

鼎际得 (603255.SH)

启动 POE 大项目，一体两翼扶摇直上

事件：公司全资子公司辽宁鼎际得石化科技拟投资建设 POE 项目，总投资约 98.68 亿元，建设 40 万吨/年 POE、30 万吨/年 α 烯烃、25 万吨/年碳酸酯、400Nm³/h 电解水制氢等。项目建设期 5 年，分两期实施。一期：总投资 59.62 亿元，建设 20 万吨/年 POE、30 万吨/年 α 烯烃。一期首次投资 26 亿元，首次投资中建设投资为 23.18 亿元，其中约有 13.56 亿元来自银行贷款。二期：建设 20 万吨/年 POE、25 万吨/年碳酸酯装置。

POE 粒子竞争格局极佳，N 型电池渗透+国产替代空间巨大。 POE 粒子具有优异的水汽阻隔性、抗 PID 性、强耐候性等性能优势。其作为光伏胶膜粒子生产的 POE、EPE 胶膜与 TOPCon、HJT 等 N 型电池适配度佳，预计其需求将随 N 型电池渗透而呈现非线性增长。同时，全球 POE 粒子供给主要被 Dow、ExxonMobil、荷兰 Borealis、日本 Mitsui、韩国 LG 以及 SK/SABIC 合资公司垄断，盈利能力强、竞争格局极佳。未来，TOPCon 电池集中投产、汽车轻量化趋势对 POE 需求的增加，叠加国产替代，具备国产化 POE 粒子能力的厂商有望享受巨大的放量空间。

立足茂金属催化剂研发及 POE 成熟工艺，项目确定性强。 POE 工业化存在多项难点：1) **茂金属催化剂：**公司深耕聚烯烃催化剂领域多年，在聚烯烃催化剂领域具备领跑行业的研发能力。目前，公司正积极推进茂金属催化剂的产业化；2) **α -烯烃：**POE 的生产以 α -烯烃（如 1-丁烯、1-己烯、1-辛烯）为共聚单体， α -烯烃是生产 POE 的必备要素。公司引进成熟工艺包，一期布局 30 万吨/年 α 烯烃产能；3) **聚合工艺：**公司引进成熟工艺包，结合自身茂金属催化剂技术积累，POE 产业化整装待发。

募投项目集中释放，主业进入快速成长期。 聚烯烃行业前几年历经一轮产能扩张，而催化剂国产化需求滞后于下游聚烯烃，当下即将迎来需求高增。公司现有聚烯烃催化剂产能 220 吨、抗氧剂单剂产能约 2.3 万吨。募投项目达产后，公司聚烯烃催化剂产能将增长至 645 吨，抗氧剂单剂产能将增长至 4.45 万吨，复合助剂产能将新增 2 万吨，现有主业产能均将大幅增长。依托优质客户资源，主业驶入成长快车道。

盈利预测与投资建议。 我们看好公司主业在募投项目达产后体量快速增长，并积极推进茂金属催化剂产业化并进军 POE 粒子新材料，中长期空间巨大。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 7.99/9.93/14.45 亿元；归母净利润分别为 1.04/1.75/2.83 亿元，对应 PE 分别为 45.1/26.8/16.6 倍，维持“买入”评级，继续推荐。

风险提示：产能释放不及预期，光伏新增装机不及预期，产品价格波动。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	528	731	799	993	1,445
增长率 yoy (%)	19.6	38.5	9.3	24.4	45.5
归母净利润(百万元)	103	132	104	175	283
增长率 yoy (%)	-1.8	27.6	-20.9	68.5	61.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.77	0.99	0.78	1.31	2.12
净资产收益率(%)	17.3	17.9	12.4	17.3	21.8
P/E(倍)	45.5	35.7	45.1	26.8	16.6
P/B(倍)	7.9	6.4	5.6	4.6	3.6

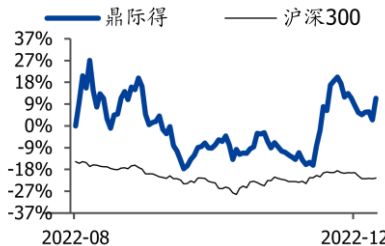
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 12 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
12月26日收盘价(元)	35.16
总市值(百万元)	4,692.69
总股本(百万股)	133.47
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	3.26

股价走势



作者

分析师 杨义韬
执业证书编号：S0680522080002
邮箱：yangyitao@gszq.com

分析师 王席鑫
执业证书编号：S0680518020002
邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥
执业证书编号：S0680518030008
邮箱：sunqixiang@gszq.com

相关研究

1、《鼎际得(603255.SH)：深耕聚烯烃催化剂，进军新材料展翅腾飞》2022-12-05



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	447	549	854	1087	1613
现金	28	51	309	384	559
应收票据及应收账款	273	243	321	380	640
其他应收款	5	30	8	40	30
预付账款	11	17	14	25	32
存货	108	156	149	206	300
其他流动资产	21	52	52	52	52
非流动资产	533	620	587	651	843
长期投资	30	20	11	3	-6
固定资产	247	371	371	428	568
无形资产	42	41	48	56	61
其他非流动资产	214	189	158	165	221
资产总计	980	1169	1441	1738	2457
流动负债	247	338	487	614	1037
短期借款	95	154	311	418	722
应付票据及应付账款	87	116	119	155	235
其他流动负债	65	68	57	41	80
非流动负债	135	97	83	78	90
长期借款	116	68	55	49	62
其他非流动负债	20	28	28	28	28
负债合计	383	435	570	692	1127
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	100	100	133	133	133
资本公积	241	245	245	245	245
留存收益	254	385	489	665	948
归属母公司股东权益	597	734	871	1047	1330
负债和股东权益	980	1169	1441	1738	2457

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	60	106	130	82	107
净利润	103	132	104	175	283
折旧摊销	22	35	37	43	56
财务费用	5	7	11	6	9
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-87	-81	-21	-141	-239
其他经营现金流	18	14	0	0	0
投资活动现金流	-84	-73	-3	-106	-247
资本支出	84	84	-24	72	201
长期投资	0	11	9	8	9
其他投资现金流	0	22	-19	-25	-38
筹资活动现金流	-20	-15	-25	-9	11
短期借款	19	59	0	0	0
长期借款	-29	-47	-14	-5	12
普通股增加	0	0	33	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-31	-45	-4	-1
现金净增加额	-43	18	102	-32	-129

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	528	731	799	993	1445
营业成本	347	509	589	686	977
营业税金及附加	3	3	4	5	7
营业费用	11	14	14	17	23
管理费用	29	40	41	53	66
研发费用	12	18	20	25	35
财务费用	5	7	11	6	9
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	121	153	122	205	329
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	120	153	121	204	328
所得税	17	21	17	28	46
净利润	103	132	104	175	283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	132	104	175	283
EBITDA	154	200	169	261	407
EPS (元)	0.77	0.99	0.78	1.31	2.12

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.6	38.5	9.3	24.4	45.5
营业利润(%)	-1.0	26.4	-20.4	67.7	61.0
归属于母公司净利润(%)	-1.8	27.6	-20.9	68.5	61.3
获利能力					
毛利率(%)	34.2	30.4	26.3	30.9	32.4
净利率(%)	19.5	18.0	13.0	17.7	19.6
ROE(%)	17.3	17.9	12.4	17.3	21.8
ROIC(%)	13.5	14.2	9.3	12.5	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.0	37.2	39.5	39.8	45.9
净负债比率(%)	36.1	29.9	8.4	9.8	19.1
流动比率	1.8	1.6	1.8	1.8	1.6
速动比率	1.2	1.0	1.3	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.99	0.78	1.31	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.79	0.97	0.62	0.80
每股净资产(最新摊薄)	4.48	5.50	6.28	7.59	9.71
估值比率					
P/E	45.5	35.7	45.1	26.8	16.6
P/B	7.9	6.4	5.6	4.6	3.6
EV/EBITDA	31.8	24.6	28.2	18.4	12.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com