

2024年09月09日

# 瑞华技术 (920099.BJ)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

◆ 本周二（9月10日）有一只北交所新股“瑞华技术”申购，发行价格为19.00元，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为13.54倍（以2023年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润计算）。

◆ **瑞华技术 (920099)**：公司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，主要产品为化工工艺包、化工设备和催化剂。公司2021-2023年分别实现营业收入1.42亿元/3.26亿元/3.94亿元，YOY依次为-46.84%/129.29%/21.01%；实现归母净利润0.37亿元/0.79亿元/1.14亿元，YOY依次为-41.54%/114.95%/44.92%。最新报告期，2024H1公司实现营业收入1.94亿元，同比减少6.21%，实现归母净利润0.60亿元，同比减少33.81%。经初步测算，公司预测2024年度营业收入和净利润分别为62,034.07万元和11,724.17万元，较上年同期分别增长57.26%和2.91%。

② **投资亮点**：1、公司创始人出身科研院所；在其带领下，公司现已成为国内领先的石油化工技术综合解决方案提供商。公司实控人徐志刚先生博士研究生学历、曾任职于华东理工大学工艺研究所副所长等职务，同时拥有丰富的科研及产业经验；在其带领下，公司自主研发形成了多套化工工艺包。其中，1) 乙苯/苯乙烯成套技术方面，公司是国内少数拥有大产能乙苯/苯乙烯装置设计能力的技术服务商之一，应用该技术的装置最大设计产能可达80万吨/年；2) 环氧丙烷/苯乙烯 (PO/SM) 联产成套技术方面，实现了对荷兰壳牌、利安德巴赛尔等国际巨头的国产替代，是国内少数掌握该技术的企业之一，同时据招股书披露，该技术成型于2016年、要早于其核心竞争对手；3) 正丁烷制顺酐成套技术方面，公司采用具有独立知识产权的“丁烷氧化+溶剂吸收”工艺，不仅能耗与物耗低、且产气量大，在国内已具备多个成功运行案例。现阶段，公司已积累二十余家大型项目业绩；截至2023年末，在苯乙烯、环氧丙烷、以及顺酐细分行业领域，应用公司工艺技术的产能占比分别为29.98%、12.07%、以及28.74%。2、公司拟自建催化剂生产基地，力争2024年底实现投产；现阶段订单需求良好，为新增催化剂产能的消化提供了一定保障。公司于2020年新增催化剂业务；此前由于规模较小、主要通过委外加工生产或直接外采的模式。2021年，公司新设全资子公司“山东瑞纶新材料”，并拟通过募投项目自建催化剂生产基地；该项目已于2023年提前进入建设阶段，公司表示将力争2024年底实现投产。从现有合作情况来看，1) 铜基催化剂方面，中信国安与浙石化的PO/SM项目均已成功开车、两家合计订单量140吨，东明石化PO/SM项目尚在建设中、已签署的订单量约47吨，同时振华石化、福建海泉、广西石化已与公司签署PO/SM工艺包合同、预计未来将使用公司的催化剂；2) α-苯乙醇脱水催化剂方面，中信国安与浙石化PO/SM项目的初次需求量合计105吨，浙石化苯乙烯项目需求量为120吨，东明石化PO/SM项目的需求量为104吨。比较来看，2023年公司催化剂总销量不足400吨，预期该业务稳定向好的确定性较高。3、公司积极将业务向下游PBS、PBAT、PBT等可降解塑料领域延伸，进一步丰富产品矩阵。目前生物可降解塑料的市场渗透率较低，但预期在“禁塑令”的有序推行下，可降解塑料的替代规模有望实现较快增长；据中科院理化技术研究所预测，2025

### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	60.00
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

### 分析师

李蕙  
 SAC 执业证书编号: S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.com

### 报告联系人

戴箴箴  
 daizhengzheng@huajinsec.com

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (小方制药)-2024年第48期-总第475期 2024.8.8  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (国科天成)-2024年第47期-总第474期 2024.8.3  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (珂玛科技)-2024年第45期-总第472期 2024.7.27  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (巍华新材)-2024年第46期-总第473期 2024.7.27  
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (龙图光罩)-2024年第44期-总第471期 2024.7.18



年生物可降解塑料需求量将突破 500 万吨。在此背景下，公司拟布局高价值的环保型新材料市场，计划将已掌握的可降解塑料 PBS、PBAT 和高端 PS 材料等成套技术，通过本次募投的“10 万吨/年可降解塑料项目”实现产业化，进而延伸公司现有业务；据公司预测，该项目计划于 2025 年底实现投产，达产后按满产测算、新增产品营业收入占比将超过 50%，有望成功公司未来业绩新的增长极。

② **同行业上市公司对比：**选取锡装股份、中触媒、建龙微纳为瑞华技术的可比上市公司；但上述公司为沪深 A 股，与瑞华技术在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2023 年可比公司的平均营业收入为 9.24 亿元，平均销售毛利率为 28.75%；相较而言，公司营收规模未及可比公司，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

#### 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	142.2	326.0	394.5
同比增长(%)	-46.84	129.29	21.01
营业利润(百万元)	49.2	85.9	119.2
同比增长(%)	-31.24	74.79	38.65
归母净利润(百万元)	36.6	78.6	113.9
同比增长(%)	-41.54	114.95	44.92
每股收益(元)	0.61	1.31	1.90

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、瑞华技术

公司成立于 2007 年，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；现阶段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等。

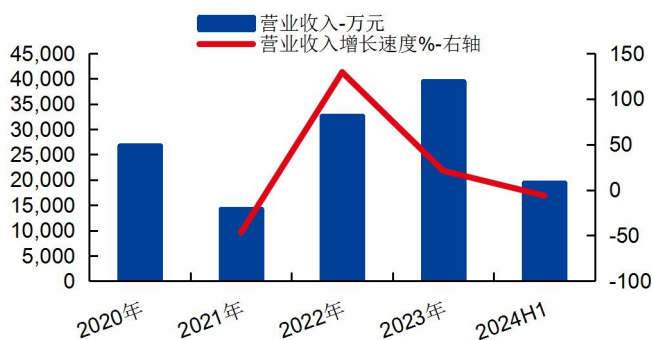
公司自主研发的乙苯/苯乙烯成套技术、环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术、正丁烷制顺酐成套技术、聚苯乙烯成套技术等工艺技术均成功实现工业化应用，在低能耗、低物耗及装置运行稳定性方面都位居国内领先地位。截至目前，公司技术及产品已成功服务中石油、中信国安、浙石化、振华石化、福建海泉、福州万景、洛阳炼化、安徽嘉玺、东明石化和盛腾科技等众多大型国有及民营石油化工企业，并与霍尼韦尔 UOP、科莱恩、瑞士 Sulzer、中国寰球等上下游国内外知名专利商、设计院建立良好的合作关系。

### （一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1.42 亿元/3.26 亿元/3.94 亿元，YOY 依次为 -46.84%/129.29%/21.01%；实现归母净利润 0.37 亿元/0.79 亿元/1.14 亿元，YOY 依次为 -41.54%/114.95%/44.92%。最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 1.94 亿元，同比减少 6.21%，实现归母净利润 0.60 亿元，同比减少 33.81%。

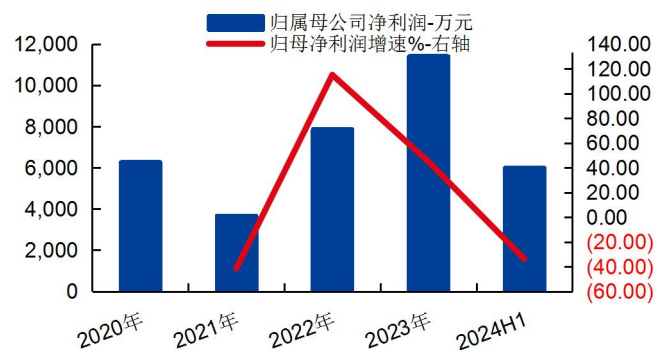
2023 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为工艺包及其他技术服务(1.55 亿元，39.23%)、化工设备（1.53 亿元，38.67%）、催化剂（0.87 亿元，22.10%）。2021-2023 年报告期内，公司始终以工艺包和化工设备为主营产品及核心收入来源，合计销售收入占比均在 70%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



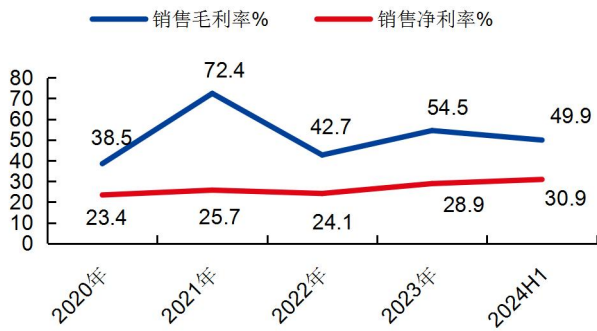
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



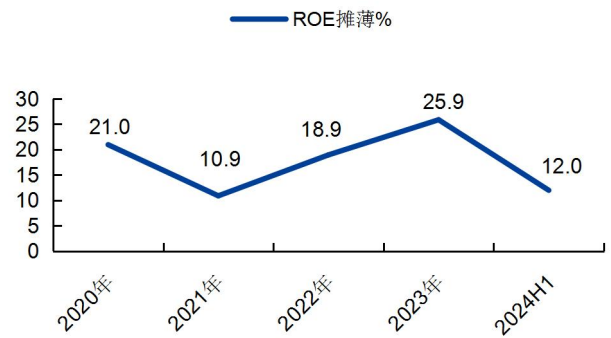
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

报告期间，公司主营业务围绕线石油石化领域，可归属于石油石化行业。

### 1、石油石化行业

2022 年石油化工行业效益基本保持稳定，盈利能力有小幅下降，营业收入和利润分别实现 16.56 万亿元和 1.13 万亿元，行业整体运行形势稳中有进。2023 年，受原油、天然气及大多数化产品价格下降影响，我国石油化工行业实现营业收入和利润总额分别为 15.95 万亿元和 0.87 万亿元，相较于 2022 年均有一定下滑。

图 5：中国石化行业规模以上企业营业收入变化情况



资料来源：国家统计局，中国石油和化学工业联合会，华金证券研究所

图 6：中国石化行业规模以上企业利润总额变化情况



资料来源：中国石油和化学工业联合会，华金证券研究所

近年来，我国越来越重视环境问题，陆续出台了一系列环境保护政策。政策的收紧提高了石化行业标准，业内企业在生产时不仅要考虑生产工艺流程的环保性，还要考虑生产设备是否符合环保标准，从而导致企业面临生产工艺改进和生产设备置换的双重压力。在这种强监管模式下，行业内不合规的企业面临着停产停工甚至倒闭的局面。短期来看，石化行业规模、产值将因此下降；但长期来看，落后的产能被淘汰，行业内部结构得到优化，将有利于石化行业健康发展。截至 2023 年末，我国石化行业规模以上企业数量为 30,507 家，2015-2023 年八年内累计上升 2.49%。

图 7：中国石化行业规模以上企业数量变化情况

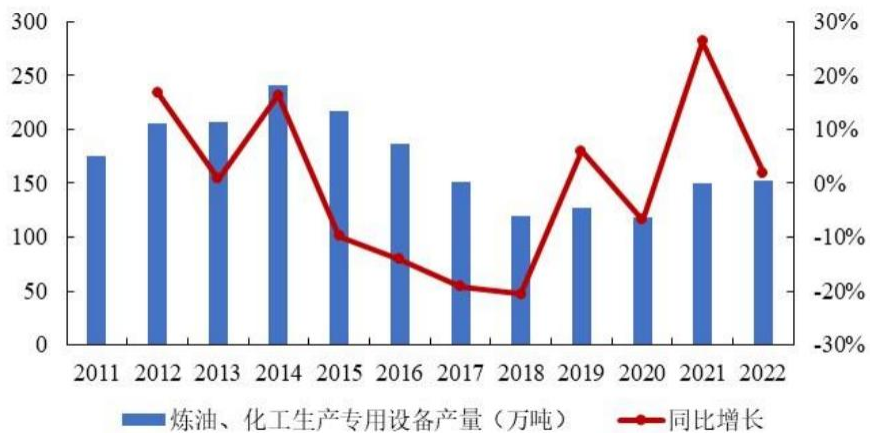


资料来源：中国石油和化学工业联合会，华金证券研究所

### （1）炼油化工专用设备

据国家统计局数据显示，2022 年中国炼油化工专用设备产量为 152.69 万吨。据华经产业研究院统计，目前全球炼油化工专用设备行业主要集中于亚洲、欧洲和北美，2020 年占全球市场份额超过 90%。发达国家的炼油化工专用设备行业发展较早，技术水平相对先进，典型代表企业为美国 ABB 鲁玛斯公司、绍尔集团、德国鲁奇集团和日本制钢所株式会社等。总体上看，目前国内炼化设备制造行业中低端产品竞争较为激烈，高端产品制造则受到了资金和技术水平等因素的制约。

图 8：炼油化工生产专用设备产量变化



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

### （2）化工催化剂

2010 年，我国化工催化剂行业产能为 23.3 万吨，产能利用率为 65.24%，受到日益严格的环保政策影响，加上供给侧改革，我国化工行业产业结构优化及落后产能淘汰取得了初步成效，我国化工催化剂产量增速整体上趋于下降，产能利用率逐渐提高，2020 年产能约为 51.2 万吨，产能利用率已超过 80%。

图 9：中国化工催化剂供需格局（万吨）



资料来源：中国石化，贵研铂业，前瞻产业研究院，华金证券研究所

与石油化工行业相比，我国石油化工催化剂行业发展相对较慢，在行业规模与技术水平上与国外仍存在较大差距。现阶段国内大部分的催化剂企业主要服务于中小型石化企业，研发能力不足，产品相对低端。诸如中石油、中石化等具有优势技术的企业生产出的催化剂则主要供应内部生产，对外出售较少。国外大型化工催化剂企业已经凭借技术工艺上的研发优势以及长期经营带来的资金、渠道优势，在行业内形成寡头垄断。

### （三）公司亮点

**1、公司创始人出身科研院所；在其带领下，公司现已成为国内领先的石油化工技术综合解决方案提供商。**公司实控人徐志刚先生博士研究生学历、曾任职于华东理工大学工艺研究所副所长等职务，同时拥有丰富的科研及产业经验；在其带领下，公司自主研发形成了多套化工工艺包。其中，1) 乙苯/苯乙烯成套技术方面，公司是国内少数拥有大产能乙苯/苯乙烯装置设计能力的技术服务商之一，应用该技术的装置最大设计产能可达 80 万吨/年；2) 环氧丙烷/苯乙烯 (PO/SM) 联产成套技术方面，实现了对荷兰壳牌、利安德巴赛尔等国际巨头的国产替代，是国内少数掌握该技术的企业之一，同时据招股书披露，该技术成型于 2016 年、要早于其核心竞争对手；3) 正丁烷制顺酐成套技术方面，公司采用具有独立知识产权的“丁烷氧化+溶剂吸收”工艺，不仅能耗与物耗低、且产气量大，在国内已具备多个成功运行案例。现阶段，公司已积累二十余家大型项目业绩；截至 2023 年末，在苯乙烯、环氧丙烷、以及顺酐细分行业领域，应用公司工艺技术的产能占比分别为 29.98%、12.07%、以及 28.74%。

**2、公司拟自建催化剂生产基地，力争 2024 年底实现投产；现阶段订单需求良好，为新增催化剂产能的消化提供了一定保障。**公司于 2020 年新增催化剂业务；此前由于规模较小、主要通过委外加工生产或直接外采的模式。2021 年，公司新设全资子公司“山东瑞纶新材料”，并拟通过募投项目自建催化剂生产基地；该项目已于 2023 年提前进入建设阶段，公司表示将力争 2024 年底实现投产。从现有合作情况来看，1) 铜基催化剂方面，中信国安与浙石化的 PO/SM 项目均已成功开车、两家合计订单量 140 吨，东明石化 PO/SM 项目尚在建设中、已签署的订单量约 47 吨，同时振华石化、福建海泉、广西石化已与公司签署 PO/SM 工艺包合同、预计未来将使用公司的催化剂；2) α-苯乙醇脱水催化剂方面，中信国安与浙石化 PO/SM 项目的初次需求

量合计 105 吨，浙石化苯乙烯项目需求量为 120 吨，东明石化 PO/SM 项目的需求量为 104 吨。比较来看，2023 年公司催化剂总销量不足 400 吨，预期该业务稳定向好的确定性较高。

**3、公司积极将业务向下游 PBS、PBAT、PBT 等可降解塑料领域延伸，进一步丰富产品矩阵。**目前生物可降解塑料的市场渗透率较低，但预期在“禁塑令”的有序推行下，可降解塑料的替代规模有望实现较快增长；据中科院理化技术研究所预测，2025 年生物可降解塑料需求量将突破 500 万吨。在此背景下，公司拟布局高价值的环保型新材料市场，计划将已掌握的可降解塑料 PBS、PBAT 和高端 PS 材料等成套技术，通过本次募投的“10 万吨/年可降解塑料项目”实现产业化，进而延伸公司现有业务；据公司预测，该项目计划于 2025 年底实现投产，达产后按满产测算、新增产品营业收入占比将超过 50%，有望成功公司未来业绩新的增长极。

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目。

- 1、12000 吨/年催化剂项目：**本项目拟建设 5,000 吨/年铜基催化剂、2,000 吨/年三氧化二铝催化剂和 5,000 吨/年分子筛催化剂的生产装置及相应配套公用工程、辅助生产设施等。本项目建设周期总时间规划为 18 个月，力争 2024 年底投产；根据初步估算，项目投产后首年可达 30%产能利用率，税后利润 28,029.18 万元。
- 2、10 万吨/年可降解塑料项目：**项目建成后，将形成年产 5 万吨丁二酸丁二醇酯（PBS）、2.5 万吨聚对苯二甲酸-己二酸丁二醇酯（PBAT）和 2.5 万吨聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）的能力。本项目建设期预计 24 个月，计划于 2025 年底建成投用；根据初步估算，投产后项目年平均税后利润 21,460.44 万元。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	12000 吨/年催化剂项目	31,500.00	24,000.00	18 个月
2	10 万吨/年可降解塑料项目	67,400.00	6,400.00	24 个月
	<b>总计</b>	<b>98,900.00</b>	<b>30,400.00</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

公司专注于提供化工领域成套技术综合解决方案；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“专业技术服务业（M74）”最近一个月静态平均市盈率为 24.79 倍。

根据主营业务的相似性，公司选取锡装股份、中触媒、建龙微纳为瑞华技术的可比上市公司；但上述公司为沪深 A 股，与瑞华技术在业务体量、估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2023 年可比公司的平均营业收入为 9.24 亿元，平均销售毛利率为 28.75%；相较而言，公司营收规模未及可比公司，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2023 年	2023 年营业收 入(亿元)	2023 年 营收增速	2023 年归 母净利润 (亿元)	2023 年归 母净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE(摊 薄)
001332.SZ	锡装股份	24.74	19.66	12.48	6.74%	1.65	-28.41%	23.15%	7.46%
688267.SH	中触媒	34.15	31.17	5.50	-19.21%	0.77	-49.34%	32.83%	2.92%
688357.SH	建龙微纳	19.39	21.66	9.72	13.87%	1.53	-22.65%	30.28%	8.60%
	平均值	26.09	24.16	9.24	0.47%	1.32	-33.47%	28.75%	6.33%
<b>920099.BJ</b>	<b>瑞华技术</b>	<b>14.44</b>	<b>13.54</b>	<b>3.94</b>	<b>21.01%</b>	<b>1.14</b>	<b>44.92%</b>	<b>54.49%</b>	<b>25.86%</b>

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 9 月 6 日），华金证券研究所

备注：（1）瑞华技术总市值=发行后总股本 0.7600 亿股 \* 发行价格 19.00 元=14.44 亿元；（2）瑞华技术发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按 2023 年度经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润除以本次发行后总股本计算，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为 13.54 倍。

## （六）风险提示

客户集中度较高的风险、合同执行不及预期的风险、公司工艺包若无法通过客户最终性能考核需按合同承担赔偿责任的风险、下游客户所处行业经济周期变化风险、下游行业产能过剩及市场景气度下滑的风险、业务模式不稳定风险、项目事故或质量问题导致的客户追偿风险、市场空间受限风险、海外业务开拓不及预期风险、技术未能形成产品或实现产业化风险等风险。



## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)