

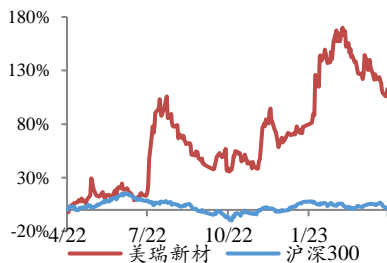
TPU 毛利率逐步改善，聚氨酯一体化项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-27

收盘价（元）	34.06
近 12 个月最高/最低（元）	43.28/15.66
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）	68
流通市值（亿元）	24

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.光气生产许可通过审批，聚氨酯一体化项目加速推进 2023-02-24
- 2.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 4 月 24 日晚，美瑞新材发布 2022 年年度报告以及 2023 年一季报。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，同比下降 6.60%；2023 年第一季度实现营收 3.18 亿元，同比减少 18.78%，环比增加 2.91%；实现归母净利润 0.24 万元，同比增加 4.68%，环比下降 21.99%。

● TPU 下游需求缓慢恢复中，未来 TPU 价格及毛利率仍有修复预期

2022 年，受宏观环境影响，终端消费疲弱，国内 TPU 消费量 56.9 万吨，同比下降 5.48%，TPU 行业整体处于供给充足状态，需求偏弱进一步导致 TPU 利润承压。2022 年公司 TPU 全年均价 22782 元/吨，同比 2021 年增长 9.99%，2022 年公司 TPU 产销量分别为 6.13/6.33 万吨，同比分别变化-12.30%/+2.43%，TPU 销量及价格同比提升使得营收保持增长。而已二酸等原材料以及制造费用成本的增加导致 TPU 毛利率出现下滑，2022 年全年公司销售毛利率 13.58%，同比变化-2.15pct。从 2022Q3 起，在 TPU 市场需求偏弱背景下，公司毛利率逐步改善，主要为原材料价格回落以及高端 TPU 业务占比逐步提升导致。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，今年 TPU 价格中枢有望改善。

● 公司 TPU 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 8.65 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。

● 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 具有高技术壁垒、单吨利润高。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。

● **投资建议**

随着聚氨酯一体化项目投产，公司业绩预计从 2024 年起实现快速增长，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.42、3.77、6.80 亿元，同比增速分别为 27.9%、164.9%、80.3%。当前股价对应 PE 分别为 48、18、10 倍，2023、2024 年业绩较前值分别下调 22.40%、21.13%，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1475	1673	3801	6320
收入同比 (%)	13.7%	13.4%	127.3%	66.3%
归属母公司净利润	111	142	377	680
净利润同比 (%)	-6.6%	27.9%	164.9%	80.3%
毛利率 (%)	13.6%	14.2%	21.7%	26.6%
ROE (%)	11.4%	12.7%	25.2%	31.2%
每股收益 (元)	0.56	0.71	1.88	3.40
P/E	47.21	47.87	18.07	10.02
P/B	5.43	6.10	4.56	3.13
EV/EBITDA	40.89	41.01	9.13	3.25

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	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1129	1336	2949	4144	
现金	557	869	1689	2979	
应收账款	43	43	165	171	
其他应收款	0	0	1	1	
预付账款	12	17	31	51	
存货	257	284	838	909	
其他流动资产	259	124	224	33	
非流动资产	786	877	1019	1390	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	168	170	212	283	
无形资产	244	244	244	244	
其他非流动资产	374	464	564	864	
资产总计	1915	2213	3969	5535	
流动负债	652	784	1912	2153	
短期借款	87	126	176	220	
应付账款	101	111	346	353	
其他流动负债	464	546	1390	1579	
非流动负债	64	85	118	145	
长期借款	42	64	95	122	
其他非流动负债	21	22	22	23	
负债合计	716	870	2030	2297	
少数股东权益	226	226	443	1061	
股本	200	200	200	200	
资本公积	305	305	305	305	
留存收益	468	612	990	1672	
归属母公司股东权益	973	1117	1496	2177	
负债和股东权益	1915	2213	3969	5535	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	6	255	675	1432	
净利润	111	142	595	1297	
折旧摊销	27	30	37	49	
财务费用	1	8	11	15	
投资损失	-12	-15	-33	-56	
营运资金变动	-125	90	64	126	
其他经营现金流	240	53	531	1171	
投资活动现金流	-30	3	73	-200	
资本支出	-373	-121	-181	-421	
长期投资	0	109	221	165	
其他投资现金流	343	15	33	56	
筹资活动现金流	224	53	71	56	
短期借款	60	39	50	44	
长期借款	42	21	32	26	
普通股增加	67	0	0	0	
资本公积增加	-67	0	0	0	
其他筹资现金流	122	-8	-11	-14	
现金净增加额	202	312	820	1290	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1475	1673	3801	6320	
营业成本	1275	1436	2977	4638	
营业税金及附加	7	6	17	26	
销售费用	14	15	35	58	
管理费用	30	35	78	130	
财务费用	-10	-14	-23	-53	
资产减值损失	-2	0	0	0	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	
投资净收益	12	15	33	56	
营业利润	112	150	611	1346	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	111	149	610	1345	
所得税	0	7	15	48	
净利润	111	142	595	1297	
少数股东损益	0	0	218	617	
归属母公司净利润	111	142	377	680	
EBITDA	119	150	592	1286	
EPS (元)	0.56	0.71	1.88	3.40	

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	13.7%	13.4%	127.3%	66.3%	
营业利润	-14.6%	33.5%	308.3%	120.3%	
归属于母公司净利润	-6.6%	27.9%	164.9%	80.3%	
获利能力					
毛利率 (%)	13.6%	14.2%	21.7%	26.6%	
净利率 (%)	7.5%	8.5%	9.9%	10.8%	
ROE (%)	11.4%	12.7%	25.2%	31.2%	
ROIC (%)	6.9%	7.4%	24.4%	33.3%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.4%	39.3%	51.1%	41.5%	
净负债比率 (%)	59.7%	64.8%	104.7%	71.0%	
流动比率	1.73	1.70	1.54	1.93	
速动比率	1.27	1.21	1.02	1.39	
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.81	1.23	1.33	
应收账款周转率	34.65	38.72	36.57	37.61	
应付账款周转率	12.57	13.53	13.03	13.27	
每股指标 (元)					
每股收益	0.56	0.71	1.88	3.40	
每股经营现金流 (摊薄)	0.03	1.28	3.38	7.16	
每股净资产	4.87	5.59	7.48	10.88	
估值比率					
P/E	47.21	47.87	18.07	10.02	
P/B	5.43	6.10	4.56	3.13	
EV/EBITDA	40.89	41.01	9.13	3.25	

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。