

27 November 2023

Research Analyst
Leon Li
 (852) 3982 3213
 leonli@dwzq.com.hk

CCT is deeply engaged in the polyether business, and opening up its growth space through differentiated competition

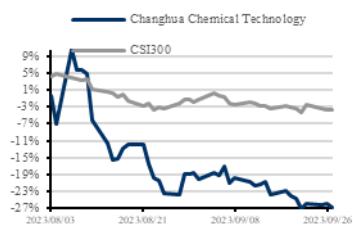
Buy (Initiation)

Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	2,312	2,632	4,249	4,314
Growth (YoY %)	-24%	14%	61%	2%
Net profit (RMB mn)	89	102	151	153
Growth (YoY %)	2%	14%	48%	1%
EPS (RMB)	0.64	0.73	1.08	1.09
P/E (X)	40.10	35.14	23.69	23.41

Investment Thesis

- **Changhua Chemical Technology (CCT) is a professional large-scale manufacturer of polyether series products in China.** CCT is deeply engaged in the polyether industry, and its products cover polyether for flexible foam (POP, PPG), CASE polyether and special polyether. CCT was recognized as a "high-tech enterprise" in 2022 and awarded the "2023 National Specialized and Sophisticated SMEs (Small- and medium-sized enterprises)".
- **CCT has benefited from the increase of concentration rate of polyether market due to its strong competitiveness:** In the polyether industry, the backward production capacity withdraw from the market, while the competitiveness of enterprises with leading position and innovative self-developed technology is being further improved. In terms of products, CCT focuses on the polyether business, and has developed a number of core technologies in product formulation, production process, etc., with stable product quality, low odor and low VOC. In terms of customers, the company has established stable cooperative relations with a number of high-quality customers such as large automobile OEMs or their supporting manufacturers, multinational chemical enterprises, and well-known home furnishing brands.
- **The production capacity of raw material propylene oxide expands, and the cost of polyether tends to stabilize:** The price of soft foam polyether is highly correlated with the price of raw material propylene oxide. As the production capacity of propylene oxide continues to expand, the price of propylene oxide continues to decline. As of September 2023, the domestic PO price has been lower than 10,000 yuan/ton. According to Baichuan Yingfu, by the end of 2025, domestic propylene oxide production capacity will increase by 84% compared with 2022 production capacity levels. Market supply continues to increase, and PO prices may fall further, easing the pressure on the polyether raw material side.
- **The new POP project enhances the CCT's supply capacity:** CCT's product sales continue to increase, and the total sales of polyether products reached 212,900 tons in 2022. CCT's new 180,000-ton POP project has been put into operation in September 2023, which will further improve the company's profitability.
- **Earnings Forecast & Rating:** We initiate with the BUY rating, and expect that CCT's net profit will increase by 14%/48%/1% YoY to Rmb0.10/0.15/0.15bn in 2023/2024/2025 respectively, with corresponding P/E at 35/24/23x respectively, considering that CCT's product quality is excellent and its production capacity continues to expand.
- **Risks:** Intensified market competition, ineffective product promotion, fluctuation in product prices, fluctuation of macroeconomic.

Price Movement



Market Data

Closing price (RMB)	25.57
52-week Range (RMB)	25.30/41.59
P/B (X)	4.90
Floating Market Cap (RMB mn)	850.04

Basic Data

BVPS (RMB)	5.22
Liabilities/Assets (%)	27.40
Total Issued Shares (mn)	140.18
Shares Outstanding (mn)	33.24

Related reports

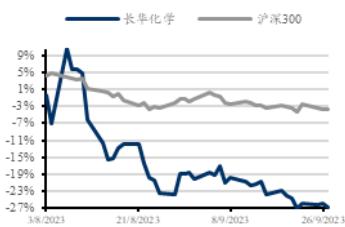
Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Chen Shuxian**(陈淑娴) and **Yizhen He**(何亦桢).

深耕聚醚业务，差异化竞争打开成长空间

买入（首次）

2023年11月27日

分析师
 李润泽

 (852) 3982 3213
 leonli@dwzq.com.hk
股价走势

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

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。

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

基础数据

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

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢陈淑娴和何亦桢的指导。

1. 专注聚醚业务，产品供应国际知名客户

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”。

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。

2. 聚醚下游应用空间广阔，需求量持续增长

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。

3. 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。

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。

4. 多元醇项目高速增长，新投产项目未来可期

多元醇新产能带来新成长。1) 投资建设年产 3 万吨新戊二醇及 10 万吨聚酯树脂项目。该项目拟采用缩合加氢生产新戊二醇，以新戊二醇为主要原料通过酯化、缩聚生产聚酯树脂。截至 2023H1，新戊二醇已实现稳产、达产，聚酯树脂正在进行试生产。项目建成后，预计年销售收入 8.6 亿元，年营业利润 1.7 亿元。2) 布局 30 万吨多元醇及配套设施项目。2021 年 6 月，项目通过政府部门会办审批。截至 2023H1，项目进度为 17%。项目建成后，预计年销售收入为 23.3 亿元，年营业利润 2.3 亿元。

5. 盈利预测与投资评级

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。

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。

6. 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。

长华化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	396	769	1,021	1,176	营业收入	2,312	2,632	4,249	4,314
现金	115	432	418	749	减: 营业成本	2,153	2,448	3,977	4,036
应收账款	168	229	389	291	营业税金及附加	5	5	8	8
存货	99	95	201	122	销售费用	27	28	47	47
其他流动资产	14	13	13	14	管理费用	21	24	37	39
非流动资产	303	345	317	294	研发费用	7	11	13	14
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	5	1	-3	-3
固定资产	238	273	243	212	资产减值损失	-3	1	0	0
在建工程	5	5	6	6	加: 投资净收益	0	0	0	0
无形资产	43	49	52	59	其他收益	9	5	8	8
其他非流动资产	17	18	16	17	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	699	1,114	1,339	1,470	营业利润	107	120	178	180
流动负债	164	170	243	221	加: 营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	43	36	31	26	利润总额	108	120	178	180
应付账款	58	70	125	103	减: 所得税费用	18	18	27	27
其他流动负债	63	64	87	92	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	30	13	13	13	归属母公司净利润	89	102	151	153
长期借款	0	0	0	0	EBIT	112	122	175	178
其他非流动负债	30	13	13	13	EBITDA	155	167	218	220
负债合计	194	183	256	234					
少数股东权益	0	0	1	1	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	504	930	1,081	1,235	每股收益(元)	0.64	0.73	1.08	1.09
负债和股东权益	699	1,114	1,339	1,470	每股净资产(元)	4.79	6.64	7.72	8.81
					发行在外股份(百万股)	140	140	140	140
					ROIC(%)	16	13.64	14.33	12.71
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	17.74	10.97	13.99	12.4
经营活动现金流	168	107	8	357	毛利率(%)	6.9	6.97	6.4	6.45
投资活动现金流	-38	-88	-15	-20	销售净利率(%)	3.87	3.88	3.56	3.55
筹资活动现金流	-172	299	-6	-6	资产负债率(%)	27.82	16.46	19.16	15.95
现金净增加额	-42	317	-14	331	收入增长率(%)	-23.64	13.81	61.46	1.53
折旧和摊销	43	45	42	42	净利润增长率(%)	2.09	14.14	48.31	1.19
资本开支	-38	-89	-15	-20	P/E	40.1	35.14	23.69	23.41
营运资本变动	30	-43	-188	160	P/B	5.33	3.85	3.31	2.9

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>