

# 国内聚醚龙头企业， 延链拓品打开成长空间

## 事件

### 公司发布 2022 年中报

2022 年上半年，公司实现营收 16.31 亿元，同比减少 21.91%，实现归母净利 7588.34 万元，同比减少 34.83%；对应 Q2 单季利润为 4132.51 万元，环比增长 19.58%，同比减少 38.68%。

## 简评

### 产能扩张业绩整体稳增，上半年受疫情影响短期承压

公司主要从事聚醚系列产品的研发、生产与销售，为国内专业的聚醚多元醇系列产品规模化生产龙头企业。主要产品包括软泡用聚醚和 CASE 用聚醚，其中软泡用聚醚产品包括 POP 及通用软泡聚醚系列产品。公司软泡用聚醚产品质量性能优越，经与二异氰酸酯在发泡剂、催化剂、阻燃剂等助剂的作用下进行发泡反应，产生的高分子聚合物可用于生产软质聚氨酯泡沫塑料，被广泛用于家具、鞋服、交通等领域的产品生产。CASE 用聚醚主要用于制备聚氨酯涂料、胶粘剂等。公司与下游行业中的知名床垫品牌如“梦百合”、“喜临门”、“际诺思”、“宏益床垫”等、知名鞋服品牌如“李宁”和“安踏”等制鞋工厂的鞋材供应商以及知名汽车品牌如“宇通客车”、“福田汽车”等的座椅配套厂商保持稳定合作关系。2022 年 6 月 30 日，公司新增的 36 万吨每年高性能聚醚多元醇项目建成投产，当前总产能达 72 万吨。随产能持续增加，公司业绩也稳健增长。2016 年-2021 年公司营收由 12.42 亿元增长到 42.75 亿元，CAGR 为 24.52%，归母净利润由 0.65 亿元增长至 1.94 亿元，CAGR 为 26.41%。2022 年上半年，受疫情影响，下游需求不佳，公司归母净利为 0.76 亿元，同比减少 34.83%。

### 聚醚多元醇需求稳健增长，公司产能利用率保持高位

需求方面，2021 年普通软泡聚醚消费量约 100 万吨，同比增长 20% 以上，下游以海绵及其制品为主，预计未来逐渐向汽车、鞋材等领域不断发展。2021 年 POP 消费量达 60 万吨以上，同比增长约 28%，高回弹聚醚需求量达 40 万吨以上，同比增长 15%。弹性体聚醚需求量达 40 万吨以上，同比增长 6%。随着汽车消费量的增加，以及在软体家居、防水涂料、胶粘剂等行业的需求量增加，聚醚需求有望稳健增长。

## 隆华新材 (301149)

首次评级

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 08 月 22 日

当前股价：15.94 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.09/12.31	29.3/21.2	60.5/67.53
12 月最高/最低价 (元)		31.14/10.96
总股本 (万股)		43,000.0
流通 A 股 (万股)		6,602.78
总市值 (亿元)		68.97
流通市值 (亿元)		10.59
近 3 月日均成交量 (万股)		482.13
主要股东		
韩志刚		33.21%

### 股价表现



### 相关研究报告

供给方面，据公司年报，2021 年国内聚醚行业总产能约 670 万吨，同比增长超 10%，国内聚醚行业总产量约 420 万吨，同比增长超 20%，总开工率约 63%，2021 年公司产能为 36 万吨，产能利用率高达 99.15%。近年来部分小企业生产过程粗放、生产设备工艺落后、产品质量和技术水平相对较低、安全环保条件和安环设施投入不足，随着行业发展和国家政策落实逐步淘汰。公司自主研发并掌握了高固含量（可达 50% 固含量）且低粘度、遇水不凝胶、超低 VOC（残留单体浓度可低于 2ppm）、高白度等 POP 核心技术，经过多年的迭代积累，已形成众多牌号产品，产能利用率维持满负荷运转。

### 延链拓品，产能扩张打开成长空间

公司新增的 36 万吨产能于 6 月 30 日投产，新项目产品结构以高活性聚醚（高回弹聚醚）及 CASE 用聚醚（弹性体聚醚）为主，主要面向交通、体育运动及建筑防水领域等。丰富了公司现有产品结构，进一步扩大在国内外市场占有率，巩固公司的行业地位。

除主业以外，公司丰富产业链产品结构，拓宽新品，据公司公告，公司将在高青县开展一系列新产品项目：

- 1、2022 年 4 月 12 日，公司发布公告，拟实施年产 20 万吨电子级碳酸乙烯酯项目，分三期建设，一期 2 万吨、二期 8 万吨、三期 10 万吨，总投资 3.2 亿元，计划 2022 年开工，2026 年竣工。项目将促进公司在碳酸乙烯酯及其衍生物（锂离子电池溶剂）领域的发展。
- 2、2022 年 4 月 20 日，公司发布公告，拟投资建设 108 万吨/年 PA66 项目，分三期建设，一期 16 万吨、二期 32 万吨、三期 60 万吨，总投资约 73 亿元，计划 2022 年 6 月开工，建设期 6 年，全部建成后预计可实现营收 248.4 亿元，利润总额 22.51 亿元。
- 3、2022 年 8 月 17 日，公司发布公告，拟投资建设年产 8 万吨端氨基聚醚项目，总投资 6 亿元，计划 2022 年 10 月开工，2023 年 10 月竣工，全部建成后预计可实现收入 22.32 亿元，利润总额 4.12 亿元。产品广泛应用于风电产业、饰品饰材、环氧地坪、铁路运输、汽车、塑胶跑道、弹性体聚氨酯等多个领域。

**盈利预测与估值：**预计公司 2022、2023、2024 年归母净利润分别为 1.91、3.80、6.88 亿元，EPS 分别为 0.44、0.88、1.60 元，对应当前股价 PE 分别为 35.9X、18.1X、10.0X。首次覆盖，给予“买入”评级。

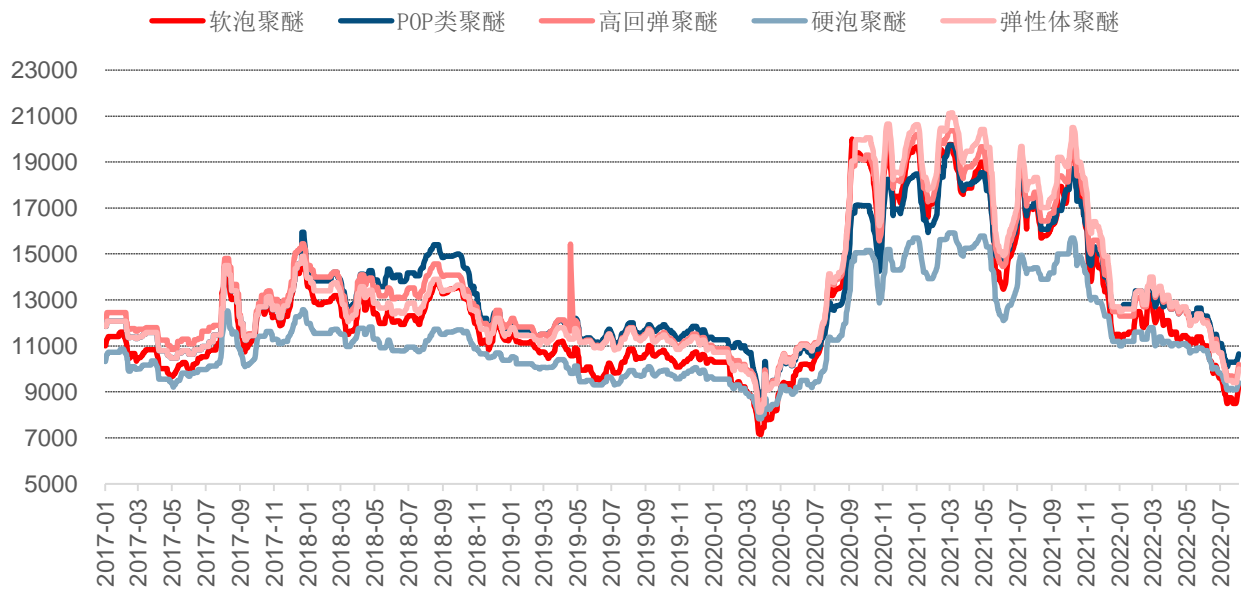
**风险提示：**原材料价格波动；疫情风险；公司产能投放不达预期。

**图表1： 预测和比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,412.62	4,275.24	4,921.56	6,986.22	9,701.68
增长率(%)	19.09	77.20	15.12	41.95	38.87
净利润(百万元)	106.65	194.01	191.01	379.76	687.70
增长率(%)	14.29	81.91	-1.55	98.81	81.09
ROE(%)	15.39	12.61	11.14	18.37	25.43
EPS(摊薄/元)	0.25	0.45	0.44	0.88	1.60
P/E(倍)	64.27	35.33	35.88	18.05	9.97
P/B(倍)	9.89	4.46	4.00	3.32	2.54

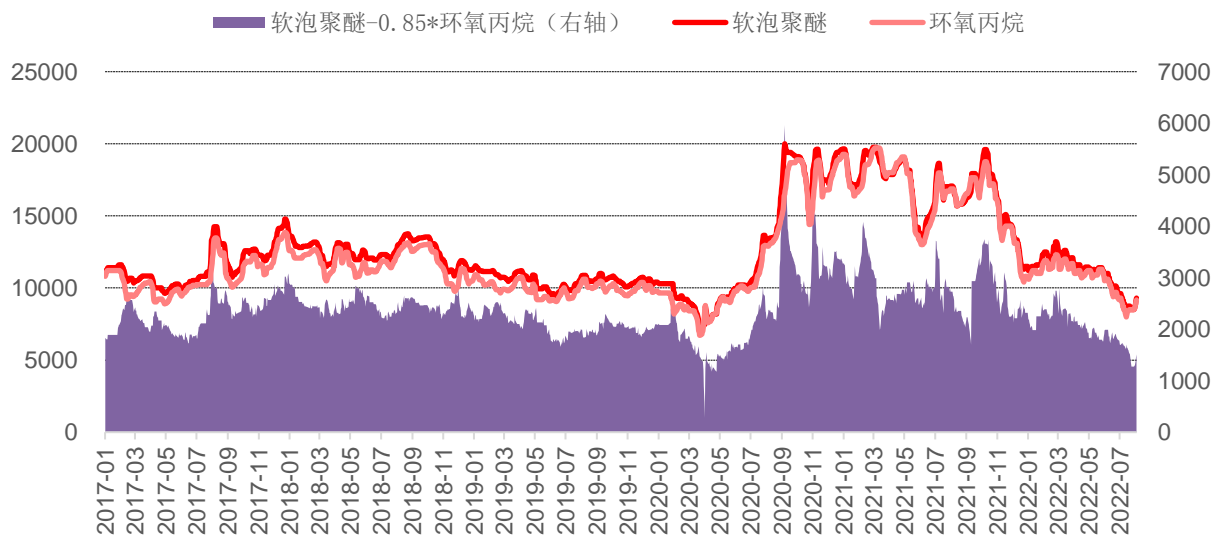
资料来源: Wind, 中信建投

图表2: 聚醚价格 (元/吨)



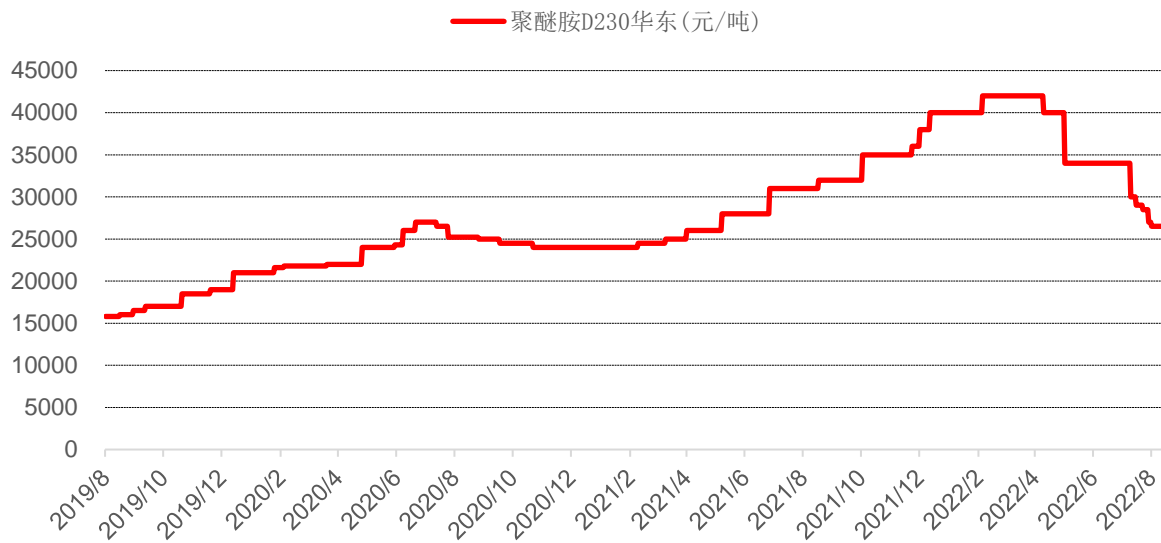
资料来源: Wind, 中信建投

图表3: 聚醚价格价差 (元/吨)



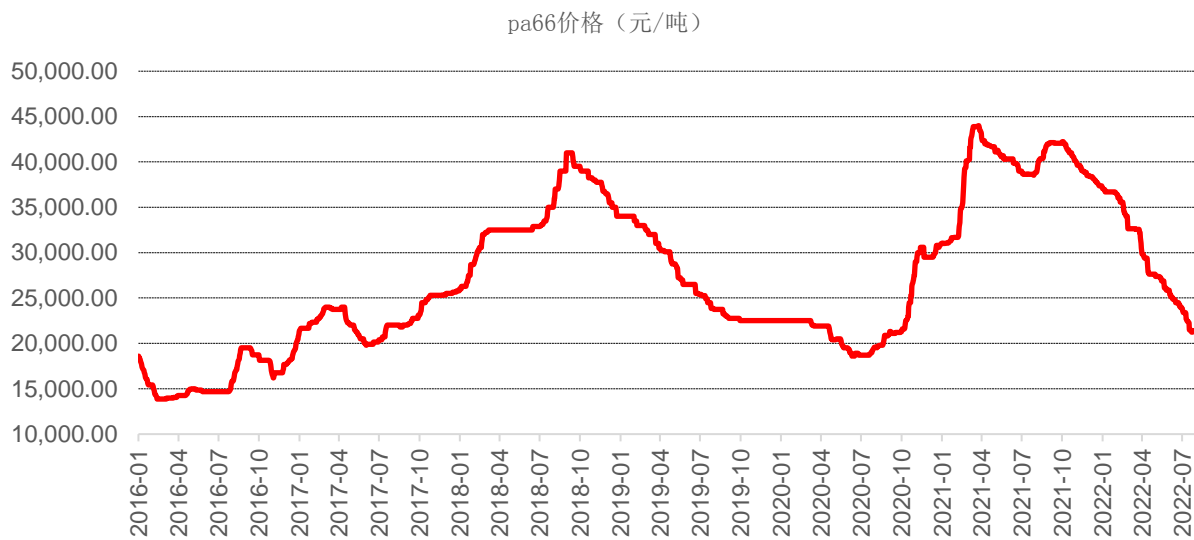
资料来源: Wind, 中信建投

图表4：聚酰胺价格（元/吨）



资料来源：百川资讯，中信建投

图表5：PA66 价格（元/吨）



资料来源：百川资讯，中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk