

汇得科技：聚氨酯材料应用范围广阔 募资扩大公司产能

投资要点

汇得科技：聚氨酯树脂生产企业。公司主营业务为聚氨酯树脂产品的研发、生产、销售与技术服务，主要产品为合成革用聚氨酯(PU)、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。其中最主要的产品为合成革用聚氨酯，简称“革用聚氨酯”，又称为“PU 浆料”。聚氨酯弹性体原液是用于生产聚氨酯弹性体的主要原料；公司生产的聚酯多元醇主要是自用，是生产聚氨酯的中间产品，公司也直接销售部分聚酯多元醇。公司主营业务突出，自成立以来一直坚持打造“汇得”牌聚氨酯树脂产品。

聚氨酯材料应用范围广阔。聚氨酯是一种新兴的有机高分子材料，被誉为“第五大塑料”。因其卓越的性能而被广泛应用于国民经济众多领域。产品应用领域涉及轻工、化工、电子、纺织、医疗、建筑、建材、汽车、国防、航天、航空等。

主营收入逐年提升，长期合作客户稳定。革用聚氨酯是主要收入来源。2017年，革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇营收分别 112,505 万元、10,582 万元和 12,632 万元，同比增长 17.33%，45.84%和 101.54%。革用聚氨酯的营收占据总营收的 78.89%，聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇的营收仅占比 7.42%和 8.86%。2017年，受上游企业产能限制、石油价格上涨等因素多重影响，二甲基甲酰胺(DMF)、己二酸(AA)、二苯基甲烷二异氰酸酯(MDI)等主要原材料价格均在 2017 年出现快速上涨并在高位震荡的走势。2017 年，公司主要原材料的平均采购价格和主要产品的平均销售价格，均比 2016 年度有较大幅度提高。

募资扩大公司产能，升级产品结构。公司首次公开发行欲募集资金用于建设年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目、技术研发中心项目和智能化改造项目。其中，年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目项目总投资 45,000 万元，分二期实施。一期项目的建设期为 2 年，生产期为 10 年，设计产能为 13.5 万吨。项目投产后的第一年的实际产能为一期设计产能的 70%，第二年及以后年度的产能为一期设计产能的 100%。一期项目总投资 33,000 万元。二期项目在一期项目投资完成后实施，建设期为 1 年，生产期为 9 年，设计产能为 4.5 万吨。二期项目总投资 12,000 万元。在项目一期、二期建设完毕并完全达产后，预计每年新增销售收入 237,500 万元，新增利润总额 19,864 万元，项目税后回收期约为 5 年~6 年。

盈利预测与估值区间。预计公司 2018 年~2020 年的归母净利润分别为 12,414 万元、14,623 万元、18,579 万元，对应的 EPS 分别为 1.16 元、1.37 元、1.74 元，谨慎给予 2018 年 20 倍~25 倍 PE，对应合理价值区间 23.20 元~29.00 元。

风险提示。原材料价格波动的风险、毛利率波动风险、募投项目实施低于预期。

1.汇得科技：聚氨酯树脂生产企业

公司主营业务为聚氨酯树脂产品的研发、生产、销售与技术服务，主要产品为合成革用聚氨酯(PU)、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。其中最主要的产

公司主要产品特点

项目	革用聚氨酯	聚氨酯弹性体原液	聚酯多元醇
生产工艺	预聚法	预聚法和二液法	酯化聚合法
外观形态	无色或乳黄色粘稠液体	无色或乳黄色粘稠液体	无色或乳黄色 粘稠液体
用途范围	聚氨酯合成革的涂层	混合反应制成聚氨酯弹性体	制造聚氨酯、弹性体等
是否使用有机溶剂	溶剂型使用有机溶剂;水性和无溶剂型不使用有机溶剂	不使用有机溶剂	不使用有机溶剂
发展趋势	目前以溶剂型为主未来水性和无溶剂型的 比例会逐步提高	功能性、专用性的改性体为发展方向	作为中间体，未来发展受聚氨酯、弹性体发展的影响

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

品为合成革用聚氨酯，简称“革用聚氨酯”，又称为“PU 浆料”。聚氨酯弹性体原液是用于生产聚氨酯弹性体的主要原料；公司生产的聚酯多元醇主要是自用，是生产聚氨酯的中间产品，公司也直接销售部分聚酯多元醇。公司主营业务突出，自成立以来一直坚持打造“汇得”牌聚氨酯树脂产品。

业绩稳步增长。2015 年~2017 年，公司营业收入分别为 11.31 亿元、11.74 亿元、14.26 亿元，归属母公司净利润分别为 2887 万元、9795 万元、11,020 万元，同比增长~38.62%、239.25%、12.51%。2017 年公司革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液销量同比 2016 年分别减少 4.64%和 3.06%，而 2017 年与 2015 年销量相比，分别增长 10.54%和 16.18%，报告期内公司革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液销量总体仍呈现增长的趋势。2015 年~2017 年，营业总收入毛利率分别为 19.14%、22.20%和 18.58%，2016 年毛利率提升主要是由于原材料降价与优化产品结构两方面因素影响，2017 年受原材料大幅涨价的影响，公司产品毛利率同比 2016 年下降。

发行人控股股东为汇得集团，实际控制人为钱建中、颜群夫妇，分别持有发行人控股股东汇得集团 80%、20%的股权。公司发行前总股本为 8000 万股，此次公开发行股票数不超过 2667 万股，发行后总股本不超过 10667 万股，预计发行后汇得集团控制汇得科技不低于 35.63%的股份。

2.聚氨酯材料应用范围广阔

聚氨酯是一种新兴的有机高分子材料，被誉为“第五大塑料”。因其卓越的性能而被广泛应用于国民经济众多领域。产品应用领域涉及轻工、化工、电子、纺织、医疗、建筑、建材、汽车、国防、航天、航空等。

聚氨酯上游原料包括异氰酸酯(如二苯基甲烷二异氰酸酯，MDI；甲苯二异氰酸酯，TDI)、聚酯多元醇(由多元醇和多元酸反应生成，常用的多元酸为己二酸，AA；多元醇为丁二醇，BG，乙二醇，EG)、聚醚多元醇等，辅料包括溶剂(如二甲基甲酰胺，DMF)、扩链剂、催化剂、发泡剂等。

聚氨酯泡沫塑料(包括硬质泡沫、软质泡沫等)、革用聚氨酯(PU 浆料)、聚氨酯弹性体、聚氨酯涂料、聚氨酯密封剂和聚氨酯粘合剂、聚氨酯纤维(氨纶)等聚氨酯制品主要应用于建筑、家具、家电、汽车、服装、鞋类、医疗等行业。

聚氨酯产品具有良好的物理性能，应用领域非常广泛，因此在全球范围内取得了快速发展。根据中国聚氨酯工业协会的统计数据，2002 年全球聚氨酯制品总产量约 1129 万吨，2007 年增长到 1592 万吨，年复合增长率为 7.1%。受金融危机的影响，2008 年全球聚氨酯产量比 2007 年略有增长，2009 年则产量下降，但在 2010 年开始产量恢复并持续增长，2015 年全球产量为 2164 万吨，2016 年全球产量达到 2339 万吨，预计未来几年全球聚氨酯产量年增幅超过 5%。

目前，根据招股说明书显示，首先，亚太地区、北美和西欧是全球最主要的聚氨酯产销地区，合计的消费量占到全球总量的 85% 以上，其中亚太地区已经是全球最大的聚氨酯消费市场，占全球市场份额的约 45%；其次是北美和西欧，合计占全球市场的约 40%。由于北美和西欧的市场已经渐趋饱和，因此

近几年以及未来聚氨酯发展的重点将集中在亚太地区。此外，在其他新兴国家如印度、巴西、墨西哥等，聚氨酯在建筑、服装、家具等行业中的应用需求也越来越大。

目前，我国是全球最大的聚氨酯生产、消费国。根据中国聚氨酯工业协会统计数据，我国 2000 年聚氨酯产量约 100 万吨，占当年全球总量约 10%；而到 2013 年我国聚氨酯产销量已达到约 870 万吨，占全球总量 40%以上。2016 年我国聚氨酯产销量约为 1060 万吨，占全球总量超过 45%。随着建筑节能、汽车、家电、服装、家具等产业的消费升级，聚氨酯应用规模和领域不断增加。根据中国聚氨酯工业协会数据，预计 2016 年~2018 年聚氨酯产销量年均增长率将保持在 8%以上。

我国目前聚氨酯的主要应用领域是聚氨酯泡沫(包括硬质、软质等)、革用聚氨酯、涂料和弹性体等。从聚氨酯应用来看，根据招股说明书显示，2016 年度聚氨酯消耗量的具体情况为：聚氨酯泡沫 384 万吨，革用聚氨酯 195 万吨，涂料 164 万吨，弹性体 86 万吨，粘合剂 60 万吨，鞋底原液 52 万吨，氨纶 51 万吨。

根据中国聚氨酯工业协会统计，截至 2016 年底，我国革用聚氨酯生产企业年产量 10 万吨以上的共有约 5 家(关联企业产量合并计算)，主要集中在浙江、上海、江苏、福建等地区。具体产量及排名情况如下：

排名	公司名称	主要生产基地	2016 年产量(万吨)	占全国产量比例
1	华峰集团	浙江、上海、广东	25	12.57%
2	旭川化学	江苏、浙江	24	12.21%
3	华大化学	浙江、江苏、山东	15	7.38%
4	汇得科技	上海	12	6.11%
5	禾欣控股	浙江、福建	10	5.09%

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3.主营收入逐年提升，长期合作客户稳定

公司的主营业务收入为革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液与聚酯多元醇产品销售收入；其他业务收入为己二酸(AA)和二苯基甲烷二异氰酸酯(MDI)等原材料销售收入。近年来公司主营业务收入占营业收入的比例逐年上升，原材料销售形成的其他业务收入逐年下降。

革用聚氨酯是主要收入来源。2017 年，革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇营收分别为 112,505 万元、10,582 万元和 12,632 万元，同比增长 17.33%，45.84%和 101.54%。革用聚氨酯的营收占据总营收的 78.89%，聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇的营收仅占比 7.42%和 8.86%。

2015 年~2017 年，公司单位毛利分别为 1959.57 元/吨、2011.68 元/吨、2087.03 元/吨，保持平稳并小幅增长，营业总收入毛利率分别为 19.14%、22.20%和 18.58%，呈现一定的波动，造成上述毛利率波动的主要原因系：原材料大幅波动时，公司通过调整单价而保持相对稳定的单位毛利额，但单价基数发生波动所造成的。

2017 年，受上游企业产能限制、石油价格上涨等因素多重影响，二甲基甲酰胺(DMF)、己二酸(AA)、二苯基甲烷二异氰酸酯(MDI)等主要原材料价格均在 2017 年出现快速上涨并在高位震荡的走势。2017 年，公司主要原材料的平均采购价格和主要产品的平均销售价格，均比 2016 年度有较大幅度提高。

公司客户主要为长期合作客户，2015 年~2017 年主要客户的销售合计金额占收入比例逐年上升。2017 年，公司新增的前十客户中，浙江泰鑫、福建邦德与公司合作时间均超过 6 年，且一直有稳定的交易发生。公司与美国 500 强企业亨斯迈以及世联密切合作，销

量保持持续增长。

4.募资扩大公司产能，升级产品结构

公司首次公开发行欲募集资金用于建设年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目、技术研发中心项目和智能化改造项目。其中，年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目项目总投资 45,000 万元，分二期实施。一期项目的建设期为 2 年，生产期为 10 年，设计产能为 13.5 万吨。项目投产后的第一年的实际产能为一期设计产能的 70%，第二年及以后年度的产能为一期设计产能的 100%。一期项目总投资 33,000 万元。二期项目在一期项目投资完成后实施，建设期为 1 年，生产期为 9 年，设计产能为 4.5 万吨。二期项目总投资 12,000 万元。在项目一期、二期建设完毕并完全达产后，预计每年新增销售收入 237,500 万元，新增利润总额 19,864 万元，项目税后回收期约为 5 年~6 年。

5.盈利预测与估值区间

预计公司 2018 年~2020 年的归母净利润分别为 12,414 万元、14,623 万元、18,579 万元，对应的 EPS 分别为 1.16 元、1.37 元、1.74 元，谨慎给予 2018 年 20 倍~25 倍 PE，对应合理价值区间 23.20 元~29.00 元。

盈利假设：

(1)公司主要聚氨酯制品方面，合成革用聚

氨酯及聚氨酯弹性体原液产能为 125,000 吨，我们预计 2018 年革用聚氨酯与聚氨酯弹性体原液的销量增速分别为 5%、5%，营收增速分别为 10%、10%。

(2)聚酯多元醇是生产聚氨酯的中间品，主要为发行人生产自用，部分用于对外销售。聚氨酯多元醇下游 TPU 厂家需求旺盛，目前考虑到公司聚酯产能多用于自用，产能尚待 IPO 后大幅度扩产，谨慎预测 18 年聚酯多元醇销量增速 10%。

公司主要产品盈利预测(万元)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
革用聚氨酯					
营业收入(万元)	95889	112505	124037	140658	175822
营业成本(万元)	73461	90372	98609	111120	138900
毛利率	23.39%	19.67%	20.50%	21.00%	21.00%
聚酯多元醇					
营业收入(万元)	6268	12632	14590	16582	20222
营业成本(万元)	4936	10656	11964	13819	16582
毛利率	21.25%	15.64%	18.00%	18.00%	18.00%
聚氨酯弹性体原液					
营业收入(万元)	7256	10582	11667	12373	12991
营业成本(万元)	5478	8509	9217	9713	10198
毛利率	24.50%	19.59%	21.00%	21.50%	21.50%
其他业务					
营业收入(万元)	7974	6892	7237	7598	7978
营业成本(万元)	7456	6582	6910	7256	7619
毛利率	6.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%

资料来源：招股说明书，WIND，海通证券研究所