



国内聚氨酯专业制造商

——一诺威

基础数据

发行总量（亿股）	0.34
发行后总股本（亿股）	2.96

➤ **聚氨酯细分领域龙头企业。**公司是环氧丙烷、环氧乙烷下游衍生物及聚氨酯专业的制造商。公司主要从事聚氨酯原材料及EO、PO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。公司产品主要分为三大类，一是聚氨酯弹性体类系列产品；二是聚酯、聚醚及组合聚醚产品；三是EO、PO其他下游衍生物。同时，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、篮球场和健身步道等体育场地提供铺装服务。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、矿山和体育等行业，面向60多个国家和地区进行销售。公司以技术研发为驱动，持续加大研发投入，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。公司被评为国家高新技术企业、全国制造业单项冠军示范企业、国家知识产权示范企业、国家体育产业示范单位、山东省瞪羚企业、山东省制造业高端品牌培育企业、山东省知名品牌、山东省新材料领军企业50强、淄博市工业50强、淄博市“专精特新”示范中小企业等。公司下属子公司一诺威新材料为山东省制造业单项冠军企业；东大化学为工信部第三批专精特新“小巨人”企业；东大聚氨酯为上海市“专精特新”示范中小企业。

研究员	李开宇
投资咨询证书号	S0620522010001
联系方式	025-58519164
邮箱	kyli@njzq.com.cn

➤ **聚醚和组合聚醚类产品为公司业绩基石。**公司最大的产品板块为聚酯、聚醚及组合聚醚，2021年销售占比高达47.49%。聚酯是一种有机物，通常由有机二元羧酸（酸酐或酯）与多元醇（包括二醇）缩合（或酯交换）或由



内酯与多元醇聚合而成，可用于生产CPU、TPU、铺装材料等弹性体。聚醚分子主链含有醚键，其端基或侧基含有两个或者两个以上羟基聚合物的统称，是PU制品的主要原材料。PPG是由起始剂（含活性氢基团的化合物）与EO、PO等在催化剂作用下经过聚合反应制得，可用于生产CPU、TPU、铺装材料等弹性体以及泡沫塑料、保温材料等。组合聚醚由PPG、催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂、阻燃剂等原料组合而成，是生产聚氨酯硬质泡沫塑料的重要原料。聚氨酯硬泡以其优良的保温、防水、抗风压、抗冲击等性能，采用喷涂、浇注、板材贴面等多种施工形式，广泛应用于冰箱冷柜、建筑保温隔热、管道保温、太阳能热水器等。2021年，聚醚和组合聚醚产品销售额分别为14.56亿元和12.58亿元，销售占比分别为23.37%和20.19%。聚醚和组合聚醚产品规模稳步扩张，二者为公司业绩基石。

- **弹性体业务销售占比稳步增长。**公司的弹性体业务规模虽略低于聚酯、聚醚及组合聚醚业务，但其销售占比呈现稳步增长态势。近三年，公司的弹性体业务销售金额分别为16.88亿元、16.47亿元和25.19亿元。弹性体业务主要包括CPU、TPU、微孔弹性体、铺装材料和防水材料五大类。CPU是一定比例多异氰酸酯和多元醇在特定温度下生成的可反应性半成品。CPU具备优良的综合力学性能、优异的机械性能，具有抗撕裂强度高、负载支撑容量大、耐磨、耐油、耐老化，硬度可调节范围大等特点。这些优异的综合性能是其他很多种商品化橡胶和塑料所不具备的，故此，CPU产品广泛应用于轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山和体育等行业。TPU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。聚氨酯微孔弹性体是指一种带特殊微孔的聚氨酯弹性材料。聚氨酯微孔弹性体的弹性好、变形大，能吸收较大冲击和震动能量。主要用作防震橡胶、气流调节器、过滤材料、鞋底、电缆外套、汽车保险杠。其特点是质轻、耐磨、耐油、使用寿命长。聚氨酯铺装材料是一类用于各种场所地面铺设的塑胶材料。聚氨酯铺装材

料具有优良的防滑、阻燃、吸震性能优、抗静电、色彩美观等特点，主要用于耐磨要求较高的场所，尤其用于运动场地如塑胶跑道、球场等。

- **EO、PO其他下游衍生物规模持续扩张。**EO、PO其他下游衍生物业务虽是三大主营业务中最小的板块，但其规模持续扩张。近三年，公司的弹性体业务销售金额分别为6.33亿元、7.09亿元和7.51亿元。该业务主要包含表活聚醚单体和减水剂聚醚单体两大类产品。非离子表面活性剂在水中不是呈离子状态，稳定性高，不受酸碱影响，与其他类型的表面活性剂相容性好。非离子表面活性剂主要用作洗涤剂、匀染剂、乳化剂、消泡剂、柔软剂等。减水剂聚醚单体主要作为生产减水剂的原料。减水剂是在混凝土和易性及水泥用量不变条件下，能减少拌合用水量、提高混凝土强度；或在和易性及强度不变条件下，节约水泥用量的外加剂。可明显降低混凝土收缩，显著提高混凝土体积稳定性及耐久性。广泛应用于高铁、桥梁及民用建筑等领域。
- **聚氨酯下游应用广泛。**聚氨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并具有多个氨基甲酸酯链段的有机高分子材料。聚氨酯是由多个硬段和多个软段以嵌段形式相结合而构成的高分子材料。聚氨酯的塑料性质和强度等性能主要由其硬段性质决定，而其橡胶性质和弹性等性能主要由其软段性质决定。聚氨酯材料可通过改变不同原料化学结构、规格指标、品种、配方比例制造出具有各种性能和用途的变化多端的制品，被誉为继聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯之后的“第五大塑料”。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。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，具有复原性优良、低温环境柔性好、耐候性好以及使用寿命长、耐油性、耐热性、耐生物老化等其他塑料产品无法比拟的特点。故此，其相关产品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、矿山和

体育等众多领域。

- **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。**我国聚氨酯行业始创于20世纪50年代末。20世纪80年代随着我国经济政策实施改革开放，国内厂家陆续从国外引进万吨级规模的聚醚生产装置，从而为我国PU工业发展奠定了物质基础。全球聚氨酯产销均主要集中于北美、西欧及亚太地区，合计产销量达到全球总量的85%以上，其中，亚太地区市场最为庞大。北美和西欧属于世界经济发达地区，聚氨酯工业起步较早，城市化程度较高，聚氨酯工业已在该地区获得长足发展。对于包括中国、印度在内的许多新兴国家而言，国家的财富正在快速积累，综合实力迅速增强，人民生活水平日益提高，未来随着城市化进程的加快以及建筑节能、汽车、家电、纺织、软体家居等产业的消费升级，聚氨酯应用规模和领域将不断扩大。目前，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。聚氨酯作为新型的高分子合成材料，对于推动我国低碳经济建设，实现“碳达峰”、“碳中和”的战略目标，提高居民生活水平具有重大意义，已得到国家和地方政府在政策上的大力支持。随着我国经济不断复苏和居民生活消费水平逐步改善，我国聚氨酯行业或将保持较高增速。我们预计，2026年，我国聚氨酯行业的市场需求规模将达到1523万吨。
- **聚氨酯行业具备较高的进入壁垒。**聚氨酯的产品性能依赖于对生产工艺、配方调配等关键节点控制，该等要素需要企业在长期的生产经营过程中持续进行积累总结并不断优化创新。随着我国城镇居民收入逐年增长，生活水平显著提高，生活方式及消费结构逐渐改善，消费者对高品质生活的追求不断提高，下游行业对聚氨酯产品的要求也逐渐呈现品质化、多样化和个性化等特点。规模化聚氨酯生产企业多年以来通过持续优化生产工艺和专有配方，以市场需求为导向调整产品牌号、改进产品性能，形成了自身的技术体系，提高了新进入企业的技术门槛。聚氨酯行业具有较高的技术壁垒。同时，我国安全环保要求不断趋严，国家对新进入化工企业设定有一系列的立项审查、环保安全评价、规划施工许可等诸多复杂严格程序。安全环保因素已然成为新进入聚氨酯化工行业企业的重要政策门槛。聚氨



酯涉及的主要原材料包含异氰酸酯、环氧乙烷、环氧丙烷等属于危险化学品，部分危险化学品易燃易爆，对运输条件要求较高，不宜长途运输，导致聚氨酯企业选址往往临近主要原材料供应商，追求集聚效应，表现出比较明显的区域性。

- **公司拥有较强的核心竞争力。**公司通过不断加强对生产工艺的改进，提升了产品品质的稳定性，降低了生产成本。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。同时，公司产品种类丰富、牌号众多，具备一定的产业链优势。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；EO、PO 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。公司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。公司为山东省工业企业“一企一技术”研发中心企业，设有博士后科研工作站、山东省企业技术中心、山东省聚氨酯弹性体工程技术研究中心、硬质聚氨酯组合聚醚山东省工程实验室、淄博市聚氨酯弹性体工程研究中心等，被评为国家知识产权示范企业，具备一定的技术储备优势。
- **同业比较：**公司为国内专业的聚氨酯原材料及 EO、PO 其他下游衍生物系列产品规模化生产企业。公司的主营业务为聚氨酯原材料及 EO、PO 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。公司产品线条较为丰富，目前无完全相同产品的 A 股可比上市公司。在同行业可比公司中，我们选取了汇得科技、美瑞新材、红宝丽、万华化学、隆华新材和沈阳化工等 6 家公司作为公司的同行业可比公司。剔除万华化学后，公司营业收入在可比公司中体量中等偏上，归母净利润

领先于其他公司。公司毛利率低于同行业可比公司平均水平，主要系产品结构存在差异所致。汇得科技旗下革用聚氨酯、美瑞新材旗下主营产品TPU、红宝丽旗下环氧丙烷、异丙醇胺以及万华化学旗下异氰酸酯等产品均属于毛利率较高的产品，导致其整体毛利率均高于公司。2021年，公司毛利率下降主要系部分主要原材料价格上涨，产品单位成本增加，根据市场行情上调了部分产品销售价格，但销售价格的增加幅度小于单位成本的增加幅度，导致综合毛利率小幅下降。费用方面，管理费用率、研发费用率和财务费用率略低于同行业平均水平；销售费用率与同行业平均水平相当。目前可比公司平均市盈率（TTM）为37.55X，22年可比公司平均市盈率为40.54X。此次公司发行价10.81元/股，对应22年市盈率为14.81X，建议投资者积极申购。

可比公司估值									
序号	公司代码	公司名称	近一年日均总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2021	2022E/A	2023E	2021	2022E/A	2023E
1	603192.SH	汇得科技	30.86	1.18	0.86	1.80	49.69	33.94	16.22
2	300848.SZ	美瑞新材	49.83	1.19	1.13	2.01	35.44	69.76	39.35
3	002165.SZ	红宝丽	33.36	0.30	--	--	155.53	--	--
4	600309.SH	万华化学	2796.30	246.49	162.39	219.27	12.87	17.91	14.06
5	301149.SZ	隆华新材	56.76	1.94	--	--	46.99	--	--
6	000698.SZ	沈阳化工	38.09	1.06	--	--	45.38	--	--
		平均值		42.03	54.79	74.36	57.65	40.54	23.21
7	834261.BJ	一诺威	48.49	2.35	1.92	--	18.77	25.08	

数据来源：Wind 一致预期、南京证券研究所（数据截止 2022.3.14）

- **风险提示：**产品技术水平及更新换代的风险；汇率波动的风险；环境保护的风险和原材料价格波动的风险。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。