

## 23Q1 同比增长，河南聚氨酯新材料项目积极推进

美瑞新材 (300848.SZ)

### 核心观点

公司 23Q1 业绩同比增长，河南聚氨酯新材料项目正积极推进，一期 12 万吨特种异氰酸酯项目（10 万吨 HDI、1.5 万吨 CHDI 吨、0.5 万吨 PPDI）预计 24Q1 后投产。HDI 现价 5.6 万元/吨，单吨净利近 2 万元，未来有望显著提升公司利润体量。二期规划 CHDI、PPDI 的各类重要中间体，打造高端异氰酸酯产业链。主业 TPU 在 23 年内落地 10 万吨扩能项目，有助于增强库存管理能力，降低原材料价格波动的冲击。公司一直着力提升 TPU 高端化比例（高端产品毛利率达 30-40%），成功研发发泡型 TPU 用于高端鞋材、脂肪族 TPU 用于车衣膜（抗黄变不易脱离，并与 HDI 形成协同），需求增速高。

### 事件

#### 公司披露 2022 年报和 2023 年一季报，23Q1 同比增长

公司 2022 年实现营收 14.75 亿元，同比增长 13.66%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比降低 6.60%；实现扣非后归母净利润 0.86 亿元，同比减少 12.46%。

公司 2023 年 Q1 实现营收 3.18 亿元，同比-18.78%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长 4.68%，环比减少 20.00%；实现扣非后归母净利润 0.22 亿元，同比增长 23.13%，环比减少 1.78%。

### 简评

22 年 TPU 下游需求受疫情等多因素影响增速下滑，据百川数据全年 TPU 行业表需下滑达 15%。2022 年公司 TPU 产量达 6.13 万吨，同比减少 12.31%；销量达 6.33 万吨，同比增长 2.46%。尽管增速相比前两年下滑但已经显著优于行业平均水平。由于需求承压叠加原材料高价，2022 年公司 TPU 的单吨毛利为 3124 元/吨，同比减少 4.88%；毛利率达 12.69%，同比-2.13pcts。23Q1 公司整体毛利率已修复至 18.15%，环比+3.40pcts。

此外公司 22Q4 所得税为-1440 万元，主因是 2022 年 9 月底财政部发布《关于加大支持科技创新税前扣除力度的公告》，高新技术企业在 2022 年 10 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间新购置的设备、器具，允许当年一次性全额在计算应纳税所得额时扣除，并允许在税前实行 100%加计扣除。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:s1440518030004

发布日期：2023 年 05 月 05 日

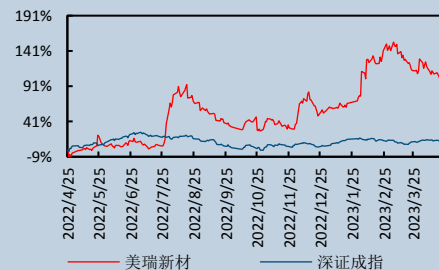
当前股价：33.06 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.16/-9.82	16.49/16.17	83.67/77.56
12 月最高/最低价 (元)		43.28/15.51
总股本 (万股)		20,001.00
流通 A 股 (万股)		6,935.70
总市值 (亿元)		66.12
流通市值 (亿元)		22.93
近 3 月日均成交量 (万)		260.64
主要股东		
王仁鸿		38.85%

### 股价表现



### 相关研究报告

2023-02-24

【中信建投化工及能源开采】美瑞新材 (300848):TPU 差异化龙头，突破高壁垒 HDI 打开长期成长空间

### 公司自主研发突破高壁垒 HDI 等产品，河南聚氨酯新材料项目正加速推进，有望大幅提升利润体量

公司河南聚氨酯产业园项目一期 12 万吨特种异氰酸酯项目（10 万吨 HDI、1.5 万吨 CHDI 吨、0.5 万吨 PPDI）正在积极推进，预计 24Q1 后逐步投产。前期公司成功获批 16 万吨光气资质对于保障项目进度意义重大。HDI 及其他高端 ADI 生产壁垒极高，内资仅万华化学掌握规模化生产能力。当前 HDI 现货价 5.6-5.7 万元/吨，单吨净利近 2 万元，公司一期项目投产后将大幅提升利润体量。二期规划建设年 20 万吨特种异氰酸酯（HDI），其他包括 CHDI、PPDI 的各类重要中间体，打造全球独特的高端异氰酸酯原料一体化项目。公司创始及高管团队（董事长王仁鸿、总经理张生等）和现有技术负责人（技术总监宋红玮、河南聚氨酯一体化项目负责人孙德镇）均有万华任职经历，对聚氨酯产品的研发、生产和销售有深入研究和充足经验，且公司实施股权激励保障团队稳定和项目推进。

### 坚定 TPU 高端化发展路线，产品结构持续优化，保障公司基础成长性

公司规划投资建设年产 20 万吨弹性体一体化项目（TPU），其中一期 10 万吨预计 2023 年中投产，提升基础产能有助于公司降低库存管理难度，减少原材料大幅波动带来的库存损失。同时 8000 吨膨胀型热塑性聚氨酯弹性体项目（eTPU）预计 2023 年投产，提升公司高端产品占比。总体而言，公司 TPU 产能及高端化比例逐步提升，保障业绩基础成长性。

### 盈利预测与估值：

预计公司 2023 至 2025 年归母净利润预测值为 1.49、3.65、6.12 亿元，EPS 分别为 0.74、1.82、3.06 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：

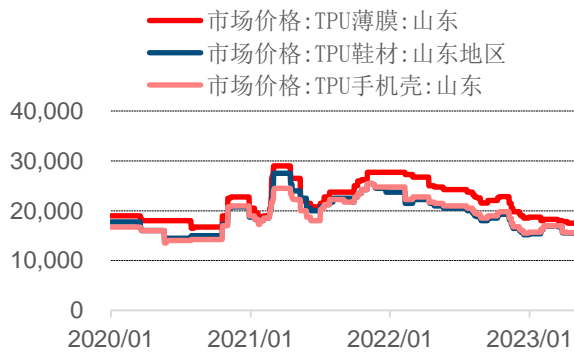
宏观经济增速持续下滑（随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；原材料供应持续偏紧（公司原料为 MDI、多元醇、BDO 等，主要直接材料价格波动对公司生产成本及经营成果有较大影响，若未来原材料市场价格发生大幅波动，而产品销售价格未发生同步波动，将导致公司业绩波动）；公司新项目进度不达预期（公司规划了主业扩能及特种聚氨酯新材料等项目，若上述项目不能如期达产，将对公司的产销、经营成本等造成影响，进而影响收益）。

**图表1： 盈利预测和财务比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,298	1,475	1,760	3,184	4,608
增长率(%)	71.5	13.7	19.3	80.9	44.7
净利润(百万元)	119	111	149	365	612
增长率(%)	16.8	-6.6	33.7	145.1	67.8
毛利率(%)	15.7	13.6	16.2	22.2	24.5
净利率(%)	9.2	7.5	8.5	11.4	13.3
ROE(%)	12.4	9.2	11.2	26.1	31.6
EPS(摊薄/元)	0.89	0.56	0.74	1.82	3.06
P/E(倍)	38.7	62.1	46.5	19.0	11.3
P/B(倍)	5.19	7.10	6.27	4.80	3.42

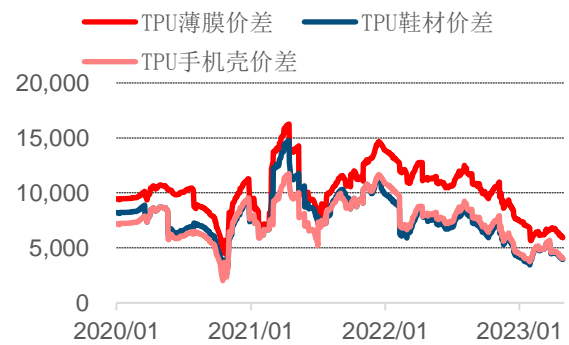
资料来源：Wind，中信建投

图表2: TPU 价格走势



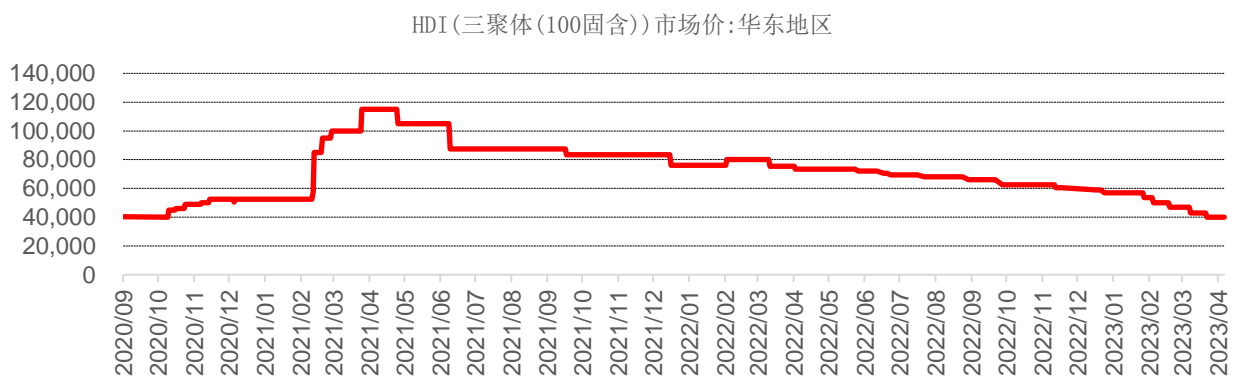
资料来源: Wind, 百川盈孚, 中信建投

图表3: TPU 价差走势



资料来源: Wind, 百川盈孚, 中信建投

图表4: HDI 价格 (三聚体) 走势



资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

林伟昊

linweihao@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B  
 座12层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号  
 南塔2103室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心35楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csc.hk