

无评级

**一诺威（834261.BJ）深度报告**

CPU 产品全国单项冠军，募资扩产增强规模效应

深度报告

公司研究

证券研究报告

2023年3月16日

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

**投资要点：**

- **公司已成为我国聚氨酯行业细分领域龙头企业之一。**公司旗下CPU产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料（灌浆料）销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。公司不断延伸上下游及周边产业链，逐步扩大主营业务规模，目前已成为产品牌号累计达数千余种，产品远销数十个国家和地区，集产、研、销为一体的聚氨酯化工现代化产业集团。基于丰富的产品牌号及特殊的产品性能，公司产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多行业。
- **公司具备一定的研发和产业链优势。**研发优势方面，公司以技术研发为驱动，自主研发并掌握了多项聚氨酯材料生产及应用核心技术，形成自主创新技术体系。公司已获授权并在有效期内的发明专利达到420余项，主持或参与起草了20项国家标准及多项行业标准，并取得40余项省、市级科技成果鉴定。产业链优势方面，公司拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，产品种类涵盖聚氨酯弹性体类，聚酯、聚醚及组合聚醚等系列产品，EO、PO其他下游衍生物，涉及种类丰富，具备一定的产业链优势。
- **拟募投34万吨聚氨酯系列产品项目，有利于公司增强规模优势。**公司本次向不特定合格投资者公开发行股票扣除发行相关费用后的募集资金净额将全部用于年产34万吨聚氨酯系列产品扩建项目。该项目拟投入资金总额5亿元，拟投入募集资金3.34亿元。公司计划建设的年产34万吨聚氨酯系列产品扩建项目系2021年山东省重点建设的新旧动能转换优选项目。本项目达产后，公司将新增聚酯16万吨/年、TPU6万吨/年、微孔弹性体2万吨/年、粘合剂4万吨/年、CPU5万吨/年、分离TDI1万吨/年产能。若募投项目顺利推进，有利于公司降低边际成本，并通过释放规模化效益提升市场整体竞争力，巩固公司在国内聚氨酯原材料行业内的市场地位。
- **风险提示：**俄乌局势变化对能源等大宗商品价格造成的波动风险，若原材料成本下行则对聚氨酯材料价格的支撑也将减弱；国内经济复苏不及预期的风险；行业供给增加过多，行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；美联储加息超预期导致经济衰退风险；公司项目建设进度不及预期风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目录

1. CPU 产品全国单项冠军.....	3
2. 聚氨酯材料应用范围广，市场规模有望持续提升.....	6
2.1 聚氨酯材料应用范围广.....	6
2.2 聚氨酯行业中后端产品竞争较为充分.....	7
2.3 聚氨酯弹性体需求有望保持较快增长.....	8
3. 公司为业内领先企业，拟募资扩产增强规模优势.....	10
3.1 公司竞争优势.....	10
3.2 拟募投 34 万吨聚氨酯系列产品项目，有利于增强规模优势.....	11
4. 投资建议.....	12
5. 风险提示.....	13

## 插图目录

图 1：公司主营产品和业务情况.....	3
图 2：2018-2022H1 主营业务收入构成情况.....	4
图 3：2019-2022H1 公司主要产品在主营收入中的占比情况.....	4
图 4：2019-2022 年公司营业收入增长情况.....	5
图 5：2019-2022 年公司归母净利润增长情况.....	5
图 6：2019-2022 年公司毛利率、净利率变动情况.....	6
图 7：2019-2022 年公司期间费用率变动情况.....	6
图 8：我国聚氨酯市场消费规模预测.....	7
图 9：2021 年国内 CPU 下游应用领域结构情况.....	8
图 10：2021 年国内 CPU 行业竞争格局情况.....	8
图 11：2019-2021 年公司与可比公司（万华化学除外）产品销量情况比较（单位：万吨）.....	11
图 12：2019-2021 年公司与可比公司（万华化学除外）主营业务收入情况比较（单位：亿元）.....	11

## 表格目录

表 1：公司主要产品收入和占比情况.....	4
表 2：聚氨酯材料分类情况.....	8
表 3：弹性体部分产品对应行业规模及公司市占率情况.....	10
表 4：公司拟募投项目满产后产品销量和收入预测.....	12

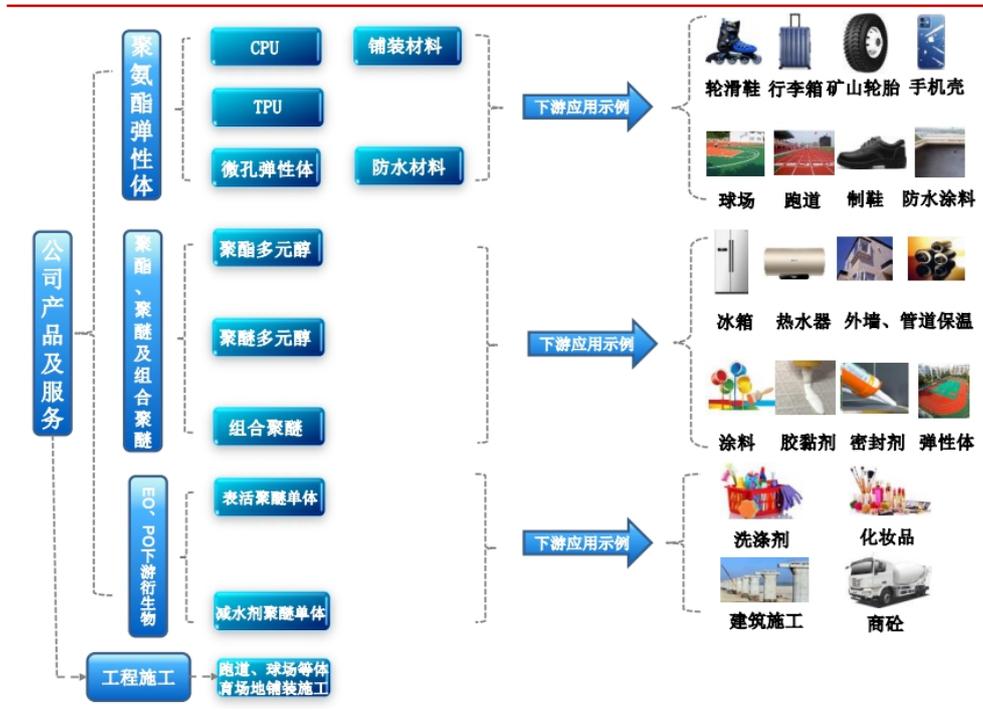
## 1. CPU 产品全国单项冠军

公司成立于 2003 年，是国内专业的聚氨酯原材料及 E0、P0 其他下游衍生物系列产品规模化生产企业，主要从事聚氨酯原材料及 E0、P0 其他下游衍生物系列产品的研发、生产与销售及承接塑胶跑道等体育场地工程的施工。

公司旗下产品分为三大类，一类是聚氨酯弹性体类产品，包括 CPU、TPU、微孔弹性体、铺装材料及防水材料等；一类是聚酯、聚醚及组合聚醚等；一类是 E0、P0 其他下游衍生物，包括表活聚醚单体、减水剂聚醚单体等。

此外，公司还承接塑胶跑道等体育场地工程的施工，为塑胶跑道、足球场、排球场、篮球场、健身步道等体育场地提供铺装服务。

图 1：公司主营产品和业务情况



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

聚氨酯弹性体、聚酯、聚醚及组合聚醚是公司收入的主要来源。2019-2022H1 年，公司聚氨酯弹性体业务在主营收入中占比均在 39%以上，2022H1 占比为 45.57%；聚酯、聚醚及组合聚醚的主营收入占比基本呈上升趋势，从 2019 年的 37.07%上升至 2022H1 的 46.87%；E0、P0 其他下游衍生物主营收入占比呈下降趋势，从 2019 年的 16.83%下降至 2022H1 的 7.48%。总的来看，聚氨酯弹性体、聚酯、聚醚及组合聚醚是公司主营业务收入的主要来源，2022H1 合计占比为 92.44%，相比 2019 年 81.95%的收入占比明显提升。

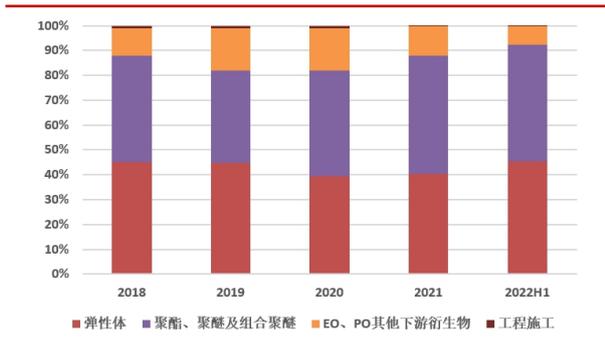
从细分产品来看，CPU、TPU、聚醚、组合聚醚的收入占比较大。2019-2022H1，组合聚醚在主营收入中的占比均在 20%以上；CPU 在主营收入中的占比均在 15%以上；TPU

和聚醚占比大致呈上升趋势，2022H1 主营收入占比分别是 15.48%和 21.87%。CPU 方面，公司 2021 年实现 CPU 产品销售 6.23 万吨，市占率约 34.61%，行业排名第一。组合聚醚方面，公司 2021 年实现组合聚醚产品销售 10.14 万吨，市占率约 8.31%，行业排名靠前。

虽然公司铺装材料和防水材料收入占比较低，2021 年主营收入占比分别是 5.25%和 4.51%，但公司销量行业排名靠前。铺装材料方面，公司 2021 年实现铺装材料产品销量 2.43 万吨，市场占有率约 10.57%，行业排名靠前。防水材料方面，公司 2021 年实现防水材料（聚氨酯灌浆料）产品销量 1.72 万吨，市场占有率约 28.67%，排名位于行业前列。

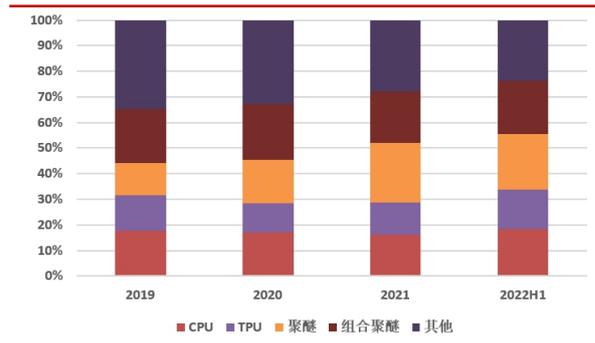
总的来看，凭借稳定的产品性能，公司产品得到了市场的广泛认可，产销量实现了稳步提升，公司已成为我国聚氨酯行业细分领域龙头企业之一。公司旗下 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料（灌浆料）销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。

图 2：2018-2022H1 主营业务收入构成情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 3：2019-2022H1 公司主要产品在主营收入中的占比情况



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

表 1：公司主要产品收入和占比情况

产品大类	小类	2022年1-6月		2021年度		2020年度		2019年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
弹性体	CPU	43,776.97	18.25	100,123.62	16.07	71,883.59	17.19	66,473.45	17.67
	TPU	37,132.31	15.48	78,467.60	12.59	46,455.75	11.11	51,735.42	13.75
	微孔弹性体	6,541.49	2.73	12,509.36	2.01	8,715.43	2.08	11,105.22	2.95
	铺装材料	10,634.60	4.43	32,697.15	5.25	26,207.46	6.27	29,481.19	7.84
	防水材料	11,228.63	4.68	28,102.14	4.51	11,469.83	2.74	10,039.61	2.67
	小计	109,314.01	45.57	251,899.87	40.43	164,732.07	39.4	168,834.90	44.88
聚酯、聚醚及组合聚醚	聚酯	10,699.37	4.46	24,479.76	3.93	16,045.17	3.84	12,361.14	3.29
	聚醚	52,477.42	21.87	145,604.18	23.37	71,487.07	17.1	47,900.37	12.73
	组合聚醚	49,268.69	20.54	125,803.65	20.19	90,756.75	21.71	79,201.47	21.05
	小计	112,445.48	46.87	295,887.58	47.49	178,288.99	42.64	139,462.98	37.07
EO、PO其他下游衍生物	表活聚醚单体	14,660.70	6.11	33,252.90	5.34	25,359.94	6.07	20,058.32	5.33
	减水剂聚醚单体	3,276.29	1.37	41,866.04	6.72	45,524.64	10.89	43,265.16	11.5
	小计	17,937.00	7.48	75,118.94	12.06	70,884.58	16.95	63,323.48	16.83
工程施工		208.46	0.09	139.96	0.02	4,192.30	1.01	4,595.00	1.22
	合计	239,904.95	100	623,046.35	100	418,097.94	100	376,216.35	100

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2019-2021 年，公司实现营业收入 45.55、51.07 和 79.77 亿元，分别同比-0.26%、+12.12%、+56.21%；实现归母净利润 1.67、2.04 和 2.35 亿元，分别同比+54.16%、+22.47%、+15.19%；实现扣非归母净利 1.55、1.84 和 2.25 亿元，分别同比+60.75%、+16.16%和 +22.18%。公司 2020 年度营业收入同比实现较快增长，但增速低于 2021 年，主要系公司持续开发新客户增加销量的同时，部分上游主要原材料价格下降，相关产品价格下调所致；公司 2021 年度营业收入较上年大幅增长，主要系国内疫情缓解，消费行业复苏带动下游客户需求量增加，而境外由于疫情反复，部分聚氨酯生产企业停工，导致海外订单转移至国内，同时上游原材料价格大幅上涨，产品价格亦同步上涨所致。

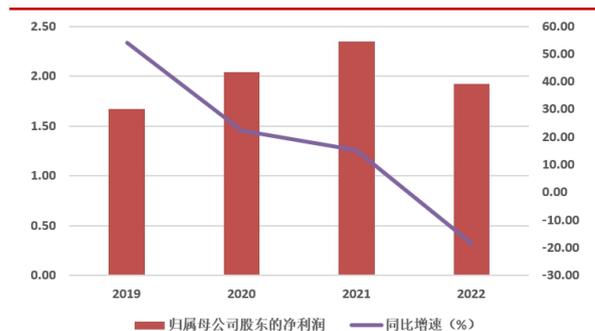
2022 年，公司实现营业收入 63.06 亿元，同比下降 20.95%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比下降 18.41%；实现扣非归母净利润 1.86 亿元，同比下降 17.40%。公司 2022 年业绩下滑，预计主要是受疫情影响，宏观经济增速放缓，消费景气度较低，下游客户需求减少，导致公司销量同比下降。

图 4：2019-2022 年公司营业收入增长情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 5：2019-2022 年公司归母净利润增长情况

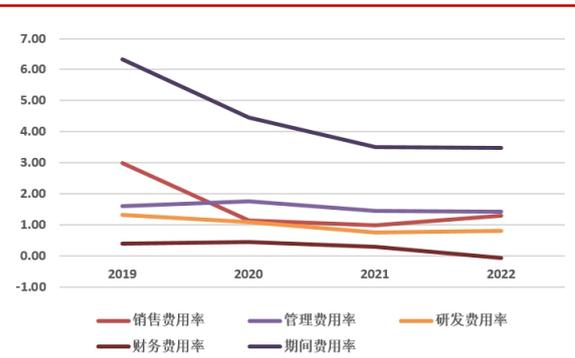


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

盈利能力方面，公司 2022 年毛利率为 7.48%，同比提升 0.64 个百分点；净利率是 3.04%，同比提升 0.09 个百分点。费用管控方面，公司近年来期间费用率呈下降趋势，从 2019 年的 6.33% 下降至 2022 年的 3.48%，其中销售费用率下降明显，从 2019 年的 3% 下降至 2022 年的 1.31%。净资产收益率方面，公司 2022 年 ROE（摊薄）是 15.83%，同比下降 5.10 个百分点，主要与公司资产负债率同比明显下降 10.18 个百分点至 44.08% 有关。

**图 6：2019-2022 年公司毛利率、净利率变动情况**


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

**图 7：2019-2022 年公司期间费用率变动情况**


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

## 2. 聚氨酯材料应用范围广，市场规模有望持续提升

### 2.1 聚氨酯材料应用范围广

聚氨酯化学名称为聚氨基甲酸酯，是一种由异氰酸酯以及多元醇聚合物（聚醚或者聚酯）为主要原料，并在相关化学助剂作用下反应且具有多个氨基甲酸酯链段的有机高分子材料。

基于氨基甲酸酯基团的化学特性，聚氨酯产品具备性能可调范围宽、适应性强、耐磨性能高、机械强度大、粘接性能强、弹性突出、复原性优良、低温环境柔性好、耐候性好以及使用寿命长、耐油性、耐热性、耐生物老化等特点。聚氨酯材料是在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，由此也决定了聚氨酯材料是高分子材料中品种最多、用途最广、发展最快的一种特种有机合成材料。

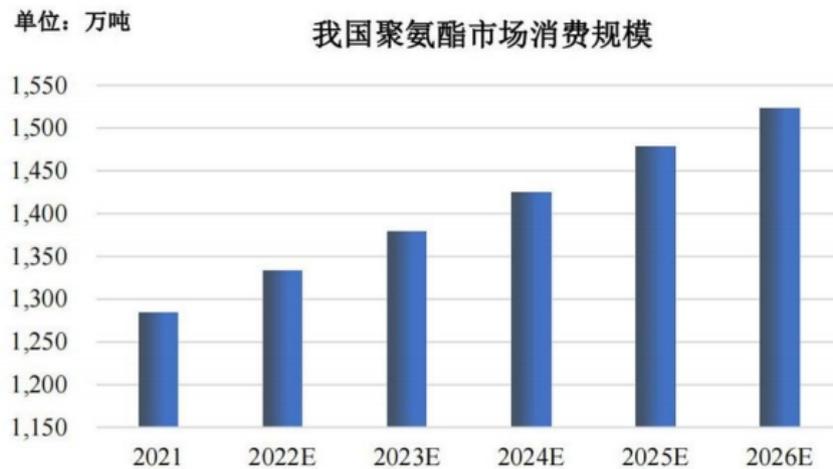
“十三五”期间，我国已成为全球最大的聚氨酯原材料和制品的生产基地及应用领域最全的地区，主要原材料产能占比均超过全球产能的 1/3。2020 年我国各类聚氨酯产品的消费量已达 1175 万吨（含溶剂），聚氨酯工业开始进入高质量发展时期。

聚氨酯相关产品目前已经广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多领域。以上应用市场规模庞大且发育成熟，聚氨酯产品无法被替代。随着聚氨酯行业技术水平的持续提升，近年来，聚氨酯已在部分领域实现对钢铁、塑料等的应用替代，并派生出新的应用场景。随着我国城市化进程加快及居民消费升级，其下游应用领域及用量有望持续扩大。

根据公司招股说明书，随着聚氨酯制品应用领域的不断扩张，聚氨酯制品的市场规模也在不断扩大。预计到 2025 年，全球聚氨酯市场规模将达到 931 亿美元。国内方面，我国目前已成为全球最大的聚氨酯原材料和制品的生产基地及应用领域最全的地区。随着经济发展、居民生活消费水平的升级以及国家环保产业政策的支持引导，我国聚氨酯

行业正面临巨大的市场机遇，预计到 2026 年，我国聚氨酯行业的市场需求规模将达到 1523 万吨。

图 8：我国聚氨酯市场消费规模预测



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

## 2.2 聚氨酯行业中后端产品竞争较为充分

聚氨酯产业链的上游主要是基础的化工原材料，中游包括 MDI、TDI、聚醚多元醇和聚酯多元醇，下游是各类聚氨酯制品，主要包括泡沫体系和 CASE 体系两类，终端应用领域有建筑、家具、汽车、服装、医疗和鞋类等。

根据公司招股说明书，聚氨酯材料可分为前端材料类产品、泡沫类产品、弹性体类产品、人造革类产品、涂料类产品、粘合剂类产品、纤维类产品和助剂类产品。公司涉及的产品包括前端材料类产品的聚醚、聚酯、组合聚醚，弹性体类产品中的 CPU、TPU、PU 铺装材料、PU 防水材料、微孔弹性体，以及粘合剂、表活聚醚单体、减水剂聚醚单体。

我国聚氨酯各细分行业发展较不均衡，呈现出前端寡头垄断、中后端竞争较为充分的特点。以前端原材料异氰酸酯为例，由于其具有较高的技术和资金壁垒，产业集中度较高，以万华化学为代表的异氰酸酯生产企业，主导了国内 MDI、TDI 的生产，形成寡头垄断局面。而我国聚醚行业虽然总体产能大于实际消费需求，但由于环保因素趋严、中小聚醚厂家工艺装置落后等因素限制，行业内众多中小企业开工率不足，产能利用率较低，实际整体供求大体保持相对平衡。中后端产品方面，国内中小型聚氨酯生产厂家多以技术含量低、品质不高、价格低廉的低端产品为主，竞争较为激烈。

随着我国城市化进程加快和居民消费升级，国内规模型聚氨酯厂商扩能动作频繁，并努力向中高端聚氨酯市场的细分领域迈进，我国聚氨酯行业亦呈现出集中度加强的趋势。聚氨酯行业产能预计将逐渐向头部企业集中，在此背景下，预计规模化企业将会保

持较大的增长空间。同时，行业集中度的提升有利于改变过去盲目无序的竞争状态，长远上促进聚氨酯行业的发展。

表 2：聚氨酯材料分类情况

物性类型	二级分类	具分种类	公司涉及的主要产品
前端材料类	异氰酸酯类	TDI、MDI、HDI、IPDI 等	
	多元醇类	聚醚、聚酯等	聚醚、聚酯、组合聚醚等
泡沫类	泡沫塑料类	PU 软泡、半硬泡、硬泡类	
弹性体类	弹性体类	CPU、TPU、MPU 等	CPU、TPU 等
	防水及铺装材料类	PU 铺装材料、PU 防水材料等	PU 铺装材料、PU 防水材料等
	鞋底原液类	鞋底原液等	微孔弹性体等
人造革类	革用树脂产品	合成革浆料等	
涂料类	聚氨酯水性材料	PU 涂料等	
粘合剂类	泡沫填缝剂	密封胶、胶黏剂等	粘合剂等
纤维类	氨纶等		
助剂类	催化剂、发泡剂、扩链剂、稳定剂、抗氧化剂、阻燃剂和脱模剂等		
其他	其他		表活聚醚单体、减水剂聚醚单体

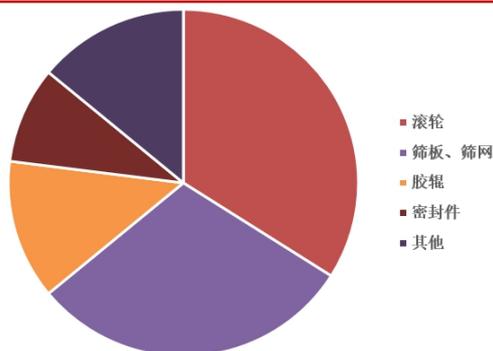
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

### 2.3 聚氨酯弹性体需求有望保持较快增长

聚氨酯弹性体是聚氨酯中后端材料的一类，其在聚氨酯应用材料中占比约 10%。聚氨酯弹性体是一种高性能弹性体，又称“聚氨酯橡胶”，是介于橡胶和塑料之间的有机高分子材料。聚氨酯弹性体主要包括 CPU、TPU、MPU 和防水铺装材料等。

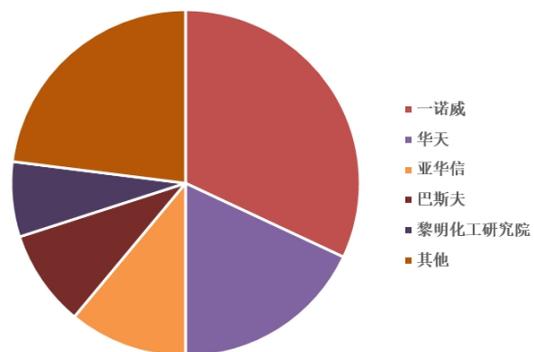
**CPU 方面**，根据隆众资讯，CPU 即浇注型聚氨酯弹性体，是聚氨酯弹性体中应用广、产量大的一种，实际应用中多作为橡胶制品的更新换代产品。CPU 广泛地应用在机械工业、汽车制造业、石油工业、采矿业、电器及仪表工业、皮革与制鞋工业、建筑行业以及医疗卫生和体育用品制造等领域。2021 年国内 CPU 下游应用领域中，占比最大的是滚轮，占比约 34%，其次是筛板、筛网，占比约 30%，然后是胶辊和密封件，分别占比 13% 和 9%，其他应用领域占比 14%。

图 9：2021 年国内 CPU 下游应用领域结构情况



数据来源：隆众资讯，东莞证券研究所

图 10：2021 年国内 CPU 行业竞争格局情况



数据来源：隆众资讯，东莞证券研究所

根据隆众资讯，截至 2021 年，国内 CPU 总产能约 28 万吨，近 5 年产能的年均复合增速约 11%。2021 年国内前五大 CPU 生产商分别是一诺威、华天、亚华信、巴斯夫与黎明化工研究院，合计产能达到 77%，行业集中度较高。由于 CPU 材料应用范围广，综合性能较好，有望进一步实现对橡胶等材料的替代。根据公司招股说明书，预计到 2026 年，国内 CPU 产品的消费量有望增长至 30 万吨，相比目前约 18 万吨的消费量增长约 67%。

**TPU 方面**，TPU 即热塑性聚氨酯弹性体，是一种新型的有机高分子合成材料，突出的特点是耐磨性优异、耐臭氧性极好、硬度大、强度高、弹性好、耐低温，有良好的耐油、耐化学药品和耐环境性能，被国际上称为新型聚合物材料。TPU 广泛应用于鞋类、成衣类、医药类、国防用品、运动用品、工业用品等面料及内里贴合材料、面料复合材料等。

根据天天化工的《2022 年 TPU 年度回顾与展望》，2018-2022 年中国 TPU 产量年均复合增长率达 10.67%，其中 2022 年总产量为 65.56 万吨。企业产量方面，万华和华峰的产量规模相当，两家 2022 年产量合计占中国总产量的 37%左右，而产量前十的生产企业 2022 年产量合计占中国总产量的 80%左右。根据天天化工网的预测，预计 2023 年 TPU 市场规模有望增长 10%以上，鞋材、管材、薄膜依然是下游最大的应用领域。同时，根据公司招股说明书，预计我国 TPU 市场 2022-2026 年的年均复合增速约 9.78%，到 2026 年消费量有望达到 110 万吨。

**铺装材料方面**，根据聚氨酯在线的《我国聚氨酯合成材料运动场地面层的发展和现状》，聚氨酯运动场地铺装材料不仅含聚氨酯，还包括 EPDM 等材质的颗粒、丙烯酸酯材料等，新的国家标准中的名称采用“合成材料面层”来代替“聚氨酯塑胶跑道”。1993 年以来我国颁布了多版合成材料跑道相关的标准文件。

2018 年，为解决前几年出现的“问题跑道”问题，我国发布了更加严格的国家标准 GB 36246—2018《中小学合成材料面层运动场地》，以替代 2005 年颁布的国标(GB/T 19851.11—2005)。为了进一步完善原有国标的不足，2020 年由中石化和化学工业联合会提出，以山东一诺威聚氨酯股份有限公司和国正检验认证公司等 14 家企业、检测机构为主起草单位，颁布了新国家标准 GB/T 14833—2020《合成材料运动场地面层》。该标准成品中有害物质限量及气味等级同 GB36246—2018 标准，物性指标按适用范围，分别以田径运动场地面层、球类运动场地面层、多功能运动场地面层 3 种类型进行规范，针对性更强。

近年来，体育事业的发展受到国家大力支持，《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》和《“健康中国 2030”规划纲要》相继发布，体育设施铺装市场有望保持较快增长势头。根据公司招股说明书，2021 年国内铺装材料消费量是 23 万吨，预计 2021-2026 年市场规模将以约 7%的年均复合增速增长。

**防水材料（聚氨酯灌浆料）方面**，该领域目前市场规模较小，行业 2021 年整体产能约 8 万吨，产量和消费量分别均为 6 万吨。行业中主要企业包括一诺威、江苏卓美聚氨酯科技有限公司、江苏利宏科技发展有限公司、湖北常林防水科技有限公司和湖北南

雅新材料有限公司，其中，一诺威 2021 年防水材料（聚氨酯灌浆料）实现销量 1.72 万吨，市占率约 28.67%，排名行业前列。预计 2021-2026 年，我国防水材料（聚氨酯灌浆料）市场规模有望以约 7% 的年均复合增速增长。

表 3：弹性体部分产品对应行业规模及公司市占率情况

	CPU	TPU	铺装材料	防水材料（聚氨酯灌浆料）
行业整体消费量（万吨）	18万吨	56万吨	23万吨	6万吨
目标市场容量及未来增长趋势	预计2026年消费量约30万吨	预计2022-2026年年均复合增长率为9.78%，预计2026年消费约为110万吨。	2021-2026年将保持7%的年均增速。	2021-2026年将保持7%的年均增长率。
公司产品在目标市场的占有率和排名情况	公司2021年CPU产品销量为6.23万吨，市占率约为34.61%，排名第一	公司2021年TPU产品销量为4.64万吨，市占率约为8.29%，排名适中。	公司2021年铺装材料产品销量为2.43万吨，市占率约为10.57%，排名较为靠前。	公司2021年防水材料（聚氨酯灌浆料）产品销量为1.72万吨，市占率约28.67%，排名位于行业前列。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

### 3. 公司为业内领先企业，拟募资扩产增强规模优势

#### 3.1 公司竞争优势

公司为淄博市“专精特新”示范中小企业。公司所处行业发展前景良好，公司行业地位突出且具有竞争优势。同时，公司拥有关键的核心技术、突出的研发优势和较强的市场开拓能力，具备持续技术创新的条件。此外，公司在业务模式方面的创新使得公司得以严格控制经营风险。

**研发和技术优势方面**，公司自成立以来通过组织自身研发团队，研发新工艺、新技术，以提高生产效率、降低原材料耗用、提高产品质量为目的，制造优质产品满足市场需求。公司以技术研发为驱动，自主研发并掌握了多项聚氨酯材料生产及应用核心技术，形成自主创新技术体系。

公司研发团队通过不断加强对生产技术及生产工艺的改进，在此基础上成功研发制得游离 TDI 单体含量小于 0.10%、硬度、拉伸强度、回弹等性能可调以及高回弹（回弹率可达 60% 以上）、耐酸碱、慢凝胶等技术指标的弹性体产品；实现解决 TPU 挤出、薄膜、热熔胶等产品存在晶点、不熔物等问题的技术突破；开发出高环保性、机械强度高、耐候性优异、耐黄变性优异、施工简单的铺装材料产品等，形成了自主创新技术体系。

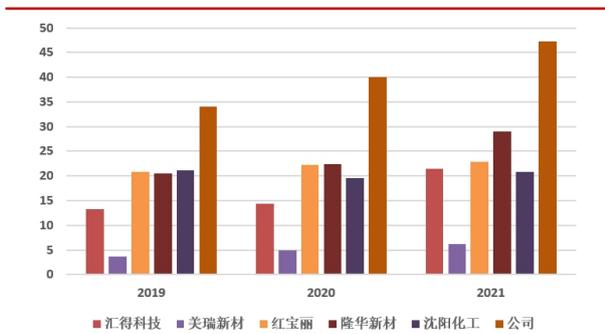
公司已获授权并在有效期内的发明专利达到 420 余项，主持或参与起草了 20 项国家标准及多项行业标准并取得 40 余项省、市级科技成果鉴定。2018 年 12 月 15 日，中国聚氨酯工业协会组织专家对公司完成的“新型功能化聚氨酯弹性体的可控制备及产业化”成果进行鉴定，认为该项目产品的综合性能指标达到国内外同类产品先进水平，综合技术达到国际先进水平。前述科技成果荣获 2019 年度中国石油和化学工业联合会科学技术奖一等奖。公司“性能可控的新型聚氨酯弹性体制备关键技术与产业化”科研项目荣获 2019 年度山东省科技进步奖三等奖及淄博市重大科技创新成果一等奖。公司“聚氨酯弹性体制备新技术及产业化”科研项目荣获 2021 年度山东省科学技术进步二等奖。

公司立足聚氨酯化工行业，着眼于产品应用、生产工艺改进和前沿理论等方面的研发，在努力提供满足市场需求的品质产品的同时，通过优化生产工艺、提高生产效率、降低边际成本等措施赢得竞争优势。

**业务模式创新方面**，公司主要基于“以销定产、先款后货”的业务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，形成了主要采取“先款后货”的销售模式、“以产定购、合理库存”的采购模式以及“以销定产”的生产模式，使得公司得以严格控制经营风险。

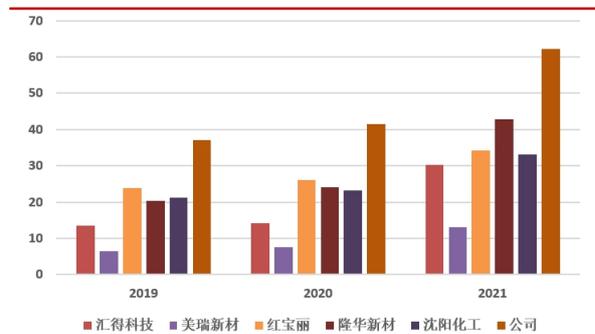
**此外，公司具备一定的产业链优势和规模优势。**公司拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，产品种类涵盖聚氨酯弹性体类，包括 CPU、TPU、微孔弹性体、铺装材料及防水材料等系列产品；聚酯、聚醚及组合聚醚等系列产品；E0、P0 其他下游衍生物，包括表活聚醚单体、减水剂聚醚单体等系列产品。种类丰富、牌号众多，具备一定的产业链优势。**同时，与可比公司相比，公司业务规模较大，具备一定的规模优势。**根据公司招股说明书，选取汇得科技、美瑞新材、红宝丽、万华化学、隆华新材和沈阳化工作为可比公司。2019-2022H1，除万华化学外，公司营业收入、产品销量均远高于同行业可比公司，主要因为公司旗下产品线较为丰富，产品种类较多，总体产品产销量较高，营收规模较大。具体来看，公司旗下 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料（灌浆料）销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。

图 11：2019-2021 年公司（万华化学除外）产品销量情况比较（单位：万吨）



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 12：2019-2021 年公司（万华化学除外）主营业务收入情况比较（单位：亿元）



数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

### 3.2 拟募投 34 万吨聚氨酯系列产品项目，有利于增强规模优势

公司本次向不特定合格投资者公开发行股票扣除发行相关费用后的募集资金净额将全部用于年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目。该项目拟投入资金总额 5 亿元，拟投入募集资金 3.34 亿元。

公司计划建设的年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目系 2021 年山东省重点建设的新旧动能转换优选项目。本项目达产后，公司将新增聚酯 16 万吨/年、TPU6 万吨/年、

微孔弹性体 2 万吨/年、粘合剂 4 万吨/年、CPU 5 万吨/年、分离 TDI 1 万吨/年产能。

聚酯是 TPU、粘合剂及 CPU 的主要原材料之一，公司募投项目中规划 7.03 万吨/年聚酯用于进一步配套生产前述聚氨酯弹性体类产品，剔除自用部分聚酯后，本项目达产后最终产品理论产量预计为 26.97 万吨/年。

本项目计划建设期为 24 个月，投产后连续生产 13 年（实际生产周期可能不限于 13 年），按照建成后第 1 年产能释放 30%、第二年释放 60%，第三年释放 80%，第四年及以后年度满产。假设年度产量等于销售量，单价参考国内市场价情况进行模拟测算，本项目满产后至第 10 年年销售总收入约 38.82 亿元，年净利润约 2.15 亿元。

表 4：公司拟募投项目满产后产品销量和收入预测

产品	单价 (万元/吨)	销量 (万吨)	销售收入 (万元)
聚酯	0.83	16	132800
TPU	1.37	6	82200
微孔弹性体	1.53	2	30600
粘合剂	1.39	4	55600
CPU	1.4	5	70000
分离 TDI	1.7	1	17000
合计		34	388200

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司自成立以来，一直专注于聚氨酯行业的生产经营。经过多年的积累，公司已对聚氨酯行业形成了深刻的认知并积累了丰富的运营经验。本项目是建立在公司现有业务基础之上，是对现有主营业务的扩张和延伸，能够利用公司现有业务的生产工艺、人才储备、管理经验、客户基础等资源，保障项目顺利实施。

基于化工行业规模化效益明显的显著特点，中小厂商难以在激烈的市场竞争中占据优势。近年来，规模化聚氨酯化工厂纷纷拟扩大产能以强化竞争优势，随着聚氨酯行业集中度趋势的加快，公司需要进一步扩大产能，降低边际成本，通过释放规模化效益提升市场整体竞争力，巩固公司在国内聚氨酯原材料行业内的市场地位。

#### 4. 投资建议

公司已成为我国聚氨酯行业细分领域龙头企业之一。公司旗下 CPU 产品为全国制造业单项冠军，组合聚醚产品为山东省制造业单项冠军，铺装材料和防水材料（灌浆料）销售占比位居行业前列，在聚氨酯行业的细分领域具备一定的领先优势。公司不断延伸上下游及周边产业链，逐步扩大主营业务规模，目前已成为产品牌号累计达数千余种，产品远销数十个国家和地区，集产、研、销为一体的聚氨酯化工现代化产业集团。基于

丰富的产品牌号及特殊的产品性能，公司产品被广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育等众多行业。

**公司具备一定的研发和产业链优势。**研发优势方面，公司以技术研发为驱动，自主研发并掌握了多项聚氨酯材料生产及应用核心技术，形成自主创新技术体系。公司已获授权并在有效期内的发明专利达到 420 余项，主持或参与起草了 20 项国家标准及多项行业标准，并取得 40 余项省、市级科技成果鉴定。产业链优势方面，公司拥有聚醚-弹性体、聚酯-弹性体、聚醚-组合聚醚三大产业链，产品种类涵盖聚氨酯弹性体类，聚酯、聚醚及组合聚醚等系列产品，EO、PO 其他下游衍生物，涉及种类丰富，具备一定的产业链优势。

**拟募投 34 万吨聚氨酯系列产品项目，有利于公司增强规模优势。**公司本次向不特定合格投资者公开发行人股票扣除发行相关费用后的募集资金净额将全部用于年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目。该项目拟投入资金总额 5 亿元，拟投入募集资金 3.34 亿元。公司计划建设的年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目系 2021 年山东省重点建设的新旧动能转换优选项目。本项目达产后，公司将新增聚酯 16 万吨/年、TPU6 万吨/年、微孔弹性体 2 万吨/年、粘合剂 4 万吨/年、CPU5 万吨/年、分离 TDI1 万吨/年产能。若募投项目顺利推进，有利于公司降低边际成本，并通过释放规模化效益提升市场整体竞争力，巩固公司在国内聚氨酯原材料行业内的市场地位。

## 5. 风险提示

- (1) 俄乌局势变化对能源等大宗商品价格造成的波动风险，若原材料成本下行则对聚氨酯材料价格的支撑也将减弱；
- (2) 国内经济复苏不及预期的风险；
- (3) 行业供给增加过多，行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- (4) 美联储加息超预期导致经济衰退风险；
- (5) 公司项目建设进度不及预期风险；
- (6) 天灾人祸等不可抗力事件的发生。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn