

## 成本端压力缓解，新能源业务稳步推进

### 核心观点

- **原料 DMF 价格下降，成本端压力缓解：**2022 年汇得科技业绩承压，主要原因来自于两方面，一来疫情导致传统聚氨酯需求疲软，二来今年大部分时间原材料之一的 DMF 价格仍然处于高位。站在当前时间点来看，随着疫情管控措施的优化，经济有望触底反弹，传统聚氨酯领域的需求也有望改善。再者，进入四季度后，随着库存上涨，DMF 价格大幅下降，从年初的 17000 元/吨左右下跌至当前的 5500 元/吨。2021 年与 2022 年前三季度，汇得的毛利率受 DMF 价格处于高位的影响而大幅下滑，从 2020 年的 20% 以上下滑至今年的 9% 左右。DMF 价格的下跌将缓解公司成本端的压力，毛利率有望回升。
- **新能源业务稳步推进：**公司研制出的动力电池包水冷板缓冲垫、软质保温贴片、快速更换动力电池包用支撑缓冲块等制件产品用于新能源汽车。根据客户的需求，公司拓展了聚氨酯材料在新能源领域的研究及应用开发，截至 2022H1，公司引进 5 名博士加入研发团队，申请了 3 项发明专利，取得发明专利授权 4 项、取得实用新型专利授权 16 项。此外，公司积极推进“新能源电池制件项目”落地。
- **新产能陆续释放：**公司主要的在建项目有三个，分别是“年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目（二期）”、“年产 5 万吨环保型聚氨酯系列产品扩建项目”和“新能源电池制件项目”。因“年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目（二期）”技术路线、工艺及安全设施等优化需求，安全标准提高，调整项目建设规划，剩余 TPU 装置产能决定延期择机建设，其他建设内容继续推进。“年产 5 万吨环保型聚氨酯系列产品扩建项目”已进入建设期。“新能源电池制件项目”已取得金山区生态环保局项目建设批复。

### 盈利预测与投资建议

- 基于对 2023 年公司产品需求和毛利率好转的预期，我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.62/1.30/2.17 元（原预测 1.81/2.65/-元，根据新的总股本调整后的结果），按照可比公司 2023 年平均 PE 为 22 倍测算，给予公司目标价 28.60 元，维持买入评级。

### 风险提示

需求不及预期，原材料价格波动风险，新项目进度不及预期，新能源业务拓展不及预期。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,498	3,191	3,240	3,175	3,591
同比增长(%)	4.0%	113.1%	1.5%	-2.0%	13.1%
营业利润(百万元)	141	123	90	188	313
同比增长(%)	-7.6%	-12.5%	-27.2%	109.6%	67.0%
归属母公司净利润(百万元)	124	118	86	180	300
同比增长(%)	-6.0%	-5.2%	-27.3%	110.0%	67.1%
每股收益(元)	0.90	0.85	0.62	1.30	2.17
毛利率(%)	18.9%	10.7%	9.7%	12.8%	15.5%
净利率(%)	8.3%	3.7%	2.6%	5.7%	8.4%
净资产收益率(%)	9.9%	8.9%	6.1%	12.0%	17.7%
市盈率	23.9	25.2	34.7	16.5	9.9
市净率	2.3	2.2	2.1	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年12月13日）	20.94 元
目标价格	28.60 元
52 周最高价/最低价	46.17/16.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	13,867/13,867
A 股市值（百万元）	2,904
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022 年 12 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.21	4.25	-1.84	-43.91
相对表现	2.78	0.1	2.18	-21.52
沪深 300	-0.57	4.15	-4.02	-22.39



### 证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

### 相关报告

聚氨酯材料细分龙头成长可期	2021-12-23
---------------	------------

由于革用聚氨酯、聚氨酯弹性体及原液、聚酯多元醇价格仍处于高位，故上调价格假设。今年需求不及预期，故下调销量预测。

表 1：核心假设调整

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>核心假设</b>						
革用聚氨酯价格（元/吨）	10700	11000		14008	11500	12000
变动幅度				30.92%	4.55%	
革用聚氨酯销量（吨）	239569	245569		171939	184177	196455
变动幅度				-28.23%	-25.00%	
聚氨酯弹性体及原液价格（元/吨）	16700	17000		18036	18500	19000
变动幅度				8.00%	8.82%	
聚氨酯弹性体及原液销量（吨）	41796	53796		10598	16139	21519
变动幅度				-74.64%	-70.00%	
聚酯多元醇价格（元/吨）	10300	10500		14548	14548	14548
变动幅度				41.24%	38.55%	
聚酯多元醇销量（吨）	76769	91019		32828	40959	45510
变动幅度				-57.24%	-55.00%	
<b>分项目盈利预测</b>						
<b>革用聚氨酯</b>						
销售收入	2,563	2,701		2,408	2,118	2,358
变动幅度				-6.05%	-21.59%	
毛利率	15.49%	17.79%		7.20%	10.50%	14.20%
变动幅度				-8.29%	-7.29%	
<b>聚氨酯原液及弹性体</b>						
销售收入	698	915		191.1	298.6	408.9
变动幅度				-72.62%	-67.35%	
毛利率	11.62%	13.18%		4.70%	7.10%	9.50%
变动幅度				-6.92%	-6.08%	
<b>聚酯多元醇</b>						
销售收入	791	956		477.6	595.9	662.1
变动幅度				-39.60%	-37.65%	
毛利率	12.62%	14.28%		26.60%	26.60%	26.60%
变动幅度				13.98%	12.32%	
<b>其他业务</b>						
销售收入	73	73		163	163	163
变动幅度				124.37%	124.37%	
毛利率	1.94%	1.94%		3.60%	3.60%	3.60%
变动幅度				1.66%	1.66%	
销售收入合计	4,125	4,644		3,240	3,175	3,591
变动幅度				-21.45%	-31.63%	
综合毛利率	14.04%	15.91%		9.70%	12.80%	15.50%
变动幅度				-4.34%	-3.11%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：盈利预测调整**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,125	4,644		3,240	3,175	3,591
变动幅度				-21.45%	-31.63%	
营业利润	283	414		90	188	313
变动幅度				-68.20%	-54.59%	
归属母公司净利润	251	368		86	180	300
变动幅度				-65.74%	-51.09%	
毛利率(%)	14.00%	15.90%		9.70%	12.80%	15.50%
变动幅度				-4.30%	-3.10%	
净利率(%)	6.10%	7.90%		2.60%	5.70%	8.40%
变动幅度				-3.50%	-2.20%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 3：可比公司估值（2022/12/13）**

公司	每股收益（元）			市盈率		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
安利股份	1.0	1.1	1.3	10.7	10.2	8.6
新泉股份	1.0	1.5	2.1	39.5	25.1	18.0
浙江自然	2.5	3.1	3.8	18.6	15.0	12.5
继峰股份	0.1	0.5	0.8	171.4	29.7	18.0
美瑞新材	0.6	1.1	2.5	48.3	26.9	12.4
调整后平均				35	22	14

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	682	808	1,134	1,111	1,257	营业收入	1,498	3,191	3,240	3,175	3,591
应收票据、账款及款项融资	572	814	826	810	916	营业成本	1,215	2,849	2,925	2,768	3,035
预付账款	62	92	93	91	103	营业税金及附加	3	7	7	7	8
存货	177	306	315	298	326	销售费用	13	15	16	15	17
其他	39	11	11	11	12	管理费用及研发费用	135	193	196	192	217
<b>流动资产合计</b>	<b>1,532</b>	<b>2,031</b>	<b>2,379</b>	<b>2,321</b>	<b>2,614</b>	财务费用	(5)	(2)	(1)	(0)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	12	14	12	12
固定资产	426	414	472	509	465	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
在建工程	4	57	47	0	18	投资净收益	2	0	0	0	0
无形资产	40	38	36	34	33	其他	4	6	6	6	6
其他	11	25	10	10	10	<b>营业利润</b>	<b>141</b>	<b>123</b>	<b>90</b>	<b>188</b>	<b>313</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>482</b>	<b>533</b>	<b>566</b>	<b>553</b>	<b>526</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,014</b>	<b>2,565</b>	<b>2,945</b>	<b>2,875</b>	<b>3,140</b>	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	45	64	368	202	121	<b>利润总额</b>	<b>139</b>	<b>123</b>	<b>89</b>	<b>187</b>	<b>313</b>
应付票据及应付账款	618	1,053	1,081	1,022	1,121	所得税	15	5	4	8	13
其他	57	75	75	75	77	<b>净利润</b>	<b>124</b>	<b>118</b>	<b>86</b>	<b>180</b>	<b>300</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>720</b>	<b>1,191</b>	<b>1,524</b>	<b>1,299</b>	<b>1,320</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>124</b>	<b>118</b>	<b>86</b>	<b>180</b>	<b>300</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	0.85	0.62	1.30	2.17
其他	2	6	5	5	5						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>722</b>	<b>1,198</b>	<b>1,529</b>	<b>1,305</b>	<b>1,325</b>		<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	107	107	139	139	139	营业收入	4.0%	113.1%	1.5%	-2.0%	13.1%
资本公积	716	716	684	684	684	营业利润	-7.6%	-12.5%	-27.2%	109.6%	67.0%
留存收益	465	544	594	748	993	归属于母公司净利润	-6.0%	-5.2%	-27.3%	110.0%	67.1%
其他	4	1	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,291</b>	<b>1,367</b>	<b>1,416</b>	<b>1,570</b>	<b>1,816</b>	毛利率	18.9%	10.7%	9.7%	12.8%	15.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,014</b>	<b>2,565</b>	<b>2,945</b>	<b>2,875</b>	<b>3,140</b>	净利率	8.3%	3.7%	2.6%	5.7%	8.4%
						ROE	9.9%	8.9%	6.1%	12.0%	17.7%
						ROIC	9.3%	8.4%	5.3%	10.1%	15.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	35.9%	46.7%	51.9%	45.4%	42.2%
净利润	124	118	86	180	300	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	29	63	44	52	57	流动比率	2.13	1.71	1.56	1.79	1.98
财务费用	(5)	(2)	(1)	(0)	(5)	速动比率	1.88	1.44	1.35	1.55	1.73
投资损失	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	35	54	6	(23)	(46)	应收账款周转率	6.4	9.3	7.4	7.3	7.8
其它	(19)	24	13	(0)	0	存货周转率	8.9	11.6	9.3	8.9	9.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>162</b>	<b>257</b>	<b>147</b>	<b>209</b>	<b>306</b>	总资产周转率	0.8	1.4	1.2	1.1	1.2
资本支出	(181)	(97)	(91)	(40)	(30)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.90	0.85	0.62	1.30	2.17
其他	150	(9)	0	0	0	每股经营现金流	1.52	2.41	1.06	1.50	2.21
<b>投资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(107)</b>	<b>(91)</b>	<b>(40)</b>	<b>(30)</b>	每股净资产	9.31	9.86	10.21	11.32	13.09
债权融资	0	3	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	23.9	25.2	34.7	16.5	9.9
其他	(132)	(211)	269	(191)	(131)	市净率	2.3	2.2	2.1	1.9	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(132)</b>	<b>(207)</b>	<b>269</b>	<b>(191)</b>	<b>(131)</b>	EV/EBITDA	15.0	13.4	18.7	10.3	6.8
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.2	20.5	28.0	13.2	8.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(0)</b>	<b>(57)</b>	<b>326</b>	<b>(23)</b>	<b>146</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。