

评级：买入（首次）

市场价格：31.1

分析师：谢楠

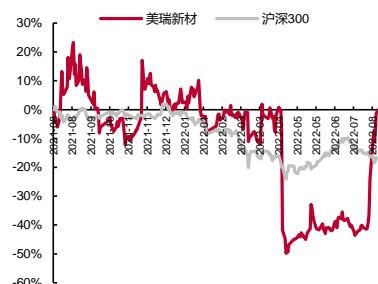
执业证书编号：S0740519110001

电话：021-20315125

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	69
市价(元)	31.10
市值(百万元)	6,220
流通市值(百万元)	2,157

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	757	1,298	1,739	3,050	5,586
增长率 yoy%	17%	71%	34%	75%	83%
净利润(百万元)	102	119	148	257	652
增长率 yoy%	22%	17%	24%	74%	154%
每股收益(元)	0.51	0.60	0.74	1.29	3.26
每股现金流量	0.63	0.81	2.89	1.99	9.04
净资产收益率	13%	12%	14%	20%	31%
P/E	61.0	52.2	42.1	24.2	9.5
P/B	7.9	7.0	6.2	5.0	3.3

备注：历史数据按最新股本计算，股价取自2022年8月9日收盘价。

报告摘要

- 聚氨酯一体化项目打开空间，TPU 行业领军企业鱼跃龙门。** 公司是国内唯一一家以 TPU 为主业的创业板上市公司，深耕 TPU 行业十余载，核心团队均持有上市公司股权，发展至今，整体核心团队稳固，激励到位。TPU 行业增速约为 12%，公司则保持 22% 的销量增速，产品竞争力突出。同时，20 万吨募投项目将于 2023 年部分投产，公司将摆脱产能瓶颈，发展潜力进一步得以提升。此外，公司向上游延伸，规划聚氨酯一体化项目，投产后公司将成为 TPU 产业链一体化企业，力争实现鲤鱼跃龙门式发展。
- TPU 市场空间广阔，产品结构优化提升盈利。** TPU 作为一种兼具橡胶的高弹性和塑料的易加工性和耐黄变等优点的新型环保材料，是 PVC、橡胶、EVA、硅胶等传统材料的理想替代品，下游主要用于管材、薄膜、鞋材等领域。公司产品类型包括通用聚酯型、特殊聚酯型、聚酯型、发泡型等多种类型的 TPU 产品。公司主打差异化竞争策略，专注于与下游客户进行联动研发，持续优化产品结构，特种品销售收入从 2017 年的 39.82% 提升至 2019 年的 61.89%，其毛利率从 2017 年的 18.18% 提升至 2019 年的 24.31%，超越行业水平；截至 2021 年末，公司累计共获得专利 58 项，自主研发了发泡型 TPU、隐形车衣材料等高端产品。此外，公司于 2022 年新建子公司美瑞上海，重点开拓公司 TPU 材料在汽车行业及相关领域的应用，逐步提升车用市场空间。
- 募投项目助力产能倍增，有望摆脱产能瓶颈。** 根据前瞻产业研究院数据，2016-2020 国内行业 CAGR 为 12%，公司同期销量增速为 22%，大幅领先于行业。截止到 2021 年底，公司 TPU 产能 8.5 万吨，生产规模仅次于万华化学（19 万吨）、华峰化学（16 万吨），目前在建产能 20 万吨，投产后有望摆脱生产瓶颈，一跃成为行业头部企业；此外，公司与河南鹤壁煤化工公司合作生产 PBS 项目也进入试生产阶段。
- 聚氨酯一体化项目将帮助公司实现产业链一体化发展。** 近期，公司子公司河南美瑞的 HDI 项目已拿到环评、能评等手续，该项目一期计划投资 15 亿元，建设 12 万吨特种异氰酸酯产能，其中包括 10 万吨 HDI、1.5 万吨 CHDI 和 0.5 万吨 PPDI。项目投产后，公司将成为全球第七家主流 HDI 生产企业。随己二腈国产化，HDI 生产成本和价格有望向下，驱动水性涂料替代油性涂料，在新能源领域风电和光伏风电等高端涂料领域进一步提高渗透率，打开市场空间。此外，HDI 作为 TPU 的上游，随着河南 HDI 项目的投产，公司补齐原料短板，打通 TPU 全产业链，实现一体化发展，极大增强自身 TPU 产品竞争力和发展自主性，带动 TPU 行业迈入快车道，实现市场规模加速增长。
- 盈利预测、估值及投资评级：** 预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.48/2.57/6.52 亿元，同比增长 24%/74%/154%，EPS 分别为 0.74/1.29/3.26 元。以 2022/8/9 日收盘价计算，对应 PE 为 42.1/24.2/9.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：** 原材料价格波动的风险，产能投放不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，第三方数据库更新不及时的风险，行业竞争加剧的风险。

投资主题

报告亮点

本文对公司的产品所在的产业链的行业情况进行了详细的分析。

1、TPU 行业：供给端，目前国内厂商主要生产中低端的 TPU 产品，中高端的 TPU 产品需要从海外进口且价格较高，需求端，目前下游需求拉动较快的主要为鞋材和车用 TPU，预计 2022 年鞋材市场规模为 8490 亿，但 2018 年 TPU 占鞋材的使用占比仅为 3%，其性能优于 EVA 等其他材料，预计未来将对其进行替代，市场空间广阔；且目前全球汽车弹性体市场预计在 2016-2022 年将以 5.9% 的年均复合增长率增长，而亚太地区 TPU 产品在汽车上的应用尚不足 10%，预计未来市场空间广阔。

2、HDI 行业：供给端，HDI 行业进入壁垒较高，相对于 MDI 来说全球生产企业数目和产能屈指可数，需求端，HDI 下游需求主要为涂料，目前随着新能源行业风电光伏的拉动，以 HDI 为固化剂的涂料性能优异，适用于风电光伏设备的保护涂层，且 HDI 制备的 TPU 可以用于隐形车衣等高端需求，预计未来需求拉动较快。

投资逻辑

TPU 募投产能助力公司未来规模发展，聚氨酯一体化项目将促成产业链一体化发展。公司专注于 TPU 产品的生产，主要生产中高端 TPU 产品，毛利率水平高于同行业。截至 2021 年底，公司拥有产能 8.5 万吨，后续随着募投 20 万吨 TPU 产能释放，公司产能规模将大幅增长。公司规划的聚氨酯一体化项目一期计划投资 15 亿元，新建 12 万吨特种异氰酸酯项目，完成产业链向上游延伸。

估值与盈利预测

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.48/2.57/6.52 亿元，同比增长 24%/74%/154%，EPS 分别为 0.74/1.29/3.26 元。以 2022/8/9 日收盘价计算，对应 PE 为 42.1/24.2/9.5 倍。我们选取了万华化学、泰和新材、汇得科技作为可比公司。可比公司 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 13.67 倍、10.39 倍和 8.55 倍（对应 2022 年 8 月 9 日收盘价）。公司作为 TPU 领军龙头，专注 TPU 中高端市场，且产能增速较快，2022-2023 年享有一定合理的估值溢价，另外公司新建 12 万吨特种异氰酸酯，打通全产业链，实现鲤鱼跃龙门式发展，2023 年估值存在低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

1、美瑞新材：国内 TPU 行业龙头，核心团队激励到位	- 6 -
1.1 国内知名的 TPU 生产企业，募投扩产进军第一梯队.....	- 6 -
1.2 专注于 TPU 产品，聚焦中高端市场	- 6 -
1.3 董事长王仁鸿为实控人，核心团队激励到位	- 8 -
2、专注于 TPU 行业，募投助力产能倍增	- 13 -
2.1 TPU 产品：各项性能优异，行业壁垒较高	- 13 -
2.2 TPU 行业：国内 TPU 产能逐步释放，高端产品需求增加	- 15 -
2.3 公司优势：专注于 TPU 研发，募投产能推动公司业绩倍增.....	- 22 -
3、聚氨酯一体化项目落地，公司业绩有望快速提升	- 26 -
3.1 聚氨酯一体化项目：多方股东合作共赢，产业链一体化打通	- 26 -
3.2 HDI 产品：特种异氰酸酯为制备高级 TPU 核心原材料	- 28 -
3.3 HDI 行业：国内 HDI 企业数量较少，下游多用途快速发展.....	- 29 -
4、盈利预测与估值	- 38 -
5、风险提示	- 39 -

图表目录

图表 1：国内知名的 TPU 生产企业，募投扩产进军第一梯队	- 6 -
图表 2：公司处于 TPU 行业中游	- 7 -
图表 3：公司 TPU 产品品类丰富	- 7 -
图表 4：公司实际控制人为王仁鸿（截至 2022 年 Q1）	- 8 -
图表 5：公司核心管理层出身优秀，团队稳定（截至 2022 年 Q1）	- 9 -
图表 6：新建子公司助力发展	- 9 -
图表 7：公司产能、产量、销量迅速提升	- 10 -
图表 8：公司营收稳步增长	- 10 -
图表 9：公司归母净利润显著提高	- 10 -
图表 10：特种品营收占比提高	- 11 -
图表 11：特种品毛利占比提高	- 11 -
图表 12：公司各产品毛利率水平较高	- 11 -
图表 13：公司期间费用率水平较低	- 11 -
图表 14：公司净利率和 ROE 水平略有下滑	- 12 -
图表 15：资产负债率处于较低水平	- 12 -
图表 16：TPU 结构图	- 13 -
图表 17：TPU 产品分子结构模型	- 13 -

图表 18: TPU 产品性能优异	- 13 -
图表 19: 公司 TPU 产品制备原理和应用领域.....	- 14 -
图表 20: 国内 TPU 行业处于成长期.....	- 14 -
图表 21: TPU 行业进入壁垒较高.....	- 15 -
图表 22: 全球 TPU 产量持续增长.....	- 15 -
图表 23: 疫情影响全球 TPU 需求略有下滑.....	- 15 -
图表 24: 2020 全球 TPU 需求主要集中在亚太地区.....	- 16 -
图表 25: 中国 TPU 供给呈上升趋势.....	- 16 -
图表 26: 中国 TPU 需求稳定增长.....	- 16 -
图表 27: TPU 下游需求情况.....	- 17 -
图表 28: TPU 下游鞋材占比最大.....	- 18 -
图表 29: 2018 年 TPU 在鞋材原材料市场占比较小.....	- 18 -
图表 30: 中国运动鞋销量逐年增长.....	- 19 -
图表 31: 中国鞋业 TPU 消耗量呈增长趋势.....	- 19 -
图表 32: 中国汽车漆面保护膜消费量稳定增长.....	- 20 -
图表 33: 中国汽车漆面保护膜市场规模逐年增长.....	- 20 -
图表 34: 中国汽车销量保持增长趋势.....	- 20 -
图表 35: 中国汽车内饰市场规模未来向好.....	- 20 -
图表 36: TPU 及其原材料价格.....	- 21 -
图表 37: TPU 单吨成本拆分 (万元/吨)	- 21 -
图表 38: 中国 TPU 出口量逐年增长.....	- 22 -
图表 39: 中国 TPU 进口价格高于出口价格.....	- 22 -
图表 40: 2021 年中国 TPU 行业格局.....	- 22 -
图表 41: 2020 中国 TPU 市场竞争格局.....	- 22 -
图表 42: 2018 年各公司直销分销比例.....	- 23 -
图表 43: 公司 TPU 毛利率高于行业其他公司.....	- 23 -
图表 44: TPU 企业快速扩建产能.....	- 23 -
图表 45: 公司获批专利数量逐年增长.....	- 24 -
图表 46: 公司获批专利较多.....	- 24 -
图表 47: 公司在建产能情况.....	- 25 -
图表 48: 公司聚氨酯项目已通过环评审批.....	- 26 -
图表 49: 聚氨酯项目以 HDI 为核心产品.....	- 26 -
图表 50: 子公司美瑞科技负责 HDI 项目.....	- 27 -
图表 51: HDI 是特种 TPU 的核心原材料.....	- 27 -
图表 52: 光气法生产 HDI 工艺流程.....	- 28 -

图表 53: HDI 是制作 TPU 的核心原料.....	- 28 -
图表 54: HDI 具有抗黄变性能.....	- 29 -
图表 55: ADI 产能规模远小于 MDI\TDI	- 29 -
图表 56: 全球 ADI 企业数目屈指可数.....	- 29 -
图表 57: 全球 ADI 产能主要集中于科思创.....	- 30 -
图表 58: HDI 是 ADI 核心产品.....	- 30 -
图表 59: 2019 年全球异氰酸酯产能.....	- 30 -
图表 60: 2019 年国内异氰酸酯产能.....	- 31 -
图表 61: 全球 MDI 产能增速.....	- 32 -
图表 62: 全球 TDI 产能增速.....	- 32 -
图表 63: 全球 ADI 产能稳步增长	- 33 -
图表 64: HDI 国内产能以万华化学为主	- 33 -
图表 65: HDI 进口量略有下降.....	- 35 -
图表 66: HDI 出口量维持稳定.....	- 35 -
图表 67: 涂料为特种异氰酸酯主要需求	- 35 -
图表 68: 中国涂料行业产量稳步增长.....	- 35 -
图表 69: 脂肪族 TPU 具有抗黄变的特点	- 36 -
图表 70: 脂肪族 TPU 应用于运动鞋中底	- 36 -
图表 71: HDI 价格趋势.....	- 37 -
图表 72: HDI 价格高于 MDI/TDI 异氰酸酯价格	- 37 -
图表 73: 原材料价格对 HDI 产品价格影响较大	- 37 -
图表 74: 公司收入预测表	- 38 -
图表 75: 可比公司估值 (可比公司归母净利润取值为 wind 一致预测)	- 38 -
图表 76: 盈利预测.....	- 40 -

1、美瑞新材：国内 TPU 行业龙头，核心团队激励到位

1.1 国内知名的 TPU 生产企业，募投扩产进军第一梯队

公司前身烟台新龙华成立于 2009 年，坐落于化工大省山东省烟台市，是一家专业的 TPU 生产商，专注于 TPU 的研发、生产、销售和技术服务，主要产品包括通用聚酯型、特殊聚酯型、聚醚型、发泡型等多种类型的 TPU 产品，目前已通过欧洲 REACH、RoHS 以及美国 FDA 质量认证。2020 年公司在深交所创业板上市。公司分别荣获了“国家高新技术企业”、“国家级‘专精特新’小巨人”、“国家知识产权优势企业”等荣誉称号。公司目前投资建设 20 万吨弹性体一体化项目和 12 万吨特种异氰酸酯一体化项目，达产后将一跃为 TPU 行业龙头企业。

图表 1: 国内知名的 TPU 生产企业，募投扩产进军第一梯队

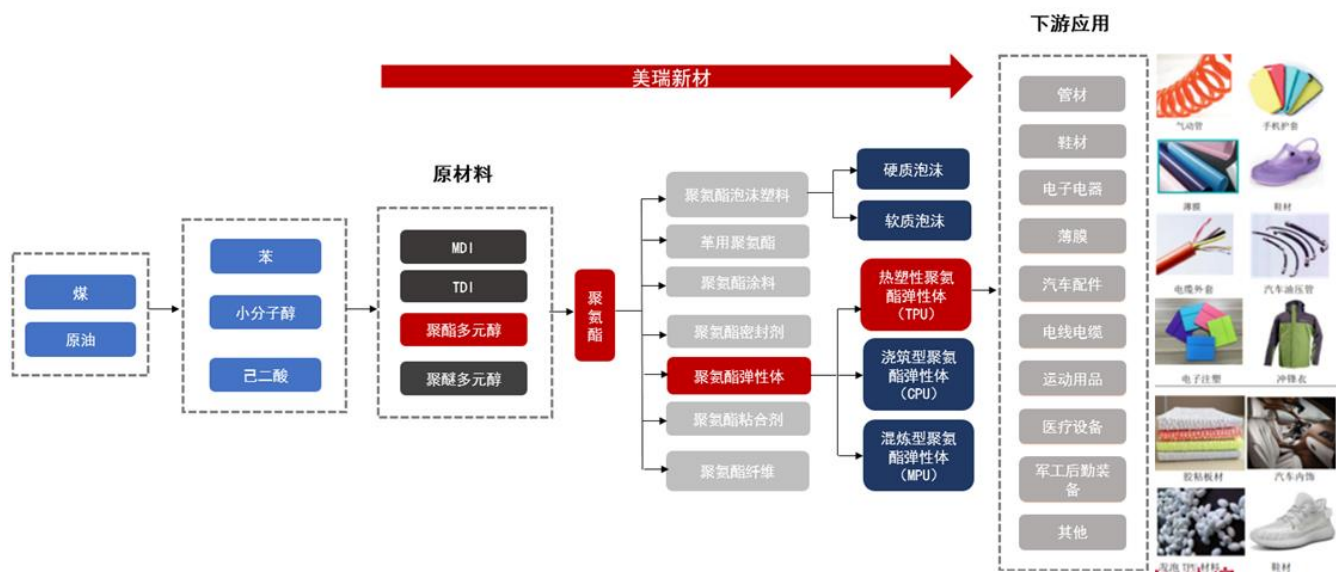


资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

1.2 专注于 TPU 产品，聚焦中高端市场

美瑞新材处于 TPU 行业中游位置。TPU 行业是聚氨酯行业的一个分支，处于整个化工产业链的下游，更接近终端消费市场，行业龙头万华化学配置产业链中上游产品，从煤和原油制备 MDI、TDI 和多元醇，继续合成聚氨酯，聚氨酯弹性体等产品。美瑞新材和一诺威处于产业链中游位置，主要使用多元醇，异氰酸酯等原材料生产 TPU 产品，部分多元醇自备。博锐斯处于行业下游位置，从事 TPU 下游制品覆盖个人消费品、工业、建筑等终端市场。

图表 2: 公司处于 TPU 行业中游



资料来源: 公司公告、招股说明书、中泰证券研究所

专注于 TPU 产品，聚焦中高端市场。公司专注于热塑性聚氨酯弹性体 TPU 的研发、生产和销售，TPU 销售收入占营业收入的比重超过 99%。公司从通用型聚酯型 TPU 产品逐步向高技术附加值特种品（特殊聚酯型、聚醚型、发泡型产品）进发，产品结构持续优化，特种品销售收入从 2017 年的 39.82% 提升至 2019 年的 61.89%，成为公司第一类产品。TPU 是 PVC、橡胶、EVA、硅胶等传统材料的理想替代品，下游应用广阔，包括手机护套，电缆电线，消防水带，汽车内饰和鞋材等。

图表 3: 公司 TPU 产品品类丰富

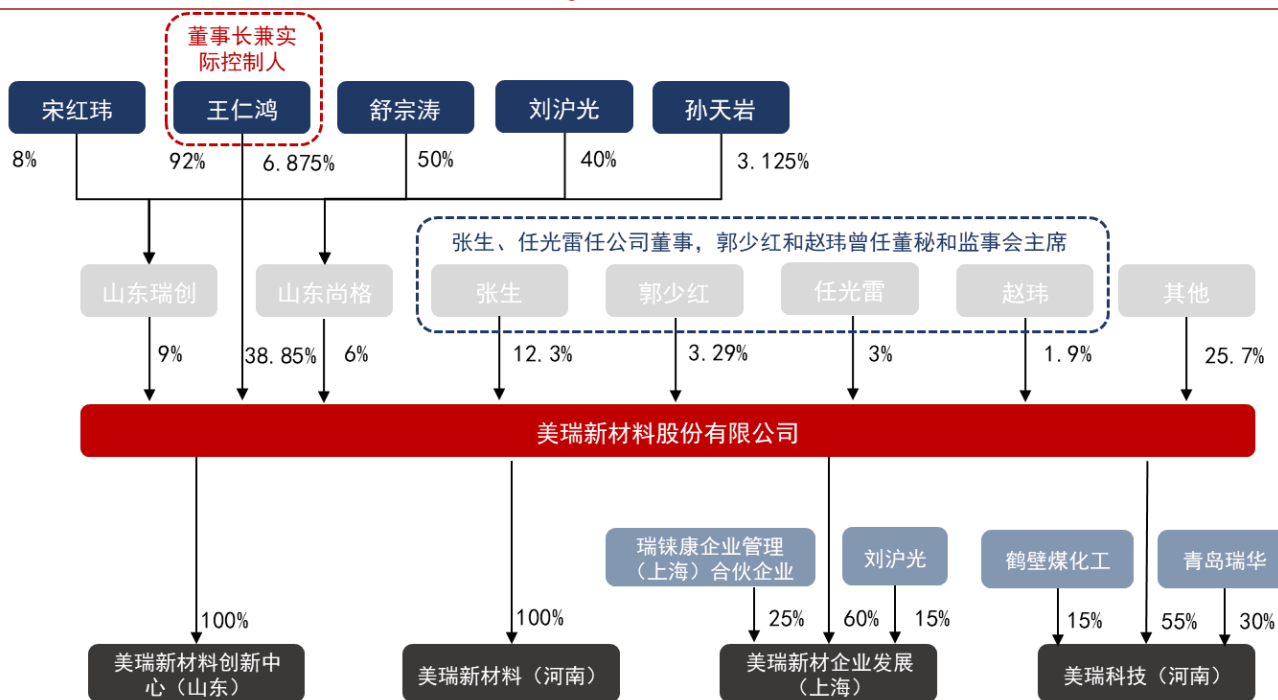
主营产品	主要特性	应用领域
通用聚酯型	优异的加工性、成型性、高透明度	手机护套、管材、鞋材、改性、通用注塑及挤出等
特殊聚酯型	优异的抗拉伸撕裂性能、耐磨性、耐高/低温性能、耐候性能、弹性和韧性	线缆外套、薄膜、工业软管、工业传动、电子注塑、密封件、汽车油压管、胶黏剂、改性包胶等
聚醚型	优异的耐拉伸撕裂性能、耐磨性、优异的耐水/耐菌/耐候性能、良好的加工性和快速成型性能	消防水管、大口径输水/输油管材、线缆外套、织物涂覆、薄膜、智能穿戴腕带、动物耳标等
发泡型	低密度轻量化，优异的弹性、舒适度和能量反馈性能	鞋底、车胎、床垫、枕头、座椅包装、运动装备等

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

1.3 董事长王仁鸿为实控人，核心团队激励到位

实控人为董事长王仁鸿。截至 2022 年 Q1，实际控制人王仁鸿直接持有公司 38.85% 的股权，并分别通过山东瑞创和山东尚格两个投资中心累计间接持股 8.69%，合计持股达 47.54%，为公司实际控制人。公司董事长兼总经理张生持有 12.3% 的股份，公司现任和曾任公司高管郭少红，任光雷，赵玮等持股 3.29%，3% 和 1.9%。

图表 4：公司实际控制人为王仁鸿（截至 2022 年 Q1）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

核心管理层出身优秀，团队稳定。公司董事长王仁鸿和核心管理层出身优秀，除刘沪光外均为化工材料学科毕业，都曾任职于行业头部企业。截止目前，张生和任光雷均在美瑞新材任董事职务，董事刘沪光 2012 年加入美瑞新材任董事至今，公司核心团队十分稳定；且核心管理层对公司均有较高持股比例，股权激励到位。

图表 5: 公司核心管理层出身优秀, 团队稳定 (截至 2022 年 Q1)

职位	姓名	股份	简历
董事长	王仁鸿	47.54%	1999年7月毕业于青岛科技大学化工系, 2009年取得香港科技大学EMBA学位。1999年7月至2006年4月于万华化学集团股份有限公司工作, 历任车间技术员, 车间主任, TPU部经理; 2006年4月至2009年4月, 任烟台万华新材料科技有限公司总经理; 2009年5月至2014年1月, 任烟台美瑞总经理; 2013年5月至2015年8月, 任山东美瑞董事长, 总经理; 2015年8月起, 任美瑞新材董事长, 总经理。
董事	张生	12.30%	1978年出生, 毕业于西北工业大学应用化学专业, 硕士研究生学历。2006年3月至2009年6月, 任烟台万华新材料科技有限公司高级研究员; 2010年8月至2014年6月, 任烟台美瑞化学材料有限公司副总经理; 2014年6月至2019年8月, 历任美瑞新材董事, 副总经理, 财务总监, 董事会秘书等; 2019年8月至今, 任美瑞新材董事, 副总经理。
董事	任光雷	3%	1979年出生, 毕业于天津大学材料科学与工程学院高分子材料专业, 硕士研究生学历。2006年4月至2009年7月, 任烟台万华新材料科技有限公司国际业务经理; 2009年8月至2014年6月, 任烟台美瑞化学材料有限公司销售经理; 2014年6月至2019年4月, 历任公司运营经理, 业务部经理, 销售总监, 监事等; 2019年4月至今, 任美瑞新材监事会主席, 营销总监。
董事	刘沪光	2.40%	1971年出生, 毕业于上海同济大学汽车工程系, 本科学历。1998年10月至2003年11月, 任美国帕拉根金属有限公司上海办事处首席代表; 2003年1月至今, 任上海威纳工程技术有限公司总经理。2008年6月至今, 任武汉威纳工业设备有限公司执行董事兼总经理; 2018年7月至今, 担任上海玖点物流技术有限公司执行董事; 2012年至今, 任美瑞新材董事。
前董秘	郭少红	3.29%	1976年9月出生, 毕业于青岛科技大学化工系, 本科学历。2000年3月至2006年10月, 历任青岛至诚实业有限公司业务员、经理; 2006年11月至2009年6月, 任烟台万华聚氨酯股份有限公司商务支持; 2009年6月至2014年6月, 任烟台美瑞供应链经理; 2014年6月至2015年6月, 任山东美瑞监事会主席、供应链经理; 2015年6月至8月, 任山东美瑞行政经理、采购经理; 2015年8月至2016年1月10日, 任美瑞新材监事会主席、行政经理、采购经理; 2016年1月11日至2021年8月, 任美瑞新材董事会秘书、行政经理。
前监事会主席	赵玮	1.90%	2006年3月毕业于东华大学材料科学与工程学院, 硕士研究生学历。2006年3月至2009年4月, 任烟台万华聚氨酯股份有限公司产品经理; 2009年4月至2014年6月, 任烟台美瑞生产部经理; 2014年6月至2015年8月, 任山东美瑞生产部经理; 2015-2019年, 任美瑞新材职工监事, 生产部经理。
监事会主席	宋红玮	0.72%	研究生学历, 毕业于浙江大学材料科学与工程。2008年至2014年, 于烟台万华聚氨酯股份有限公司从事聚氨酯技术研发工作; 2015年6月起, 于公司任RQ部经理, 负责技术研发和品质管控, 主要进行各种新型热塑性聚氨酯材料的配方, 工艺以及新产品研发工作。目前任公司监事会主席。

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

新建子公司美瑞科技, 向上游延伸产业链。2021 年公司同河南鹤壁煤化工、青岛瑞华共同建设控股子公司美瑞科技, 公司占股 55%, 青岛瑞华(执行事务合伙人为王仁鸿)占股 30%, 河南鹤壁煤化工占比 15%, 主要承担“聚氨酯新材料产业园一期项目”, 年产 12 万吨特种异氰酸酯一体化及配套公辅工程的建设与运营, 使公司向上游产业链延伸。

新建子公司美瑞上海, 开拓汽车行业市场。2022 年公司与瑞铌康企业管理(上海)合伙企业(有限合伙)、刘沪光共同投资设立美瑞新材企业发展(上海)有限公司, 其中公司占比 60%, 瑞铌康、刘沪光分布占比 25%和 15%, 美瑞上海将重点开拓公司 TPU 材料在汽车行业及相关领域的应用, 并配套进行相关的技术开发和市场营销。

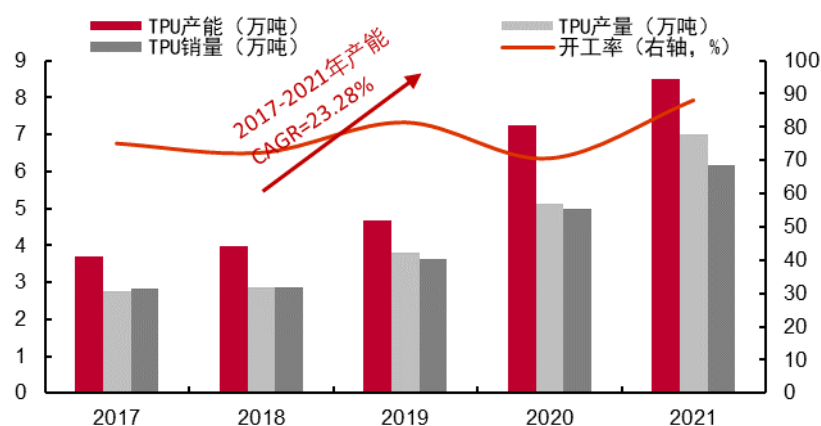
图表 6: 新建子公司助力发展

子公司名称	投资情况	公司业务	新建公司目的
美瑞科技	公司拟与河南能源化工集团有限公司签署战略合作协议, 并与其下属子公司河南能源化工集团鹤壁煤化工有限公司、项目的核心管理及技术人员组建的持股平台青岛瑞华投资合伙企业三方共同投资组建美瑞科技有限公司。美瑞科技首期注册资本为人民币 50,000 万元, 其中公司持股比例 55%; 鹤壁煤化工持股比例 15%; 瑞华持股比例 30%	年产 12 万吨特种异氰酸酯一体化及配套公辅工程	进一步推进在聚氨酯新材料产业链的布局, 美瑞新材拟投资建设“聚氨酯新材料产业园”(以下简称“项目”或“本项目”), 项目以生产聚氨酯新材料为主, 向上下游发展, 最终形成一个全产业链的聚氨酯新材料生产基地
美瑞上海	公司拟与瑞铌康企业管理(上海)合伙企业、刘沪光三方共同投资设立美瑞新材企业发展(上海)有限公司, 注册资本为人民币 1,000 万元, 其中公司以现金出资 600 万元, 持股比例 60%; 瑞铌康以现金出资 250 万元, 持股比例 25%; 刘沪光以现金出资 150 万元, 持股比例 15%。	化工产品生产(不含许可类化工产品); 化工产品销售(不含许可类化工产品); 塑料制品制造; 塑料制品销售; 合成材料制造(不含危险化学品)等	进一步开拓 TPU 产品在汽车行业及相关领域的应用, 推进在汽车行业的布局
美瑞新材料(河南)	注册资本为 100 万元, 公司持股比例为 100%		尚未开展经营活动
美瑞新材料股份有限公司	生态化工材料研究院由公司、青岛科技大学与开发区管委共建, 合作期限三年。项目计划投资 5,000 万元作为研究院的运营经费, 研究院登记注册美瑞新材料创新中心(山东)有限公司, 负责研究院日常运营。		将对围绕我国生态环境改善所面临的生态化工材料相关的重大科技问题和关键技术开展基础研究和应用基础研究, 拓宽领域, 获取原始创新成果和自主知识产权。

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

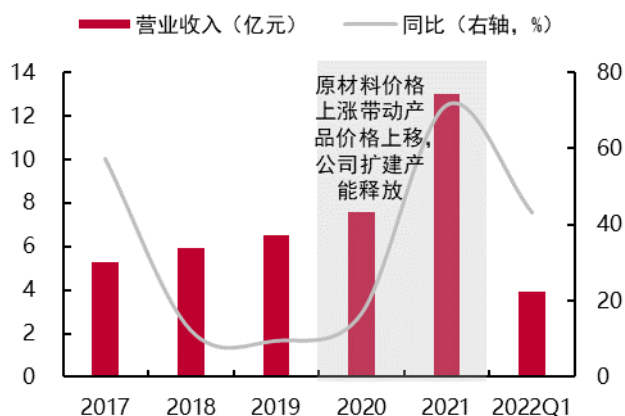
产能稳步释放，驱动公司业绩稳步提升。公司产能逐步释放穿越周期，稳步提升营收规模，2017-2021 年销量复合增速为 21.78%，公司的营收复合增速为 25.34%，归母净利润复合增速为 28.24%，公司 2021 年营收大幅上涨，达到 12.98 亿元，同比+71.47%，归母净利润为 1.19 亿元，同比+16.77%，主要系原材料价格上涨背景下，公司及时调整产品售价。2022Q1 营收为 3.91 亿元，同比+43.24%，公司归母净利润为 0.23 亿元，同比+0.49%。公司新增产能持续释放，产品结构持续优化营收规模持续向上。

图表 7：公司产能、产量、销量迅速提升



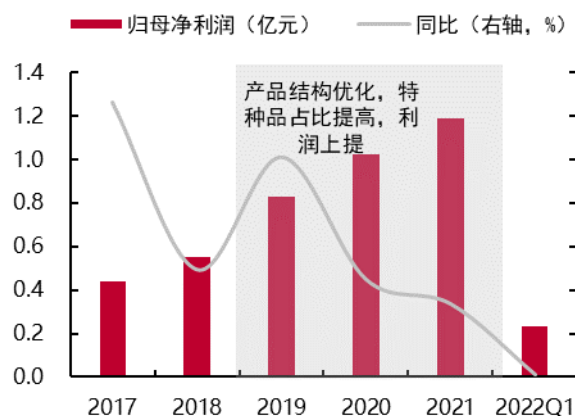
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：公司营收稳步增长



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：公司归母净利润显著提高

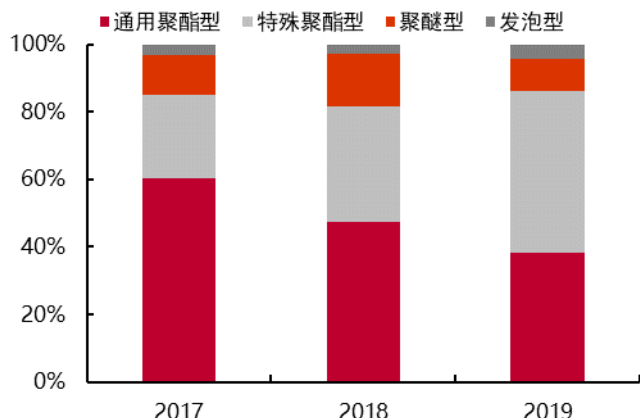


资料来源：Wind、中泰证券研究所

公司产品结构持续优化，特种品占比逐步提高。公司注重研发，从通用型 TPU 产品逐步研发中高端 TPU 产品并规模化生产，公司特种品 TPU 营收占比逐步提高，特种品销售收入从 2017 年的 39.82% 提升至 2019 年的 61.89%，成为公司第一大类产品，带动公司进军中高端市场。毛利方面，2017-2019 年间通用型聚酯毛利占比逐步下降，其他中高端

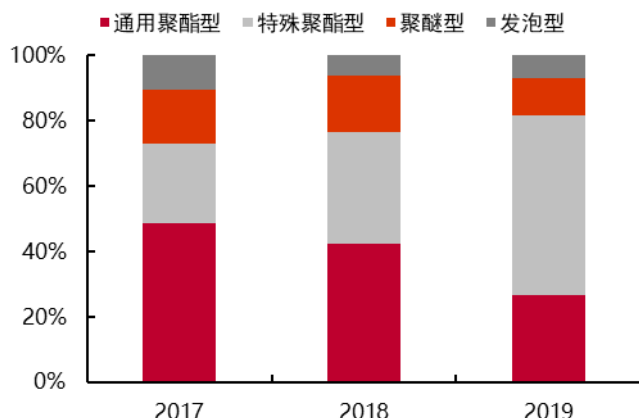
产品毛利占比逐步提高，2019 年特种品的毛利占比达到 73.25%。

图表 10: 特种品营收占比提高



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 特种品毛利占比提高

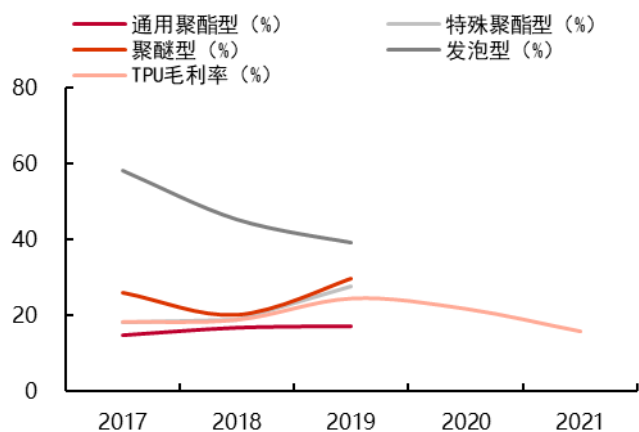


资料来源: Wind、中泰证券研究所

中高端产品占比高，毛利率水平较高。公司整体毛利率维持 15% 以上，2017-2019 年公司产品结构优化，毛利率水平从 18.18% 提升至 24.31%，2020 年以后随着原材料价格上行，导致公司产品毛利率略有下降，2021 年公司毛利率水平达到 15.73%。

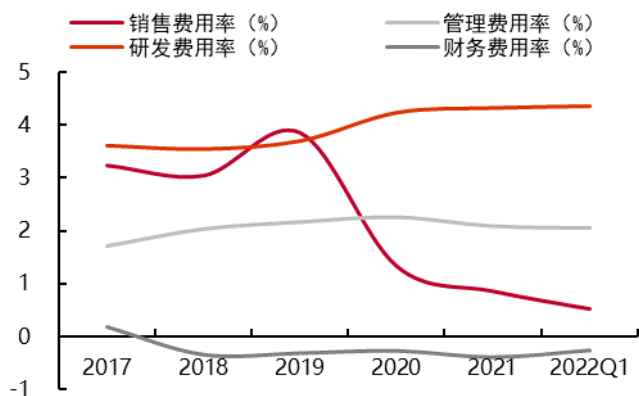
各项费用管理得当，期间费用率保持稳定。公司期间费用率持续维持较低水平，2020 年公司期间费用率显著降低，为 7.53%，主要是新收入准则将运费调入营业成本所致。2022 年 Q1 公司销售费用率，管理费用率，研发费用率和财务费用率分别为 0.51%，2.05%，4.35% 和 -0.26%。公司财务费用维持较低水平主要是因为公司资金管理情况良好。

图表 12: 公司各产品毛利率水平较高



资料来源: Wind、中泰证券研究所

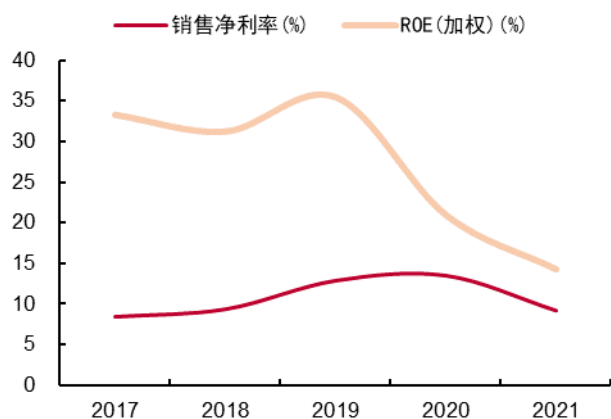
图表 13: 公司期间费用率水平较低



资料来源: Wind、中泰证券研究所

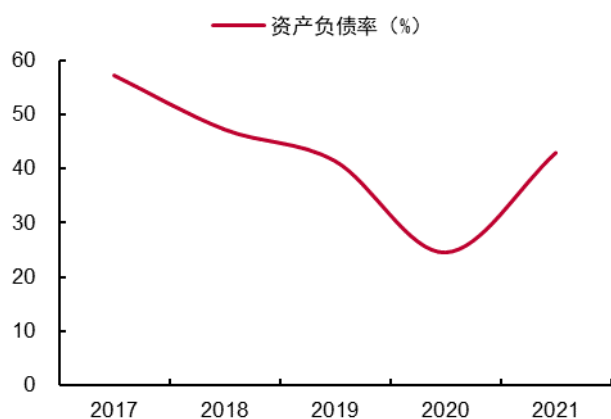
公司净利率水平维持 10% 上下，ROE 水平逐步降低。公司净利率一直维持 10% 上下波动，较为稳定。2021 年公司 ROE 水平略有下滑，主要因为原材料价格上涨，公司利润水平降低。公司资产负债率处于下降水平，自 2017 年后处于下降通道，2020 年上市后大幅下降至 24.59%。2021 年有所回升，相对于同行业内竞争对手依旧处于行业较低水平，风险相对较低。

图表 14: 公司净利率和 ROE 水平略有下滑



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 15: 资产负债率处于较低水平



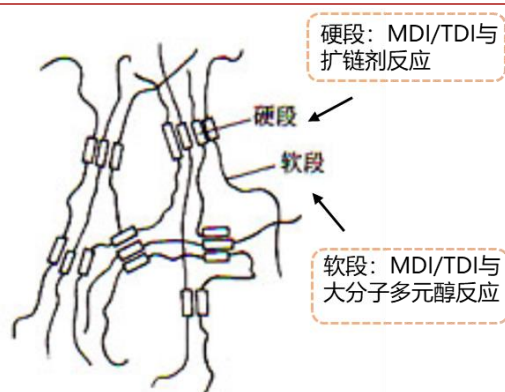
资料来源: Wind、中泰证券研究所

2、专注于 TPU 行业，募投助力产能倍增

2.1 TPU 产品：各项性能优异，行业壁垒较高

TPU 机械性能良好，可加工性优良。TPU 是由 MDI 或 TDI 等二异氰酸酯类分子和大分子多元醇、低分子多元醇（扩链剂）共同反应聚合而成的高分子材料。它的分子结构是由 MDI 或 TDI 和扩链剂反应得到的刚性嵌段以及 MDI 或 TDI 等二异氰酸酯分子和大分子多元醇反应得到的柔性链段交替构成的。软段和硬段交替排列，赋予 TPU 优良的性能。

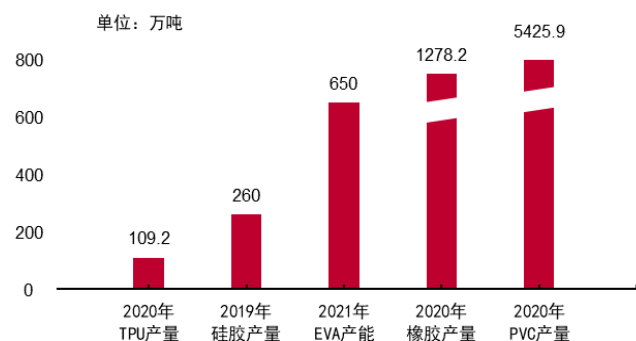
图表 16: TPU 结构图



资料来源：CNKI、中泰证券研究所

TPU 是一种绿色环保的新型高性能弹性体材料。属于聚氨酯弹性体，与通用的塑料与橡胶材料相比，TPU 具有硬度范围广、机械性能突出、耐高/低温性能优异、加工性能好、环保性能优良、可塑性强、可设计性强、透明性能优异等优越特性，其兼具橡胶的高弹性和塑料的易加工性，且具有能耗低、环保等显著优点，能有效替代 PVC、橡胶、EVA、硅胶等传统材料，2020 年全球产量约 109 万吨，相对于 PVC 等来说很小，其未来替代空间广阔。

图表 17: TPU 产品分子结构模型



资料来源：ANRPC、前瞻产业研究院、《石油石化行业：从全产业链视角解析 EVA、POE 发展》、中泰证券研究所

图表 18: TPU 产品性能优异



资料来源：汇泽实业公司官网、中泰证券研究所

按生产工艺分类，TPU 生产方法分为双螺杆法和传送带法。双螺杆法是一种一步法本体聚合连续生产工艺，该工艺采用较先进的连续生产线的技术和设备，成品率高，耗损低，比较适合通用型、大批量产品的生产。传送带法其反应温度较低，物料在传送带上和烘道中的平均停留时间长，适合相对分子质量要求窄的，小批量产品的生产。按软段结构 TPU 分类，主要可分为聚酯型、聚醚型、聚己内酯型和聚碳酸酯型。其中聚酯多元醇国内具备一定规模，常用原材料包括聚己二酸乙二醇酯等；其中聚醚型使用聚丙二醇醚较多，产品既具有橡胶的高弹性，也具有塑料的高强度，伸长率大，硬度范围广，应用领域广泛。按硬段结构分为氨酯型和氨酯脲型，分别由二醇扩链或二胺扩链获得。

图表 19: 公司 TPU 产品制备原理和应用领域

产品	工艺流程	应用领域
按照生产工艺分类	双螺杆法 ①保持一定温度的原料贮化系统，②计量与输送系统，③双螺杆反应挤出机，④水下切粒与后处理系统。	①反应在高温高压下进行，②由于反应温度较高，TPU 中低相对分子质量齐聚物的含量较低，③双螺杆反应挤出机捏合次数可达 7~15 次/s，甚至更高，具有自洗作用，对物料的剪切效率高，可以防止硬节与凝胶粒子的产生，④生产能力大，产品性能稳定，特别适用于大批量产品的生产
	传送带法 ①采用计量与输送系统将物料打入高速混合器中混合，②将物料连续排放到带加热装置，③经烘道(或烘箱)进行熟化，④破碎、造粒制得产品。	其反应温度较低，物料在传送带上和烘道中的平均停留时间长，适合相对分子质量要求窄的，小批量产品的生产
按软段结构分类	聚醚型 TPU 使用多元醇醚代替多元醇酯作为软段的 TPU	聚醚型聚氨酯弹性体是一种介于一般橡胶与塑料之间的材料既具有橡胶的高弹性又具有塑料的高强度它的伸长率大、硬度范围宽[应用领域非常广泛
	特殊聚酯型 TPU 使用聚己内酯二醇等特殊多元醇作为软段的 TPU	优异的抗拉伸撕裂性能、耐磨性、耐高/低温性能、耐候性能、弹性和韧性

资料来源：《聚醚型聚氨酯弹性体的制备及改性》、CNKI、中泰证券研究所

国内 TPU 行业处于成长期。TPU 最早由德国拜耳公司于 1958 年研制成功。随后，德国巴斯夫、美国诺誉、陶氏化学等化工企业也相继研制成功。20 世纪 70 年代，日本引进德国 TPU 生产设备。随后，TPU 生产技术从日本传入中国台湾。中国大陆从 20 世纪 80 年代开始接触 TPU 生产技术，但一直未实现研发与工艺上的突破。90 年代以后，随着市场对 TPU 材料的需求增长，大陆企业开始进行 TPU 的生产、销售。从产业生命周期来看，国内的 TPU 行业正处于成长期，市场前景广阔。

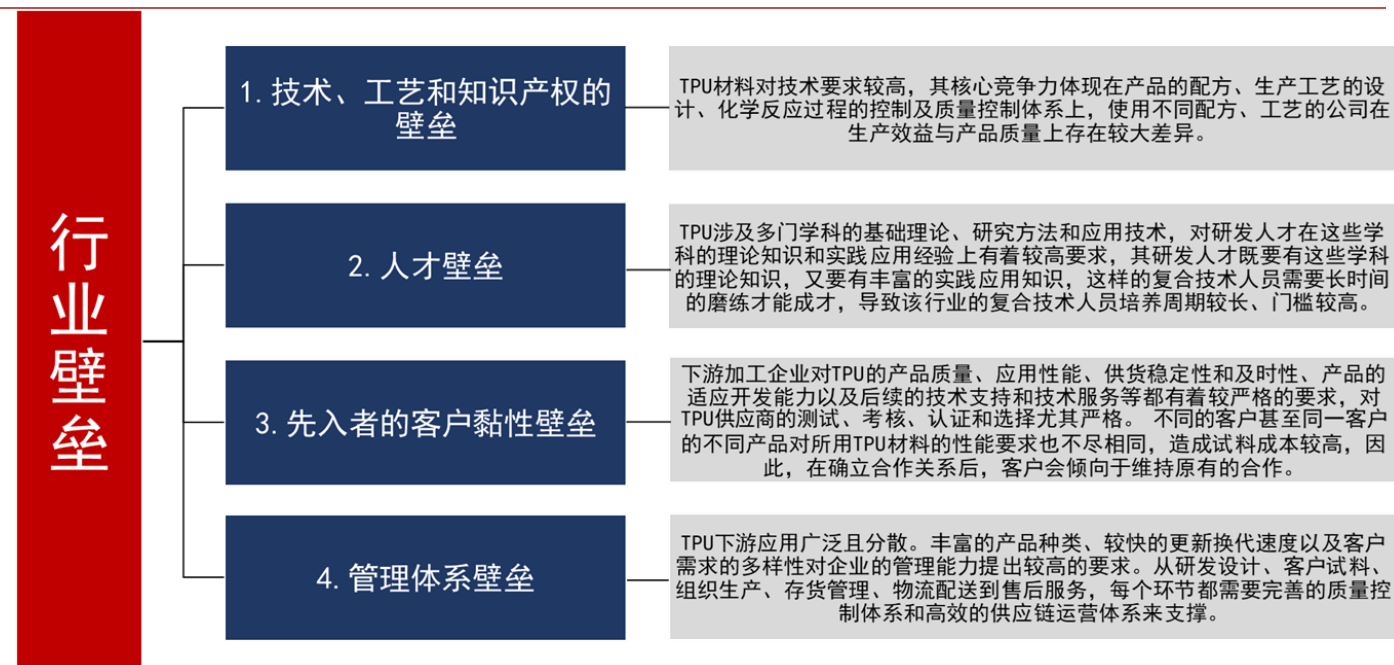
图表 20: 国内 TPU 行业处于成长期



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

TPU 行业具有较高的行业壁垒。主要分为四个方面，技术、工艺和知识产权壁垒，人才壁垒，先入者的客户粘性壁垒和管理体系壁垒。

图表 21: TPU 行业进入壁垒较高



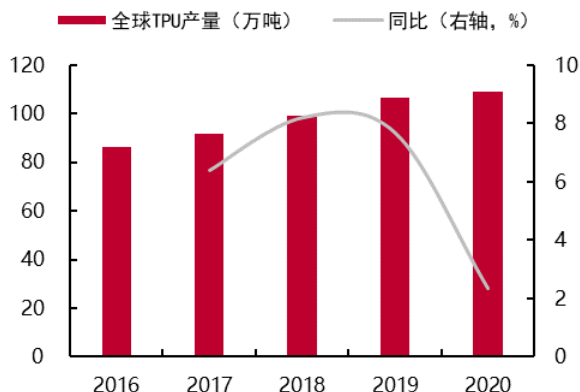
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

2.2 TPU 行业：国内 TPU 产能逐步释放，高端产品需求增加

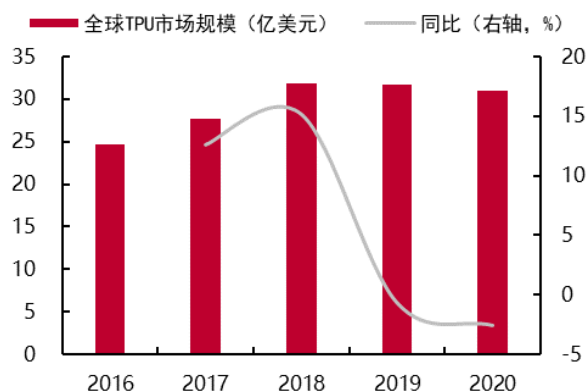
全球 TPU 市场稳步扩容。供给方面，2016 年全球 TPU 行业产量约为 86.1 万吨，至 2019 年行业产量增至 106.7 万吨，2016-2020 全球 TPU 产量 CAGR 为 6.1%，2020 年在疫情影响下行业产量整体仍有微幅增长，全球 TPU 产量为 109.2 万吨，增速为 2.34%。**需求方面**，作为新材料行业中的朝阳产业，全球需求日益增长。2016-2020 年全球 TPU 需求 CAGR 为 5.9%，其中，2020 年受疫情影响企业销量与售价均有所承压，行业市场规模小幅下降至 31 亿美元左右。

图表 22: 全球 TPU 产量持续增长

图表 23: 疫情影响全球 TPU 需求略有下滑



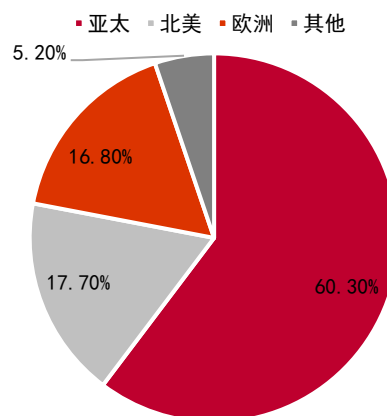
资料来源：立鼎产业研究中心、中泰证券研究所



资料来源：立鼎产业研究中心、中泰证券研究所

全球 TPU 需求量主要集中于亚太地区。亚太地区，北美和欧洲占据了全球 TPU 需求的 94.8%，亚太地区 TPU 需求占全球 60.3%。

图表 24: 2020 全球 TPU 需求主要集中在亚太地区



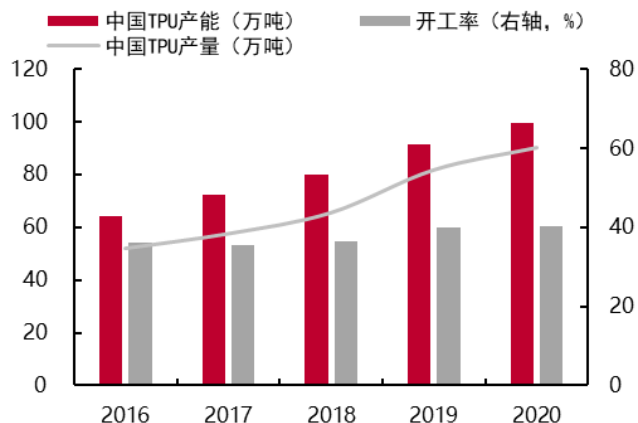
资料来源：立鼎产业研究中心、中泰证券研究所

国内 TPU 行业起步较晚，目前处于成长期。中国 TPU 行业整体起步较晚，目前阶段我国 TPU 行业产能逐步增多，新增产能陆续释放，2017-2020 年 TPU 开工率稳步提升，2020 年开工率达到 60.4%，2016-2020 年国内 TPU 产量 CAGR 为 14.7%。2020 年我国 TPU 产量 60.1 万吨左右，超过全球 TPU 产量的二分之一，成为全球重要生产地。

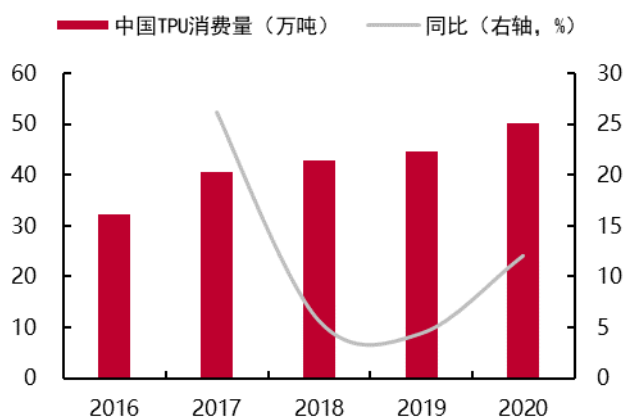
中国 TPU 消费量高速增长。TPU 在国内应用广泛，下游需求带动其稳定增长，2016-2020 年我国 TPU 消费量稳步增长，CAGR 为 11.8%。虽然 2020 年受到疫情影响，但我国 TPU 消费量突破 50 万吨，同比增速 12.1%，远超全球的 TPU 需求增长速度，我国 TPU 市场进入加速成长阶段。

图表 25: 中国 TPU 供给呈上升趋势

图表 26: 中国 TPU 需求稳定增长



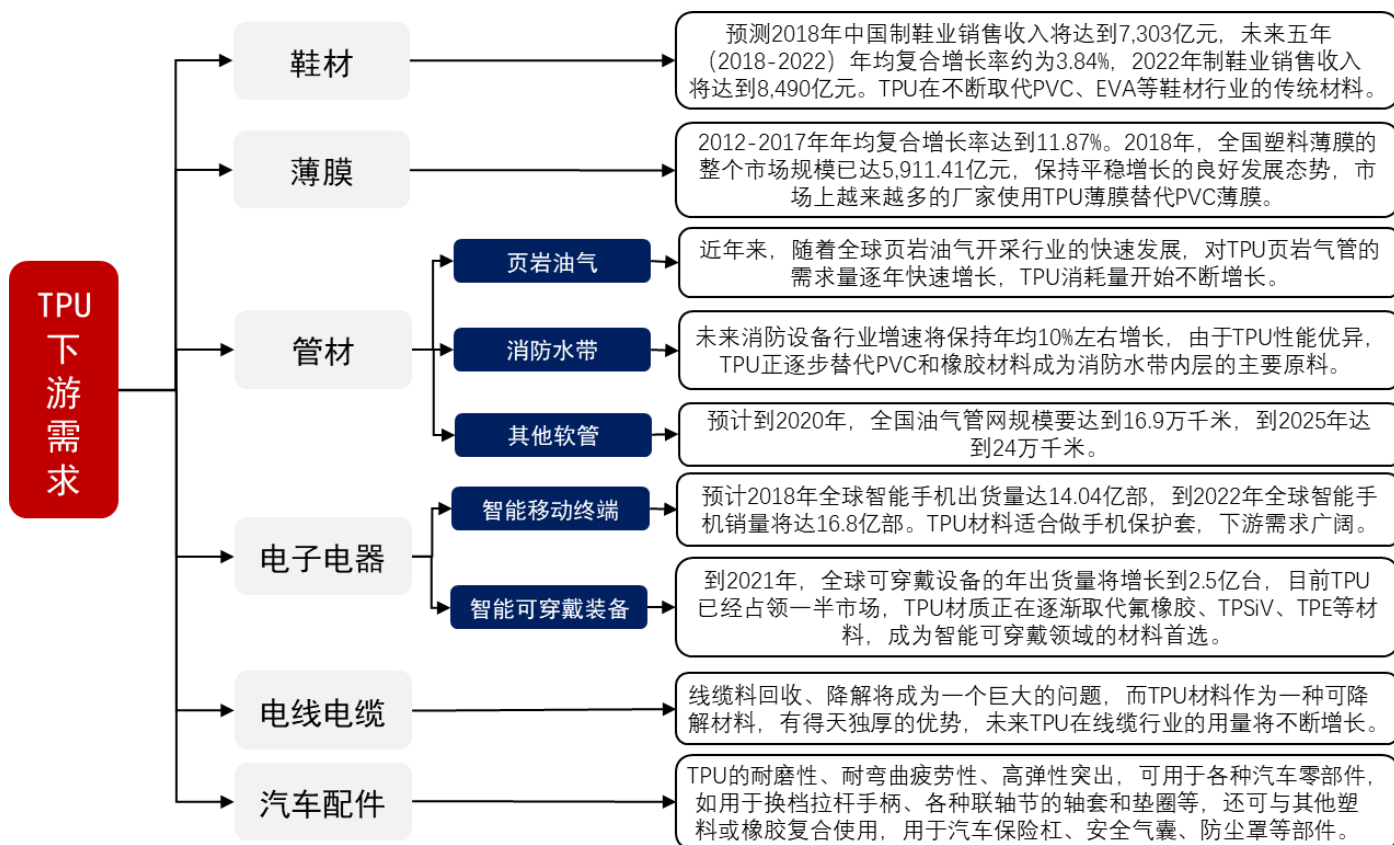
资料来源：天天化工网、中泰证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

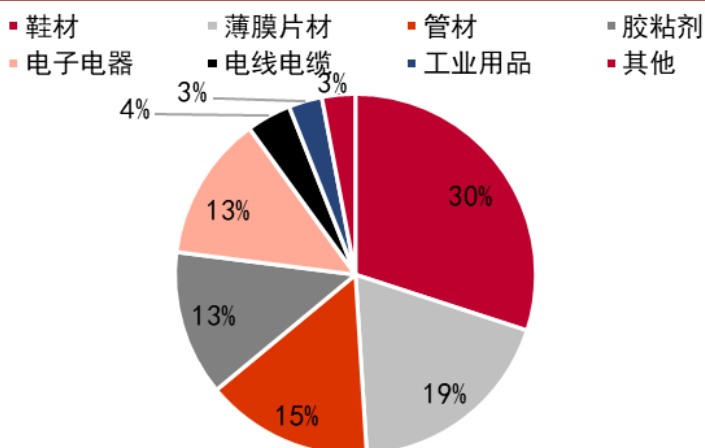
TPU 材料应用范围广，下游需求旺盛。TPU 具有硬度范围广、机械性能突出、耐高/低温性能优异、加工性能好、环保性能优良、可塑性强、可设计性强、透明性能优异等优越特性，其既有橡胶材料的高弹性，又有工程塑料的高强度。TPU 主要应用于管材、薄膜、电子电器、鞋材、汽车配件、改性包胶、工业传动、胶黏剂、电线电缆等领域，其中鞋材占比 30%，薄膜占比 19%，管材占比 15%，胶粘剂 13%，电子电器占比 13%，电线电缆占比达 4%。

图表 27: TPU 下游需求情况



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

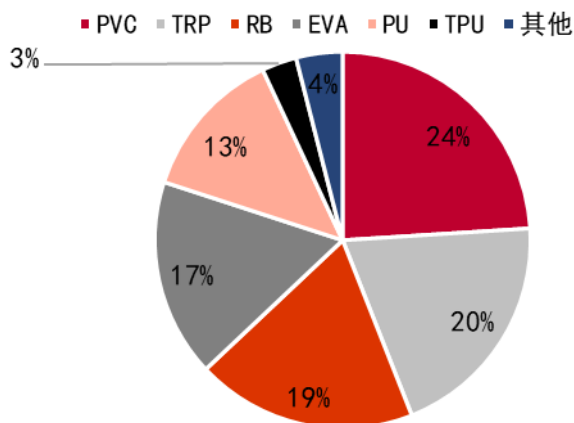
图表 28: TPU 下游鞋材占比最大



资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

TPU 产品替代 EVA 等用于鞋面和鞋底材料。与传统鞋底材料相比,TPU 性能优势明显,用量日益增加,根据环球聚氨酯网数据,2018 年 TPU 在运动鞋中大概占到 10%左右,在整个鞋类型中占到 3%左右,在鞋底中消耗占比超过 50%。TPU 薄膜鞋面具有优异的性能和无需人工裁剪的加工方式,2009 年以来,中高端运动鞋鞋面开始逐渐大面积使用 TPU 薄膜鞋面材料替代 PU 超细纤维革和 PU 太空革。ETPU 材料具有更卓越的回弹性和减震特性,例如阿迪达斯采用的 BOOST 鞋底采用发泡型 TPU 制成,可有效吸收跑步过程中足部的冲击,高回弹效应可反馈大量能量,为跑步者带来良好体验。

图表 29: 2018 年 TPU 在鞋材原材料市场占比较小

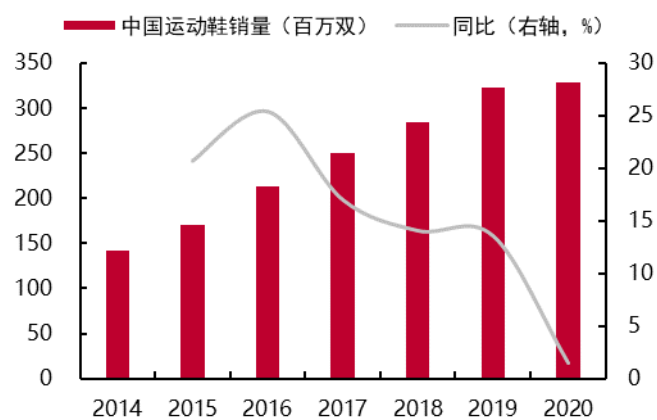


资料来源：环球聚氨酯网、中泰证券研究所

运动鞋需求带动聚氨酯行业景气。我国是全球第一大鞋业产地和出口国,产量占全球总量的比重超过 50%,其中聚氨酯鞋材是出口的主要品种之一。中投顾问产业研究中心预测,中国运动鞋销量 2018 年-2022 年均复合增长率约为 3.84%,2022 年制鞋业销售收入将达到 8,490 亿元。从 TPU 消耗量上看,2016-2018 年 CAGR 为 7.9%。随着高端运动鞋的

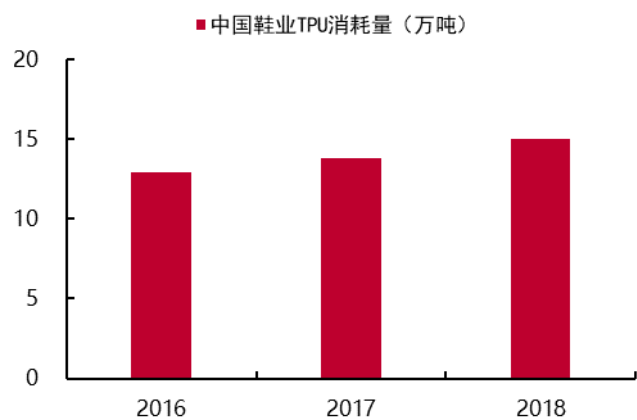
普及，TPU 需求进入加速放量阶段。

图表 30: 中国运动鞋销量逐年增长



资料来源: Statista、中泰证券研究所

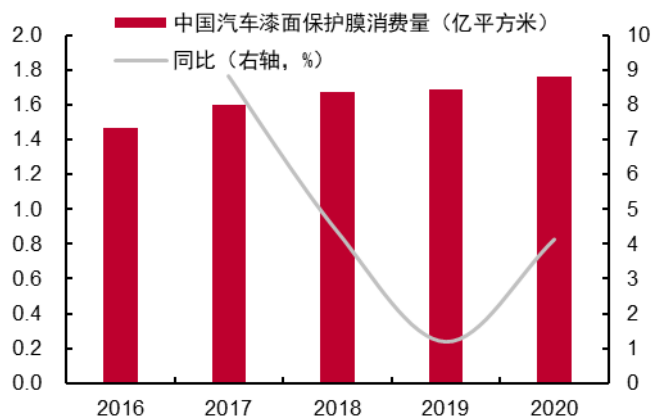
图表 31: 中国鞋业 TPU 消耗量呈增长趋势



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

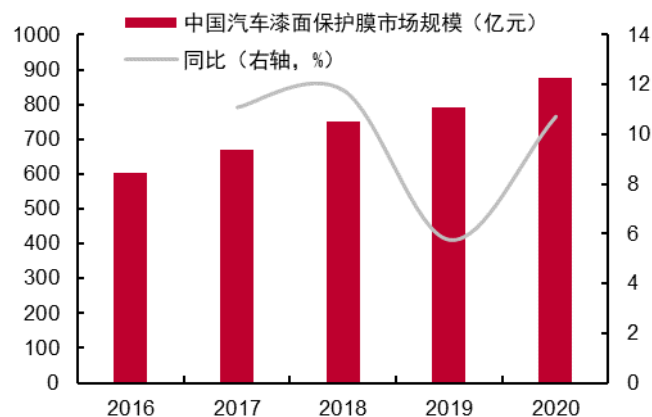
汽车漆面保护膜市场需求逐步增大。随着汽车保有量的升高，汽车市场发展趋近成熟，中国汽车漆面保护膜消费量逐年增长。根据华经产业研究院，2020年中国汽车漆面保护膜消费量为1.76亿平方米，同比上涨4.14%，2016-2020年CAGR为4.60%。市场规模方面，从2016年的约604亿元上升至2020年的878亿元，年均复合增速约为9.8%。

图表 32: 中国汽车漆面保护膜消费量稳定增长



资料来源: 华经产业研究院、中泰证券研究所

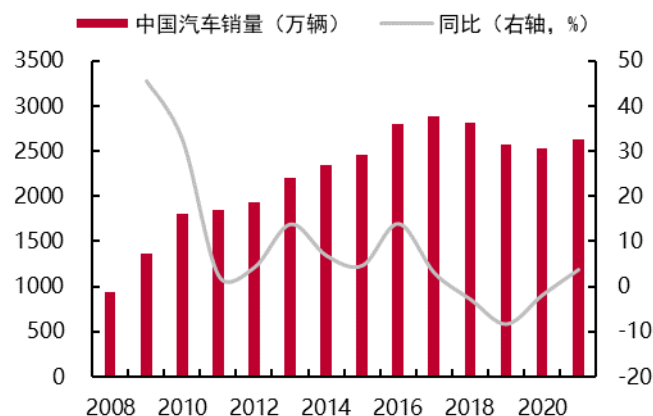
图表 33: 中国汽车漆面保护膜市场规模逐年增长



资料来源: 华经产业研究院、中泰证券研究所

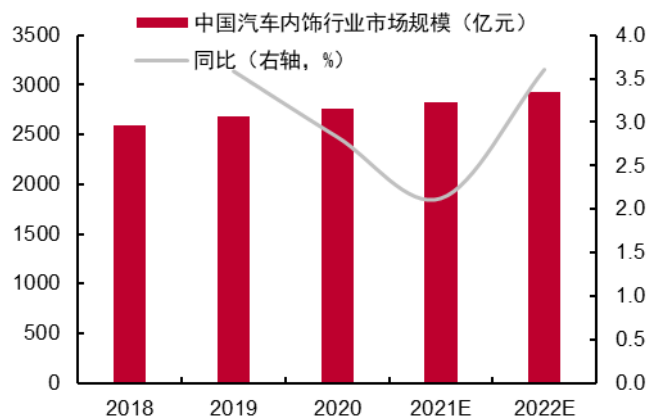
TPU 及其复合材料带动汽车实现塑料化。目前在轿车中应用的塑料件材料主要是 PP (聚丙烯)、PVC (聚氯乙烯)、PU 和 PA (尼龙) 四种材料，现代汽车工业正在向绿色环保、轻量化、舒适安全的方向发展，聚氨酯材料正在逐步替代部分金属及传统橡塑部件，聚氨酯用量已成为衡量轿车质量的重要标志之一。欧美地区 TPU 产品发展起步较早，目前汽车应用占比已超过 15%，全球汽车弹性体市场预计在 2016 年-2022 年将以 5.9% 的年均复合增长率增长，而亚太地区 TPU 产品在汽车上的应用尚不足 10%，随着我国经济发展与消费升级，高端汽车的市场需求将快速增长，车用 TPU 市场潜力巨大。

图表 34: 中国汽车销量保持增长趋势



资料来源: 中国汽车工业协会、中泰证券研究所

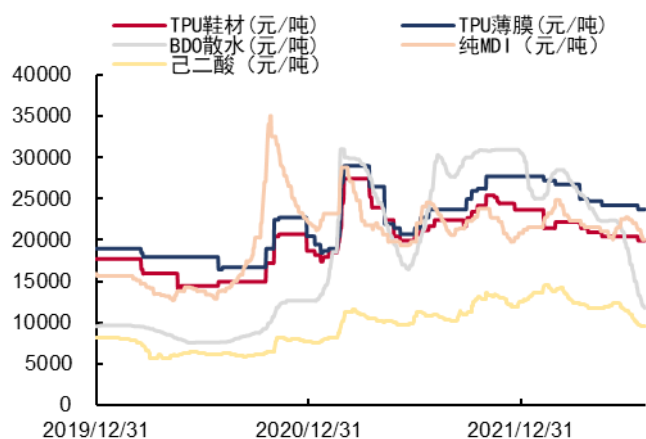
图表 35: 中国汽车内饰市场规模未来向好



资料来源: 华经产业研究院、中泰证券研究所

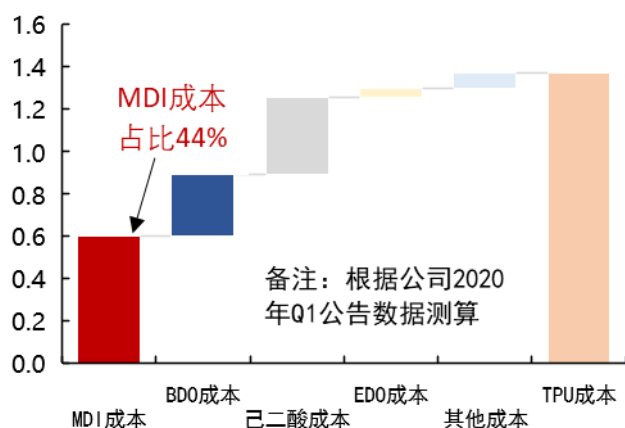
TPU 原料成本占比较高，价格受原料影响较大。原材料成本占 TPU 成本较高，TPU 成本中原材料部分占比达到 80%以上，TPU 售价受到原材料影响较大。TPU 产品中 MDI, BDO 和己二酸三种原材料成本占据中成本 80%以上，其中 2019 年 MDI 单项成本占公司 TPU 产品成本达到 44%。通过复盘：2020 年由于美国 MDI 厂家遭遇不可抗力纷纷停产减产且亚洲 MDI 厂家例行检修，供给端货源紧张，原材料 MDI、价格上涨，导致 TPU 生产成本增加，价格上涨至 3 万元/吨左右，后原材料价格下行，其价格也随之回落。目前 TPU 价格维持 2-2.5 万元/吨左右。

图表 36: TPU 及其原材料价格



资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

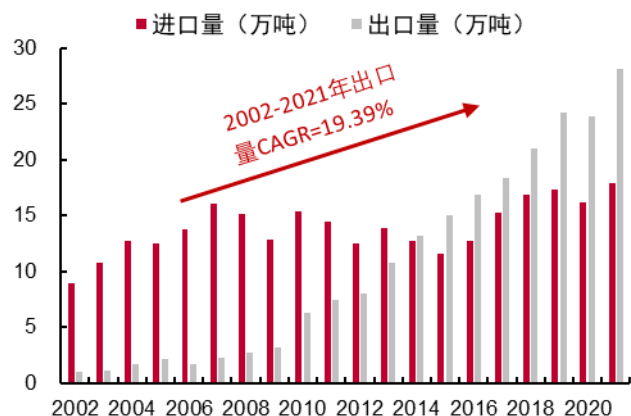
图表 37: TPU 单吨成本拆分 (万元/吨)



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

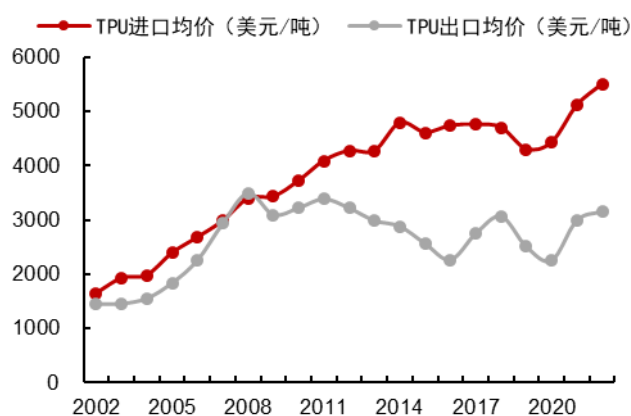
低端产品出口稳步提升，高端市场进口替代空间较大。从进出口量上看，2002-2022 年我国出口量由 0.97 提升至 28.15 万吨，CAGR 为 19.39%，呈现稳步提升的态势，进口量维持 10-15 万吨；从价格上看，国内进口 TPU 价格在 5000 美元/吨左右，国内出口价格为 2500 美元/吨左右，我国 TPU 生产规模虽然高，但在细分领域缺乏优势。对于中高端市场，巴斯夫、亨斯迈等跨国公司技术优势突出，占据国内中高端市场的主要份额。随着公司产品结构持续优化，在高端 TPU 方面国产替代有望加速。

图表 38: 中国 TPU 出口量逐年增长



资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 39: 中国 TPU 进口价格高于出口价格

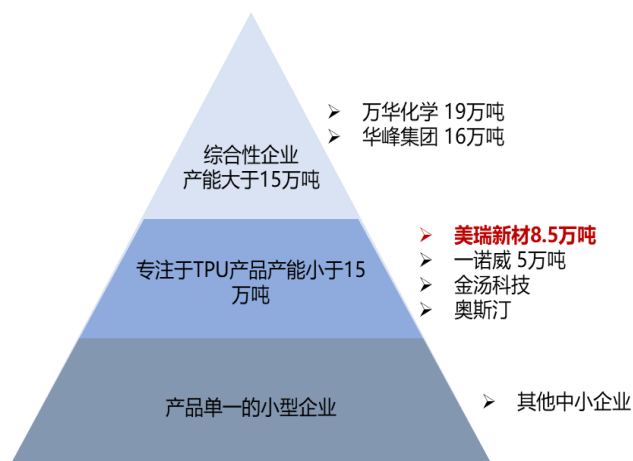


资料来源: Wind、中泰证券研究所

2.3 公司优势: 专注于 TPU 研发, 募投产能推动公司业绩倍增

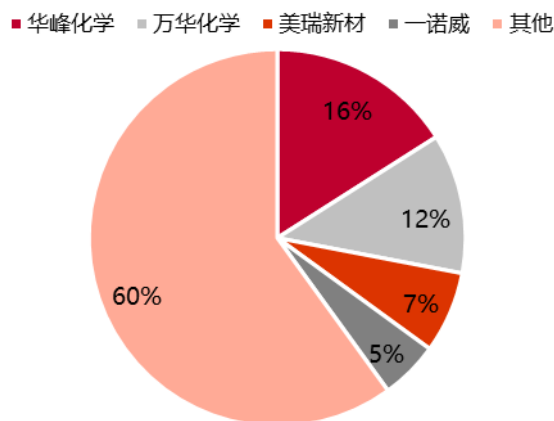
TPU 行业企业竞争各有所长。国内 TPU 生产企业大致分为三种类型: 第一类是以万华化学为代表的拥有 MDI、多元醇或己二酸等主要原材料规模化生产能力的化工企业, 其拥有雄厚的化工生产基础、产业链长、整体规模大, 业务领域也不限于 TPU 行业。第二类是专注于 TPU 的研发生产, 并以技术创新和专业服务为核心的企业, 近年来成长迅速, 技术实力较强, 在市场开发、客户服务等方面体现出竞争优势, 在细分市场发展较快。第三类是数量众多的小型企业, 产品单一、技术含量低、生产环境存在不同程度的安全或环保问题。具有较弱的竞争力。

图表 40: 2021 年中国 TPU 行业格局



资料来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

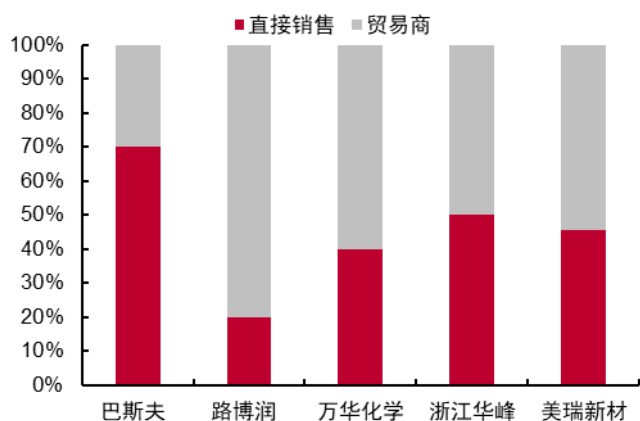
图表 41: 2020 中国 TPU 市场竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

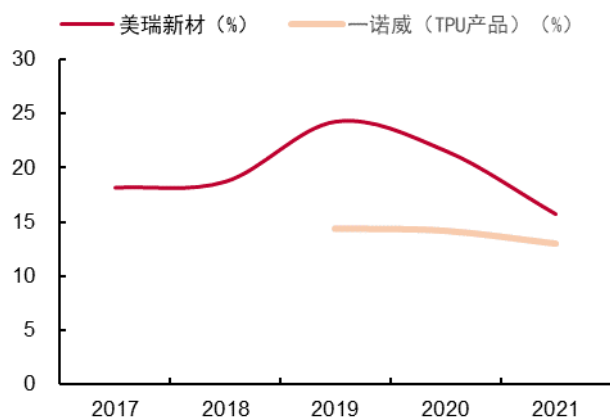
公司高端产品占比高，带来较高毛利率水平。基于 TPU 中高端产品个性化产品需求以及下游应用广而分散等特征，“直销+贸易商”的销售模式在整个 TPU 行业中普遍存在。以巴斯夫为代表的生产商主要提供聚酯型、发泡型产品，其销售模式以直接销售为主，贸易商模式占比相对较小；以万华化学、一诺威为代表的主要提供通用聚酯型产品的生产商，则以贸易商模式为主。公司直销产品和分销产品各半，2019 年公司特种产品占比为 61.89%。公司 TPU 毛利率始终维持 15% 以上，2019 年最高达到 24%，主要是因为公司高端产品布局，同行业公司一诺威 2019-2021 年毛利率分别为 14%，14% 和 13%，远低于公司。

图表 42: 2018 年各公司直销分销比例



资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 43: 公司 TPU 毛利率高于行业其他公司



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

TPU 企业快速扩建产能。2020 年以来，TPU 产业代表性企业的投资动向主要包括上市 IPO、早期融资和通过对子公司增资的方式投资 TPU 生产基地项目，其中美瑞新材投资建设 TPU 产能居行业首位，新建产能达到 20.8 万吨 TPU 项目，其中包括 8000 吨高端膨胀型 TPU 产品；TPU 行业龙头万华化学 2021 年新建 12 万吨，华峰化学 2020 年新建 5 万吨 TPU 产能，其他公司如汇得科技和一诺威 2020 年新建 TPU 产能分别为 1.5 万吨和 6 万吨。

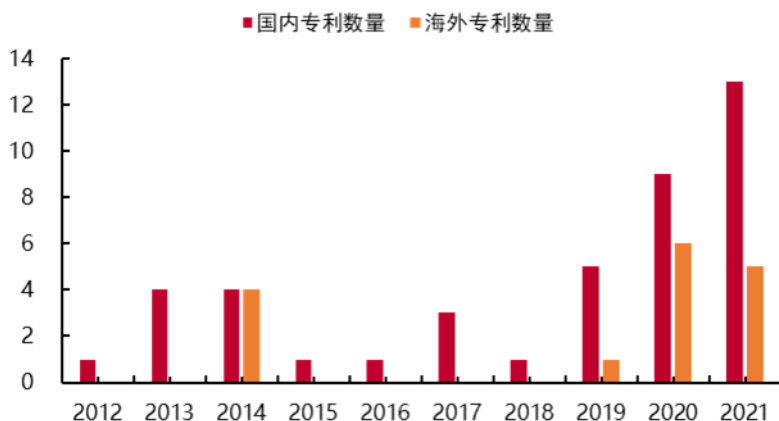
图表 44: TPU 企业快速扩建产能

时间	公司	金额	投资信息
2021 年	万华化学	5.14 亿	12 万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建，预计 2021 年投产 7 万吨，2024 年投产 5 万吨
2020 年 8 月	华峰化学	3302 万	温州市申报的华峰热塑性聚氨酯有限公司新增年产 5 万吨热塑性聚氨酯 (TPU) 产品技改项目成功获增强万吨热塑性聚氨酯 (TPU) 产品技改项目成功获增强
2021 年	美瑞新材	4.41 亿元	3 万吨 TPU 项目扩建扩大为 20 万吨 TPU 项目，2022 年建设 10 万吨，2023 年建设 10 万吨，8000 吨膨胀型 TPU 项目，2021 和 2022 年分别 3000 吨，2023 年 2000 吨。
2020 年	汇得科技		公司在福建省福鼎市在建的“年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目”一期项目已建成投产，新增产能 1.5 万吨/年热塑性聚氨酯弹性体 (TPU)。
2020 年 10 月	一诺威	5 亿	公司年产 34 万吨聚氨酯系列产品扩建项目，达产后将实现销售收入 35 亿元，利税 3.5 亿元，其中 TPU 产能为 6 万吨。

资料来源：公司公告、CEICO、中泰证券研究所

公司具备研发优势，推动未来产品创新。公司注重研发，具备较强研发优势，2015-2021 年公司获批专利数量逐年增加，2021 年公司获批专利数量共计 18 个，国内专利 13 个，海外 5 个。截至 2021 年末，公司累计共获得专利 58 项，其中美国、欧洲韩国等境外授权发明专利 16 项，国内发明专利 31 项，实用新型 11 项。

图表 45: 公司获批专利数量逐年增长



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 46: 公司获批专利较多

年份	专利号	专利名称	专利类型
2020	2020201910109	一种自动除屑水箱	实用新型
	2020201910310	一种双螺杆挤出机造粒模头	实用新型
	2020201910274	一种液体助剂集中配置供给系统	实用新型
	2020214437700	一种反应釜自动加液体催化系统	实用新型
	202010160858X	一种用于尼龙弹力布粘接的湿固化聚氨酯热熔胶及其制备方法	发明专利
	2020103429368	一种离子型聚氨酯热熔胶泡沫制品及其制备方法	发明专利
	2020112885868	高强度哑光热塑性聚氨酯弹性体组合物及其制备和应用	发明专利
	2020113098446	一种制备发泡热塑性聚氨酯鞋中底的方法和设备	发明专利
	202010476112X	一种个人洗护用电子产品包胶手柄的制备方法	发明专利
	2020112857868	一种增强增韧的TPU材料及其制备方法	发明专利
	2020109469335	一种TPU发泡珠粒的制备方法及其产品	发明专利
	2020101754054	一种强磁性弹性体腕带的制备方法	发明专利
	2020110487476	一种疏水性聚酯多元醇及基于其制备的聚氨酯弹性体	发明专利
	2020110834683	可在低温下多次软化的高硬热塑性聚氨酯树脂及其在异型材成型方面的应用	发明专利
	202011161491X	一种抗汗液的材料及其制备与应用	发明专利
	2020110417562	一种增粘添加剂及其在木工胶水方面的应用	发明专利
	2020109477030	一种聚氨酯发泡材料及其制备方法	发明专利
	2021206348678	一种塑料颗粒除湿干燥系统	实用新型
2021	2021100087787	利用PLA回收料制备PLA-PPC-PU共聚合金的方法及其产品应用	发明专利
	202110282153X	PVC接枝改性的水性聚氨酯胶粘剂及其制备和应用	发明专利
	2021103361209	具有生物相容性和高强度耐高温高回弹性的改性聚氨酯及其制备和应用	发明专利
2022	2022200640667	一种料跺扫描识别装置	实用新型

资料来源：国家专利局、中泰证券研究所

募投扩建 TPU 产能,进军行业第一梯队。公司产能产量逐年稳步增长,公司 TPU 产能从 2017 年的 3.68 万吨扩建到 2021 年 8.5 万吨,产能释放带动营收逐年稳步增长。2020 年公司上市募投 3 万吨 TPU 项目和 8000 吨膨胀 TPU 产能,建设周期均为 3 年,公司对未来市场保持乐观态度,2021 年公司将 3 万吨 TPU 项目修改为 20 万吨 TPU 项目,一期二期分别建设 10 万吨,产能根据市场情况分阶段逐步释放,预计 2023 年底达产,达产后公司预计进入 TPU 行业第一梯队。

向上游产业链延伸,并布局 PBS 业务。公司与河南鹤壁煤化工设立控股子公司美瑞科技建设 12 万吨特种异氰酸酯项目,向产业链上游延伸,未来可实现部分核心原材料自供,降低生产成本;同时公司与鹤壁煤化工签署战略合作协议生产 PBS (生物可降解塑料),目前处于市场开发和试验阶段。

图表 47: 公司在建产能情况

序号	公告时间	项目名称	总投资额 (亿元)	计划使用募投资金 (亿元)	地点	具体产品	达产带来净 利润(亿 元)	达产时间
1	2020年6月	8000吨膨胀型TPU项目	0.75	0.75	烟台市	ETPU	0.34	2021年3000吨, 2022年3000吨, 2023年2000吨
2	2021年3月	3万吨TPU项目扩建为20万吨TPU项目	3.66	1.365亿元后续公司使用自有资金或融资	烟台市	TPU	3	2021年建设完成10万吨,2023年前全部达产
3	2021年10月	与鹤壁煤化工在PBS领域开展合作						处于市场开发和验证阶段
4	2022年3月	聚氨酯新材料产业园一期12万吨特种异氰酸酯一体化及配套公辅工程	15	公司自有资金和融资	鹤壁市	上游特种异氰酸酯	实现特种TPU部分核心原材料的自供	2024年9月

资料来源:公司公告、中泰证券研究所

3、聚氨酯一体化项目落地，公司业绩有望快速提升

3.1 聚氨酯一体化项目：多方股东合作共赢，产业链一体化打通

审批手续逐一落地，聚氨酯一体化项目即将动工。根据河南省生态环境厅信息，公司子公司美瑞科技（河南）的聚氨酯产业园一体化项目环评于6月通过。在此之前，公司的能评以及两高项目审批均已通过，且河南省发改委已经同意公司聚氨酯产业园项目的“两高”项目建设。未来等安评落地，公司的HDI项目即将开始开工建设。

图表 48: 公司聚氨酯项目已通过环评审批



资料来源：河南省生态环境厅、中泰证券研究所

聚氨酯一体化项目以 HDI 为核心产品。根据河南省生态环境厅信息，公司 HDI 项目分为 2 期。其中，一期项目投资 15 亿元，建设年产 12 万吨特种异氰酸酯（其中 HDI 的 10 万吨，CHDI 的 1.5 万吨，PPDI 的 0.5 万吨），年产 15 万吨硝基苯胺，年产 12 万吨苯二胺，年产 10 万吨环己烷二胺，配套公辅工程；二期项目投资 37 亿元，建设年产 20 万吨 HDI 等产品。

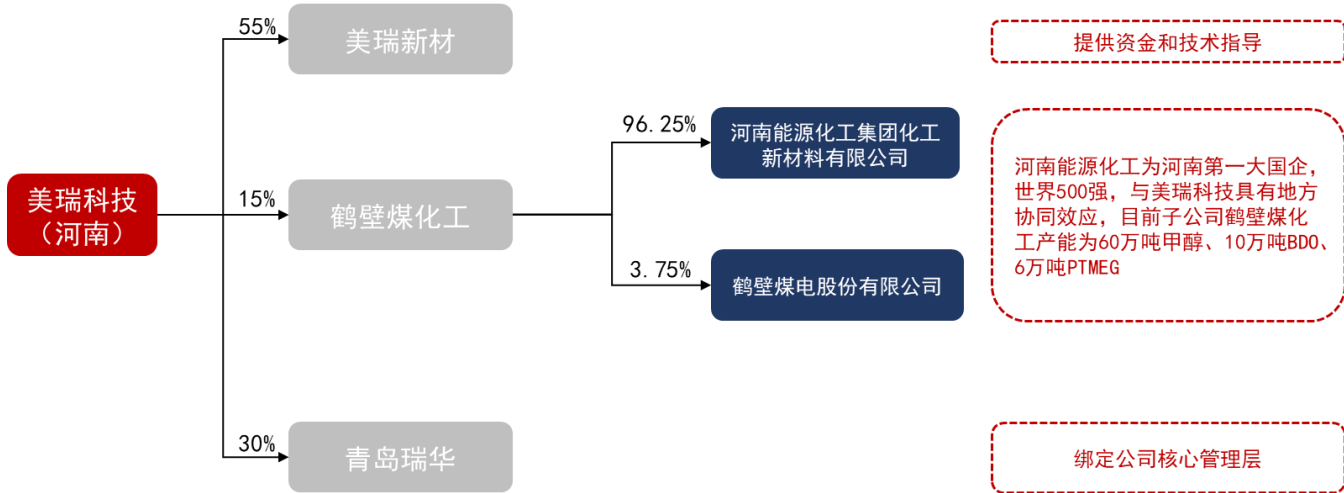
图表 49: 聚氨酯项目以 HDI 为核心产品

建设项目	投资金额	建设地点	新建产能	建设周期
聚氨酯产业园一体化项目（一期）	15 亿元	河南鹤壁	12 万吨特种异氰酸酯（其中 HDI 10 万吨，CHDI 1.5 万吨，PPDI 0.5 万吨），年产 15 万吨硝基苯胺，年产 12 万吨苯二胺，年产 10 万吨环己烷二胺，配套公辅工程	18 个月
聚氨酯产业园一体化项目（二期）	37 亿元	河南鹤壁	20 万吨特种异氰酸酯（HDI），年产 15 万吨硝酸，年产 12 万吨二硝基苯，年产 8 万吨苯二胺，年产 4 万吨间苯二酚，年产 6 万吨二元醇，配套 HCl 循环利用装置、水煤浆制合成气装置及其他公辅工程	

资料来源：公司公告、河南省生态环境厅、中泰证券研究所

HDI 项目由美瑞子公司承担，多方股东保证共赢。根据天眼查信息，公司持有子公司美瑞科技（河南）的 55% 的股份，青岛瑞华持有 30% 股份，河南能源集团持有 15% 的股份。青岛瑞华绑定美瑞新材核心管理层，充分绑定了 HDI 项目核心员工利益。而河南能源作为河南省第一大国有企业，其参股保证了该项目各项资源审批和当地配套供应。这一股权结构充分实现了项目落地后的多方股东共赢。

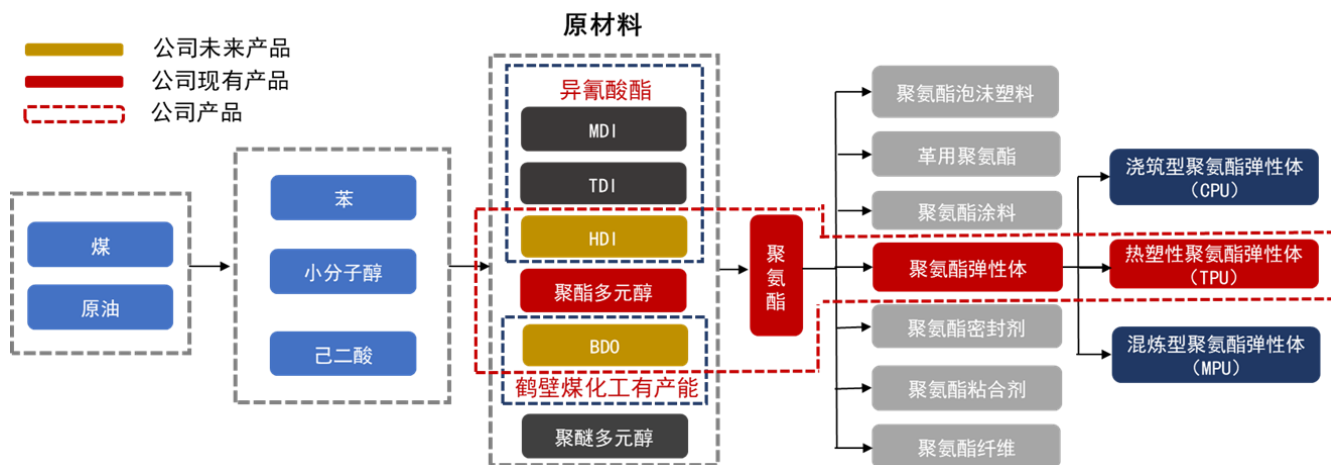
图表 50: 子公司美瑞科技负责 HDI 项目



资料来源: Wind、公司公告, 中泰证券研究所

产业链一体化彻底打通。公司目前主要生产 TPU 产品,集中于整个 TPU 产业链中游部分,上游原材料端仅有聚酯多元醇自备。子公司美瑞科技（河南）现在投资建设聚氨酯一体化产业园共计 52 亿投资,一期 12 万吨的特种异氰酸酯（其中 HDI 10 万吨, CHDI 1.5 万吨, PPDI 0.5 万吨）,其中 HDI、CHDI 和 PPDI 等特种异氰酸酯帮助公司 TPU 产业链向上游延伸;且子公司美瑞科技（河南）的合资股东鹤壁煤化具有 10 万吨的 BDO 产能,继续补充了公司 TPU 的上游原材料多元醇的缺口,让公司的 TPU 产业链一体化彻底打通。

图表 51: HDI 是特种 TPU 的核心原材料

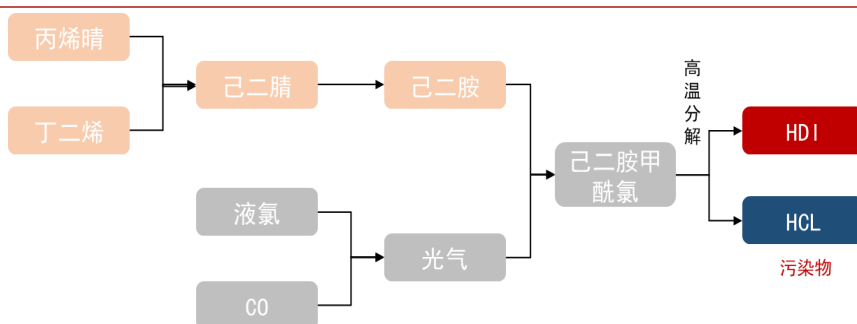


资料来源: 招股说明书、公司公告, 中泰证券研究所

3.2 HDI 产 品：特种异氰酸酯为制备高级 TPU 核心原材料

HDI 主流制备工艺为光气法，准入门槛很高。工业上生产 HDI 的方法主要是光气法，光气化法技术成熟、经济合理，但光法气被国际禁止化学武器公约组织列为第三类监控化学品，各国对光气控制极严，光气生产资质准入门槛较高，光气资源整体较为稀缺。目前行业内如企业需要获得我国颁布的《监控化学品生产特别许可证书》和《安全生产许可证》，另外，企业选址建厂过程中仍需要遵守《光气及光气化产品生产安全暂行规定》、《光气及光气化产品生产装置安全评价通则》等，目前审批较难。

图表 52: 光气法生产 HDI 工艺流程



资料来源：CNKI、中泰证券研究所

HDI 用于制作 TPU 产品性能优异。HDI 是合成聚氨酯的一种重要的原料，由于它不带 C=C 和苯环的结构特性，使其制备的聚氨酯具有优良的耐黄性和高装饰性，且加工成型简单，调节配方即可得到不同密度和软硬度的聚氨酯产品，广泛应用于航天、航空、船舶、涂料等领域，与 TDI 产品相比，具有更高技术含量与附加值。

图表 53: HDI 是制作 TPU 的核心原料

产品	因亚甲基二异氰酸酯 (HDI)
物理性质	无色或微黄色的液体，有刺激性气味，微溶于水，在水中缓慢反应
熔沸点	常温下相对密度约为1.05，沸点约为255~261℃，熔点（凝固点）为-67~-55℃。20℃和30℃的饱和蒸气浓度分别为46mg/m3和137mg/m3。
主要用途	大部分HDI被制备成HDI缩二脲或HDI三聚体。HDI及HDI缩二脲、三聚体是生产聚氨酯涂料及聚氨酯弹性体的重要原料，以HDI、HDI缩二脲或三聚体为原料生产的聚氨酯涂料，具有不泛黄、耐候性强等特点，广泛用于航空、汽车、建筑、木器、塑料、皮革等方面。该产品也用作干性醇酸树脂交联剂和合成纤维的原料

资料来源：化工百科网、中泰证券研究所

HDI 主要用于不变黄聚氨酯的制造。异氰酸酯按其结构不同分为脂肪族异氰酸酯和芳香族异氰酸酯，目前使用量最大的是芳香族异氰酸酯，如二苯基甲烷二异氰酸酯(MDI)、甲苯二异氰酸酯(TDI)等，其在使用中受到紫外线照射后会分解成方胺并与苯环产生共振重排，生产共轭醌式结构的生色团导致合成的聚氨酯产生黄变。脂肪族异氰酸酯主要用于不

变黄聚氨酯材料的制造，其结构中不饱和键少，具有较好的耐光性和耐候性，具有代表性的产品是六亚甲基 1, 6-二异氰酸酯(HDI)和异佛尔酮二异氰酸酯(IPDI)。

图表 54: HDI 具有抗黄变性能

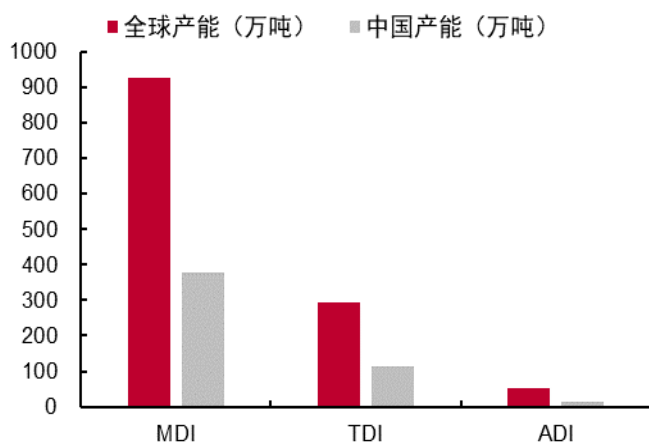
分类名称	分子式	性能	分类名称	分子式	性能
脂肪族	HDI	<chem>O=C=NCCCCCCN=C=O</chem> 由HDI制得的涂料具有优良的耐化学品、耐摩擦及耐黄变性能;由HDI加合物制得的涂料具有良好的粘接性、耐冲击性和弹性;生产加工工艺难,成本高	脂肪族	XDI	<chem>O=C=Nc1ccc(cc1)CN=C=O</chem> 常温常压下稳定,液体。对湿和光敏感。易燃。有催泪性和刺激性。
	IPDI	<chem>O=C=NCC1(C)CC(C)(C)CC1N=C=O</chem> 几乎与所有树脂以及所有溶剂都相容。其相对分子质量大、毒性小、耐候性好、不易泛黄、价格适宜、使用年限较长,耐热性能更好		CHDI	<chem>O=C=NCC1CCCCC1N=C=O</chem> 结晶性强,制成聚氨酯有极好的相分离度,突出的动态性能,耐水性,耐温性,耐磨性,耐溶剂性,回弹性,且在紫外线光照下不黄变。
芳香族	MDI	<chem>O=C=Nc1ccc(cc1)Cc2ccc(cc2)N=C=O</chem> 容易氧化生成易变色的醌类物质,导致所制得的涂料易泛黄、耐候性差;其制品弹性差、易粉化;价格相对更便宜;与多元醇反应迅速;性能优异、品种繁多、用途广阔	芳香族	PPDI	<chem>O=C=Nc1ccc(cc1)N=C=O</chem> 有两个对称的-NCO基团,具有极高的内聚力使生成的聚氨酯具有更好的耐磨性,力学性能,耐温、耐溶剂、耐水性能以及突出的回弹性能。
	TDI	<chem>O=C=Nc1ccc(cc1)N=C=O</chem> (2,4-TDI) <chem>O=C=Nc1ccc(cc1)N=C=O</chem> (2,6-TDI) 性质稳定;对人体危害性大;暂时无可替代;TDI下游行业对TDI质量有不同要求		HMDI	<chem>O=C=NCC1CCCCC1CC2CCCC2N=C=O</chem> 具有耐水解性和耐化学品性能,可制不黄变聚氨酯产品,适合于生产具有光稳定性、耐候性和机械性能的聚氨酯材料

资料来源: CNKI、中泰证券研究所

3.3 HDI 行业: 国内 HDI 企业数量较少, 下游多用途快速发展

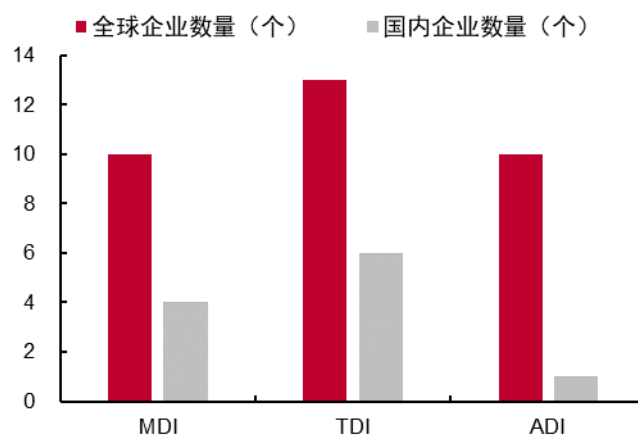
与传统异氰酸酯相比, 特种异氰酸酯规模小、企业少、品种多, 国内外发展差距较大。虽然国内异氰酸酯产能位居全球第一, 但所拥有的特殊异氰酸酯产品品种较少, 与国外企业存在一定差距, 目前仅有 HDI、HMDI 和 IPDI 产品, 目前 XDI 和 PDI 产品刚取得重要研究成果。国外企业如三井化学的特种异氰酸酯产能仅 7000 吨, 但品种涵盖 XDI、NDI、NBDI、HDI 等品种。

图表 55: ADI 产能规模远小于 MDI\TDI



来源: CNKI、中泰证券研究所

图表 56: 全球 ADI 企业数目屈指可数

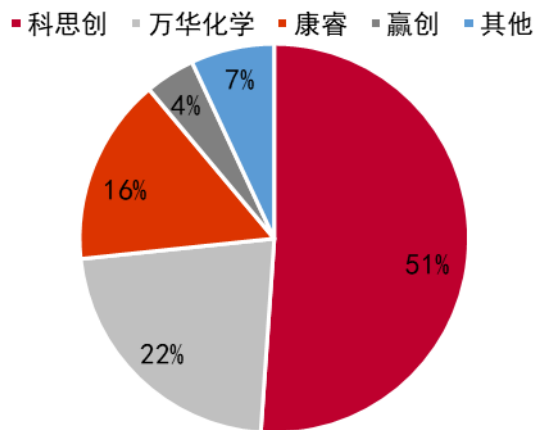


来源: CNKI、中泰证券研究所

全球 ADI 产能集中于科思创, HDI 为 ADI 核心产品。根据科思创官网,

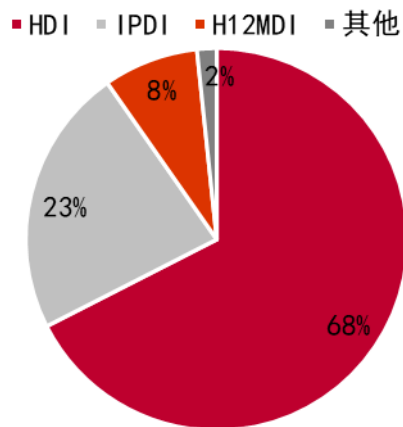
预计 2021 年全球 ADI 产能中超 50% 为科思创提供, 万华化学位居第二, 占比约 22%, 且全球 ADI 产品以 HDI 和 IPDI 为核心产品, 其他产品市占率较小, HDI 产品占比超 60%, 占据大量的 ADI 市场。

图表 57: 全球 ADI 产能主要集中于科思创



来源: 科思创、中泰证券研究所

图表 58: HDI 是 ADI 核心产品



来源: 科思创、中泰证券研究所

图表 59: 2019 年全球异氰酸酯产能

排序	生产商	产能(万吨)			生产商总产能
		TDI	MDI	ADI	
1	万华化学	65	260	3.8	328.8
2	科思创	73	167	21.5	261.5
3	巴斯夫	78	160	4	242
4	亨斯迈		97		97
5	道化学		66.5		66.5
6	上海联恒		59		59
7	日本NPU	2.5	40		42.5
8	沙特Sadara		40		40
9	韩国锦湖		35		35
10	韩国KPX	15			15
11	三井化学	11.7		0.7	12.4
12	沧州大化	12			12
13	甘肃银光	12			12
14	Vencorex			11.8	11.8
15	烟台巨力	8			8
16	伊朗NPC	4	4		8
17	印度GNFC	6.7			6.7
18	韩国OCI	4.5			4.5
19	日本南阳			4	4
20	德国赢创			3.7	3.7
21	阿根廷PRT	2.8			2.8
22	旭化成			1	1
23	美国Allnex			0.5	0.5
24	日本纯碱			0.1	0.1
	合计	295.2	928.5	51.1	1274.8

资料来源：CNKI、公司公告、中泰证券研究所

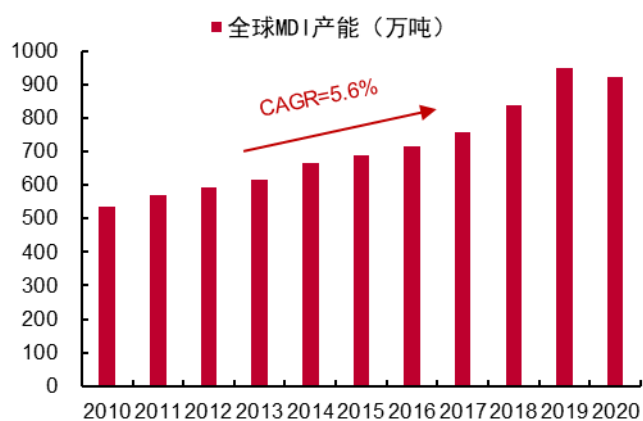
图表 60: 2019 年国内异氰酸酯产能

序号	公司	2019年国内产能（万吨）			备注
		MDI	TDI	ADI	
1	万华化学	230	40	3.8	ADI具体品种包括H12MDI、HDI和IPDI
2	巴斯夫	40	16	1.5	MDI装置指重庆装置
3	科思创	50	25	8	MDI实际产能可达到55万吨，HDI两套产能为3+5
4	上海联恒	59			合资公司，光化属于上海联恒
5	沧州大化		12		第一套3万吨装置于2019年关停，不再计入产能
6	甘肃银光		12		实际TDI产能达产12万吨
7	烟台巨力		8		已在新疆开建15万吨TDI，40万吨MDI核准并开建
8	赢创			0.2	ADI具体品种为IPDI
9	旭化成			1	ADI具体品种为HDI三聚体，仅包含聚合工段
合计		379	113	14.5	

资料来源：CNKI、公司公告、中泰证券研究所

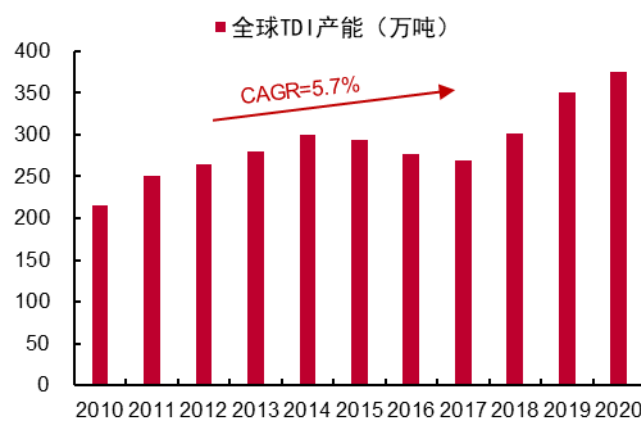
行业扩产增速有差别，ADI技术存在较高技术壁垒。目前MDI和TDI行业不处于最初的快速发展期，但2015-2020的MDI和TDI全球产能增速为5.6%和5.7%，而ADI刚处于市场发展初期阶段，行业产能应迅速增加，但近10年行业产能增速为9%，与MDI和TDI增速相差不大，主要还是因为ADI产品制备存在较高技术壁垒。

图表 61: 全球 MDI 产能增速



来源：公司公告，Bloomberg、中泰证券研究所

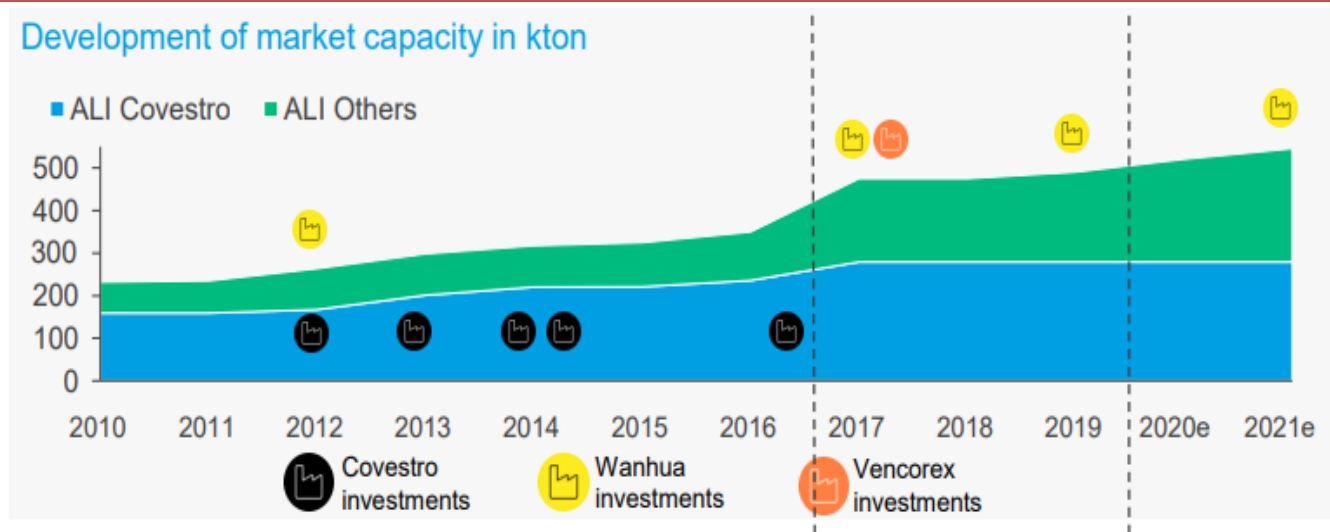
图表 62: 全球 TDI 产能增速



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

ADI行业主要由海外企业主导。目前全球的ADI产能主要集中于科思创，万华化学、康瑞和赢创，其中科思创处于全球主导地位，全球市占率超50%，万华化学和康瑞占比相差不大，且全球ADI产能处于稳步增长阶段，其中新建产能主要集中于科思创，万华化学和康睿，2017年前科思创新建产能较多，2017年后主要是万华化学扩建较多产能，逐步抢占市场。

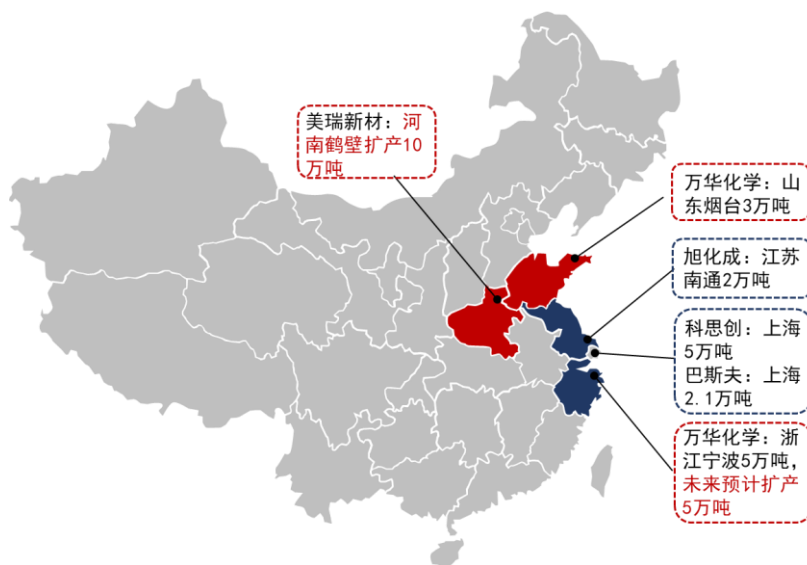
图表 63: 全球 ADI 产能稳步增长



资料来源: 科思创, 中泰证券研究所

美瑞新材有望跻身 HDI 行业。目前国内 HDI 产能合计约 17.1 万吨, 主要是万华化学和其他外资企业产能, 其中万华化学为国内 HDI 产能龙头, 山东烟台有 3 万吨 HDI 产能, 浙江宁波 5 万吨 HDI 产能, 共计 8 万吨, 其次是科思创上海的 5 万吨、巴斯夫的 2.1 万吨和旭化成的 2 万吨。2021 年万华化学环评, 计划在宁波新建 5 万吨 HDI 产能, 目前国内美瑞新材也计划在河南扩建 10 万吨 HDI 产能来满足国内特种 TPU 的需求。

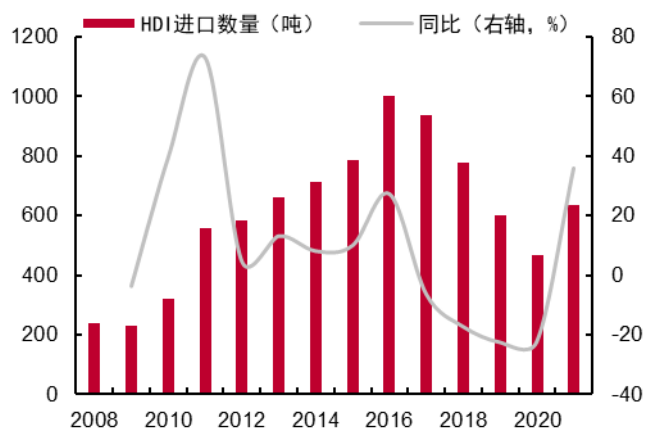
图表 64: HDI 国内产能以万华化学为主



资料来源: 公司公告、环评报告、CNKI、中泰证券研究所

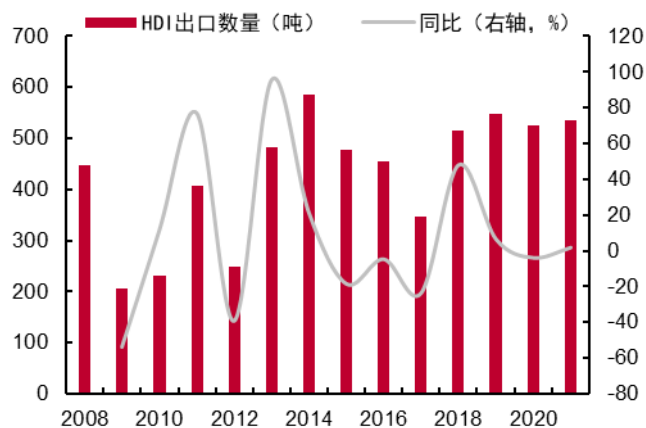
前期扩产已消化，进口量开始回升。2016年之前，HDI产能主要集中在海外，国内HDI产能较少，HDI进口量逐年增长趋势，万华化学(宁波)和上海科思创产能于2016年投产，之后HDI进口量呈现下滑趋势，但其量级不会对行业供需产生较大影响，2020年万华化学(宁波)HDI产能扩至5万吨，国内HDI产能增长至15万吨，但整体的进出口量仍维持在千吨以下，说明国内虽然产能增多但下游需求端也十分强势。

图表 65: HDI 进口量略有下降



资料来源: Wind、中泰证券研究所

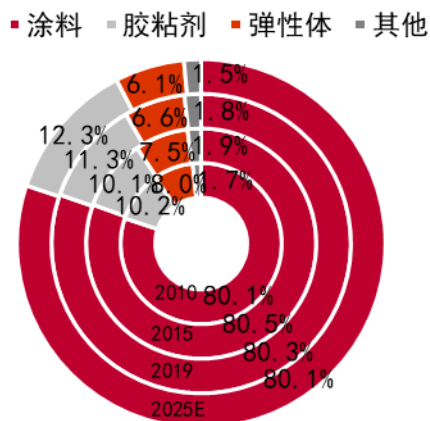
图表 66: HDI 出口量维持稳定



资料来源: Wind、中泰证券研究所

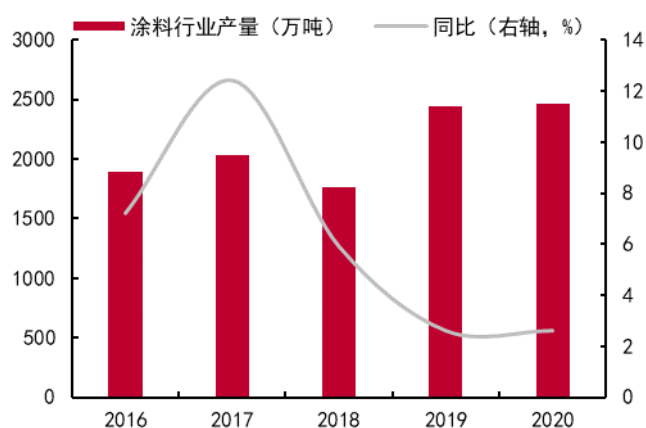
HDI 下游主要是高级涂料，新能源带动需求高速增长。特种异氰酸酯主要消费下游领域与 TDI、MDI 下游差异很大，用途集中在聚氨酯涂料、聚氨酯胶粘剂、聚氨酯弹性体，其中 2019 年涂料，胶粘剂和弹性体分别占比为 80%，11%和 7%，其中以 HDI 为固化剂的下游产品主要是涂料，例如 HDI 生产的聚氨酯涂料抗变色能力更强，可以用于汽车玻璃涂层领域。在新能源行业中，光伏支架和背板、风电叶片和塔筒、新能源车等长期处于户外，容易受到长期暴晒，飞石撞击，风力和雨水腐蚀等影响，因此对涂料的耐候性有着极高的要求，而以 HDI 为原料做的涂料产品具备抗变色能力强，耐候性强等特点，可以满足恶劣环境。

图表 67: 涂料为特种异氰酸酯主要需求



资料来源: CNKI、中泰证券研究所

图表 68: 中国涂料行业产量稳步增长



资料来源: 中国涂料协会、中泰证券研究所

脂肪族 TPU 在隐形车衣中渗透率提高。脂肪族 TPU 车衣产品相对于 PVC 材质和芳香族 TPU 产品具有更高的保护性性能，能够长期保证自身颜色不变和本身的透明度，而且抗黄变，抗老化性能优异，未来在高端车辆消费中渗透率逐年增长，我们预计脂肪族 TPU 车衣的渗透率会逐步提高。

鞋材将带动脂肪族 TPU 需求增长。ETPU 是一种 TPU 材料经超临界发泡后形成的珠粒，用其做的运动鞋中底被叫做爆米花中底，它具有优异的回弹性、极低的压缩永久形变等优点，阿迪达斯是最早应用爆米花鞋中底的运动品牌，脂肪族 TPU 相比于芳香族 TPU 具有优异的耐黄变性能，目前安踏为汤普森推出的全新战靴——KT7 已使用。

图表 69: 脂肪族 TPU 具有抗黄变的特点

材质	性能
PVC	PVC呈半透明微黄色，耐磨、耐油，容易硬化、断裂、开胶，不具备自修复性能无弹性，带子折后回弹慢，燃烧后气味刺鼻，有毒
TPU	脂肪族TPU (以HDI为原料) 分子排列密度是芳香族的数倍，涂层&胶层涂上去之后可以牢牢吸附上去，触点高达3万个，不易脱落分离，不易起泡翘边，具有抗黄变性，保护性能更持久
	芳香族TPU (以MDI为原料) 耐候性能等比PVC材质好，但清晰度不高、光稳定性不强、易黄变、抗老化性能不强

资料来源: CNKI、中泰证券研究所

图表 70: 脂肪族 TPU 应用于运动鞋中底



资料来源: 安踏官网、中泰证券研究所

HDI 价格较 MDI、TDI 高，利润空间大。HDI 价格目前维持 7 万元/吨左右，MDI 和 TDI 价格目前为 2 和 1.5 万元/吨，HDI 价格远高于 MDI 和 TDI 价格，利润较为丰厚。2021 年受到极寒天气影响，原材料己二胺价格上涨至 4 万元/吨，叠加科思创德国工厂着火，导致 HDI 供给端十分紧缺，价格迅速上涨，最高达到 11.5 万元/吨，目前己二胺行业供给回暖，价格逐步下跌恢复正常水平。

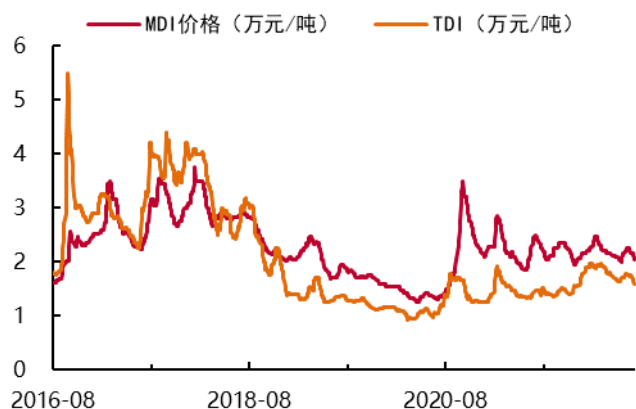
图表 71: HDI 价格趋势



资料来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

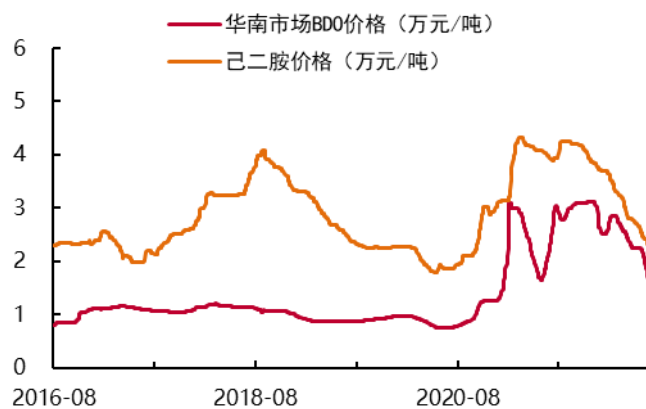
预计 HDI 未来发展迅速。预计未来随着行业继续扩产，美瑞新材 10 万吨和万华化学的 5 万吨产能进入市场，供给端产能增加，价格会回落，行业利润也会维持适中状态。且随着己二腈国产化加速，原材料供应壁垒消除，原材料价格下降，国内 HDI 生产成本会进一步降低，HDI 行业将会发展迅速。

图表 72: HDI 价格高于 MDI/TDI 异氰酸酯价格



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 73: 原材料价格对 HDI 产品价格影响较大



资料来源：Wind、中泰证券研究所

4、盈利预测与估值

假设:

- 1) 公司新建 20 万吨 TPU 项目如期建成, 产品销量稳步提升。
- 2) 子公司河南科技 12 万吨特种异氰酸酯项目顺利投产。

图表 74: 公司收入预测表

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
TPU	营收 (亿元)	7.56	12.85	17.26	21.52	28.07
	成本 (亿元)	5.93	10.82	14.33	17.76	23.02
	毛利 (亿元)	1.63	2.03	2.93	3.77	5.05
	毛利率 (%)	21.6%	15.8%	17.0%	17.5%	18.0%
其他业务	营收 (亿元)	0.00	0.13	0.13	8.98	14.29
	成本 (亿元)	0.00	0.12	0.12	7.62	12.12
	毛利 (亿元)	0.00	0.01	0.01	1.36	2.17
	毛利率 (%)	32.0%	9.1%	9.1%	15.2%	15.2%
美瑞科技 (河南)	营收 (亿元)				0.00	13.50
	成本 (亿元)					7.50
	毛利 (亿元)					6.00
	毛利率 (%)					44.4%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.48/2.57/6.52 亿元, 同比增长 24%/74%/154%, EPS 分别为 0.74/1.29/3.26 元。以 2022/8/9 日收盘价计算, 对应 PE 为 42.1/24.2/9.5 倍。我们选取了万华化学、泰和新材、汇得科技作为可比公司。可比公司 2022 年、2023 年和 2024 年的平均 PE 为 13.67 倍、10.39 倍和 8.55 倍 (对应 2022 年 8 月 9 日收盘价)。公司作为 TPU 领军龙头, 专注 TPU 中高端市场, 且产能增速较快, 2022-2023 年享有一定合理的估值溢价, 2024 年新建产能若能如期释放, 公司有望实现鲤鱼跃龙门式发展。公司是除万华化学外唯一一家打通 TPU 产业链一体化的公司, 所以给予公司一定的估值溢价。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 75: 可比公司估值 (可比公司归母净利润取值为 wind 一致预测)

证券代码	证券简称	市值	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2022/8/9	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	
600309.SH	万华化学	2562.66	246.49	218.80	266.33	308.35	13.09	11.71	9.62	8.31	3.62
002254.SZ	泰和新材	116.96	9.66	8.69	11.32	14.33	16.58	13.45	10.33	8.16	3.11
603192.SH	汇得科技	38.73	1.18	2.44	3.46	4.22	40.53	15.86	11.21	9.17	2.86
	平均						23.40	13.67	10.39	8.55	3.20
300848.SZ	美瑞新材	62.20	1.20	1.48	2.57	6.52	52.21	42.09	24.19	9.53	7.03

资料来源: Wind、中泰证券研究所

5、风险提示

原材料价格波动的风险：公司产品原材料为 MDI/TDI，聚酯聚醚多元醇等，原材料成本占比较高，若原材料价格上涨，会对公司业绩造成影响。

产能投放不及预期的风险：计划新增产能的投放可能不及预期，从而影响公司的盈利预测。

下游需求不及预期的风险：下游鞋材行业和隐形车衣的替代需求不及预期会影响公司业绩。

第三方数据库更新不及时的风险。本文使用了第三方数据库，可能存在第三方数据库信息更新不及时的风险。

行业竞争加剧的风险。未来公司产能投产，会引起行业竞争加剧，存在一定行业竞争加剧的风险。

图表 76: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	371	960	1,335	3,139	营业收入	1,298	1,739	3,050	5,586
应收票据	23	0	0	0	营业成本	1,094	1,445	2,537	4,264
应收账款	42	42	49	73	税金及附加	4	7	12	20
预付账款	15	22	38	64	销售费用	11	39	54	71
存货	342	222	786	953	管理费用	27	37	65	119
合同资产	0	0	0	0	研发费用	56	76	133	243
其他流动资产	512	515	559	644	财务费用	-5	-12	-17	-24
流动资产合计	1,305	1,759	2,767	4,873	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-2	-2	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	2	1	1	1
固定资产	166	197	308	448	投资收益	13	5	7	9
在建工程	5	51	115	135	其他收益	11	11	11	11
无形资产	26	25	23	22	营业利润	131	163	283	911
其他非流动资产	186	186	186	186	营业外收入	0	-1	-1	0
非流动资产合计	383	460	632	791	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,688	2,219	3,399	5,664	利润总额	131	162	282	911
短期借款	27	97	226	335	所得税	12	14	24	81
应付票据	531	455	833	1,472	净利润	119	148	258	830
应付账款	102	433	769	1,305	少数股东损益	0	0	0	178
预收款项	0	6	9	9	归属母公司净利润	119	148	258	652
合同负债	13	31	55	101	NOPLAT	115	137	242	808
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.60	0.74	1.29	3.26
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	36	46	77	128					
流动负债合计	711	1,071	1,970	3,351	主要财务比率				
长期借款	0	50	100	180	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	13	13	13	13	营业收入增长率	71.5%	34.0%	75.4%	83.1%
非流动负债合计	13	63	113	193	EBIT增长率	10.0%	19.8%	76.3%	233.8%
负债合计	724	1,134	2,083	3,544	归母公司净利润增长率	16.8%	24.0%	74.0%	153.7%
归属母公司所有者权益	889	1,010	1,240	1,866	获利能力				
少数股东权益	75	75	76	254	毛利率	15.7%	16.9%	16.8%	23.7%
所有者权益合计	964	1,085	1,316	2,120	净利率	9.2%	8.5%	8.4%	14.9%
负债和股东权益	1,688	2,219	3,399	5,664	ROE	12.4%	13.6%	19.5%	30.8%
					ROIC	34.9%	25.1%	26.3%	44.2%
					偿债能力				
					资产负债率	42.9%	51.1%	61.3%	62.6%
					债务权益比	4.1%	14.7%	25.8%	24.9%
					流动比率	1.8	1.6	1.4	1.5
					速动比率	1.4	1.4	1.0	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
					应收账款周转天数	8	9	5	4
					应付账款周转天数	25	67	85	88
					存货周转天数	72	70	71	73
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.60	0.74	1.29	3.26
					每股经营现金流	0.80	2.89	1.99	9.04
					每股净资产	4.44	5.05	6.20	9.33
					估值比率				
					P/E	52	42	24	10
					P/B	7	6	5	3
					EV/EBITDA	214	181	108	34

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。