

聚氨酯材料细分龙头成长可期

汇得科技是聚氨酯材料细分龙头，主要产品为合成革用聚氨酯（PU 合成革）、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。我们当下看好公司的具体原因如下：

核心观点

- **公司竞争力强：**公司所在的聚氨酯行业是充分竞争行业，TPU 平均开工 6 成，鞋底原液及浆料平均开工 4-5 成，而公司每年几乎都是满产满销，主要客户包括亨斯迈和日本世联集团等国际大企业，可见客户对公司的认可。客户对公司的认可主要来自公司对产品品质的追求以及日积月累下的 know-how，能够快速响应客户需求。
- **行业需求发生改变：**我们观察到聚氨酯材料行业发生两个重要变化：首先，以特斯拉和蔚来为代表的新能源车企选用 PU 合成革替代真皮和 PVC 人造革，且选取的均是低 VOC 型环保 PU 革，无溶剂型高端革用聚氨酯需求有望增长。其次，聚氨酯材料被制成动力电池缓冲垫和保温贴片，为锂离子电池提供可靠的缓冲、密封、保温和隔振作用，是未来重要的增量需求。到 2025 年，全球新能源车需求达到 2200 万辆，按照单车锂电池缓冲垫价值量 500 元测算，假设渗透率达到 100%，全球市场规模达 110 亿元。
- **公司迎来经营改善：**随着福建汇得的产能爬坡，公司将打破产能瓶颈，且随着高端需求的增长，未来公司销售的产品结构将会优化，单吨净利润有望提升。此外，21 年原材料成本大幅上涨侵蚀公司利润，公司毛利率由之前的 20% 左右下降至 2021Q3 的 12% 左右。22 年随着原材料成本的逐步回落，产品结构的升级，预计毛利率将逐步恢复到正常水平。

财务预测与投资建议

- 基于对需求增长和公司产能投放进度的判断，我们预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.25、2.35、3.45 元。按可比公司 2022 年 27 倍 PE，首次覆盖给予目标价 63.57 元和买入评级。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨；需求不及预期；价格传导不及时；达产进度不及预期；产能消化不达预期；新应用市场容量不及预期；估值下滑风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,440	1,498	3,329	4,125	4,644
同比增长(%)	-9.6%	4.0%	122.3%	23.9%	12.6%
营业利润(百万元)	152	141	150	283	414
同比增长(%)	15.5%	-7.6%	6.9%	88.2%	46.4%
归属母公司净利润(百万元)	132	124	133	251	368
同比增长(%)	14.5%	-6.0%	6.9%	89.1%	46.6%
每股收益(元)	1.24	1.16	1.25	2.35	3.45
毛利率(%)	22.0%	18.9%	11.8%	14.0%	15.9%
净利率(%)	9.2%	8.3%	4.0%	6.1%	7.9%
净资产收益率(%)	11.4%	9.9%	9.9%	16.8%	20.7%
市盈率	41.2	43.8	41.0	21.7	14.8
市净率	4.5	4.2	3.9	3.4	2.8

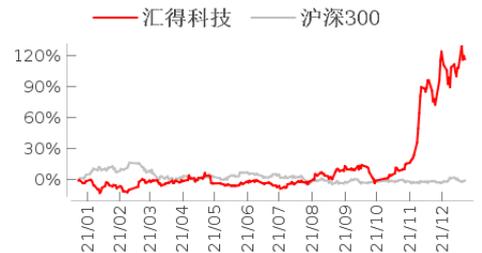
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年12月23日)	50.33 元
目标价格	63.57 元
52周最高价/最低价	55.58/19.88 元
总股本/流通A股(万股)	10,667/10,667
A股市值(百万元)	5,369
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年12月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.19	23.36	95.68	116.41
相对表现	5.39	29.27	101.05	128.37
沪深300	-1.2	-5.91	-5.37	-11.96



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 袁帅
yuanshuai@orientsec.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。

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声明。

目 录

1. 聚氨酯材料细分龙头	4
2. 公司优势分析	5
2.1 客户认可度高	6
2.2 产品结构高端	7
3. 行业需求发生变化	9
3.1 聚氨酯材料越发环保	9
3.2 新应用的出现	11
4. 公司迎来经营改善	12
4.1 高端需求放量助力公司产品结构升级	12
4.2 原材料价格有望回落	13
5. 盈利预测与投资建议	13
5.1 盈利预测	13
5.2 投资建议	14
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司所处产业链	5
图 2: 人造革合成革历年产量 (万吨)	5
图 3: 公司历年开工率和产销率	5
图 4: 安利股份历年营收 (亿元) 和增速 (右轴)	6
图 5: 双象股份历年营收 (亿元) 和增速 (右轴)	6
图 6: 公司对亨斯迈及其关联公司历年销售金额及占比	6
图 7: 公司对世联及其关联公司历年销售金额及占比	6
图 8: 汇得科技产品的应用领域	7
图 9: 汇得科技单位毛利 (元/吨)	7
图 10: 安利股份单位毛利 (元/米)	7
图 11: 溶剂型革用聚氨酯和无溶剂革用聚氨酯毛利率对比	8
图 12: 各公司毛利率对比	8
图 13: 特斯拉不再提供真皮座椅选项	9
图 14: BASF 的 Haptex 创新聚氨酯	9
图 15: 动力电池缓冲垫示意图	11
图 16: 聚氨酯缓冲垫在动力电池 PACK 中的应用	11
图 17: 公司历年营收及增速	12
图 18: 公司历年归母净利润及增速	12
图 19: 公司历年销售毛利率	13
图 20: DMF 价格 (元/吨)	13
图 21: AA 价格 (元/吨)	13
图 22: 纯 MDI 价格 (元/吨)	13
图 23: 公司历史 PE-band	15
表 1: 公司产能情况	4
表 2: 特斯拉产能情况	10
表 3: 新旧标准对比	10
表 4: 福建汇得产能规划	12
表 5: 可比公司估值 (截至 2021/12/22)	15
表 6: 公司和可比公司 2023 年归母净利润增速对比	15

1. 聚氨酯材料细分龙头

汇得科技是聚氨酯材料细分龙头，公司成立于 2007 年，2018 年成功登陆 A 股市场。主要产品为合成革用聚氨酯（PU 合成革）、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。我们当下看好公司的具体原因如下：

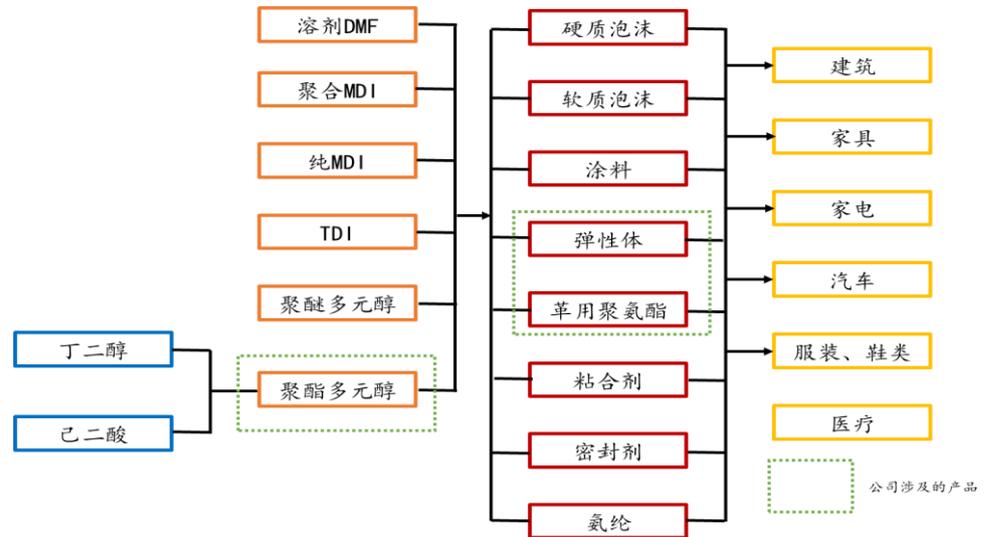
- (1) **公司竞争力强：**公司所在的聚氨酯行业是充分竞争行业，TPU 行业平均开工 6 成，鞋底原液及浆料平均开工 4-5 成，而公司每年几乎都是满产满销，主要客户包括亨斯迈和日本世联集团等国际大企业，可见客户对公司的认可。客户对公司的认可主要来自公司对高端产品的坚持，在行业内大多数企业内卷的情况下，公司不放弃对品质的追求，为世联等企业生产高端聚氨酯原液。在生产过程中公司需要添加不同类型的助剂去满足客户对合成革产品关于性能、规格、工艺等参数的不同要求，这依赖于日积月累的 know-how。
- (2) **行业需求发生变化：**自 2012 年后，下游的人造革合成革行业增长乏力，导致革用聚氨酯行业整体开工率很低。但我们观察到今年聚氨酯材料行业发生两个重要变化：首先，以特斯拉和蔚来为代表的新能源车企业选用 PU 合成革替代真皮和 PVC 人造革，且选取的均是低 VOC 的环保 PU 革，这代表了环保 PU 革是未来的趋势，有望带动无溶剂型产品的需求。其次，聚氨酯材料被制成动力电池缓冲垫和保温贴片，为锂离子电池提供可靠的缓冲、密封、保温和隔振作用，是未来重要的增量需求。到 2025 年，全球新能源车需求达到 2200 万辆，中国市场需求 945 万辆，按照锂电池缓冲垫和保温贴片单车价值量 500 元测算，假设渗透率达到 100%，全球市场规模达 110 亿元，中国市场规模 47 亿元。
- (3) **公司迎来经营改善：**2018 年公司上市时聚氨酯树脂、聚酯多元醇等产品的产能合计为 12.6 万吨，产能利用率达 99.8%，公司发展遇到产能瓶颈。上市募投的福建汇得 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目一期于 2020 年 6 月投产，二期预计将于 2021 年 12 月投产，达产后公司产能将较上市时翻倍。且随着高端需求的增长，未来公司销售的产品结构将会优化，单吨净利润有望提升。此外，21 年原材料成本大幅上涨侵蚀公司利润，公司毛利率从过去的 20% 左右下降至 2021Q3 的 12% 左右。预计 22 年随着原材料成本的逐步回落，以及产品结构的升级，毛利率将恢复到正常水平。

表 1：公司产能情况

项目	设计产能（万吨）	在建产能	预计投产时间
汇得科技-年产 12.6 万吨聚氨酯树脂、聚酯多元醇系列产品生产、研发基地建设项目	12.6	-	-
鸿得聚氨酯-年产 1200 吨组合聚醚项目	0.12	-	-
福建汇得-年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目	18	二期 5.5 万吨建设中	2021 年 12 月

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：公司所处产业链

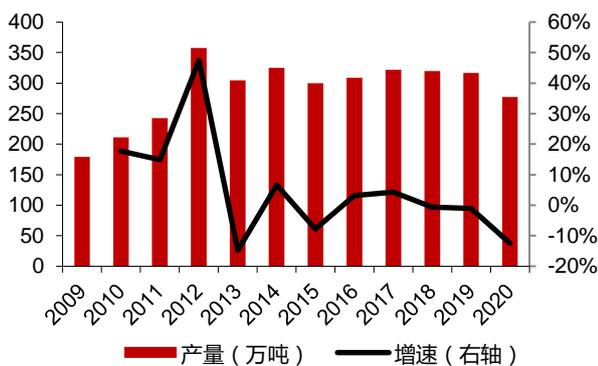


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

2. 公司优势分析

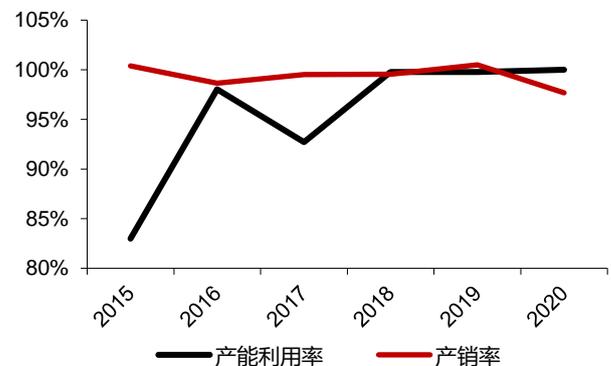
公司主要生产革用聚氨酯、聚氨酯原液、弹性体和聚酯多元醇，其中聚酯多元醇为革用聚氨酯、聚氨酯原液和弹性体的原材料，革用聚氨酯业务占公司总营收的 75%。而革用聚氨酯下游为 PU 合成革，自 2012 年起，人造革合成革产量增长乏力，从公司下游企业安利股份和双象股份近年的营收增长缓慢可见一般。因而导致革用聚氨酯行业发展成一个充分竞争的行业，行业整体开工率较低。根据百川资讯的统计，TPU 行业平均开工 6 成，鞋底原液及浆料行业平均开工 4-5 成。与之形成对比的是，公司自 2018 年起，每年产能利用率在 99.8% 以上，且产销率长期高于 97%，足见客户对公司产品的认可。

图 2：人造革合成革历年产量（万吨）

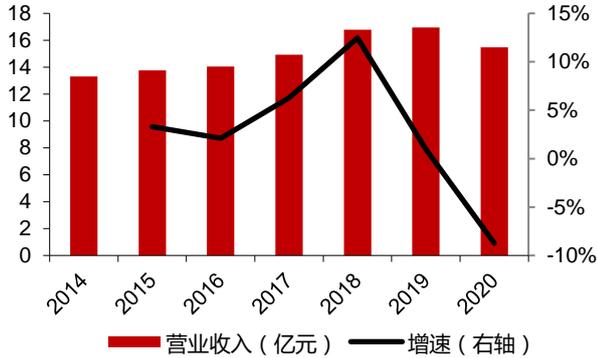


资料来源：Wind，东方证券研究所

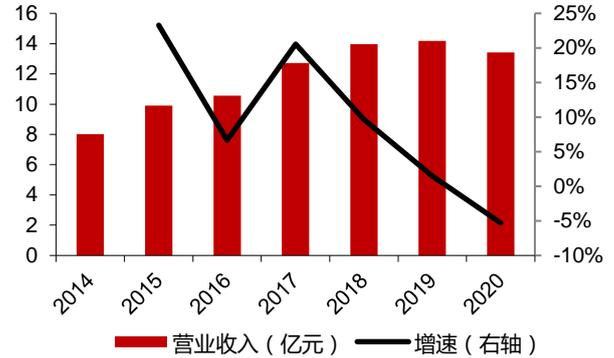
图 3：公司历年开工率和产销率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：安利股份历年营收（亿元）和增速（右轴）


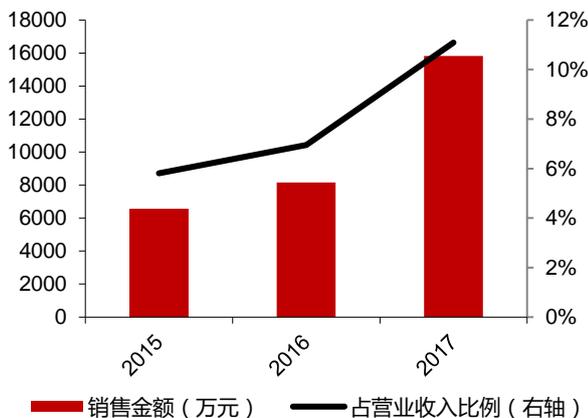
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：双象股份历年营收（亿元）和增速（右轴）


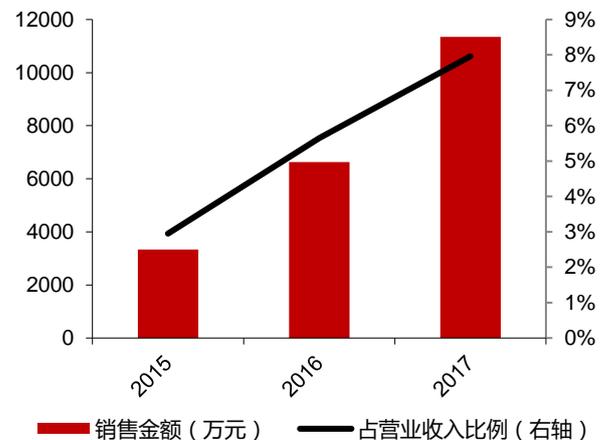
资料来源：Wind，东方证券研究所

2.1 客户认可度高

从公司的具体客户来看，根据招股说明书披露，公司 2017 年时前两名客户分别是上海亨斯迈聚氨酯有限公司及其关联公司以及世联美仕生活用品（上海）有限公司及其关联公司，且两家企业在营业额中的占比逐年提升。众所周知，国际大企业对供应商的认证一般比较苛刻，汇得之所以能够进入国际大企业的供应链体系，离不开公司在行业内大多数企业内卷的时候，仍然坚持开发无溶剂、水性等高端聚氨酯原液产品，且研发响应速度快，因此才获得了进入国际巨头供应链的机会。客户中的世联美仕专门有一个车辆资材事业部，从事汽车内饰 PU 合成革的生产和研发工作。也使得公司拓展了传统沙发革以外的客户，产品应用到汽车内饰等领域。

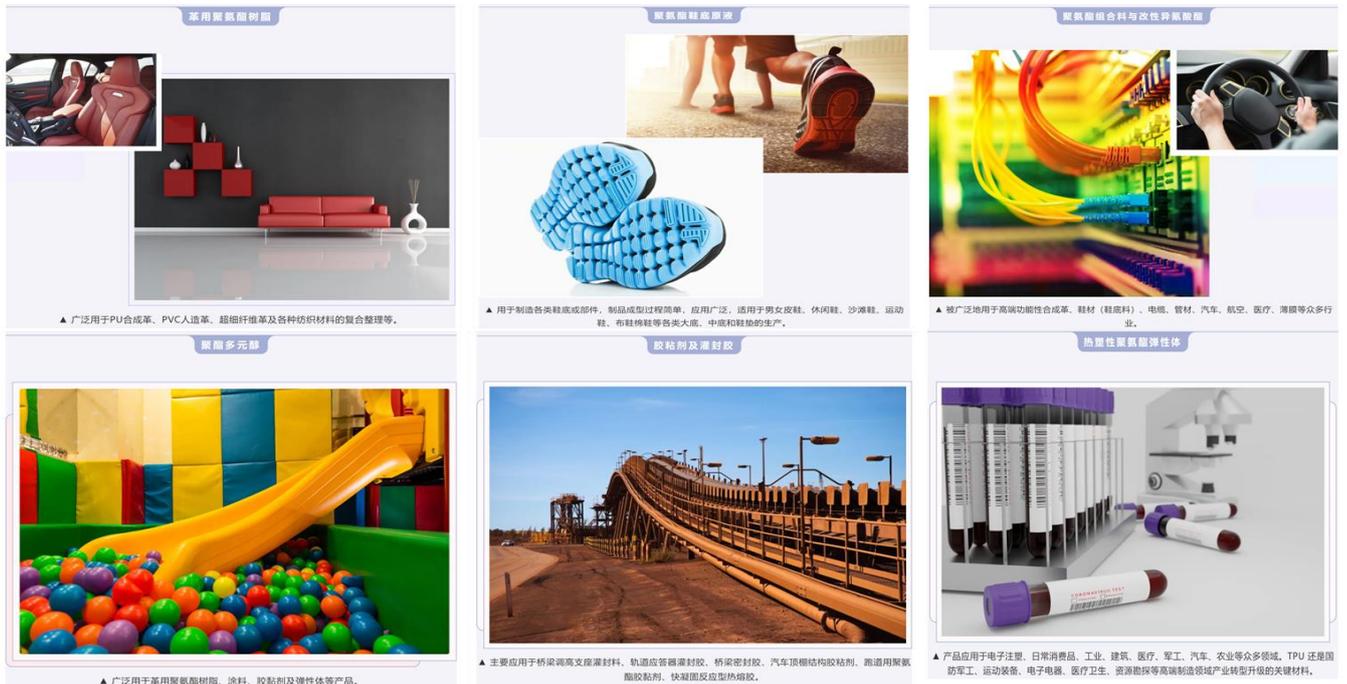
图 6：公司对亨斯迈及其关联公司历年销售金额及占比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司对世联及其关联公司历年销售金额及占比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

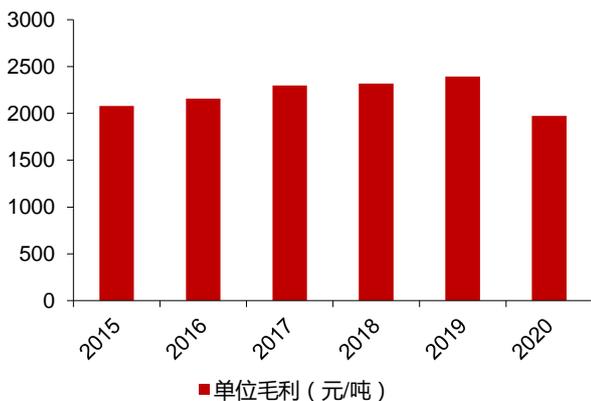
图 8：汇得科技产品的应用领域



数据来源：公司官方微信公众号，东方证券研究所

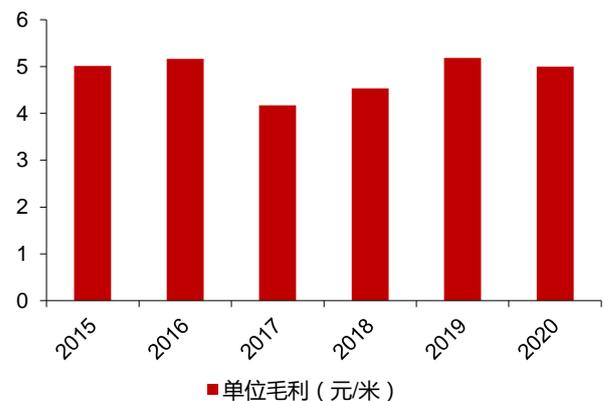
从单位毛利来看，除 2020 年疫情影响外，公司单吨毛利持续增长，我们认为原因在于当产能没有扩张的情况下，公司向内部挖掘利润，对产品结构进行优化，使得高端产品的量逐步提升，进而推升了单位毛利。和下游的安利股份相比，公司历年的单位毛利波动较小，我们认为背后的原因是下游的安利股份需要逐个对接客户，开发客户的难度要比汇得大。汇得的产品放量更加容易，一旦如亨斯迈、世联这样的大客户认可后，将会迅速放量。

图 9：汇得科技单位毛利（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：安利股份单位毛利（元/米）

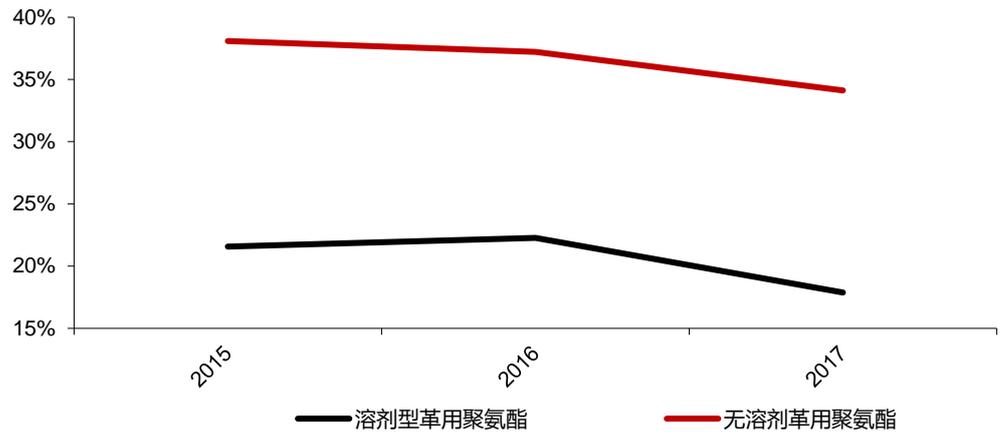


资料来源：Wind，东方证券研究所

2.2 产品结构高端

公司产品结构的高端体现在开发了无溶剂型和水性聚氨酯树脂产品。其中无溶剂型聚氨酯树脂解决了传统制革过程中溶剂的污染问题，具有低 VOC 的特点，主要用于制作汽车方向盘包覆革、汽车座椅革、门板包覆革、靠枕包覆革等；水性产品主要用于服装革、耳机革、电子包装革、沙发、汽车内饰革、汽车内饰胶和水性鞋胶等。相比于传统的溶剂型革用聚氨酯，无溶剂革用聚氨酯的毛利率能高出 15 个 pct。根据招股说明书，2017 年时无溶剂型革用聚氨酯的单位毛利为 9244 元，远高于溶剂型革用聚氨酯的 1683 元，可见高端产品的盈利能力相当可观。

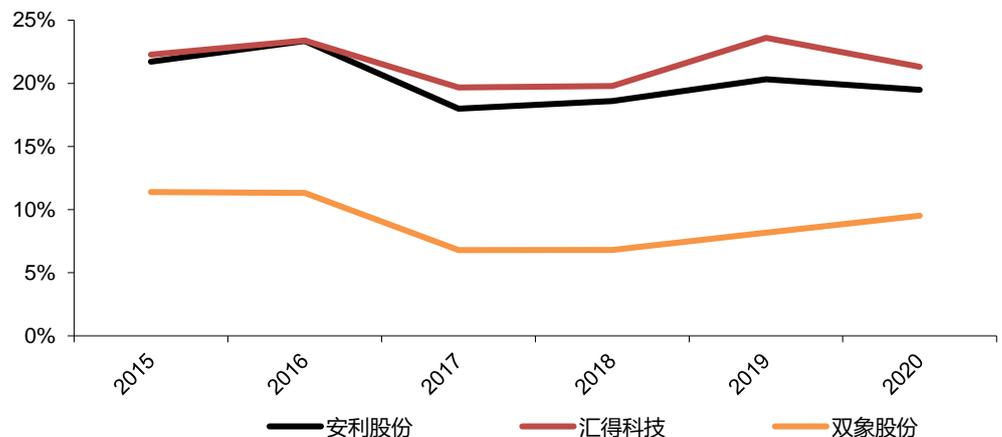
图 11：溶剂型革用聚氨酯和无溶剂革用聚氨酯毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

我们认为，公司产品结构高端得益于其长期重视新产品和新技术的开发和研发，公司建有省级技术研发中心，截至 2021H1，公司拥有 32 项有效授权发明专利、1 项实用新型专利、28 项实审/受理发明专利。公司拥有较强的技术研发团队，长期研发费用率在 4% 以上。和可比公司比较，公司的毛利率常年处于领先地位。

图 12：各公司毛利率对比



资料来源：Wind，东方证券研究所 *安利股份选取人造合成革项目，汇得科技选取革用聚氨酯项目，双象股份选取人造革合成革项目

3. 行业需求发生变化

过去，聚氨酯原液行业缺乏市场关注还是因为下游的鞋、沙发家具等需求增速不高，导致行业常年开工率偏低。但我们观察到行业内出现两个重要变化：首先，以特斯拉和蔚来为代表的新能源车企业选用 PU 合成革替代真皮和 PVC 人造革，且选取的均是低 VOC 的环保 PU 革，这代表了环保型 PU 革是未来的趋势，有望带动无溶剂型高端革用聚氨酯的需求。其次，聚氨酯材料被制成动力电池缓冲垫和保温贴片，为锂离子电池提供可靠的缓冲、密封、保温和隔振作用，是未来重要的增量需求。

我们认为，行业出现了上述两点变化的根本原因是全球主要经济体转向可持续发展，企业越发强调 ESG 治理。新能源车企在环保内饰方面走在最前列，未来有望带动其它车企转向环保内饰。动力电池用聚氨酯材料也是因为全社会从燃油车向新能源车转型，才创造出了聚氨酯材料的这项新应用。我们看好可持续发展给聚氨酯原液行业带来的机会。

3.1 聚氨酯材料越发环保

以特斯拉为代表的新能源车企在汽车内饰中更加注重环保，推动了一系列的“去真皮化”进程。特斯拉早在 2017 年开始就将真皮座椅选项移除，选用环保型 PU 合成革取代真皮和 PVC 人造革。蔚来则是选择和 BASF 合作，由 BASF 开发的 Haptex 创新聚氨酯解决方案帮助其降低车内的 VOC。BASF 的 Haptex 创新聚氨酯解决方案首次未使用有机溶剂，干燥生产流程大大减少了 VOC，有助于改善车内气味的感知质量。我们认为，新能源车企的示范效应可能引起传统车企的效仿，且随着车内 VOC 排放标准的日益严格，预计环保型聚氨酯树脂的需求有望高速增长。

需求规模上看，以特斯拉上海工厂 50 万辆的产能计算，假设单车 PU 合成革用量 8 千克，单价 30 元/千克，仅特斯拉上海工厂一年将有 1.2 亿元的环保型 PU 合成革需求。而特斯拉超级工厂（一期）第二阶段的产线优化预计今年 12 月动工，明年 4 月完工，届时对环保 PU 合成革的需求将进一步提升。

图 13：特斯拉不再提供真皮座椅选项



内饰环保材质

包裹座椅的面料采用特殊定制的环保材质，比皮革更柔软，且更为耐用、耐脏，使用寿命也远超传统座椅。在满足 Tesla 严格的耐用性和耐脏性标准的同时，也保证了舒适性和美观性。

资料来源：特斯拉官网，东方证券研究所

图 14：BASF 的 Haptex 创新聚氨酯



资料来源：BASF 官网，东方证券研究所

表 2：特斯拉产能情况

工厂	型号	年产能（万辆）	备注
加州	Model S、X	10	
	Model 3、Y	50	
上海	国产 Model 3	25	
	国产 Model Y	25	
柏林	Model Y、3、动力总成	规划 50 万辆	预计 2021 年底投产
得克萨斯	Model Y、3、Cybertruck		

资料来源：特斯拉官网，搜狐汽车，东方证券研究所

我国在 2012 年就出台了《乘用车内空气质量评价指南》，12 年的标准中确定了苯、甲苯、二甲苯、乙苯、苯乙烯、甲醛、乙醛、丙烯醛 8 种主要控制物质，规定了这些物质的浓度要求，但这个只是推荐性标准而非强制性标准。2017 年，国家环保部《乘用车内空气质量评价指南》将标准变更为强制标准，对车内空气中的苯、甲苯、二甲苯和乙苯等有害物质都有了更为严苛的限量值。随着消费者对车内空气质量的越发重视，以及汽车企业 ESG 理念的深入，我们认为环保型 PU 合成革有望成为未来的主流。假设国内每年汽车销量为 2500 万辆，按单车价值量 240 元测算，若 PU 合成革渗透率达 100%，则市场空间为 60 亿元。

表 3：新旧标准对比

控制物质	2012 标准 (mg/m ³)	2017 标准 (mg/m ³)
苯	0.11	0.06
甲醛	0.10	0.10
甲苯	1.10	1.00
二甲苯	1.50	1.00
乙苯	1.50	1.00
苯乙烯	0.26	0.26
乙醛	0.05	0.20
丙烯醛	0.05	0.05

资料来源：搜狐，东方证券研究所

欧洲对聚氨酯树脂的绿色环保要求则更为严格。2021 年 11 月 22 日，欧盟委员会颁布了一项新的条例（EU）2021/2030，对欧洲 REACH 法规附件 XVII（限制清单）进行了修改，新增了第 76 条目，对 DMF 的使用进行了限制。规定：

- 2023 年 12 月 12 日起，禁止将 DMF 以物质、其他物质或配置品组分的形式投放市场，除非：
 - DMF 含量小于 0.3%；
 - 生产商、进口商或下游用户将规定的工人暴露 DNEL 值标注于化学品安全报告（CSR）和安全数据表（SDS）中。
- 2023 年 12 月 12 日起，禁止生产、使用 DMF、含 DMF 的其他物质或配置品，除非：
 - DMF 含量小于 0.3%；

- 生产商或下游用户采取合适的风险管控措施，提供合适的操作条件确保工人暴露 DNEL 值不高于规定阈值。

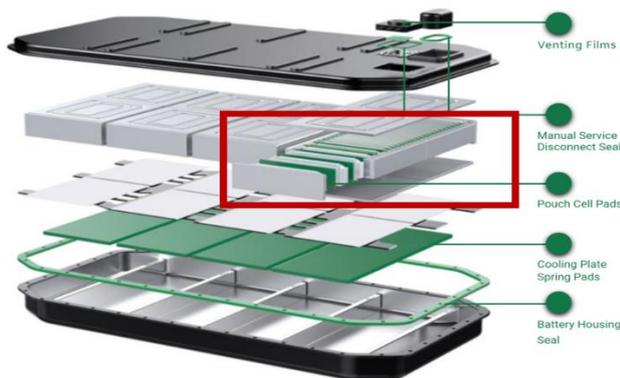
上述规定在使用 DMF 作为溶剂的纺织品和纸张材料的直接或转移聚氨酯涂布过程中和生产聚氨酯膜时，限制起始日期延后至 2024 年 12 月 12 日；上述规定在适用 DMF 作为溶剂在合成纤维的干法和湿法纺丝时，限制起始日期延长至 2025 年 12 月 12 日。由此可见，无溶剂型聚氨酯树脂和水性聚氨酯树脂等环保型产品是未来发展的大趋势。假设全球每年汽车销量为 9000 万辆，按单车价值量 240 元测算，若 PU 合成革渗透率达 100%，则市场空间为 216 亿元。

3.2 新应用的出现

聚氨酯材料在新能源车上的应用不仅仅体现在内饰方面，在动力电池 Pack 上也有新应用的出现。锂离子电池需要使用在恶劣条件下也可提供可靠性能的缓冲、密封、和隔振的材料。聚氨酯材料能够可靠地提供持续的反弹力，让单体电池成组，同时起到防尘防水密封作用，避免因振动造成损坏。动力电池 Pack 内使用的电池衬垫或压缩垫必须要有足够的硬度，才能将部件固定到位，必须有足够的可压缩性来承受电池使用期内电池尺寸的变化。聚氨酯材料是能够胜任的材料，美国的罗杰斯公司就开发了聚氨酯制成的电池衬垫，今年 7 月与动力电池企业孚能科技达成战略合作协议。此外，聚氨酯材料因其良好的保温性能，可用作电池的保温贴片。

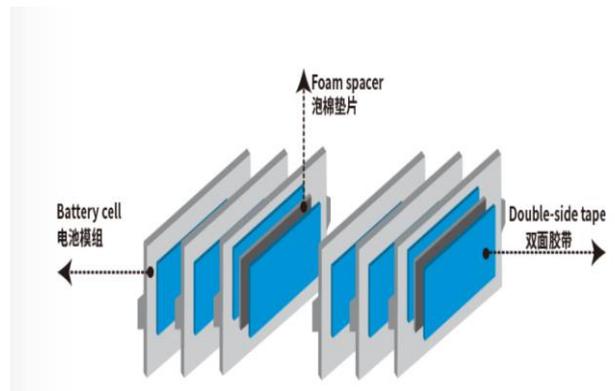
我们认为，罗杰斯与孚能科技的合作提供了聚氨酯材料企业与动力电池厂合作的样板。除罗杰斯外，祥源新材也在该领域有所布局，由此可见产业界对该新应用还是比较看好的。我们认为，锂电池缓冲垫和保温贴片的市场规模将会是一个高速增长的市场，预计到 2025 年，全球新能源车需求达到 2200 万辆，中国市场需求 945 万辆，按照锂电池缓冲垫和保温贴片单车价值量 500 元测算，假设渗透率达到 100%，全球市场规模达 110 亿元，中国市场规模 47 亿元。到 2030 年，全球新能源车销量预计突破 4000 万辆，对应锂电池缓冲垫市场规模达到 200 亿元。我们认为，未来聚氨酯制件企业在动力电池上的发展逻辑还是绑定大客户的逻辑，以宁德时代为代表的动力电池企业对缓冲垫的需求将是巨大的，一旦成功进入头部动力电池厂商的供应链，将会迅速放量。

图 15：动力电池缓冲垫示意图



资料来源：罗杰斯官网，东方证券研究所

图 16：聚氨酯缓冲垫在动力电池 PACK 中的应用



资料来源：祥源新材官网，东方证券研究所

4. 公司迎来经营改善

4.1 高端需求放量助力公司产品结构升级

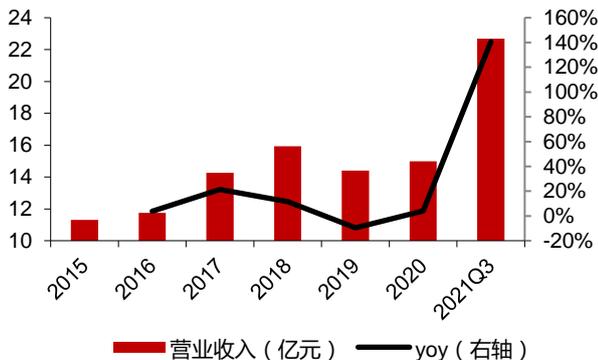
2018年公司上市时聚氨酯树脂、聚酯多元醇等产品的产能合计为12.6万吨,产能利用率达99.8%,公司发展遇到了能瓶颈。上市募投的福建汇得18万吨聚氨酯树脂及其改性体项目一期于2020年6月投产,二期预计将于2021年12月投产,达产后公司产能将较上市时翻倍。今年公司出现增收不增利的现象,截至2021Q3,公司实现营业收入22.69亿元,同比+140.58%,实现归母净利润9042.55万元,同比+28.70%,毛利率从过去的20%左右下降至2021Q3的12%左右。其中一个原因在于福建汇得投产后释放的产能需要消化,但高端需求一时不足以消纳如此巨大的产能,导致低端产品侵蚀毛利率。未来若汽车内饰领域和动力电池包领域的需求如期增长,将助力公司高端聚氨酯产品产能的消化,毛利率有望回升。

表 4: 福建汇得产能规划

项目	一期 (吨/年)	二期 (吨/年)
聚氨酯树脂	100000	
聚氨酯组合料改性体	10000	10000
水性聚氨酯	5000	5000
TPU 弹性体	20000	30000
聚酯多元醇	30000	23000
聚酯 POP	5000	5000
聚碳酸酯二元醇	500	500

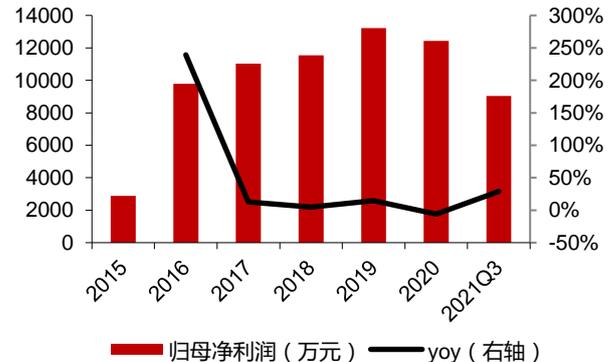
资料来源: 环评报告, 东方证券研究所

图 17: 公司历年营收及增速



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 公司历年归母净利润及增速



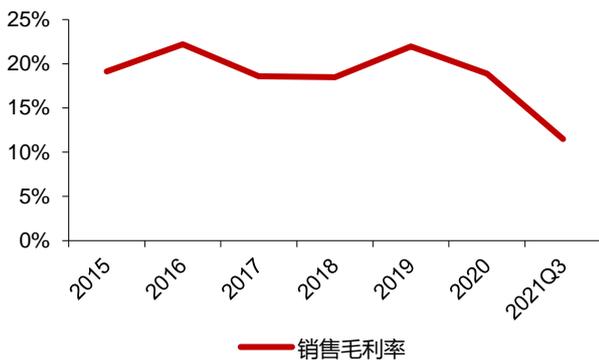
资料来源: Wind, 东方证券研究所

公司加大低碳环保的无溶剂树脂和水性树脂的应用开发和市场拓展,无溶剂聚氨酯树脂系列实现了从汽车革向沙发、鞋、箱包、汽车后饰等应用领域的延伸。今年,公司还获得了中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会“合成革水性材料供应商”和“合成革无溶剂材料供应商”的认定。由此可见,公司已做好迎接高端应用需求增长的准备。

4.2 原材料价格有望回落

今年公司出现增收不增利的现象的第二个原因在于主要原材料 DMF、MDI 和 AA 的价格持续处于高位，产品价格传导不及时。但我们认为这是短期波动，原材料新增供给方面，今年年底鲁西化工有 20 万吨的 DMF 产能投放，2022 年 2 月，心连心化肥也有 10 万吨的 DMF 产能释放，新产能的投放预计将使 DMF 的价格回归至往年的正常水平。AA 方面，华峰预计年底有 25.5 万吨的新增产能投产。随着原材料供给端的放松，预计 22 年成本将逐步回落，毛利率有望恢复到正常水平。

图 19: 公司历年销售毛利率



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 20: DMF 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 21: AA 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 22: 纯 MDI 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设:

- 1) 假设公司 2021、2022 年革用聚氨酯产能分别新增 115000 吨和 15000 吨，聚氨酯弹性体及原液产能分别新增 20000 吨和 30000 吨，聚酯多元醇产能分别新增 33500 吨和 28500 吨。假设 2021 年一期开工 55%，2022 年满产，二期 2022 年开工 60%，2023 年满产。
- 2) 假设 2021-2023 年革用聚氨酯的价格分别为 13600、10700 和 11000 元/吨，革用聚氨酯 2021 年受 DMF 价格影响较大，2022 和 2023 年预计随着 DMF 价格回落而下降。假设聚氨酯弹性体及原液价格分别为 16000、16700 和 17000 元/吨，弹性体 2021 年价格传导不明显，预计 2022 和 2023 年价格有所提升。假设聚酯多元醇的价格分别为 13121、10300 和 10500 元/吨，2021 年价格随着二元醇价格上涨，2022 和 2023 年预计随着二元醇价格回落而下降。
- 3) 基于原料价格预期和产品价格的预期，预计公司 2021-2023 年革用聚氨酯毛利率分别为 13.8%、15.5%和 17.8%，聚氨酯弹性体及原液毛利率分别为 8.2%，11.6%和 13.2%，聚酯多元醇毛利率分别为 6.3%、12.6%和 14.3%。
- 4) 由于公司营收大幅提升，预计三项费率较 2020 年下降，预计 2021-2023 年的销售费率、管理费率 and 研发费率分别为 0.58%，2.59%，3.48%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
革用聚氨酯					
销售收入（百万元）	1,119.7	1,139.7	2,431.9	2,563.4	2,701.3
增长率	-5.6%	1.8%	113.4%	5.4%	5.4%
毛利率	23.6%	21.3%	13.8%	15.5%	17.8%
聚氨酯弹性体及原液					
销售收入（百万元）	58.5	52.2	236.7	698.0	914.5
增长率	-50.4%	-10.7%	353.4%	194.8%	31.0%
毛利率	16.7%	14.3%	8.2%	11.6%	13.2%
聚酯多元醇					
销售收入（百万元）	178.6	233.2	587.4	790.7	955.7
增长率	0.7%	30.5%	151.9%	34.6%	20.9%
毛利率	20.2%	13.3%	6.3%	12.6%	14.3%
其他业务					
销售收入（百万元）	83.2	72.6	72.6	72.6	72.6
增长率	-25.5%	-12.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	7.5%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
合计	1,440.0	1,497.7	3,328.7	4,124.7	4,644.1
增长率	-9.6%	4.0%	122.3%	23.9%	12.6%
综合毛利率	22.0%	18.9%	11.8%	14.0%	15.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

基于对需求增长和公司产能投放进度的判断，我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.25、2.35、3.45 元。选取聚氨酯合成革生产企业安利股份，汽车内外饰龙头新泉股份，TPU 薄膜及聚氨酯制成品生产商浙江自然，乘用车枕及商用车座椅龙头继峰股份，发泡材料生产企业祥源新材作为可比公司，投可比公司 2022 年 27 倍 PE，首次覆盖给予目标价 63.57 元和买入评级。

表 5：可比公司估值（截至 2021/12/23）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
安利股份	0.23	0.66	1.04	1.41	66.7	23.6	15.0	11.0
新泉股份	0.69	0.90	1.45	1.96	61.9	47.4	29.3	21.7
浙江自然	1.58	2.20	3.01	3.97	46.1	33.1	24.2	18.3
继峰股份	-0.24	0.21	0.55	0.75	-77.1	85.8	33.0	24.1
祥源新材	1.04	1.14	1.46	1.81	39.5	36.1	28.2	22.7
调整后平均						39.0	27.0	21.0

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 6：公司和可比公司 2023 年归母净利润增速对比

	归母净利润增速	
	2023E	
安利股份	37%	
新泉股份	35%	
浙江自然	32%	
继峰股份	37%	
祥源新材	24%	
可比公司平均	33%	
汇得科技	47%	

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

图 23：公司历史 PE-band



资料来源：Wind，东方证券研究所

6. 风险提示

- (1) 原材料价格大幅上涨：例如今年 DMF、AA 和 MDI 价格高，导致公司毛利率大幅下降，若单吨成本增加（减少）100 元，则 2022 年 EPS 变为 2.05（2.63）元/股。
- (2) 需求不及预期：若 PU 革渗透率或新应用拓展不及预期，公司产品的销量将受影响。
- (3) 价格传导不及时：若价格不能及时传导，也将导致毛利率下降。若单价下滑 100 元，则 2022 年 EPS 变为 2.08 元/股。
- (4) 达产进度不及预期：由于福建汇得二期还未完全投产，若投产后产能爬坡进度不及预期也将影响产品的销量，致使业绩不及预期。本次测算是按照 2021 年一期开工 55%，2022 年满产，二期 2022 年开工 60%测算的产量，若 2022 年二期开工为 50%，则 2022 年 EPS 变为 2.33；若 2022 年二期开工率为 40%，则 2022 年 EPS 变为 2.31。
- (5) 产能消化不达预期：行业总体产能过剩，若公司产能投放后销售不出去，也会影响业绩。
- (6) 新应用市场容量不及预期：新应用存在因渗透率不达标和单车价值量下降等原因导致的市场容量不及预期的风险。
- (7) 估值下滑风险：若新应用领域的开拓不及预期，可能导致估值下滑。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	590	682	1,165	1,444	1,625	营业收入	1,440	1,498	3,329	4,125	4,644
应收票据、账款及款项融资	494	572	1,272	1,576	1,774	营业成本	1,124	1,215	2,936	3,545	3,905
预付账款	45	62	138	171	193	营业税金及附加	4	3	5	6	7
存货	90	177	427	516	568	销售费用	46	13	19	24	27
其他	164	39	43	44	46	管理费用及研发费用	127	135	202	250	282
流动资产合计	1,383	1,532	3,045	3,751	4,206	财务费用	(5)	(5)	3	11	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	2	20	12	8
固定资产	84	426	427	401	356	公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	195	4	19	0	0	投资净收益	4	2	2	2	2
无形资产	38	40	39	38	37	其他	5	4	6	6	6
其他	9	11	1	1	1	营业利润	152	141	150	283	414
非流动资产合计	326	482	486	440	393	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,709	2,014	3,531	4,191	4,599	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	44	45	578	692	567	利润总额	152	139	149	282	413
应付票据及应付账款	390	618	1,494	1,804	1,986	所得税	20	15	16	30	45
其他	65	57	77	86	92	净利润	132	124	133	251	368
流动负债合计	498	720	2,149	2,582	2,646	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	132	124	133	251	368
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.24	1.16	1.25	2.35	3.45
其他	3	2	0	0	0						
非流动负债合计	3	2	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	501	722	2,149	2,582	2,646		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	107	107	107	107	107	营业收入	-9.6%	4.0%	122.3%	23.9%	12.6%
资本公积	716	716	716	716	716	营业利润	15.5%	-7.6%	6.9%	88.2%	46.4%
留存收益	380	465	559	786	1,131	归属于母公司净利润	14.5%	-6.0%	6.9%	89.1%	46.6%
其他	5	4	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,208	1,291	1,382	1,609	1,953	毛利率	22.0%	18.9%	11.8%	14.0%	15.9%
负债和股东权益总计	1,709	2,014	3,531	4,191	4,599	净利率	9.2%	8.3%	4.0%	6.1%	7.9%
						ROE	11.4%	9.9%	9.9%	16.8%	20.7%
						ROIC	10.5%	9.3%	8.3%	12.3%	15.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.3%	35.9%	60.9%	61.6%	57.5%
净利润	132	124	133	251	368	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	24	29	47	50	51	流动比率	2.78	2.13	1.42	1.45	1.59
财务费用	(5)	(5)	3	11	9	速动比率	2.59	1.88	1.21	1.25	1.37
投资损失	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(87)	44	(154)	(121)	(92)	应收账款周转率	6.0	5.6	7.7	6.2	6.0
其它	30	(28)	24	13	8	存货周转率	11.5	8.9	9.5	7.3	7.0
经营活动现金流	89	162	50	202	342	总资产周转率	0.9	0.8	1.2	1.1	1.1
资本支出	(146)	(181)	(60)	(4)	(4)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.24	1.16	1.25	2.35	3.45
其他	(35)	150	1	1	1	每股经营现金流	0.84	1.52	0.47	1.90	3.21
投资活动现金流	(181)	(30)	(59)	(3)	(3)	每股净资产	11.32	12.11	12.95	15.08	18.31
债权融资	(0)	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	41.2	43.8	41.0	21.7	14.8
其他	(90)	(132)	492	79	(158)	市净率	4.5	4.2	3.9	3.4	2.8
筹资活动现金流	(90)	(132)	492	79	(158)	EV/EBITDA	28.1	29.2	24.1	14.0	10.1
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.7	35.5	31.4	16.3	11.4
现金净增加额	(181)	(0)	483	279	182						

资料来源：东方证券研究所

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