

瑞华技术（920099.BJ）/ 化学工程

证券研究报告/新股研究报告

2024年9月12日

评级：无

发行价格：19.00元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：宋瀚清

执业证书编号：S0740524060001

Email: songhq01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	76.0
流通股本(百万股)	19.8
发行价(元)	19.0
市值(百万元)	1444
流通市值(百万元)	376.2

相关报告

报告摘要

■ 公司是石化技术服务领域“小巨人”企业，业绩维持稳定增长

公司概况：公司成立于2007年4月，是一家拥有多项专利技术、主要从事石油化工领域的工程与技术服务的专业公司。公司系国家级专精特新“小巨人”企业，获得多种荣誉奖项。徐志刚作为公司创始人与核心技术人员，目前持有53.54%股份。公司主要产品包括化工工艺包、化工设备和催化剂，三种产品配套使用可有效提升化工生产效率。

业绩水平维持稳定增长。2023年公司营业收入3.94亿元，同比增长21.01%；归母净利润1.14亿元，同比增长44.92%。2016-2023年公司营业收入与归母净利润CAGR分别为37.69%、31.24%，保持较高水平。同时得益于公司知名度与人脉资源，公司销售费用率显著低于同行业可比公司。

■ 新兴产能置换需求稳定增长，PO/SM工艺市占率有望提升

炼化一体化叠加新旧产能置换需求，石油化工行业技术需求稳步提升。石油化工产业链从上至下分别为石油开采、石油炼制、化学工业。目前，随着全球炼油能力提高、市场竞争加剧，石化行业呈现炼化一体化趋势；同时为减少污染与能源消耗，老旧生产装置及落后生产工艺被逐步淘汰。在此背景下，石化技术服务可帮助客户提高生产效率、降低生产成本，因此客户对于该类技术服务的诉求较为迫切。

国产替代叠加技术改造需求，PO/SM工艺市占率有望持续增长。环氧丙烷是苯乙烯产业链的中间品，主要通过氯醇法、间接氧化法、直接氧化法三种路径生产。早期，间接氧化法生产环氧丙烷工艺技术专利由国外公司掌握；瑞华技术等国内企业经过多年研究成功开发出具有自主知识产权的环氧丙烷/苯乙烯联产（PO/SM）成套工艺技术，实现了对安德巴塞尔、荷兰壳牌等国际巨头现有间接氧化法工艺的国产替代。同时，氯醇法由于污染原因，2011年后国内已停止审批，使用该路线的国内产能未来面临技术改造需求，PO/SM等绿色环保、经济效益好的技术有望取代氯醇法，预计未来我国对PO/SM工艺的需求量将进一步增加。

■ 公司工艺技术水平优异，募投产能助力完善产品矩阵

公司工艺技术水平、市占率均处于国内领先地位。公司形成的“工艺包+设备+催化剂”业务模式具备较强的成长性，同时达到提高生产效率、降低成本的目的。经过多年自主研发，公司工艺包技术先进，工艺路线设计优良，配套设备能耗物耗指标低、对环境影响小，各项指标能与国外先进技术水平相当。市占率方面，公司同样处于行业前位。截至2023年3月，国内苯乙烯产能的37.28%、环氧丙烷的17.57%、顺酐的52.49%使用瑞华技术的工艺技术。

募投项目新建催化剂产能，开拓可降解塑料市场。公司本次拟公开发行人民币普通股不超过1600万股，募投项目拟用募集资金投入金额3.04亿元用于12000吨/年催化剂项目和10万吨/年可降解塑料项目。随着公司下游存量客户数量不断增加，对配套催化剂需求逐年提升，自产催化剂是公司发展的必选项；可降解塑料项目将进一步延展公司的产业链，优化公司的产品结构，提升公司的盈利能力。催化剂与可降解塑料项目投产后，税后利润分别可以达到2.8亿元、2.1亿元，具备较好的经济效益。

■ 本次公司发行价为19元/股，对应前四个季度的净利得到的PE-TTM倍数为13.12倍，低于可比公司均值。

■ 风险提示：业务集中度较高的风险；项目推进不及预期风险；研报使用的信息更新不及时的风险；行业规模测算偏差风险。

内容目录

1、公司是石化技术服务领域“小巨人”企业，业绩维持稳定增长	4
1.1 发展历程&主营业务	4
1.2 财务情况：业绩水平维持稳定增长	6
2、新兴产能置换需求稳定增长，PO/SM 工艺市占率有望提升	8
2.1 炼化一体化叠加新旧产能置换需求，石油化工行业技术需求稳步提升	8
2.2 国产替代叠加技术改造需求，PO/SM 工艺市占率有望持续增长	9
3、公司工艺技术水平优异，募投产能助力完善产品矩阵	12
3.1 公司工艺技术水平、市占率均处于国内领先地位	12
3.2 募投项目新建催化剂产能，开拓可降解塑料市场	12
4、公司估值	14
5、风险提示	15

图表目录

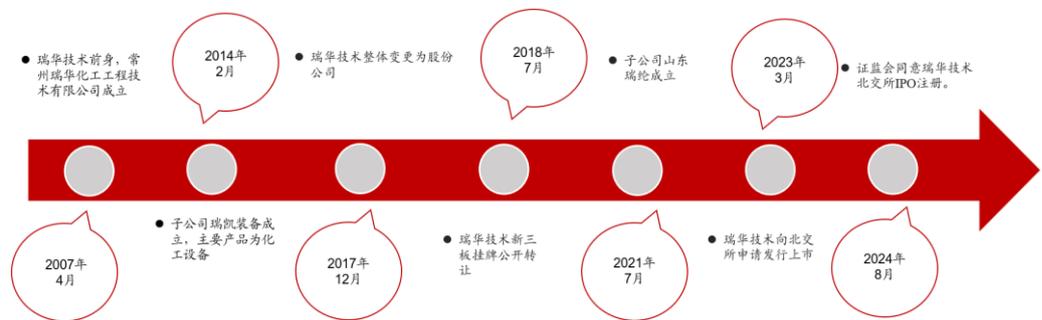
图表 1: 公司发展历史沿革	4
图表 2: 公司主要股东情况	4
图表 3: 2020-2023 年公司各项业务营收占比 (%)	4
图表 4: PO/SM 工艺流程图	5
图表 5: 公司环氧化反应器图示	5
图表 6: 公司脱水催化剂 (应用于苯乙醇的脱水反应)	5
图表 7: 2016-2024H1 公司营业收入情况 (亿元)	6
图表 8: 2016-2024H1 公司归母净利润情况 (亿元)	6
图表 9: 2016-2024H1 公司主要费用率	6
图表 10: 公司销售费用率与可比公司比较情况	6
图表 11: 2016-2024H1 公司利润率水平	7
图表 12: 石油化工行业产业链	8
图表 13: 2023 年以后我国在建或规划大型炼化一体化项目	9
图表 14: 环氧丙烷合成路径对比 (数据来源 2018 年)	10
图表 15: 2023 年度我国 PO/SM 工艺在建、已建产能企业清单	10
图表 16: 2021 年公司下游市占率情况	12
图表 17: 公司募投项目情况	13
图表 18: 可比公司对比	14

1、公司是石化技术服务领域“小巨人”企业，业绩维持稳定增长

1.1 发展历程&主营业务

- 公司是国家专精特新“小巨人”企业，技术创新引领石化服务行业。常州瑞华化工工程技术股份有限公司成立于2007年4月，是一家拥有多项专利技术、主要从事石油化工领域的工程与技术服务的专业公司。公司系国家级专精特新“小巨人”企业、江苏省研发型企业（2022年常州市唯一一家），亦获得了“2017年度江苏省科学技术奖三等奖”“2021年度江苏省科学技术奖三等奖”等荣誉奖项。公司以博士、硕士、高级工程师为核心建立研究、设计及工业化应用团队，年转让大型化工成套技术工艺包超十项。

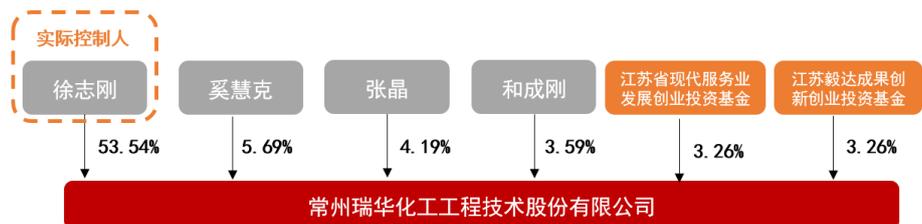
图表 1: 公司发展历史沿革



来源: 公司招股说明书、公司公告、公司官网、中泰证券研究所

- 创始人&主要股东: 徐志刚先生是公司创始人, 亦是公司的技术带头人, 目前担任公司董事长。徐志刚先生曾入选上海市科技启明星人才计划, 获得了科技进步奖和发明奖等7项奖项。公司四名核心技术人员徐志刚、和成刚、吴非克与周海燕分别持股 53.54%、3.59%、1.68%、1.12%。

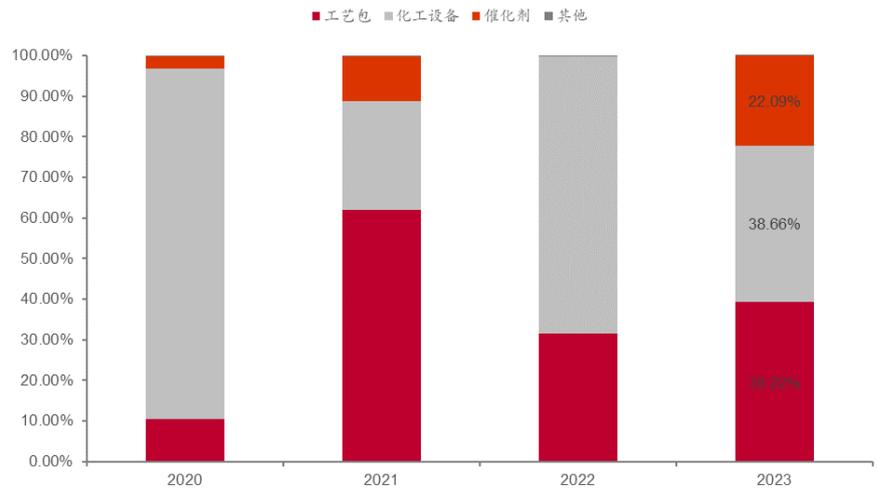
图表 2: 公司主要股东情况



来源: iFinD、中泰证券研究所(截至2024年H1)

- 公司主要产品为工艺包、化工设备与催化剂。公司核心业务涵盖基础研究试验、工艺路线和催化剂开发、技术许可、技术服务、化工设备设计与制造以及新材料技术开发及制备, 是一家国内领先的石油化工技术服务提供商。主要产品为化工专业技术服务(工艺包)、化工设备和催化剂, 2023年收入占比分别为39%、39%、22%。

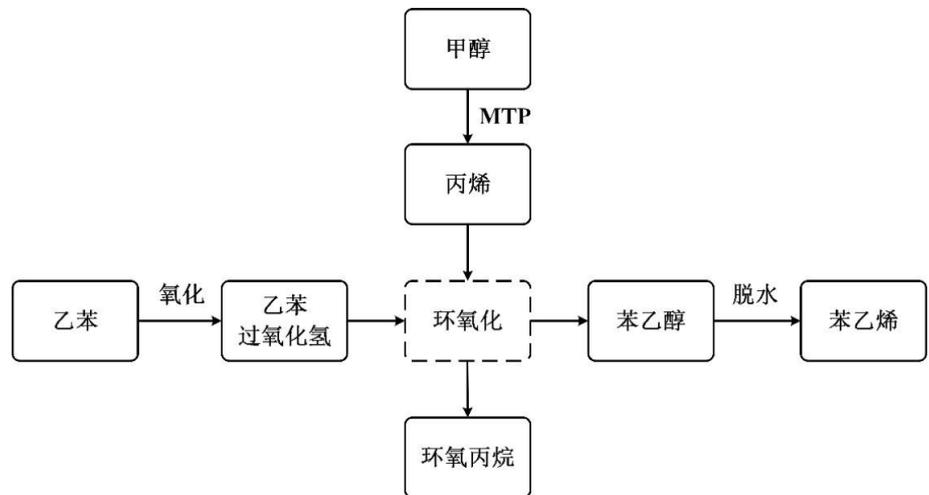
图表 3: 2020-2023 年公司各项业务营收占比 (%)



来源：iFinD、中泰证券研究所

- 化工工艺包是化工项目建设的源头。**化工企业在上马某个化工项目时，须首先敲定化工工艺包，敲定整个项目的工艺技术路线。化工工艺包主要包含了设计基础、工艺说明、原料和催化剂消耗量、工艺设备表、专利及专有技术等内容，在化工项目建设中不可或缺。公司工艺包主要包括乙苯/苯乙烯成套技术服务、环氧丙烷/苯乙烯（PO/SM）联产成套技术服务、正丁烷制顺酐成套技术服务等，其中公司自主研发的 PO/SM 技术实现了国产替代，对于打破国外技术的长期垄断有重要意义。

图表 4: PO/SM 工艺流程图



来源：公司招股书、中泰证券研究所

- 公司化工设备与催化剂产品主要配套工艺包使用。**化工设备指配套公司工艺包提供的一系列核心化工专利专有设备，包括反应器设备、换热器设备及其他专利专有设备，通过合理设计达到优化工艺流程、减少能源消耗与污染排放的作用。公司的催化剂产品主要系公司自主研发，同样配套公司工艺包使用，主要用于 PO/SM 装置，能有效提高工艺技术的经济效益。

图表 5: 公司环氧化反应器图示

图表 6: 公司脱水催化剂 (应用于苯乙醇的脱水反应)



来源：公司招股书、中泰证券研究所

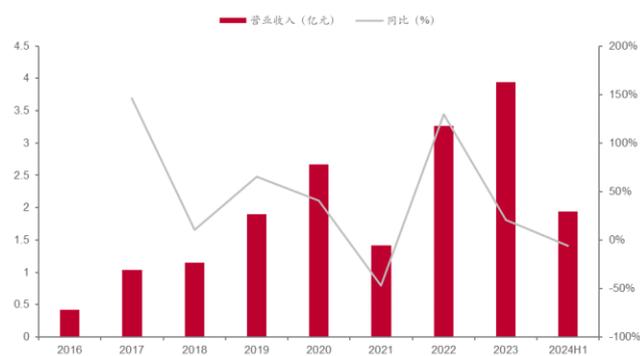


来源：公司招股书、中泰证券研究所

1.2 财务情况：业绩水平维持稳定增长

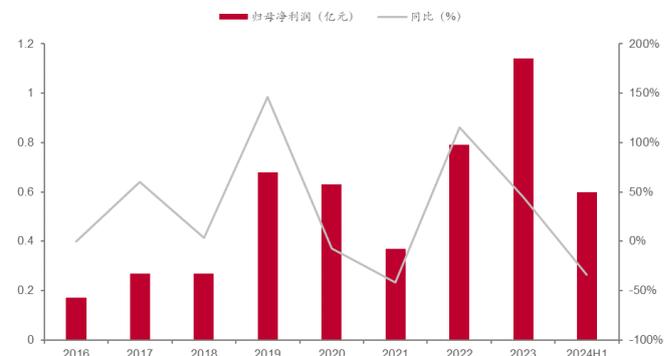
- 公司业绩维持稳定增长，2024 年 H1 收入小幅下滑。2023 年公司营业收入 3.94 亿元，同比增长 21.01%；归母净利润 1.14 亿元，同比增长 44.92%。2016-2023 年公司营业收入与归母净利润整体呈增长趋势，CAGR 分别为 37.69%、31.24%，保持较高水平。2024 年 H1 公司营业收入 1.94 亿元，同比减少 6.21%；归母净利润 0.60 亿元，同比减少 33.81%，主要由于 2023 年 H1 公司工艺包收入较高导致利润水平出现大幅增长，使得同比基数过高。

图表 7：2016-2024H1 公司营业收入情况（亿元）



来源：iFinD、中泰证券研究所

图表 8：2016-2024H1 公司归母净利润情况（亿元）

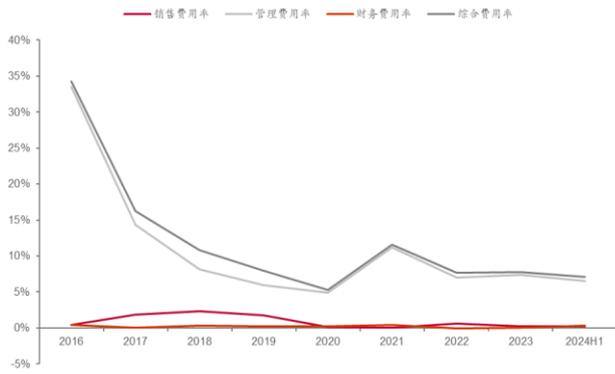


来源：iFinD、中泰证券研究所

- 公司费用以管理费用为主，销售费用率显著低于同行业可比公司。公司费用率以管理费用为主；同时得益于公司知名度与人脉资源，公司销售费用率显著低于可比公司。2016-2024H1，公司综合费用率从 34.24% 减低至 7.10%。

图表 9：2016-2024H1 公司主要费用率

图表 10：公司销售费用率与可比公司比较情况



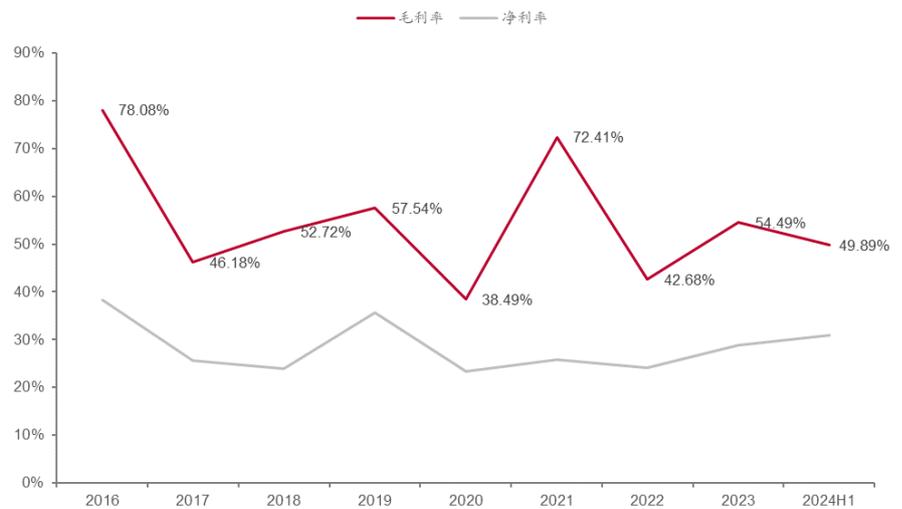
来源：iFinD、中泰证券研究所

公司名称	2023	2022	2021
航天工程	1.27	1.33	1.34
云鼎科技	2.98	1.47	1.93
锡装股份	1.31	0.84	1.04
惠通科技	--	--	2.10
中触媒	1.83	1.83	1.72
建龙微纳	2.67	2.12	2.69
鼎际得	1.84	1.94	1.87
平均 (%)	1.98	1.59	1.81
瑞华技术	0.26	0.65	0.06

来源：公司招股书、中泰证券研究所

- **受收入结构影响，公司毛利率波动较大。**公司三类业务的合同规模及毛利率存在较大差异，尤其是工艺包的技术含量较高，毛利率高，当年有无较大金额的工艺包交付对当年净利润的影响较大。2023年，公司工艺包、化工设备与催化剂毛利率分别为 96.98%、28.01%、25.44%。故公司毛利率水平受各产品收入占比影响较大，例如 2021 年公司工艺包收入占比约为 60%，导致当年毛利率达到 72.41%。公司净利率相对稳定，在 25%-35%左右，且近年呈增长趋势。

图表 11：2016-2024H1 公司利润率水平



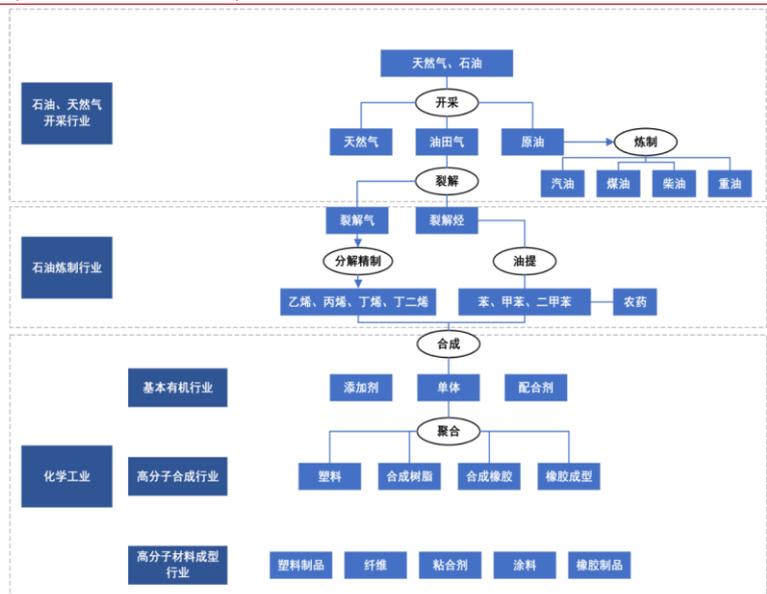
来源：iFinD、中泰证券研究所

2、新兴产能置换需求稳定增长，PO/SM 工艺市占率有望提升

2.1 炼化一体化叠加新旧产能置换需求，石油化工行业技术需求稳步提升

- **石油化工产业链：**石油化工行业是以石油和天然气为主要原料，通过石油炼制、油气裂解等工艺生产石油产品和石油化工产品的加工行业。石油化工产业按照产业链上下游划分可分为石油和天然气开采行业、石油炼制行业、化学工业。
 - **石油和天然气开采：**是指将原油、天然气从地下采出，然后将原油和天然气分离的过程；
 - **石油炼制：**是指将原油加工成汽油、柴油、煤油、石脑油、重油等油品的过程，石油炼制向下游化工产业链延伸，主要有两种产品路线，分别为烯烃路线和芳烃路线；
 - **化学工业：**是指将石油产品加工成基本化工原料、有机化工产品和合成材料等，化学工业按加工流程可分为：基本有机行业、高分子合成行业和高分子材料成型行业。

图表 12：石油化工行业产业链



来源：国家石油和化工网、中泰证券研究所

- **全球炼油能力提高、市场竞争加剧，炼化一体化趋势明显。**炼化一体化指从原油开始先进行炼油，从而得到一系列不同的轻重组分，而后以炼油过程中产生的不同油品作为原料进行进一步深加工，得到市场所需求的化工产品。随着全球炼油能力的提高和市场竞争的加剧，传统炼化企业正呈现出生产高附加值产品和延伸产业链的一体化发展趋势。随着民营大炼化项目相继上马，以及跨国巨头在华布局炼化一体化基地，炼化企业大型化一体化的发展趋势愈发明显。
 - **炼化一体化推动炼化企业技术创新。**炼化一体化使企业在化工生产时拥有更灵活的产品选择方案、更强的规模效应；同时也帮助企业节省成本、提高抗风险能力。在油品升级和转型发展的背景下，同质化下游产品重复建设带来的产能过剩压力将促使炼化企业推动技术创新，朝着生产高端化、差异化、精细化的化工产品的方向不

断发展。

- **炼化一体化趋势带动 PO/SM 工艺应用增长。**在炼化一体化趋势下，大炼化基地自产的乙烯、丙烯、苯可以直接顺延至 PO/SM 一体化装置做进一步加工，同时 PO、SM 均为需求量可观的大宗原料。PO/SM 联产是目前拟在建项目中计划投产产能最多的工艺路线，未来 PO/SM 联产技术的应用将随着炼化一体化趋势继续增长。

图表 13: 2023 年以后我国在建或规划大型炼化一体化项目

公司	项目	炼油规模 (万吨/年)	预计投产时间
中国石化	镇海炼化二期炼化一体化项目	1100	2024
	古雷炼化二期炼化一体化项目	1600	2025
中国石油	大连石化搬迁	1000	2024
中国海油	大榭石化炼化一体化项目升级改扩建	600	2024
	惠州石化三期炼化一体化项目	500-800	规划
华锦集团	华锦阿美炼化一体化项目	1500	2025
山能集团(控股)	裕龙岛炼化一体化项目(一期)	2000	2024

来源：智研瞻产业研究院、中泰证券研究所

- **老旧生产装置及落后生产工艺被逐步淘汰。**目前国内石油化工有限公司运行总体平稳，结构调整正稳步推进，但我国石油化工有限公司的发展方式仍然较为粗放，发展质量与发达国家相比还有很大差距，行业还存在几个制约绿色发展的突出问题，如资源能源消耗高、“三废”排放量大、污染治理难度较大、安全环保事件发生频繁、技术支撑能力不足、标准体系不完善等。在这一背景下，我国政府相继修订出台了《大气污染防治法》《清洁生产促进法》《环境保护法》《环境保护税法》等法律法规，明令规定要调整产业结构，将产能落后的工艺设备悉数淘汰。因此，行业内老旧生产装置以及落后生产工艺也正处于更新换代的时期。
- **工艺包下游产品产能不断释放。**目前随着我国炼化一体化项目顺利推进以及“双碳”、“能耗双控”等政策深入实施，公司乙苯/苯乙烯成套技术服务、PO/SM 联产成套技术服务和正丁烷制顺酐成套技术服务等主要工艺包下游产品产能不断释放，新兴产能逐步替代老旧产能。

2.2 国产替代叠加技术改造需求，PO/SM 工艺市占率有望持续增长

- **环氧丙烷的制取方法分为三种：氯醇法、间接氧化法、直接氧化法**
 - **氯醇法：**生产工艺成熟、操作负荷弹性大、选择性好，对原料丙烯的纯度要求不高，从而可提高生产的安全性，建设投资少，产品具有较强的成本竞争力。缺点是水资源和氯气消耗量大，产生的含氯化物的皂化废水难以处理，污染环境，同时产生的次氯酸对设备的腐蚀也较为严重。
 - **间接氧化法：**又名共氧化法，产量仅次于氯醇法，分为乙苯共氧化法（PO/SM）和异丁烷共氧化法（PO/MTBE），分别生成苯乙烯或叔丁醇同时联产环氧丙烷。共氧化法克服了氯醇法的腐蚀性大、污水多等缺点。缺点是工艺流程长，原料品种多，丙烯纯度要求高，设备造价昂贵。

- **直接氧化法：**直接氧化丙烯生成环氧丙烷的生产方法，其中丙烯/双氧水体系已经投入了工业化生产，称为 HPPO 法。优点在于高转化率和选择率，废水量仅为现有其他技术的 30%，能耗是现有工艺的 65%；工艺流程简单，副产物为水，对环境污染小，是一种环境友好的清洁生产工艺。

图表 14：环氧丙烷合成路径对比（数据来源 2018 年）

方法		原料单耗 (吨/吨)		产品收率	副产物或废弃物	优点	缺点
氯醇法		丙烯	0.85	88%-89%	40-50 吨废水	无副产物，工艺流程短且成熟，对原料纯度要求低，投资少	废物多，对设备腐蚀严重，产品质量不高
		氯气	1.5		2 吨以上氯化钙废渣		
间接氧化法	PO/SM	丙烯	0.79	91%-93%	联产 2.5 吨苯乙烯，10 吨废水	解决三废和环保方面有很大优势，联产产品分担部分成本，但是只有解决联产产品才能凸显优势	工艺复杂，反应条件苛刻。对丙烯纯度设备要求高
	PO/MTBE	丙烯	0.79	91%-93%	联产 2.4 吨叔丁醇，10 吨废水		
直接氧化法		丙烯	0.73	94%-95%	0.3-1 吨废水	安全环保、清洁高效、副产少，能耗减少 35%	目前技术还不够稳定

来源：立鼎产业研究中心、中泰证券研究所

- **公司 PO/SM 技术实现国产替代。**早期，间接氧化法生产环氧丙烷工艺技术专利由利安德巴赛尔（LyondellBasell）、荷兰壳牌（Shell）、雷普索尔（Repsol）、美国亨斯曼公司（Huntsman）等国外公司掌握，国内环氧丙烷工业生产多采用国外工艺技术引进的方式。瑞华技术自创立之初便将间接氧化法环氧丙烷技术纳入研发范围，经过多年开发，成功开发出具有自主知识产权的环氧丙烷/苯乙烯联产（PO/SM）成套工艺技术，实现了对荷兰壳牌、利安德巴赛尔、雷普索尔等国际巨头的国产替代。目前，国内除万华化学外尚未有其他公司自主掌握该项技术，万华化学将技术用于自建装置，不对外转让。

图表 15：2023 年度我国 PO/SM 工艺在建、已建产能企业清单

公司名称	技术来源
天津渤化化工发展有限公司	Repsol
万华化学集团股份有限公司	万华化学
宁波镇海炼化利安德巴赛尔新材料有限公司	Lyondell
中化泉州石化有限公司	Repsol
中海壳牌石油化工有限公司	Shell
江苏虹威化工有限公司	Repsol
中信国安化工有限公司	瑞华技术
浙江石油化工有限公司	瑞华技术
振华石油化工有限公司	瑞华技术
福建海泉化学有限公司	瑞华技术
中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	瑞华技术
东明中油燃料石化有限公司	瑞华技术
荣盛新材料(舟山)有限公司	瑞华技术

来源：公司招股书、中泰证券研究所

- **清洁生产工艺需求增加，氯醇法淘汰在即。**氯醇法在生产过程中会产生大量含氯化物的废水和废渣，极难处理，环境污染严重。2024 年 2 月 1 日正式实施的《产业结构调整指导目录(2024 年本)》，将氯醇法环氧丙烷工艺(2025 年 12 月 31 日，每吨产品的新鲜水用量不超过 15 吨且废渣产生量不超过 100 千克的除外)归为淘汰类。这意味着对于不满足条件的氯醇法环氧丙烷装置而言，当前距离淘汰的时间已不足两年。
- **氯醇法淘汰带来技术改造需求。**截至 2023 年末，我国环氧丙烷行

业四分之一以上的产能仍采用传统的氯醇法生产工艺，强制关停对行业供需、地方就业影响较大，因而预计未来对现有氯醇法的政策导向将会以技术改造而非强制关停为主。而 PO/SM 等绿色环保、经济效益好的技术将成为新的行业增长点，预计未来我国对 PO/SM 工艺的需求量将进一步加大。

3、公司工艺技术水平优异，募投产能助力完善产品矩阵

3.1 公司工艺技术水平、市占率均处于国内领先地位

- **公司形成的“工艺包+设备+催化剂”业务模式具备较强的成长性。**公司在提供工艺包技术的同时，为了提高生产效率、降低成本，通常工艺包需要搭配公司的设备、催化剂共同销售给下游客户。2014年，公司成立了子公司瑞凯装备，主要负责研发、生产和销售公司工艺包配套的核心专利专用设备。公司将专利专用设备生产制造纳入自身业务体系，通过合理设计优化工艺流程，能最大程度地发挥公司工艺包技术效果，减少装置能源消耗与污染排放。随着下游市场的多元化需求以及公司自主创新研发不断取得成效，公司从2020年开始涉足化工催化剂领域。公司围绕自身专业技术服务业务，自主研发了加氢催化剂、脱水催化剂以及保护催化剂等催化剂产品配套使用，能有效提升相关工艺技术的经济效益，实现公司业务协同发展。
- **公司技术较海外对手具有性价比优势。**经过多年自主研发及后续持续优化改良，形成的工艺包工艺技术先进，工艺路线设计优良，配套设备能耗物耗指标低、对环境的影响小，各项指标能与国外先进技术水平相当。在满足下游客户合理需求的情况下，公司各类工艺技术相较于国外同类技术价格较低，使得客户项目投入成本更低，更具经济效益。综合来看，相较于海外竞争对手，公司工艺技术的性价比较高。
- **公司市占率水平处于行业前位。**根据第三方咨询机构北京中经视野信息咨询有限公司统计，2021年度公司乙苯/苯乙烯成套技术服务（20万吨/年以上）和正丁烷制顺酐成套技术服务的市场占有率分别为61.5%和46.2%，均排在国内市场首位。

 - 截至2023年3月，国内苯乙烯产能的37.28%、环氧丙烷的17.57%、顺酐的52.49%使用瑞华技术的工艺技术。

图表 16：2021 年公司下游市占率情况

工艺技术	技术来源方	装置套数	市场占有率 (%)
乙苯/苯乙烯成套技术服务（20万吨/年以上）	瑞华技术	16	61.50%
	Badger	7	26.90%
	Lummus	2	7.70%
	中石化上海石油化工研究院	1	3.90%
正丁烷制顺酐成套技术服务	瑞华技术	12	46.20%
	Conser	6	23.10%
	Huntsman	4	15.40%
	天津渤化工程有限公司	4	15.40%

来源：公司问询函、中泰证券研究所

3.2 募投项目新建催化剂产能，开拓可降解塑料市场

- 公司本次拟公开发行人民币普通股不超过1600万股，拟用募集资金投入金额3.04亿元用于12000吨/年催化剂项目和10万吨/年可降解塑料项目。

- **12000 吨/年催化剂项目：**本项目将公司针对自家技术特点成功研制的铜基、三氧化二铝及分子筛等多种催化剂自产，改变公司目前没有催化剂工厂、催化剂只能委外加工的情形，有助于实现公司多产品先进工艺路线的完整性，补齐催化剂生产短板，更好的满足客户的需求。
- **10 万吨/年可降解塑料项目：**公司将自身掌握的可降解塑料成套技术通过自主投资实现工业化生产，将公司的主营业务向下游终端产品延伸，进一步丰富公司的产品矩阵，有助于公司抓住当前国内可降解塑料市场需求扩增的契机，拓展 PBS、PBAT、PBT 等产品线，提升公司的盈利能力，符合行业规划和公司发展战略。

- **自产催化剂是公司发展的必选项。**随着公司下游存量客户数量不断增加，对配套催化剂需求逐年提升。当前公司所使用的催化剂均采用委外加工方式，利润率相对较低。目前国内市场进口依赖度较高。以铜基催化剂为例，其主要参与的苯乙酮加氢反应中的催化剂全部依赖进口渠道，主要提供方为巴斯夫、科莱恩等，故亟待国内产能有效提升，以降低对外依存度。公司研制成功的铜基催化剂及其生产装置也已实现全部国产化。
- **可降解塑料项目有望进一步丰富公司产品矩阵。**公司是一家国内领先的石油化工技术提供商，致力于为化工企业提供基于化工工艺包技术的成套技术综合解决方案，目前公司已经构建了“工艺包、设备、催化剂”三位一体的综合服务能力。本项目系公司将自身掌握的可降解塑料成套技术通过自主投资实现工业化生产，将公司的主营业务向下游终端产品延伸，进一步延展公司的产业链，丰富公司的产品矩阵，优化公司的产品结构，提升公司的盈利能力。
- **以上项目均具有良好的经济性。**根据初步估算，催化剂项目投产后首年可达 30%产能利用率，税后利润 28,029.18 万元，投资收益率 95.81%（税后），本项目静态投资回收期为 3 年。可降解塑料项目需总投资 67,400.00 万元，投资回收期 4.52 年。投产后项目年平均税后利润 21,460.44 万元，总投资收益率 42.42%，全部投资内部收益率达 32.43%（税后）。

图表 17：公司募投项目情况

项目	项目投资额 (亿元)	投资收益率
10 万吨可降解塑料项目	6.74	42.42%
12000 吨/年催化剂项目	3.15	95.81%

来源：公司招股书、中泰证券研究所

4、公司估值

- 本次公司发行价为 19 元/股，对应前四个季度的净利得到的 PE-TTM 倍数为 13.12 倍，低于可比公司均值。

图表 18: 可比公司对比

公司代码	公司名称	公司市值 (亿元)	PE (TTM)	2020-2023 营收 CAGR	2020-2023 归母净利润 CAGR	2023 年毛利率	2023 年净利率
603698	航天工程	69.36	38.2	10.67%	1.47%	21.52%	6.67%
000409	云鼎科技	48.56	33.41	-19.20%	-5.85%	38.19%	9.94%
001332	锡装股份	27.79	11.08	14.33%	-5.09%	23.15%	13.22%
688267	中触媒	33.83	17.54	10.65%	-5.76%	32.83%	13.99%
688357	建龙微纳	19.92	21.47	7.29%	6.41%	30.28%	15.74%
603255	鼎际得	34.79	327.14	12.76%	-16.02%	21.32%	8.11%
	平均	39.04	74.81	6.08%	-4.14%	27.88%	11.28%
920099	瑞华技术	14.44	13.12	13.85%	21.86%	54.49%	28.88%

来源：公司招股书、iFinD、中泰证券研究所。数据取自 2024 年 9 月 10 日（瑞华技术市值按照发行价计算，建龙微纳归母净利润 CAGR 使用净利润计算；由于 2023 年无公开数据，可比公司中未包含惠通科技）

5、风险提示

- **业务集中度高的风险。**公司业务主要集中化工领域，若行业景气度持续下行，可能对公司业绩影响较大。
- **项目推进不及预期风险。**公司募投项目建设存在不及预期的可能性。
- **研报使用的信息更新不及时的风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业规模测算偏差风险。**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	买入	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。