

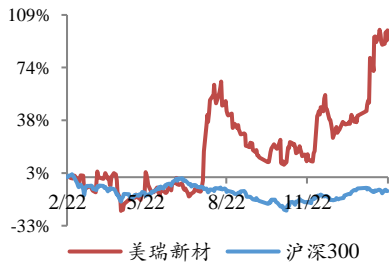
光气生产许可通过审批，聚氨酯一体化项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-23

收盘价（元）	39.92
近12个月最高/最低（元）	40.00/15.51
总股本（百万股）	200
流通股本（百万股）	69
流通股比例（%）	34.68
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	28

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.国内TPU龙头布局HDI，打开未来成长空间 2022-11-07

主要观点：

● 事件描述

2023年2月23日晚上，公司发布公告：公司控股子公司美瑞科技收到由鹤壁市工业和信息化局转交的由国家履行《禁止化学武器公约》工作办公室出具的《国家禁化武办关于美瑞科技（河南）有限公司建设监控化学品生产设施的批复》（禁化武办发〔2023〕23号），同意美瑞科技（河南）有限公司在河南省鹤壁市宝山经济技术开发区煤化大道1号建设第三类监控化学品160000吨/年光气（全部自产自销，不外售）生产设施，并要求地方主管机关组织做好竣工验收以及生产特别许可审批工作。

● 光气生产许可通过审批，聚氨酯一体化项目加速推进

公司16万吨/年光气生产设施通过审批，项目建设不确定性落地。项目一期规划HDI10万吨，CHDI1.5万吨，PPDI 0.5万吨，目前已经开工建设，预计2024年上半年投产，二期项目远期规划20万吨HDI。HDI目前单吨净利2.5万以上，具有高技术壁垒、高利润回报特点。基于公司光气化基础、己二胺主要原料己二腈的国产化顺利完成以及与鹤壁煤化工的合作，公司有望锁定产品质量和成本双重优势。而CHDI、PPDI价格和利润更高，其中CHDI耐油、抗黄变性能优、耐候性强；PPDI产品回弹性、耐磨性等优越，两产品下游应用潜力较大；生产方面，公司CHDI、PPDI产品线采用从硝基苯胺-对苯二胺-CHDA-最终产品的链条化生产，是目前全球唯一在建的连续化产线。公司未来有望成为国内第一家具备CHDI、PPDI生产能力的厂商，随着聚氨酯一体化项目的投产，公司业绩和估值将实现双击。

● 需求回暖预期下，TPU价格触底反弹

2022年因需求不振，TPU价格低位震荡，节前TPU鞋材已经跌至15200元/吨，盈利位于底部区间。节后在下游补库及需求回暖预期下，TPU价格有所反弹，国内TPU企业纷纷上调价格1500-2000元/吨，根据百川资讯，截至2023.2.23，TPU鞋材市场价达到16900元/吨，单吨毛利相对年前有所改善。目前TPU下游需求仍在持续修复中。未来随着消费电子需求复苏以及地产链竣工端修复，我们预计TPU在薄膜、鞋材、管道等领域的应用将逐步回暖，TPU需求增速有望回到10%水平，今年TPU价格中枢有所改善。

● 公司产品结构持续优化，10万吨TPU新产能预计年中投产

近5年国内TPU消费CAGR达到13.4%，传统领域TPU取代PVC、EVA等材料，高端市场在隐形车衣、膨胀鞋底等市场快速发展。公司在TPU业务主推高端化、差异化路线，高端化TPU产品对公司盈利贡献明显，差异化在于根据客户需求定制产品，在创新研发以及市场

响应方面具备明显优势。公司在膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 市场中处于国内领先水平，目前具有 8.5 万吨 TPU 产能，一期 10 万吨 TPU 项目已经逐步封顶，预计 2023 年年中陆续投产，此外，公司正在布局的 HDI 未来也有望用于高端 TPU 生产，一体化降本效应未来将更加显著，巩固 TPU 业务规模化和产品结构升级。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.03、1.83、4.78 亿元，同比增速分别为-13.4%、77.1%、161.5%。当前股价对应 PE 分别为 77、44、17 倍。2022、2023 年业绩较前值分别变动-11.2%、-8.95%，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1298	1396	2149	4231
收入同比 (%)	71.5%	7.6%	53.9%	96.9%
归属母公司净利润	119	103	183	478
净利润同比 (%)	16.8%	-13.4%	77.1%	161.5%
毛利率 (%)	15.7%	13.3%	15.3%	22.0%
ROE (%)	13.4%	10.7%	15.9%	29.4%
每股收益 (元)	0.89	0.52	0.91	2.39
P/E	35.58	77.37	43.69	16.71
P/B	4.75	8.27	6.96	4.91
EV/EBITDA	28.92	70.90	37.81	11.17

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1305	899	1969	2445
现金	371	51	325	602
应收账款	42	19	77	110
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	15	10	20	33
存货	342	57	607	539
其他流动资产	535	761	940	1161
非流动资产	383	451	529	807
长期投资	0	0	0	0
固定资产	166	144	122	100
无形资产	26	26	26	26
其他非流动资产	191	281	381	681
资产总计	1688	1350	2498	3252
流动负债	711	297	1261	1394
短期借款	27	41	56	71
应付账款	102	64	185	267
其他流动负债	582	192	1020	1056
非流动负债	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	13	13
负债合计	724	310	1274	1407
少数股东权益	75	75	75	220
股本	133	200	200	200
资本公积	372	305	305	305
留存收益	384	460	643	1120
归属母公司股东权益	889	965	1148	1625
负债和股东权益	1688	1350	2498	3252

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	161	2	511	729
净利润	119	103	183	622
折旧摊销	23	22	22	22
财务费用	5	0	0	0
投资损失	-13	-10	-19	-34
营运资金变动	26	-113	325	119
其他经营现金流	94	217	-141	504
投资活动现金流	-153	-308	-253	-466
资本支出	-202	-90	-100	-300
长期投资	0	-228	-172	-200
其他投资现金流	49	10	19	34
筹资活动现金流	162	-13	16	15
短期借款	18	14	16	15
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	67	67	0	0
资本公积增加	-67	-67	0	0
其他筹资现金流	144	-27	0	0
现金净增加额	170	-320	273	277

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1298	1396	2149	4231
营业成本	1094	1211	1821	3299
营业税金及附加	4	5	7	14
销售费用	11	15	21	43
管理费用	27	30	45	90
财务费用	-5	-15	-2	-13
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	13	10	19	34
营业利润	131	116	203	692
营业外收入	0	1	0	0
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	131	115	203	692
所得税	12	12	20	70
净利润	119	103	183	622
少数股东损益	0	0	0	144
归属母公司净利润	119	103	183	478
EBITDA	134	112	204	667
EPS (元)	0.89	0.52	0.91	2.39

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	71.5%	7.6%	53.9%	96.9%
营业利润	13.0%	-11.9%	75.4%	241.3%
归属于母公司净利润	16.8%	-13.4%	77.1%	161.5%
获利能力				
毛利率 (%)	15.7%	13.3%	15.3%	22.0%
净利率 (%)	9.2%	7.4%	8.5%	11.3%
ROE (%)	13.4%	10.7%	15.9%	29.4%
ROIC (%)	10.3%	7.5%	12.9%	30.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.9%	22.9%	51.0%	43.3%
净负债比率 (%)	75.1%	29.8%	104.2%	76.2%
流动比率	1.84	3.03	1.56	1.75
速动比率	1.30	2.67	1.08	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.92	1.12	1.47
应收账款周转率	43.88	45.88	44.86	45.36
应付账款周转率	14.64	14.58	14.61	14.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.52	0.91	2.39
经营现金流 (摊薄)	0.81	0.01	2.56	3.65
每股净资产	6.67	4.83	5.74	8.13
估值比率				
P/E	35.58	77.37	43.69	16.71
P/B	4.75	8.27	6.96	4.91
EV/EBITDA	28.92	70.90	37.81	11.17

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。