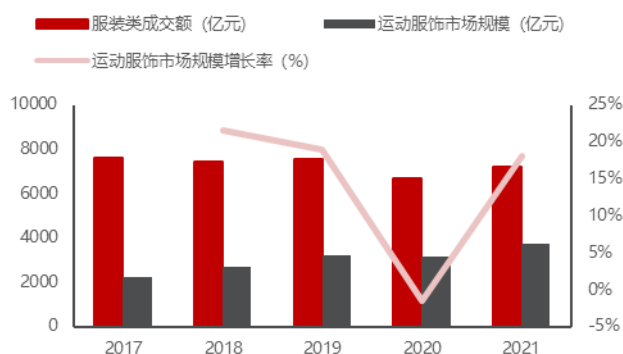


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

我国鞋服市场总体稳定，运动服饰市场快速发展。近年来，全民健身热潮高涨，带动运动服饰需求量增长，2021 年我国运动服饰市场规模为 3718 亿元，同比增长 18.03%。国务院印发的《全民健身计划（2021—2025 年）》中提到，到 2025 年，全民健身将带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元，运动行业发展有望带动上游软泡聚醚需求量增长。

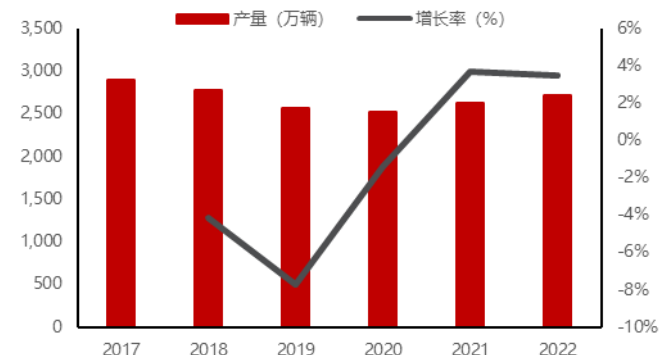
图17：2017-2021 年我国鞋帽类成交额(左)及增速(右)


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

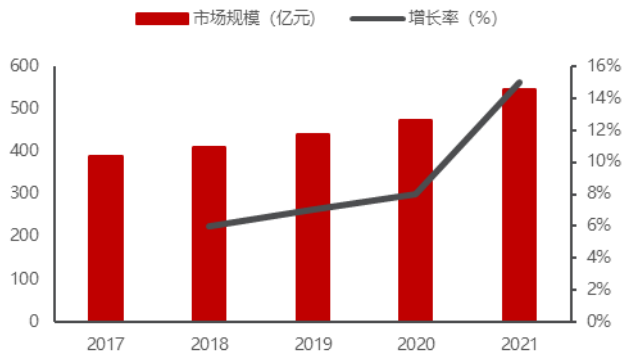
图18：2017-2021 年我国服装类成交额(左)、运动服饰市场规模(左)及增速(右)


资料来源：国家统计局、华经产业研究院，民生证券研究院

汽车、健身器材行业稳步发展，带动上游软泡聚醚需求量增长。软泡聚醚制品凭借良好的减震效果，广泛应用于汽车中座椅、方向盘、仪表盘、扶手、内饰以及健身器材领域。2022 年度我国汽车产量为 2718 万辆，同比增长 3.52%，2021 年我国运动器材市场规模为 546.5 亿元，汽车、运动器材市场稳步发展有望带动上游软泡聚醚需求量增长。

图19：2017-2022 年我国汽车产量(左)及增长率(右)


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

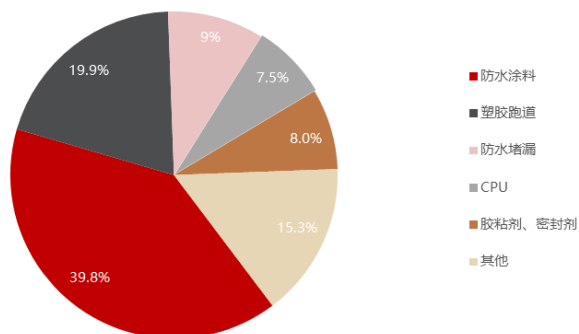
图20：2017-2021 我国健身器材规模(左)及增速(右)


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2.1.2 CASE 聚醚主要用于防水、塑胶跑道、胶粘剂、密封剂等领域

CASE 用聚醚主要用于制备防水涂料、塑胶跑道、胶粘剂、密封剂等领域。

CASE 聚醚主要用于涂料（Coating）、胶黏剂（Adhesives）、密封胶（Sealants）和聚氨酯弹性体（Elastomer）等行业，根据其英文缩写，聚氨酯行业俗称为 CASE 材料。2022 年我国 CASE 用聚醚下游中，防水与塑胶跑道占据前两位，消费比例分别为 39.8%、19.9%。

图21：2022 年我国 CASE 用聚醚应用领域


资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

防水新规出台，有望带动聚醚需求量增长。2022 年 10 月 24 日，住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》，自 2023 年 4 月 1 日起实施，相较于 2000 年 1 月颁布的《建筑工程质量管理条例》，防水新规对房屋防水材料工作年限提出了更高的要求。防水新规中重新定义了防水等级、增加了防水道数、规定了材料最小厚度，以此全面提升防水工程质量。据建筑防水协会秘书长朱冬青估计，新规执行后，中国大概 80%-85%以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求，防水材料市场扩容有望进一步扩容。

表4：新旧法规中防水材料工作年限对比

发布时间	2000 年 1 月	2022 年 10 月
政策	《建筑工程质量管理条例》	《建筑与市政工程防水通用规范》
防水材料工作年限	- 屋面防水工程不低于 5 年 外墙面防渗漏不低于 5 年 卫生间、房间防水工程不低于 5 年	地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限 屋面工程防水设计年限不低于 20 年 - 室内工程不低于 25 年

资料来源：住建部，民生证券研究院

表5：《建筑与市政工程防水通用规范》防水标准

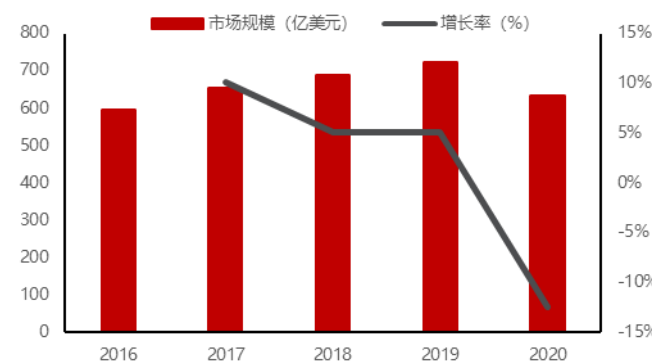
建筑种类	防水级数	备注
明挖法地下工程	一级	不应少于 3 道；1 道防水混凝土，不少于 2 道外设防水层，其中防水卷材或防水涂料不应少于 1 道
	二级	不应少于 2 道；1 道防水混凝土，1 道外设防水层，任选
	三级	不应少于 1 道，应选 1 道防水混凝土
暗挖法地下工程	一级	不应少于 2 道；1 道防水混凝土，塑料防水板或预铺反粘高分子防水卷材不应少于 1 道，且厚度不应小于 1.5mm
	二级	不应少于 2 道；1 道防水混凝土，1 道外设防水层，任选，其中塑料防水板厚度不应小于 1.2mm
	三级	不应少于 1 道，应选 1 道防水混凝土
平屋面	一级	不应少于 3 道；卷材防水层不应少于 1 道
	二级	不应少于 2 道；防水卷材层不应少于 1 道
	三级	不应少于 1 道，任选
瓦屋面	一级	不应少于 3 道；1 道屋面砖，卷材防水层不应少于 1 道
	二级	不应少于 2 道；1 道屋面砖，防水卷材、防水涂料任选 1 道
	三级	不应少于 1 道，应选 1 道屋面砖
金属屋面	一级	不应少于 2 道；1 道金属板，防水卷材不应少于 1 道，厚度不应小于 1.5mm
	二级	不应少于 2 道；应选 1 道金属板，防水卷材不应少于 1 道

建筑外墙	三级	不应少于 1 道, 应选 1 道金属板
	一级	框架填充或砌体外墙结构应设两道及以上防水层; 混凝土外墙应设 1 道及以上防水层
	二级	框架填充或砌体外墙结构应设一道及以上防水层, 混凝土外墙不设防水层
	三级	不进行防水

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》, 民生证券研究院

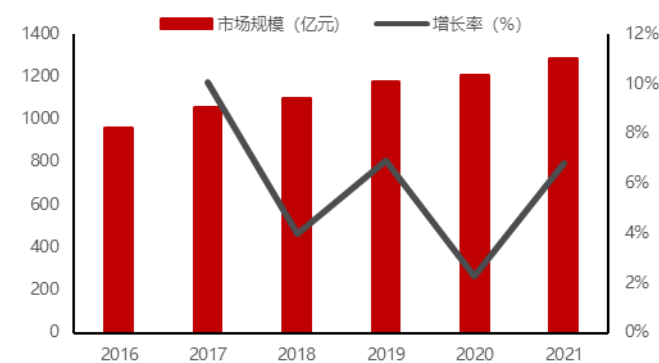
胶粘剂行业市场规模逐步增加。胶粘剂下游应用涉及包装、建筑、装配作业、交运、新能源、电子等众多领域, 与国民生活息息相关。2019 年全球胶粘剂市场规模为 722 亿美元, 同比增长 5.09%, 2020 年下降为 632 美元, 2021 年我国胶粘剂市场规模达 1286.8 亿元, 同比增长 6.83%。

图22: 2016-2020 年全球胶粘剂行业市场规模(左)及增长率(右)



资料来源: ASC, Market of Market, 华经产业研究院, 民生证券研究院

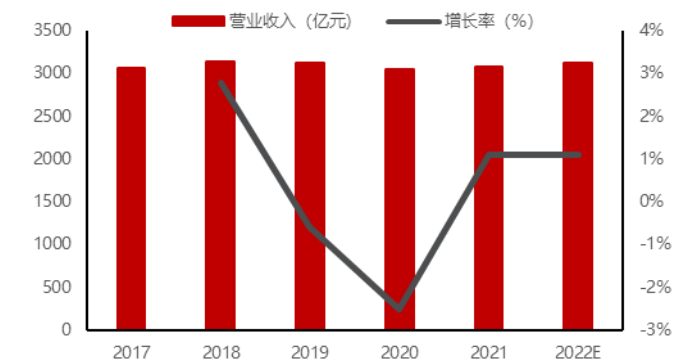
图23: 2016-2021 年我国胶粘剂行业市场规模(左)及增长率(右)



资料来源: 智研瞻产业研究院, 民生证券研究院

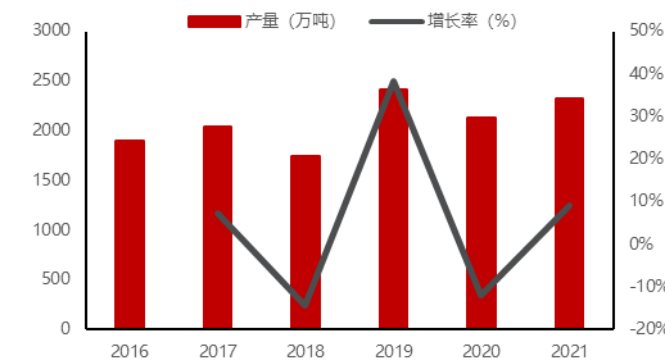
我国为全球涂料生产大国, 近年来涂料产量平稳增长。根据中国涂料工业协会数据, 2021 年全国规模以上涂料企业实现总产量 2324.3 万吨, 同比增长 9.22%, 实现营收 3088.4 亿元, 同比增长 1.12%。涂料行业“十四五”规划显示, 到 2025 年, 涂料行业总产值预计增长到 3700 亿元左右; 产量按年均 4% 增长计算, 到 2025 年, 涂料行业总产量预计增长到 3000 万吨左右。涂料产量增长有望带动上游聚醚产量增长。

图24: 2017-2022E 我国涂料行业营收(左)及增速(右)



资料来源: 中国涂料工业协会, 华经产业研究院, 民生证券研究院

图25: 2016-2021 年我国涂料产量(左)及增速(右)



资料来源: 中国涂料工业协会, 华经产业研究院, 民生证券研究院

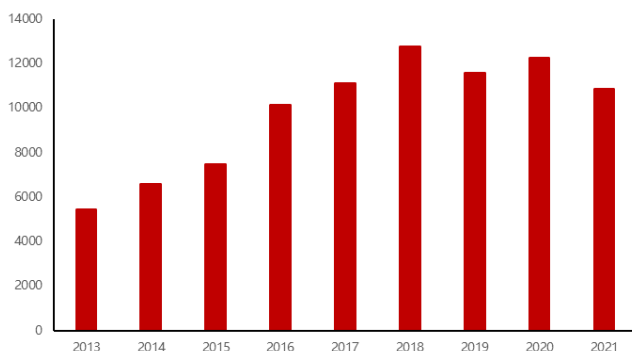
2.2 软泡聚醚行业新趋势催生龙头企业

聚醚行业长期以来处于供需相对失衡的状态，但聚醚行业近年来展现新特点：产品迭代进步速度加快，高端化产品占比不断提升，生产企业一体化配套愈发完整，导致近年来市场份额快速向头部少数企业集中。我们判断未来这一趋势仍将延续，公司既深度参与到行业格局变迁的历程中，也是该格局变化的重要受益者。

2.2.1 聚醚行业的发展新特点

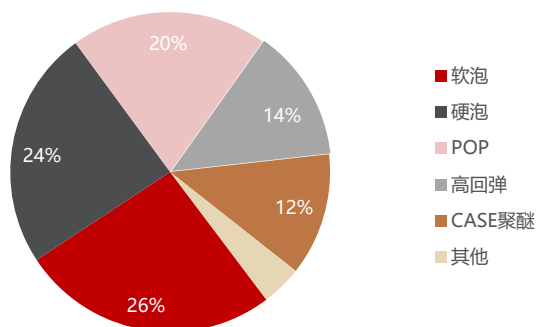
1、技术进步加速，聚醚产品性能发展速度快。随着聚醚产品应用领域的不断拓展，下业对聚醚的要求也逐渐呈现专业化、多样化和个性化等特点。聚醚生产过程中涉及到的工艺路线、配方、催化剂等环节都至关重要，产品进步迭代的空间大。自 2016 年以来，聚醚行业年专利申请量均超过 10000 项，2021 年，聚醚行业专利申请数量为 10873 项。

图26：2013-2021 年我国聚醚专利（件）申请趋势



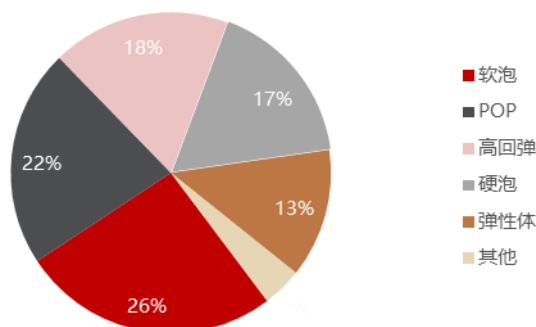
资料来源：佰腾网，智研咨询，民生证券研究院

图27：2019 年聚醚多元醇产能结构



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

图28：2022 年聚醚多元醇产能结构



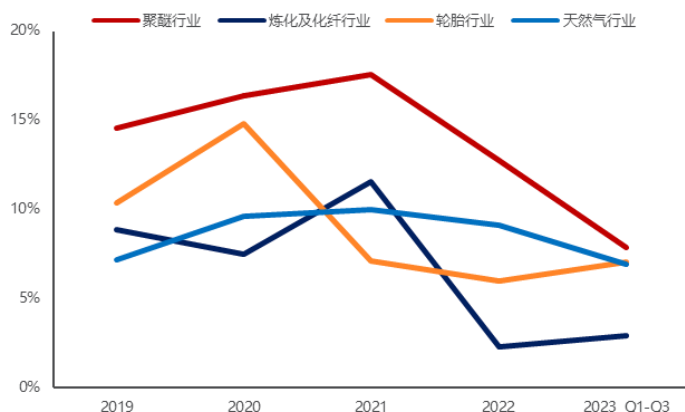
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

2、高端和差异化应用消费占比提升。聚醚行业供应端和消费端也悄然发生着变革，为提高产品附加值满足终端新需求，许多聚醚工厂在进行产能结构转型，增加开发高活性、高分子量、高附加值聚醚。近年来 POP、高回弹聚醚产能增速

明显，国内新增产能多集中在 POP 聚醚多元醇、高回弹聚醚多元醇、CASE 用聚醚多元醇等利润相对较高的产品。2019 年，POP、高回弹聚醚、CASE 用聚醚产能占比分别为 19.9%、13.4%、12.4%，2022 年分别上升至 22.0%、18.0%、13.0%，中高端产品占比提升。

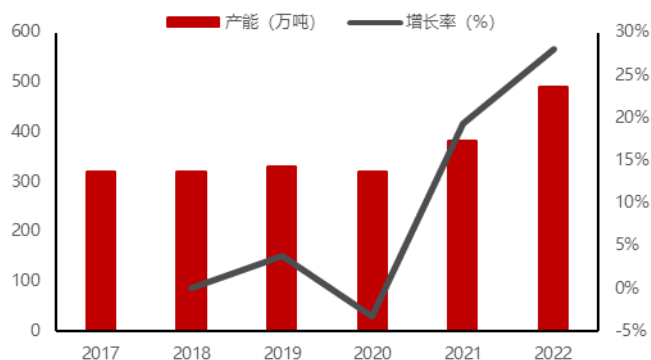
3、行业毛利率不高，但投资回报率可观。我们选取化工行业中几个代表性子行业，以行业中的龙头企业平均 ROIC 代表行业 ROIC 进行比较，几乎在所有年份，聚醚行业的 ROIC 都高于其他几个代表行业。2022 年聚醚行业龙头企业平均 ROIC 为 12.76%，高于其他行业。同期炼化及化纤行业、轮胎行业、天然气行业龙头企业平均 ROIC 分别为 2.26%、6.00%、9.13%。2023 年前 9 月，聚醚行业龙头企业平均 ROIC 为 7.83%，高于其他行业。同期炼化及化纤行业、轮胎行业、天然气行业龙头企业平均 ROIC 分别为 2.93%、7.01%、6.92%。这主要得益于聚醚行业相对较低的投资强度，大部分年份的 ROIC 都在 12%-18%。

图29：2019-2023 年前 9 月化工部分子行业与隆华新材 ROIC



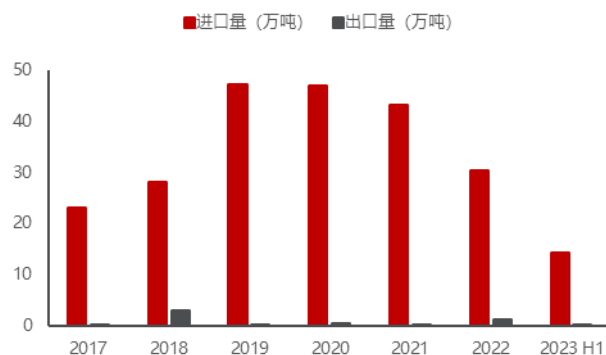
资料来源：Choice，民生证券研究院 注：聚醚行业 ROIC 取隆华新材、长华化学、一诺威平均值；炼化及化纤行业取荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、新凤鸣、桐昆股份平均值；轮胎行业取赛轮轮胎、贵州轮胎、玲珑轮胎、森麒麟平均值；天然气行业取天壕能源、卫星化学、新奥股份、中海油服平均值；

图30：2017-2022 年我国 PO 产能(左)及增长(右)



资料来源：中商产业研究院，隆众资讯，民生证券研究院

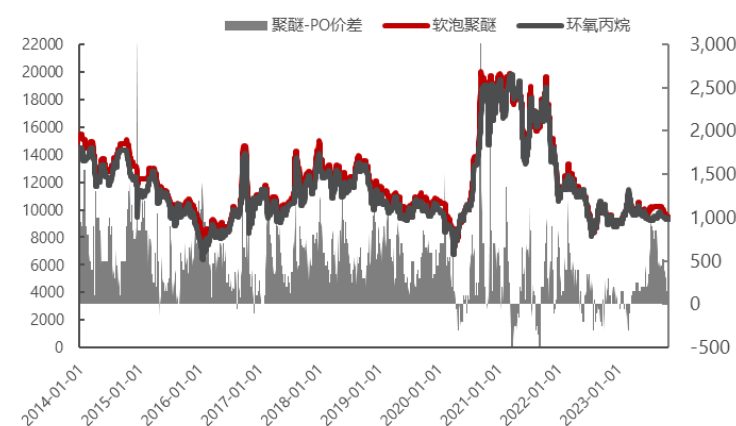
图31：2017-2023H1 我国环氧丙烷进出口数据



资料来源：海关总署，民生证券研究院

4、聚醚价格与 PO 价格强相关，但上游 PO 近年来扩产充裕。2021 年原料环氧丙烷开始了快速扩产的周期，产能和产量增长明显。2021 年开始，中化泉州 20 万吨/年、中海壳牌二期 30 万吨/年装置等新增产能陆续落地。根据百川资讯数据，2020 年我国环氧丙烷产能约 346 万吨，到 2023 年已经增长到 622 万吨/年，增幅达 80%。历史上，聚醚价格与环氧丙烷价格走势几乎一致，二者价差基本反应聚醚产品的盈利水平。随着新增 PO 产能不断释放，聚醚原料供应宽松，PO-聚醚价差有望继续拉大。

图32：2013-2023 年软泡聚醚、环氧丙烷价格(元/吨，左)及价差(元/吨，右)

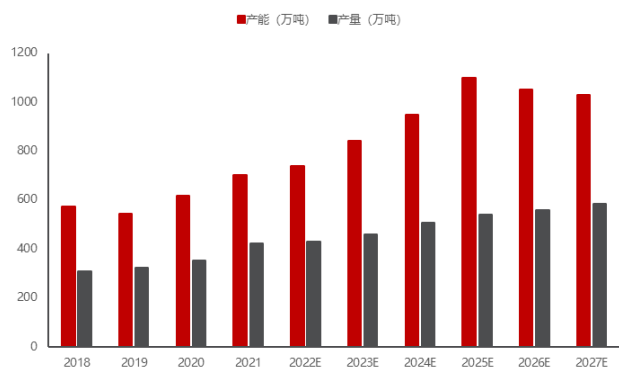


资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

2.2.2 行业集中度有望继续提升，新龙头呼之欲出

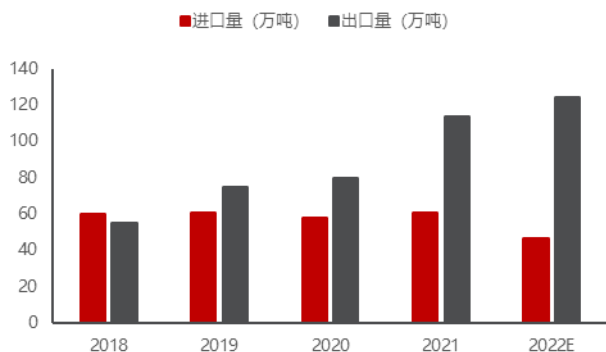
聚醚市场规模稳步增长，但供需失衡问题由来已久。我国聚醚产能稳步增长，2021 年产能 703.1 万吨，同比增长 14.08%，产量 423 万吨，同比增长 19.83%。从产能和产量的表现数据来看，存在产能过剩的问题。国内企业大多采用间歇法技术生产聚醚，产能利用率较低，容易损失部分产能。对比之下，连续法可以做到更高效、产量更高，但与间歇法相比灵活性较低。

图33：2018-2027E 我国聚醚产能及产量



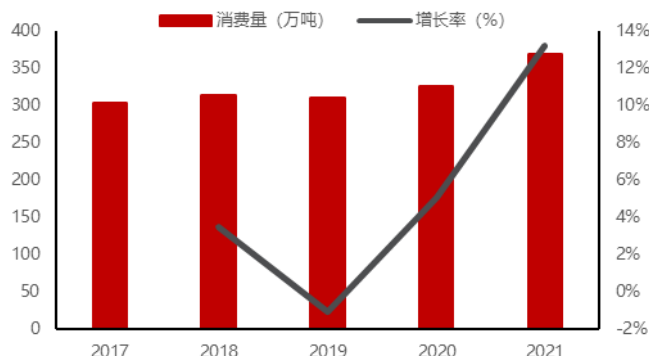
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

图34：2018-2022E 我国聚醚进出口数据



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

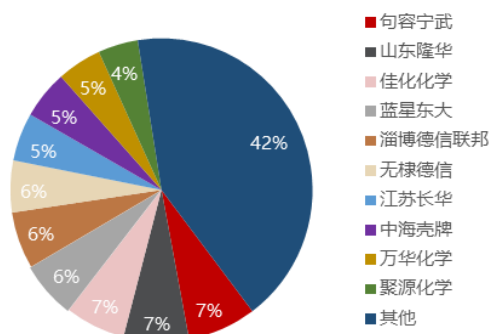
图35：2017-2021 年我国聚醚消费量(左)及增速(右)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

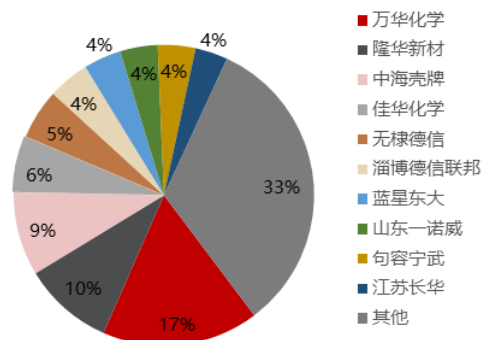
聚醚行业集中度或将快速提升，供需格局有望显著改善。国内聚醚行业中小型生产厂家多以生产技术含量低、品质不高、价格低廉的中低端聚醚为主，市场竞争较为激烈。2019 年聚醚行业 CR5 仅为 32.90%，CR10 为 57.77%。随着头部优势企业的在产品品质、性能、产业链配套完整度方面的优势愈发显著，近年来市场份额快速向头部企业集中。到 2022 年聚醚行业 CR5 提升至 47.06%，CR10 提升为 67.18%。预计未来聚醚行业集中度有望进一步提升。

图36：2019 年我国聚醚行业市场份额



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

图37：2022 年我国聚醚行业市场份额



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

在新一轮的行业格局演进中，公司至少具有以下方面的优势，有望在这一轮行业集中度提升中受益：（1）POP 产品的品牌优势和技术优势；（2）产能规模和运营效率优势；（3）稳定优质的客户资源。

公司 POP 产品在聚醚行业内具有较高的影响力及品牌知名度，关键工艺技术无需脱除链转移剂法生产 POP 处于领先地位。POP 系公司拳头产品，是山东省制造业单项冠军产品，公司自主建设了聚醚生产装置，在聚醚产品及生产工艺关键技术方面拥有自主知识产权。通过不断的技术创新，公司成功研发出高固含量（>50%固含量）且低粘度、遇水不凝胶、超低 VOC（残留单体浓度可低于 2ppm）、高白度等 POP 核心技术，形成了自主创新技术体系，极大的提升了公

司产品的技术指标。自成立以来，公司陆续推出了牌号 LHS-50、LHS-100、LHS-200、LHH-500L、LPOP-36/30 等 POP 产品，使公司产品在中高端聚醚市场竞争能力明显提升。

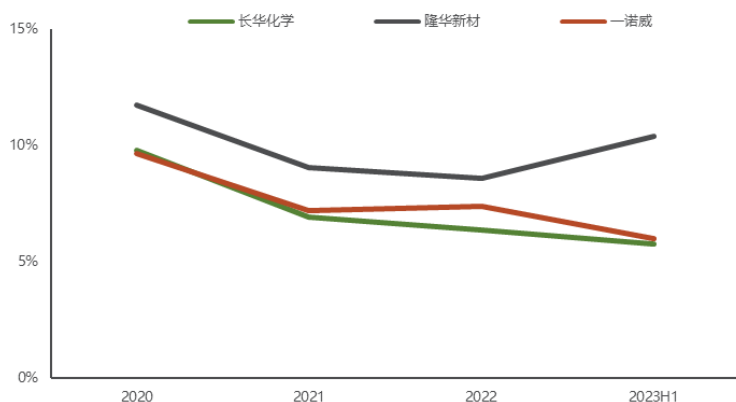
表6：公司 POP 系列产品简介

子产品	代表牌号	产品特性	下游	主要终端客户
普通 POP	LHS-50 、 LHS-100、LHS-200 等	该产品主要由聚醚多元醇和苯乙烯、丙烯腈聚合物两部分构成。产品固含量（苯乙烯丙烯腈聚合物）在 10~55%区间内，羟值在 26~49mgKOH/g 区间内，其中最具划分的特性点在于仲羟基含量高于 70%，反应活性相对稳定，配合普通软泡聚醚生产的海绵产品支撑力较强。	主要用于发泡生产氨酯泡沫塑料，根据应用细分为对支撑力有较高要求的家私棉（床垫、沙发、枕头等）、鞋材棉、电子棉、过滤棉、汽车顶棚棉等。	加佰加集团、梦百合、万华化学、江苏世丰新材料有限公司等。
高活性 POP	LPOP-36/30 、 LHH-500L 等	该产品主要由聚醚多元醇和苯乙烯、丙烯腈聚合物两部分构成。产品固含量（苯乙烯丙烯腈聚合物）在 24~40%之间，羟值在 19~29mgKOH/g 区间内，其中最具划分的特性点在于伯羟基含量高于 70%，反应活性相对较高，配合高活性软泡聚醚生产的海绵产品回弹力更优。	主要应用于发泡生产聚氨酯泡沫塑料，可细分为对回弹力有较高要求的家私棉（床垫、沙发、枕头等）、鞋材棉、车辆座椅用棉、聚氨酯轮胎、硬质座椅、聚氨酯扶手等。	山东一诺威聚氨酯股份有限公司、Covestro(India) Pvt.Ltd、黎明化工研究设计院有限责任公司、中牟平丰汽车零部件有限公司等。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司规模优势逐渐凸显，POP 毛利率稳居行业前列。目前公司产能规模已达 72 万吨/年，在行业中居于前列，单套最大产能达 36 万吨/年。目前只有长华化学和隆华新材披露了公司 POP 毛利率数据，根据现有数据，公司产品毛利率稳居第一梯队。根据公司公告，公司通过改进的连续法制备聚醚，不但降低了能耗，保证了产品性能的稳定，大幅提高了生产效率，而且减少了废水、废渣的产生，实现了催化剂的回收再利用，降低生产成本，使得公司产品毛利率高于其他公司。

图38：公司与同业公司聚醚毛利率比较

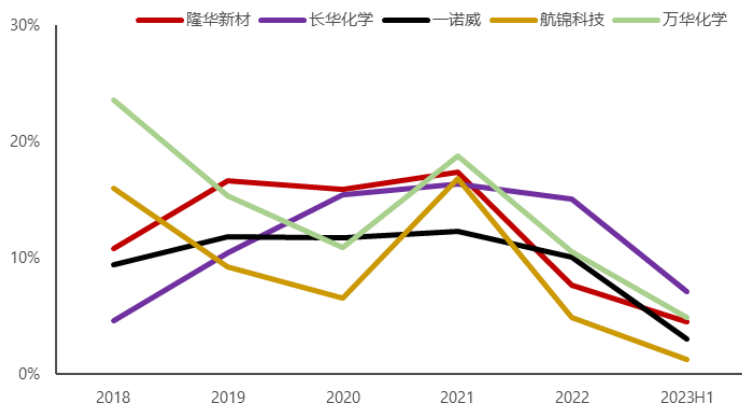


资料来源：Choice，民生证券研究院 注：隆华新材与长华化学毛利率指 POP 毛利率，一诺威成为 PPG 及聚氨酯硬泡组合毛利率；

与几家典型 A 股上市聚醚生产企业对比，2018-2023H1 期间，公司 ROA 处于行业上游且相对稳定，公司优秀的成本控制能力和卓越的盈利能力能够带领公

司穿越周期底部，实现持续性增长。

图39：2018-2023H1 公司与同业公司 ROA 比较



资料来源：Choice，民生证券研究院

公司拥有稳定优质的客户资源。生产工艺和配方调配对聚醚产品的性能有显著影响。聚醚行业下游客户为降低产品质量风险往往选择品牌供应商，并在正式采购原材料前进行长周期的少量多次验证性供货。一旦达到客户采购标准，则形成一定客户粘性。公司不断改进生产工艺，提升产品品质，降低生产成本。凭借出色的性价比，公司产品得到了市场的广泛认可，与下游行业中的知名床垫品牌如“梦百合”、“喜临门”、“际诺思”、“宏益床垫”等、知名鞋服品牌如“李宁”和“安踏”等制鞋工厂的鞋材供应商以及知名汽车品牌如“宇通客车”、“福田汽车”等的座椅配套厂商保持稳定合作关系。

3 三箭齐发，三大项目奠基公司近中远期发展

3.1 第一箭：扩产聚醚，力争行业上游

聚醚扩产持续，或将成为国内第二大聚醚供应商。近年来公司首套 POP 装置于 2014 年投产以来，产能扩张的节奏未曾放缓。2016 年公司投产第二套 POP 装置，2016 年公司聚醚产能达 20 万吨，2022 年度公司投资建设的 36 万吨/年高性能聚醚多元醇扩建项目顺利投产，产能规模达 72 万吨/年。

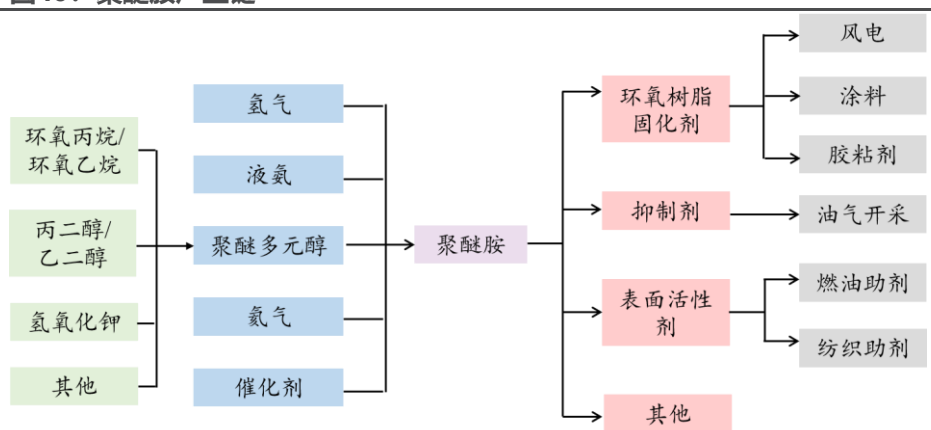
2023 年 5 月公司启动年产 31 万吨/年的聚醚装置改扩建工程。公司拟对一车间聚醚多元醇生产装置进行改扩建及节能提升改造，技改后装置产能由 10 万吨/年提升至 31 万吨/年，项目总投资 2 亿元，预计 2024 年 12 月竣工，建成后公司聚醚多元醇总产能将达到 93 万吨/年。届时公司有望成为国内产能规模仅次于万华化学的第二大聚醚供应商。

技改后装置采用公司自有技术，突破国外技术壁垒，其生产的聚合物多元醇（POP）产品，具有高固含量、低粘度、遇水不凝胶、低 VOC、色度白等优势；装备采用自动化控制及连续生产工艺，降低产品能耗，提高生产效率，提升安全环保水平，减少三废排放，进一步巩固公司在国内聚醚多元醇领域的行业地位。此外，公司发明的节能型液氮冷量循环利用系统、真空泵冷却水循环利用系统、车间蒸汽冷凝水循环利用技术等对生产过程中的节能降耗、减少污水排放积极效果明显，具有良好的经济效益及环保效益。

3.2 第二箭：延链聚醚胺，追风新能源热潮

聚醚胺具有低粘度、较长使用期、高韧性、抗老化等优异性能。聚醚胺又称端氨基聚醚，是聚醚的下游产物，上个世纪 60 年代发明，目前聚醚胺行业处于快速发展期。

图40：聚醚胺产业链



资料来源：《聚醚胺生产技术现状与市场供需和下游应用领域分析（雷丽晶、安彬、欧兆爽）》，民生证券研究院

聚醚胺生产流程上主要分为连续法和间歇法。连续法催化剂效率高，产品转

化率高，生产设备和工艺先进，副反应少，生产成本低而且性能稳定，但是设备投资较大。间歇法副反应较多，聚醚链易断裂，产品转化率低，产品质量不及连续化工艺，但间歇式工艺设备投资小，可方便切换生产不同产品种类。聚醚胺的连续化生产技术被美国亨斯迈（Huntsman）和德国巴斯夫（BASF）垄断，早期国内企业聚醚胺的生产技术基本上采用间歇工艺，近几年随着我国对聚醚胺需求的增加，对聚醚胺合成技术研究的深入，目前已经取得了较大进步，部分龙头企业已打通连续化生产工艺。

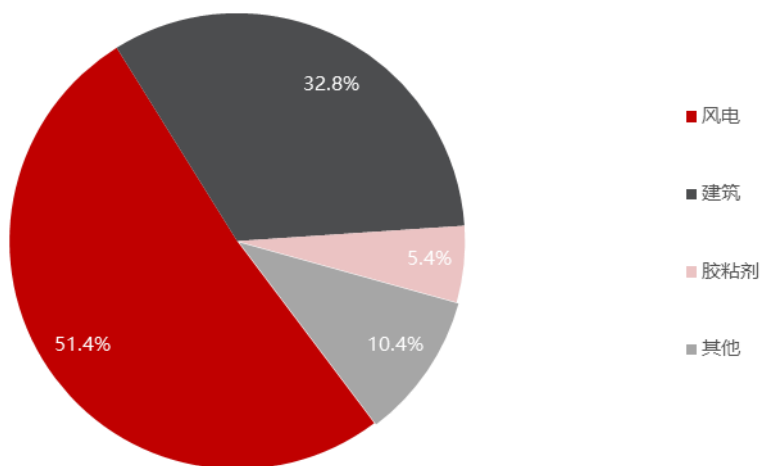
表7：聚醚胺不同生产工艺对比

工艺方法	优点	缺点
连续法	催化效率高、产品转化率高，副反应少，生产成本低且性能稳定	设备投资大
间歇法	设备投资小，方便切换不同产品	转化率低，副反应多，产品质量不及连续法

资料来源：《聚醚胺生产技术现状及市场供需和下游应用领域分析（雷丽晶、安彬、欧兆爽）》，民生证券研究院

聚醚胺下游消费主要包括风电、页岩气开采等新能源产业，涂料、胶黏剂、汽油添加剂以及纺织助剂等领域。其中，风电行业占据聚醚胺行业下游需求主要地位，占总消费量的 51.4%。建筑行业占 32.8%、胶黏剂行业占 5.4%、纺织品处理和油气开采等其他行业占 10.4%。

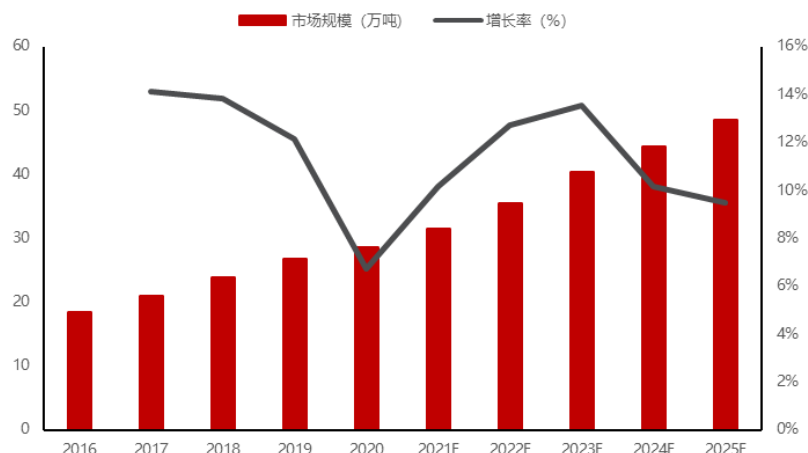
图41：聚醚胺 2021 年下游应用



资料来源：《聚醚胺生产技术现状及市场供需和下游应用领域分析（雷丽晶、安彬、欧兆爽）》，民生证券研究院

得益于风电行业，聚醚胺增长空间广阔。根据弗若斯特沙利文数据，全球聚醚胺市场规模从 2016 年 18.4 万吨上升至 2020 年 28.6 万吨，复合增长率为 11.7%，预计到 2025 年，全球聚醚胺市场规模将达 48.6 万吨。中国聚醚胺市场规模将从 2021 年的 8.3 万吨增至 2025 年 14.8 万吨，复合增长率为 15.7%。

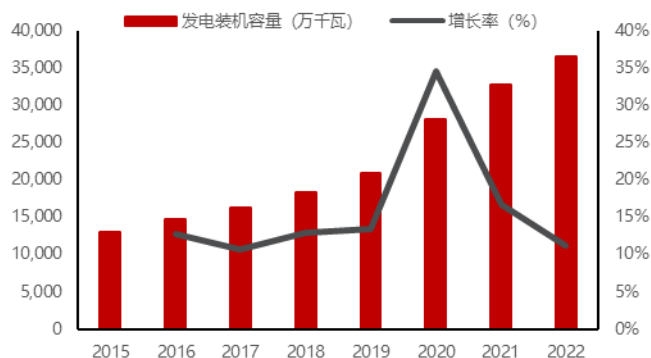
图42：2016-2025 年全球聚醚胺行业市场规模(左)及增长率(右)



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

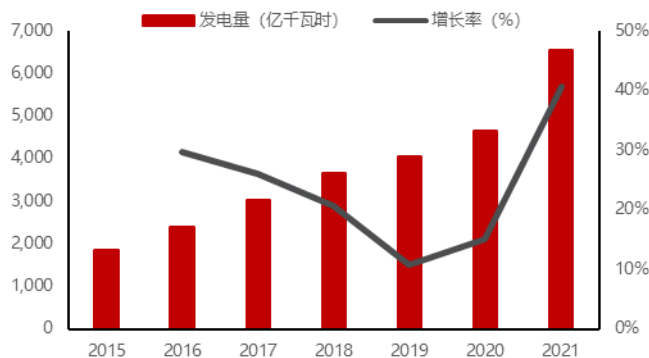
我国风电新增装机容量增长，拉动聚醚胺需求量增长。风电叶片具有尺寸大、外形复杂和使用环境苛刻的特点，目前所有的工业化胺类固化剂中，仅聚醚胺可以满足风电叶片的制作性能和工艺要求。2021 年我国风电发电装机容量为 3.29 亿千瓦，同比增长 16.71%，风电发电量为 6558 亿千瓦时，同比增长 40.58%，2022 年我国风电发电装机容量为 3.65 亿千瓦，同比增长 11.17%。国家能源局设立目标，2023 年风电装机规模要达到 4.3 亿千瓦左右，预计聚醚胺市场需求量将进一步增加。

图43：2015-2021 年我国风电装机容量(左)及增速(右)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图44：2015-2021 年我国风电发电量(左)及增速(右)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

十四五期间，风电场改造升级有望带动聚醚胺需求增长。2023 年 6 月 5 日，国家能源局印发《风电场改造升级和退役管理办法》，办法中提到风电场改造升级分为增容改造和等容改造，鼓励并网运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级，风电场改造升级有望带动聚醚胺需求增长。

供应端国外主导，国产化替代加速。全球聚醚胺市场的主要生产厂家为美国的亨斯迈公司及德国的巴斯夫公司，两家企业占据全球大部分市场份额。近年来，国内企业加快技术研发，积极布局聚醚胺业务。目前亨斯迈暂无扩建计划，而巴

斯夫仅有 1.4 万吨产能规划，国内有多个在建项目，进口替代仍有较大空间，预计国内企业聚醚胺市占率会进一步提高。

表8：国内外聚醚胺企业产能及在建产能情况

区域	生产企业	应用领域	年产能 (万吨)	新增产能	扩产计划
国外	亨斯迈	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加	15	无	无
	巴斯夫	环氧树脂、油田、聚脲、汽油添加	7	1.4	远期规划
国内	阿科力	风力发电叶片制造、页岩气开采、环保涂料等领域	2	2	2023 年年底
	淄博正大	风电、建筑、胶粘剂、油气开采及纺织品处理等	3.5	9	4 万吨于 2023 年下半年投产，2024 年扩 5 万吨
	晨化股份	风电、光伏、石油页岩气开采、建筑安装	3.1	4	2024 年
	岳阳昌德	风电	1	3.5	远期规划
	皇马科技	新材料树脂	0.8	1.2	2023 年年底
	万华化学	风电、地坪、饰品胶等	0.65	4	未披露
	隆华新材	风电领域、饰材、塑胶跑道等	0	8	
	联创股份	风电	0	0.8	远期规划

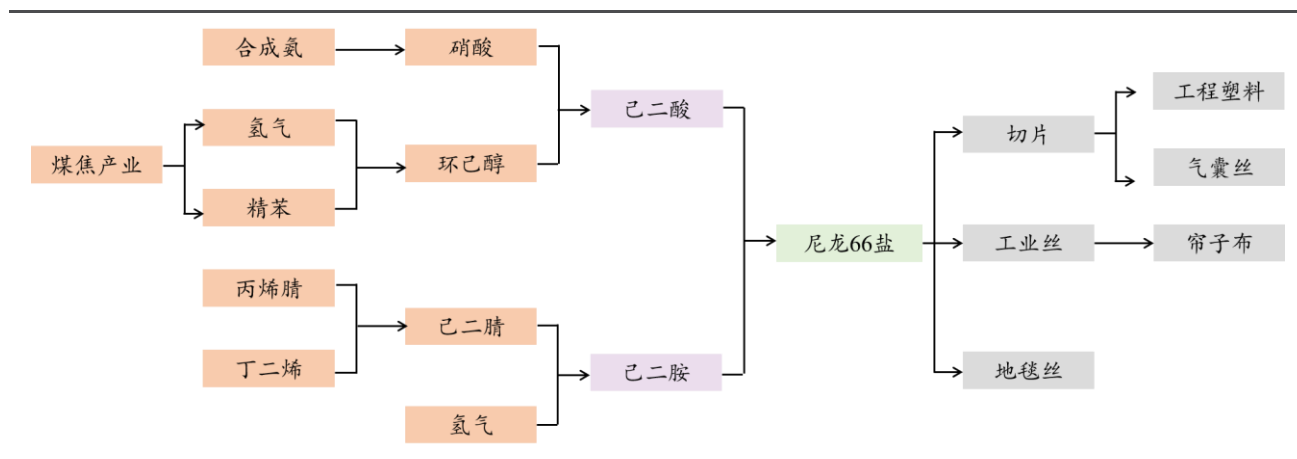
资料来源：各公司公告，华经产业研究院等，民生证券研究院

公司 8 万吨/年端氨基聚醚项目正在稳步建设中。根据公司可研报告，项目建设期为 12 个月，计划从 2022 年 10 月开工建设，预计于 2023 年 10 月竣工。本项目全部建成投产后，年均可实现营业收入约 22.32 亿元，年均利润总额 4.12 亿元。该项目生产所需主要原材料为基础聚醚、液氨、氢气、金属催化剂等，其中，主要原材料基础聚醚由公司直接供应。端氨基聚醚项目是公司向聚醚产品下游延伸，在聚氨酯领域多元化、一体化发展的布局，有利于增强公司盈利能力、抗风险能力和综合竞争力。

3.3 第三箭：突破尼龙产业链，进军新材料蓝海

聚酰胺 66 (PA66)，具有抗震、耐热、耐磨、耐腐蚀等优异的综合性能。聚酰胺 66，俗称尼龙 66，由己二酸和己二胺通过缩聚反应生成的热塑性树脂，广泛应用于工程塑料、民用丝、薄膜等领域，是实现汽车轻量化的重要材料，也是高端瑜伽服、速干服、冲锋衣等高端服饰的理想材料。

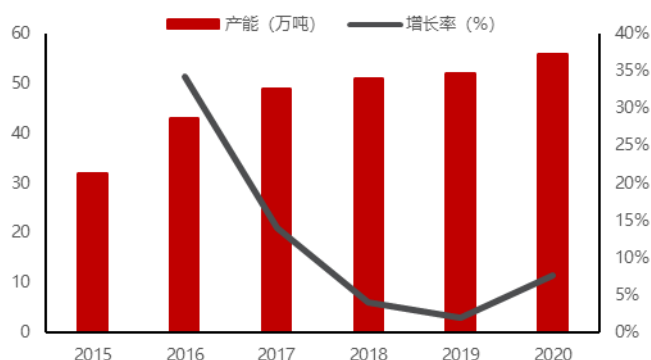
图45：尼龙 66 产业链



资料来源：天天化工网，民生证券研究院

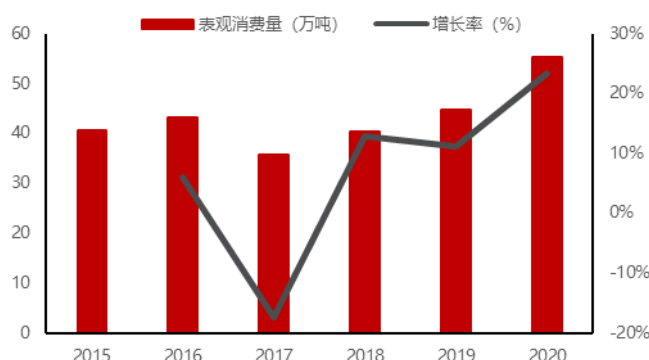
PA66 性能优异，近年来表观需求量不断增加。在以塑代钢的大趋势下，PA66 以基于其更高熔点、更低吸水率、更优秀耐水解与耐油性及耐摩擦等性能，有望逐步替代金属和 PA6 以及其他改性塑料，PA66 集成到电动车内部，可使汽车减重 30%，并显著提升安全性，未来应用潜力较大。

图46：2015-2020 年中国尼龙 66 产能(左)及增速(右)



资料来源：天天化工网，民生证券研究院

图47：2015-2020 年中国尼龙 66 消费量(左)及增速(右)



资料来源：天天化工网，民生证券研究院

丁二烯法是目前合成己二腈的主流技术。目前全球生产己二腈的方法主要有三种：丙烯腈(AN)电解二聚法、丁二烯(BD)法、己二酸(AA)催化氢化法。由于己二酸价格较高，因此，丙烯腈电解二聚法和丁二烯法是目前世界上主流也是市场上最有竞争力的两种生产方法。丙烯腈电解法优点在于工艺过程简单，但其电解费用和丙烯腈价格限制了该工艺的发展，丁二烯直接氢氰化法，虽然采用剧毒且易挥发的氰化氢为生产原料，且在催化剂的制备、回收与再生方面技术难度高，但丁二烯氢氰化法工艺路线短、原料成本低、能耗小、污染少、产能大，是比较理想的工艺路线，具有更好的市场竞争力，是己二腈生产技术中优先发展的方向。

己二腈国产化有望助推尼龙 66 成本更加亲民。长期以来上游原料己二腈进口依赖程度高，行业进入门槛较高。随着己二腈的逐步国产化，己二腈和尼龙 66 价格有望进一步下降，进而逐步替代尼龙 6。根据 CNCIC 的预测，2023-2025 年，国内尼龙 66 价格在 1.5-2.6 万元/吨，总体上呈下降趋势。根据前瞻产业研究院数据，2023-2028 年中国聚酰胺 PA66 市场规模年均增长率为 21%，到 2028 年能达到 544 亿元。

表9：己二腈生产工艺对比

项目	丙烯腈电解法		丁二烯法	
	有隔膜法	无隔膜法	氯化氰化法	直接氰化法
原料来源	广泛	广泛	广泛	广泛
原料成本	高	高	高	低
工艺路线	简单	简单	复杂	简单
能耗	高	一般	高	较低
生产规模	规模小	规模小	规模大	规模大

产品质量	一般	高	一般	高
收率	较低	高	较高	高
环保	污染大	污染大	严重污染	污染一般
投资	较低	较低	高	高

资料来源:《己二腈生产技术的研究进展 (石广雷、王文强、段继海等)》,民生证券研究院

公司规划 108 万吨 PA66 项目, 分三期建设落地。根据公司可研, 该规划建设 108 万吨/年尼龙 66 项目, 计划从 2022 年 6 月开工建设, 预计于 2028 年 6 月全面竣工。项目分三期建设, 一期建设 16 万吨/年生产装置、办公楼、研发中心、后勤服务中心、展厅、控制室、公辅工程及配套设施; 二期建设 32 万吨/年生产装置及配套措施; 三期建设 60 万吨/年生产装置及配套设施。本项目全部建成投产后, 年均可实现营业收入约 248.4 亿元, 年均利润总额 22.51 亿元, 该项目由扬州惠通科技股份有限公司提供技术指导, 技术成熟度可靠并有一定先进性。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

销量与营业收入预测

POP 聚醚：公司现有 POP 产能约 28 万吨/年，参考公司 2023 年中报披露数据，预计 2023-2025 年公司产品销量为 25、32、38 万吨。公司 POP 产品在聚醚行业具有较高品牌知名度，参考 2022 年全年和 2023 年前 7 月公司 POP 产品对外报价，我们假设 2023-2025 年公司 POP 价格为 10000-10500 元/吨。近年来，上游环氧丙烷产能扩张，聚醚-环氧丙烷价格扩大，参考往年数据，预计 2023-2025 年 POP 业务毛利率假设为 10.0%、9.0%、9.0%。

通用软泡聚醚：参考公司 2023 年中报，预计 2023-2025 年公司通用软泡聚醚销量为 15、20、26 万吨。参考 2022 -2023 年聚醚市场价，我们假设 2023-2025 年价格为在 9500 元左右/吨，毛利率假设为 6.0%。

CASE 用聚醚：2022 年底公司 36 万吨/年高性能聚醚多元醇项目投产增加了弹性体产品产能，公司已和防水行业的头部企业建立稳定的合作关系，参考 2023 年上半年数据，预计 2023-2025 年公司 CASE 用聚醚销量为 6、8、10 万吨。参考 2022 年全年和 2023 年前 7 月公司 CASE 用聚醚产品对外报价，我们假设 2023-2025 年公司 POP 价格为 9400-9800 元/吨，毛利率假设为 7.0%。

在建聚醚胺和尼龙项目：公司主要在建 8 万吨/年聚醚胺项目和 PA66 一期项目。预计将于 2024 年开始贡献营收，聚醚胺项目 2024 和 2025 年分别贡献 2 万吨、3.5 万吨销量，尼龙 66 项目 2024 和 2025 年分别贡献 1 万吨、4 万吨销量。

表10：公司主要产品营业收入预测

业务板块		2022	2023E	2024E	2025E
POP	收入(百万元)	1775	2509	3308	3929
	毛利率 (%)	8.59	10.00	9.00	9.00
	毛利(百万元)	152	251	298	354
通用软泡聚醚	收入(百万元)	107943	140090	192391	250108
	毛利率 (%)	3.76	6.00	6.00	6.00
	毛利(百万元)	41	84	115	150
CASE 用聚醚	收入(百万元)	182	569	781	977
	毛利率 (%)	3.11	7.00	7.00	7.00
	毛利(百万元)	6	40	55	68
聚醚胺	收入(百万元)	-	-	363	635
	毛利率 (%)	-	-	25.00	20.00
	毛利(百万元)	-	-	9071	12699
尼龙 66	收入(百万元)	-	-	212	779
	毛利率 (%)	-	-	20	20
	毛利(百万元)	-	-	4248	15575
合计	收入(百万元)	3168	4609	6719	8950
	毛利率 (%)	6.45	8.26	9.03	9.62
	毛利(百万元)	204	381	607	861

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

核心财务数据预测

我们假设公司 2023-2025 年销售费用率为 0.6%、0.6%、0.6%，管理费用率为 1.0%、1.0%、1.0%，研发费用率为 0.3%、0.3%、0.3%。综上假设，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 46.09、67.19、89.50 亿元，归母净利润分别为 2.49、4.00、6.41 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.58、0.93、1.49 元。

4.2 估值分析

公司是国内聚醚龙头企业，主要从事聚醚系列产品的研发、生产与销售，同时以聚醚为基础，延链扩链，进军新材料领域。目前公司有多个在建项目，未来三年内有望带动公司盈利增长。公司在市场上有同业务类型公司，具备使用 PE 估值法的条件，因此我们选取 PE 估值法对公司进行估值。我们选取业务有类似业务的万华化学和长华化学进行对比。

万华化学：公司是一家全球化运营的化工新材料公司，是国内最大的聚醚生产企业，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化学品、新兴材料四大产业集群。

长华化学：致力于生产高活性聚醚多元醇、软泡聚醚多元醇、低粘度高固量聚合物多元醇等产品，为推动汽车、家居、建材等行业的发展提供适用于软泡、硬泡、半硬泡、弹性体等不同领域的各种聚氨酯产品和系统解决方案。

可比公司 2023-2025 年 PE 平均值为 25 倍、17 倍、17 倍，2023-2025 年公司 EPS 预测分别为 0.58、0.93、1.49 元，现价（2023 年 11 月 16 日）对应 PE 分别为 21 倍、13 倍、8 倍。公司低于行业平均值，具备投资价值。

表11：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600309.SH	万华化学	82.35	5.17	5.70	7.31	8.63	18	14	11	10
301518.SZ	长华化学	25.16	0.85	0.73	1.08	1.09	-	35	23	23
	行业平均						18	25	17	17
301149.SZ	隆华新材	12.41	0.30	0.58	0.93	1.49	37	21	13	8

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 11 月 16 日

4.3 投资建议

公司是国内聚醚龙头企业，主要从事聚醚系列产品的研发、生产与销售，同时以聚醚为基础，延链扩链，进军新材料领域。目前公司有多个在建项目，未来三年内有望带动公司盈利增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.49、4.00、6.41 亿元，EPS 分别 0.58、0.93、1.49 元，现价（2023 年 11 月 16 日）对应 PE 分别为 21x、13x、8x。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **项目建设进度不及预期或无法达到预期收益的风险。**公司目前有聚醚多元醇扩建项目、端氨基聚醚、尼龙 66 等多个在建项目，若新项目建设进度低于预期或项目达产后无法达到预期收益，将会给公司营收带来影响。
- 2) **原料价格波动风险。**公司聚醚产品的主要原材料为环氧丙烷、苯乙烯、丙烯腈、环氧乙烷等石化产品，其价格受宏观经济及市场供求关系影响。原材料价格的频繁大幅波动将会提高公司对采购成本控制的难度，从而在一定程度上影响公司盈利能力的稳定性。
- 3) **安全生产风险。**公司日常生产中需要使用环氧丙烷、苯乙烯、丙烯腈、环氧乙烷等危险品作为原材料，其中环氧丙烷、环氧乙烷具有易燃易爆等特点，苯乙烯、丙烯腈易燃且有剧毒性。如出现意外事故造成装置停车，对公司生产经营影响较大。
- 4) **环境保护风险。**公司属于化工行业，在生产过程中会有一定数量的废物排放，若处理不当，可能会对环境造成一定的影响，从而增加公司在环保治理方面的费用支出，影响公司的盈利水平。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,168	4,609	6,719	8,950
营业成本	2,957	4,228	6,112	8,089
营业税金及附加	5	5	7	9
销售费用	25	28	40	54
管理费用	42	46	67	89
研发费用	9	14	20	27
EBIT	128	291	476	767
财务费用	-9	3	13	22
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	9	5	7	9
营业利润	144	293	470	754
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	150	293	470	754
所得税	23	44	71	113
净利润	127	249	400	641
归属于母公司净利润	127	249	400	641
EBITDA	173	337	527	824

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	399	748	681	1,000
应收账款及票据	35	51	74	98
预付款项	13	21	31	40
存货	195	255	368	488
其他流动资产	435	159	213	270
流动资产合计	1,077	1,234	1,367	1,896
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	363	392	412	432
无形资产	79	78	78	78
非流动资产合计	825	1,239	1,834	2,028
资产合计	1,902	2,473	3,201	3,924
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	82	127	184	244
其他流动负债	186	150	206	264
流动负债合计	268	278	390	508
长期借款	0	350	650	750
其他长期负债	0	0	1	1
非流动负债合计	0	350	651	751
负债合计	268	628	1,041	1,259
股本	430	430	430	430
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,634	1,845	2,161	2,666
负债和股东权益合计	1,902	2,473	3,201	3,924

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-25.90	45.50	45.77	33.21
EBIT 增长率	-42.72	127.61	63.66	61.09
净利润增长率	-34.55	95.89	60.62	60.32
盈利能力 (%)				
毛利率	6.65	8.26	9.03	9.62
净利率	4.01	5.40	5.95	7.16
总资产收益率 ROA	6.68	10.06	12.48	16.32
净资产收益率 ROE	7.77	13.48	18.49	24.03
偿债能力				
流动比率	4.02	4.44	3.51	3.73
速动比率	3.22	3.40	2.45	2.67
现金比率	1.49	2.69	1.75	1.97
资产负债率 (%)	14.10	25.39	32.51	32.07
经营效率				
应收账款周转天数	4.04	4.00	4.00	4.00
存货周转天数	24.12	22.00	22.00	22.00
总资产周转率	1.74	2.11	2.37	2.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.58	0.93	1.49
每股净资产	3.80	4.29	5.02	6.20
每股经营现金流	0.49	0.57	0.88	1.46
每股股利	0.10	0.20	0.31	0.50
估值分析				
PE	42	21	13	8
PB	3.3	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA	30.04	15.41	9.84	6.30
股息收益率 (%)	0.81	1.58	2.54	4.06

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	127	249	400	641
折旧和摊销	45	46	51	57
营运资金变动	41	-48	-87	-92
经营活动现金流	212	247	378	627
资本开支	-285	-449	-646	-251
投资	-305	206	0	0
投资活动现金流	-583	-203	-639	-242
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	350	300	100
筹资活动现金流	-44	304	195	-65
现金净流量	-413	349	-66	319

插图目录

图 1: 隆华新材主要产品	3
图 2: 隆华新材股权结构(截至 2023 年三季报).....	4
图 3: 2018-2023 年 9 月营收(左)及增速(右).....	4
图 4: 2018-2023 年 9 月归母净利(左)及增速(右)	4
图 5: 2017-2023H1 公司营业结构.....	5
图 6: 2017-2023H1 各业务毛利率及销售净利率(%)	5
图 7: 2016-2023 年 9 月公司资产负债率(%).....	5
图 8: 2017-2023 年 9 月期末现金及等价物余额(百万元)	5
图 9: 2018-2022 公司研发支出(左)及增长率(右).....	5
图 10: 2020-2022 公司研发人员数量(左)及比例(右)	5
图 11: 聚醚产业链	6
图 12: 2022 年中国聚醚产能分布	7
图 13: 2022 年通用软泡聚醚下游消费结构	8
图 14: 2022 年 POP 下游消费结构.....	8
图 15: 中国软体家具产值规模(左)及增长率(右)	8
图 16: 中国软体家具产量(左)及增长率(右)	8
图 17: 2017-2021 年我国鞋帽类成交额(左)及增速(右)	9
图 18: 2017-2021 年我国服装类成交额(左)、运动服饰市场规模(左)及增速(右).....	9
图 19: 2017-2022 年我国汽车产量(左)及增长率(右)	9
图 20: 2017-2021 我国健身器材规模(左)及增速(右)	9
图 21: 2022 年我国 CASE 用聚醚应用领域	10
图 22: 2016-2020 年全球胶粘剂行业市场规模(左)及增长率(右)	11
图 23: 2016-2021 年我国胶粘剂行业市场规模(左)及增长率(右)	11
图 24: 2017-2022E 我国涂料行业营收(左)及增速(右)	11
图 25: 2016-2021 年我国涂料产量(左)及增速(右)	11
图 26: 2013-2021 年我国聚醚专利(件)申请趋势.....	12
图 27: 2019 年聚醚多元醇产能结构.....	12
图 28: 2022 年聚醚多元醇产能结构.....	12
图 29: 2019-2023 年前 9 月化工部分子行业与隆华新材 ROIC	13
图 30: 2017-2022 年我国 PO 产能(左)及增长(右).....	13
图 31: 2017-2023H1 我国环氧丙烷进出口数据	13
图 32: 2013-2023 年软泡聚醚、环氧丙烷价格(元/吨, 左)及价差(元/吨, 右).....	14
图 33: 2018-2027E 我国聚醚产能及产量	14
图 34: 2018-2022E 我国聚醚进出口数据	15
图 35: 2017-2021 年我国聚醚消费量(左)及增速(右)	15
图 36: 2019 年我国聚醚行业市场份额.....	15
图 37: 2022 年我国聚醚行业市场份额.....	15
图 38: 公司与同行业公司聚醚毛利率比较	16
图 39: 2018-2023H1 公司与同行业公司 ROA 比较.....	17
图 40: 聚醚胺产业链	18
图 41: 聚醚胺 2021 年下游应用	19
图 42: 2016-2025 年全球聚醚胺行业市场规模(左)及增长率(右)	20
图 43: 2015-2021 年我国风电装机容量(左)及增速(右)	20
图 44: 2015-2021 年我国风电发电量(左)及增速(右)	20
图 45: 尼龙 66 产业链	21
图 46: 2015-2020 年中国尼龙 66 产能(左)及增速(右)	22
图 47: 2025-2020 年中国尼龙 66 消费量(左)及增速(右)	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司现有及在建产能情况 (截至 2022 年年报)	3
表 2: 聚醚分类及应用	7
表 3: 聚醚生产技术比较	7
表 4: 新旧法规中防水材料工作年限对比	10
表 5: 《建筑与市政工程防水通用规范》防水标准	10
表 6: 公司 POP 系列产品简介	16
表 7: 聚醚胺不同生产工艺对比	19
表 8: 国内外聚醚胺企业产能及在建产能情况	21
表 9: 己二腈生产工艺对比	22
表 10: 公司主要产品营业收入预测	24
表 11: 可比公司 PE 数据对比	25
公司财务报表数据预测汇总	27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026