

有机硅匀泡剂龙头，主业盈利可期 修复、横向一体化打开新增长极

美思德：有机硅匀泡剂行业领跑者

公司成立于 2000 年，主营产品为有机硅匀泡剂，用作聚氨酯泡沫稳定剂，包括硬质匀泡剂和软质匀泡剂。历经 22 年发展，公司已成长为有机硅匀泡剂行业龙头。目前拥有约 2.2 万吨有机硅匀泡剂产能，全球市占率约达 1/5。近年来，随产能逐步投放，公司盈利中枢不断向上，短期盈利则随行业供需和原料价格有所波动。除传统主业外，公司本次定增项目为聚氨酯用有机胺催化剂这一全新品种，谋求更进一步的长期发展。

匀泡剂产销、价格均有提升预期，主业盈利有望不断释放

当前时点我们认为公司传统主业有持续的产销量和利润率提升预期：1、聚氨酯材料产品较为高端，历史上全球聚氨酯材料需求增速约为 GDP 增速的两倍，未来终端聚氨酯材料的市场成长将会持续带动上游匀泡剂的需求增长；2、2022 年起公司上游有机硅原料将进入集中投产期，22-23 拟新建产能规模超 50%，而公司历史上利润率与原材料呈现反向关系，未来或将明显受益于原材料产能扩张加速；3、近年来公司海外业务有明显扩展，营收占比已达约 40%。而公司在海外市场市占率仍低于国内，还有较大渗透率提升空间，近期人民币汇率贬值或也将加速这一进程。

募投有机胺催化剂项目协同主业、瞄准高端市场，打开新增长极

公司本次定增募投项目为 4.5 万吨/年有机胺系列产品项目（一期 2.5 万吨/年有机胺催化剂项目），有望助力公司打开新增长极：1、有机胺催化剂属高端聚氨酯助剂品种，国产化率较低，预期利润率明显高于主业。而公司在该领域有持续多年技术积累，有望引领相关产品国产化；2、催化剂和匀泡剂均为聚氨酯生产的必备助剂，因此该项目与公司传统主业存在良好客户协同，在市场扩展方面存在天然优势。

盈利预测和估值

我们预测公司 2022、2023、2024 年归母净利润分别为 0.89、1.15、1.70 亿元，分别同比增长 40.1%、28.89%、47.8%，对应 PE 分别为 18.0X、14.0X、9.5X。维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧导致利润率下行的风险；有机硅原料价格大幅波动的风险；募投项目建设和实现效益不及预期的风险。

美思德 (603041)

维持

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 06 月 11 日

当前股价：11.45 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
5.63/3.7	-9.77/-0.79	-8.69/1.06

12 月最高/最低价 (元) 13.38/9.62

总股本 (万股) 18,314.77

流通 A 股 (万股) 14,088.28

总市值 (亿元) 20.97

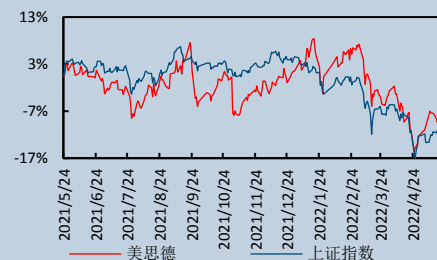
流通市值 (亿元) 16.13

近 3 月日均成交量 (万股) 92.48

主要股东

佛山市顺德区德美化工集团有限公司 40.88%

股价表现



相关研究报告

目录

美思德：有机硅匀泡剂行业领跑者，开拓横向一体化新方向.....	1
匀泡剂产销、价格均有提升预期，主业盈利有望不断释放.....	4
下游需求仍有持续增长空间，公司产销量有望继续释放.....	4
受益于原材料价格下降，公司利润率有望回升.....	6
海外市场依旧广阔，汇率贬值有助提升出口竞争力.....	8
募投有机胺催化剂项目协同主业、瞄准高端市场，打开新增长极.....	9
有机胺催化剂为高端聚氨酯助剂，国产替代空间广、产品利润率高.....	9
技术先导、客户协同，募投项目有望打造新增长极.....	10
盈利预测	13
风险提示	16

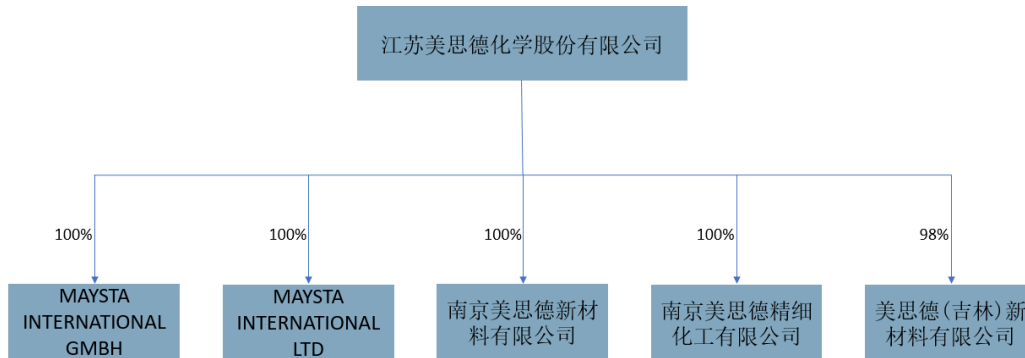
图表目录

图 1: 公司股权结构	1
图 2: 公司发展沿革	1
图 3: 匀泡剂对于聚氨酯硬泡的作用	2
图 4: 美思德研发中心流程图	2
图 5: 公司营业收入及结构变化 (万元)	3
图 6: 2021 年公司营业收入结构	3
图 7: 公司毛利及结构变化 (万元)	3
图 8: 2021 年公司毛利结构	3
图 9: 公司主要费用及结构变化 (万元)	3
图 10: 2021 年公司费用结构	3
图 11: 聚氨酯材料与传统材料性能对比	4
图 12: 国内聚氨酯材料产销量、消费增速	5
图 13: 中国聚氨酯产量全球占比	6
图 14: 全球各主要地区 2020-2027 年 MDI 需求复合增长率预测	6
图 15: 公司毛利率及 ROE (元/吨)	7
图 16: 有机硅 DMC 参考价格 (元/吨)	7
图 17: 有机硅产能及预测 (折有机硅单体, 万吨)	8
图 18: 美元兑人民币即期汇率	9
图 19: 中国催化剂产品进出口总额和毛利逆差额	10
表 1: 公司现有产品产能和规划产能	3
表 2: 公司主要海外客户	8
表 3: 预测和比率 (人民币)	13
表 4: 公司利润表及预测 (百万元)	13
表 5: 公司资产负债表及预测 (百万元)	14
表 6: 公司现金流量表及预测 (百万元)	14

美思德：有机硅匀泡剂行业领跑者，开拓横向一体化新方向

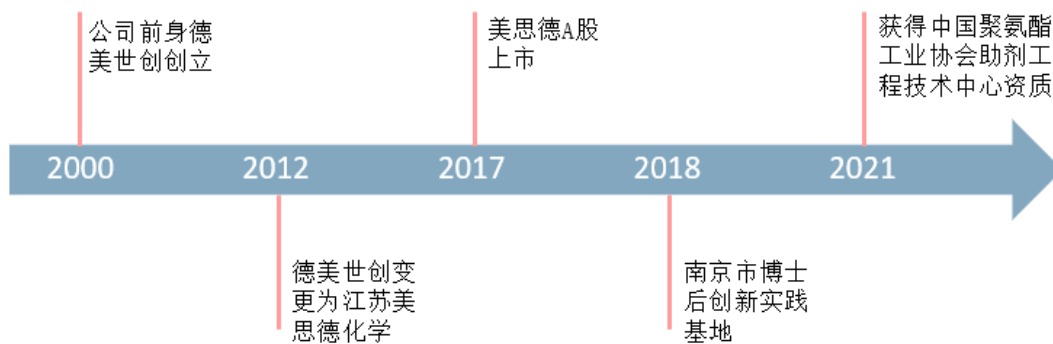
公司深耕有机硅匀泡剂行业，历经 22 年发展，经营规模不断扩大。江苏美思德化学股份有限公司前身为德美世创，成立于 2000 年 11 月 24 日。自成立之初，便深耕聚氨酯泡沫稳定剂的研发、生产和销售，在提供聚氨酯泡沫稳定剂产品的同时也为客户提供技术支持和服务。2012 年 2 月 28 日，经全体股东一致同意，德美世创整体变更设立江苏美思德化学股份有限公司。2017 年 3 月 30 日，美思德在上海证券交易所上市，首次发行股数为 2500 万股，股票代码为“603041”。2018 年 5 月，美思德和南京市人力资源和社会保障局达成合作，成为南京市博士后创新实践基地。2021 年 12 月公司获得了中国聚氨酯工业协会授予的中国聚氨酯工业协会助剂工程技术中心的资质。截至 2022 年 5 月 22 日，公司注册资本 1.83 亿元，下属 5 家子公司，其中 4 家全资子公司：MAYSTA INTERNATIONAL GMBH、MAYSTA INTERNATIONAL LTD、南京美思德精细化工有限公司、南京美思德新材料有限公司；1 家非全资子公司：美思德（吉林）新材料有限公司（占股 98%）。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、公司新闻、中信建投

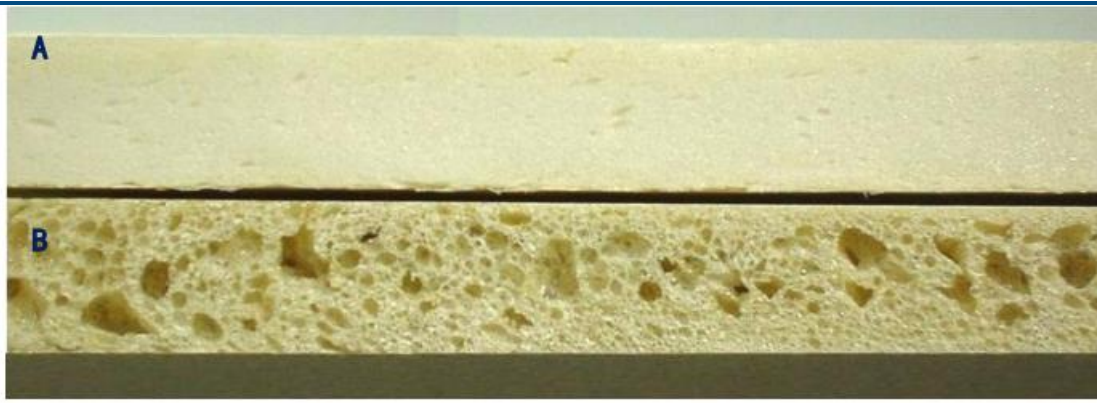
图 2：公司发展沿革



资料来源：公司公告、公司官网、中信建投

公司主要产品为聚氨酯泡沫稳定剂，包括硬质匀泡剂和软质匀泡剂。聚氨酯泡沫稳定剂，又称匀泡剂，属于表面活性剂，能够增加各组分的溶性，是聚氨酯泡沫塑料生产过程中必不可少的关键助剂，在控制和调节泡沫体的泡孔尺寸、疏密程度和开闭孔率等核心指标上，以及在稳定泡沫体高度、提高泡沫体的性能、改善泡沫制品外观表现等方面发挥着不可替代的作用。依据用途划分，匀泡剂可分为硬质匀泡剂和软质匀泡剂，其中软质匀泡剂又包括软泡匀泡剂和高回弹匀泡剂。

图 3：匀泡剂对于聚氨酯硬泡的作用



注释①：上图中 A 号产品为使用了匀泡剂的聚氨酯硬泡。

注释②：上图中 B 号产品为未使用匀泡剂的聚氨酯硬泡。

资料来源：公司招股书、中信建投

业已成为行业龙头企业，业务遍及五大洲，客户涵盖全球知名聚氨酯企业。经过多年持续扩能和客户拓展，公司目前具有年产 2.2 万吨聚氨酯泡沫稳定剂（又称匀泡剂）生产能力。2021 年实现产量约 1.68 万吨、销量约 1.70 万吨，已占据全球市场份额接近 1/5。客户除涵盖国内万华化学、红宝丽等知名聚氨酯生产企业外，海外业务也已有持续开拓，实现对五大洲，包括陶氏、亨斯曼、巴斯夫、科思创等海外聚氨酯龙头的量产供货。

创新开发新产品驱动未来增长。成立 20 余年来，公司逐步投建完善的研发中心和研发激励机制，通过持续技术研发形成行业内较为深厚的技术积淀。目前公司开发的多个产品和技术都获得了发明专利等自主知识产权，产品涵盖了聚氨酯多个应用领域，适用于各种发泡剂体系的聚氨酯泡沫制品生产。并在高、中、低端均有产品布局。除此之外，公司相对完善的研发体系支持公司全新产品线的研发：公司本次定增募投项目为 4.5 万吨/年有机胺系列产品项目，瞄准高端聚氨酯催化剂市场。截至目前已完成项目的备案、土地规划与设计，厂区主要建构物土建基础施工均已基本完成，项目关键管理人才均已到岗到位，积极推进项目统筹规划和建设管理。

图 4：美思德研发中心流程图



资料来源：公司官网、中信建投

表 1：公司现有产品产能和规划产能

产品种类	现有规模	规划及在建
聚氨酯泡沫稳定剂（匀泡剂）	2.2 万吨/年	产能有望进一步提升
有机胺系列产品	/	4.5 万吨/年

资料来源：公司公告、中信建投

经营数据方面：产销放量驱动增长；主要原材料 DMC 价格趋于稳定，匀泡剂利润开启修复。近五年，公司营业收入年均复合增长率 15.07%。从收入结构来看，2016 年硬泡匀泡剂收入 2.20 亿元，2021 年增长至 3.74 亿元，年均复合增长率 13.92%；2016 年软泡匀泡剂收入 5778 万元，2021 年增长至 1.06 亿元，年均复合增长率 16.77%。

2020-2021 年，行业产能受限和需求扩张，导致公司主要原材料有机硅单体和中间体价格大幅上涨。公司盈利水平和利润率均因此受到负面影响。从毛利结构来看，2021 年硬泡匀泡剂毛利占比 81%，软泡匀泡剂毛利占比 18%。但 22 年以来原材料价格已经明显边际回落，利润率已有修复，22Q1 净利润同比+8.0%、环比+27.3%。

图 5：公司营业收入及结构变化（万元）

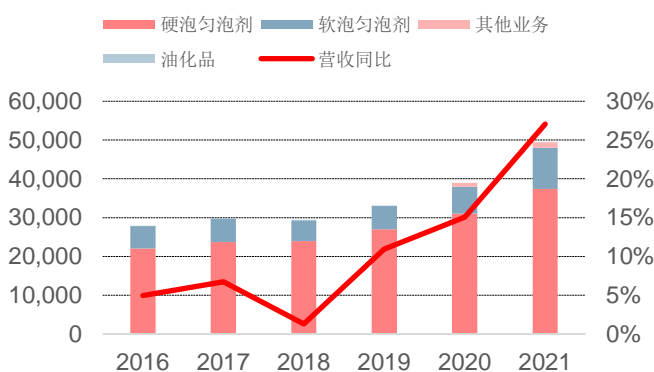
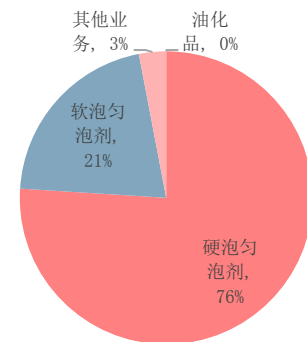


图 6：2021 年公司营业收入结构



资料来源：同花顺、中信建投

图 7：公司毛利及结构变化（万元）

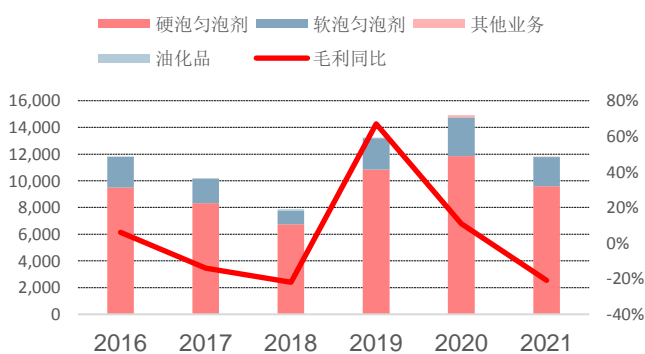
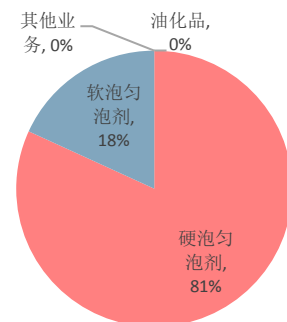


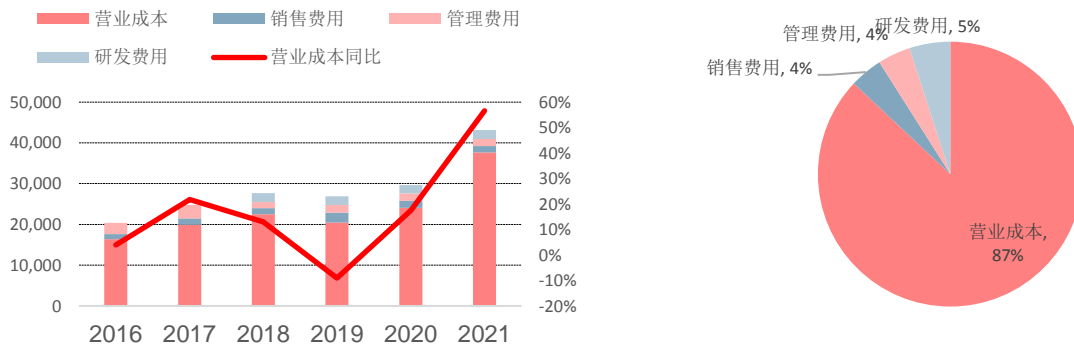
图 8：2021 年公司毛利结构



资料来源：同花顺、中信建投

图 9：公司主要费用及结构变化（万元）

图 10：2021 年公司费用结构



资料来源：同花顺、中信建投

匀泡剂产销、价格均有提升预期，主业盈利有望不断释放

下游需求仍有持续增长空间，公司产销量有望继续释放

公司有机硅匀泡剂产品主要均用于聚氨酯泡沫塑料。聚氨酯泡沫塑料凭借其弹性佳、吸音好、透气性强、保温性能高和易于生产塑形等应用优势，已被广泛应用于冷藏保温、家具、汽车、建筑节能、太阳能、鞋服等行业领域，亦开始逐步探索应用于其他新兴领域，应用领域的广度和深度仍在不断拓展。

聚氨酯材料种类繁多，且应用广泛。而从下游应用来看，聚氨酯材料由于性能优越、环境友好等优点，渗透率正在不断提升。聚氨酯材料主要可分为聚氨酯硬泡、聚氨酯软泡、聚氨酯半硬泡、聚氨酯弹性体、聚氨酯浆料、聚氨酯涂料、聚氨酯胶黏剂和聚氨酯密封胶。聚氨酯材料广泛应用于建筑、日用品、交通、家电等行业。

在建筑领域，聚氨酯材料凭借其使用寿命长、保温效果好、耐高温性能高以及环保的优点逐渐开始取代传统保温材料。传统的保温材料以聚苯乙烯材料为主，产品生产商会在其中添加阻燃剂来提高防火能力。传统保温材料常常因为其原材料 HBCD 容易造成污染而被诟病。在如今碳达峰碳中和的大背景下，环保的聚氨酯材料能够更好地对传统的保温材料做替换。

日用品方面，聚氨酯软泡也在逐渐扩大应用。聚氨酯软泡也叫软质聚氨酯泡沫塑料，在柔软度和弹性上的优势明显，广泛应用于床垫和坐垫的制造中。相较于其他产品而言，聚氨酯软泡的用量相对较大，其制成品在吸音、弹性回复、保温和透气性能上较好，尤其是其自身的开孔结构特点，决定了其优越的功能属性。

图 11：聚氨酯材料与传统材料性能对比

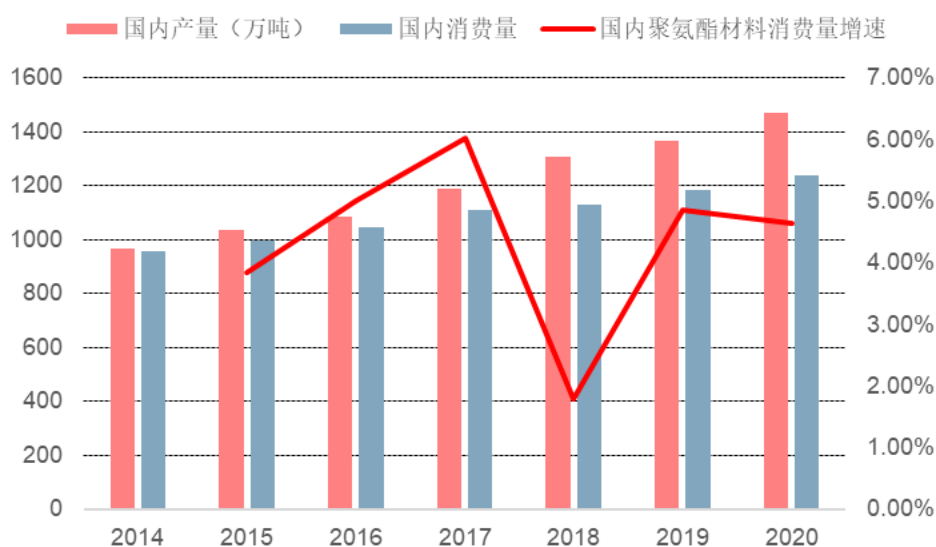
传统材料	聚氨酯材料优势
木材	低密度、高强度
金属材料	重量轻、耐腐蚀
玻璃棉、聚苯乙烯等保温材料	使用寿命长、保温效果好、耐高温性能高、环保
传统堵漏材料	防腐性能好、绝热性能好、吸水性小
传统汽车保险杠材料	缓冲性能以及减震性能好
传统塑料	耐磨、具有弹性记忆

数据来源：中信建投

一直以来，聚氨酯材料的下游需求都保持着较高的增速。从历史经验来看，全球聚氨酯材料的需求增速基本保持在 GDP 增速的两倍左右。根据科思创估计，2025 年 MDI 全球需求量将达 942.5 万吨，复合增长率预计为 5% 左右，仍将维持明显快于全球 GDP 的增速。而聚氨酯材料需求的快速增长正意味着其良好的适用性使得其在工业中的渗透率不断提升。同时，终端聚氨酯材料的快速增长也能够持续带动有机硅匀泡剂需求的持续增长。

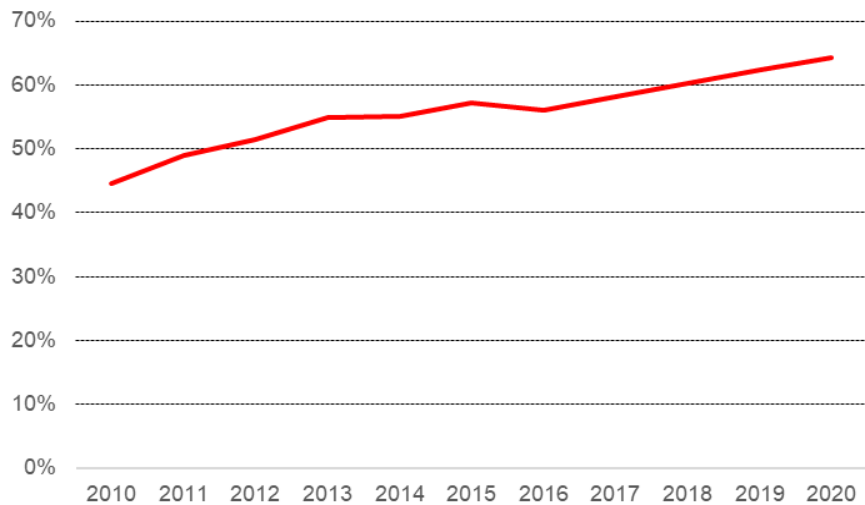
特别是以我国聚氨酯市场为例，一方面终端需求随宏观经济较快增长，另一方面以万华化学为代表的优秀聚氨酯企业不断崛起，近年来聚氨酯材料市场扩张速度较快。我们聚氨酯行业的发展经历了从小到大、从低端到高端的跨越，目前中国聚氨酯主要原材料产能均超过全球产能的 1/3，成为全球最大的聚氨酯原材料和制品生产基地，也是世界上聚氨酯应用领域最全的地区，聚氨酯原料和制品生产、消费量持续增长，产业结构持续优化。并且国内聚氨酯的全球占比也在不断攀升，从 2010 年的 44.49% 增长至 2020 年的 64.35%，提高了近 20 个百分点。

图 12：国内聚氨酯材料产销量、消费增速



数据来源：wind，中信建投

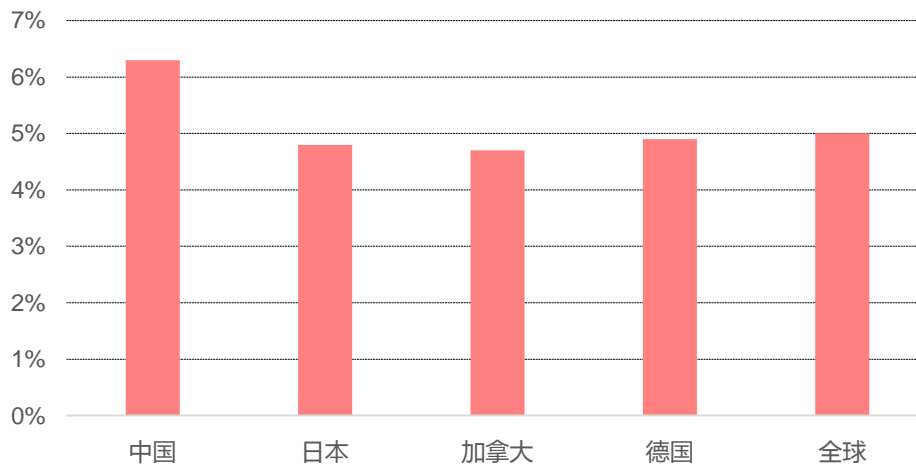
图 13：中国聚氨酯产量全球占比



数据来源: wind, 中信建投

而根据 Intrade 预测，中国聚氨酯材料（以 MDI 为代表）在 2020 年至 2027 年的复合年增长率为 6.3%，同样将持续快于全球及其他主要经济体的聚氨酯材料。无论是对于中国聚氨酯材料生产企业还是上游助剂生产企业，毫无疑问其终端仍然是增量市场，仍然有持续发展潜力。

图 14：全球各主要地区 2020-2027 年 MDI 需求复合增长率预测

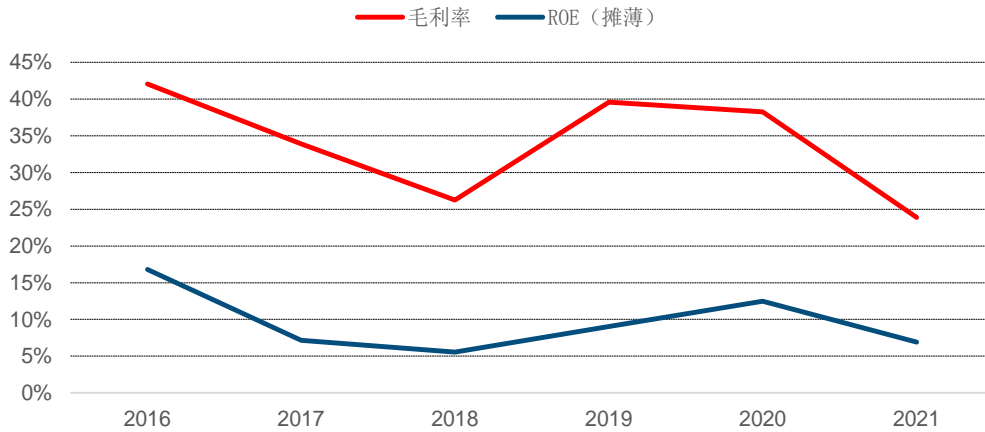


数据来源: Intrade, 中信建投

受益于原材料价格下降，公司利润率有望回升

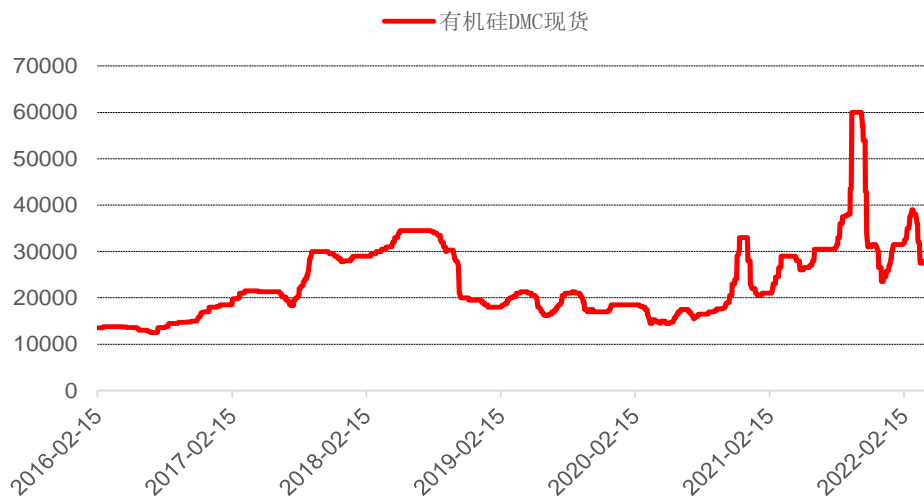
匀泡剂行业的利润率通常与有机硅原材料价格（以有机硅 DMC 价格为代表）呈现反向关系。有机硅匀泡剂作为中游行业，且上游原料、下游应用端整体集中度较高，当原材料价格（主要是有机硅中间体，以 DMC 价格代表）上涨/下跌时，产品价格涨跌幅往往弱于原材料价格波动的情况。结合公司的历史财务数据可以看出，公司的毛利率以及 ROE 与上游原材料价格基本呈负相关关系：当 2019-2020 年有机硅价格处于底部区间时，公司毛利率、ROE 水平均为相对高点。而当 2021 年有机硅价格下跌后，公司盈利指标重新回升。

图 15：公司毛利率及 ROE（元/吨）



资料来源：wind，中信建投

图 16：有机硅 DMC 参考价格（元/吨）

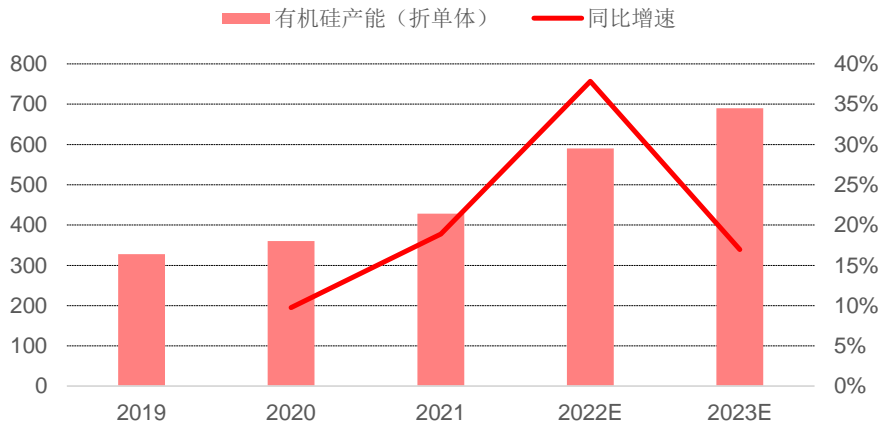


资料来源：wind，中信建投

22 年起伴随新建产能投产，DMC 价格下行趋势明显，我们判断 22-23 年公司主营产品利润率可期有明显改善。2022 年起，伴随规划项目进入集中投产期，有机硅行业重新进入到产能快速扩张期。结合各家企业的产能扩张计划，我们估算 2022、2023 年公司行业产能同比增速分别将达到+38%、+17%，推动有机硅原料行业供需格局逆转。

3 月以来，伴随有机硅产能集中投放，有机硅价格（同样用 DMC 来代表）已经开始出现明显下挫。且由于未来 2 年内同样较强的行业扩产预期，有机硅原料价格或因此持续受到压制。因此，我们判断原材料价格的回落将带动公司未来两年左右产品毛利率的回升。公司盈利能力也有望因此有明显改善。

图 17：有机硅产能及预测（折有机硅单体，万吨）



资料来源：wind，中信建投

海外市场依旧广阔，汇率贬值有助提升出口竞争力

公司除在境内已经和万华、红宝丽等知名聚氨酯企业达成合作关系外，在境外，公司销售主要采取“直销和经销相结合”的模式。多年来，公司通过海外客户走访洽谈、参加国际专业展会和网络通讯等多种形式，与多个国家信誉好、实力强的直销客户及经销商建立起长期稳定的业务合作关系，经过多年的积累，海外业务成长韧性十足。

公司已形成与陶氏化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈和赢创这样的海外全球知名行业龙头的稳定客户关系。稳定优质的海外核心客户不仅能为公司提供稳定可观的经济效益，而且还为公司带来了良好的口碑及市场示范效应，使得公司在匀泡剂行业竞争中具有较强优势，为公司业绩提升奠定了良好的基础。

表 2：公司主要海外客户

客户	国别
陶氏化学	美国
巴斯夫	德国
科思创	德国
亨斯迈	美国
赢创	德国

资料来源：公司年报，中信建投

持续推进海外布局，产品、销售多管齐下。国内企业进军海外向来面临各方面困难，但另一方面，如能进入海外企业的供应商体系，一方面海外企业往往对产品成本不甚敏感、有助于避开国内市场的红海竞争，一方面有海外巨头企业背书、也有利于公司进一步的市场拓展。

公司历来重视海外业务扩展。2021年，为进一步拓展海外业务，抓住海外疫情恢复期的历史机遇，公司成立美思德国际（德国）公司。该子公司引进海外高端专业人才，深度开发国外市场和优质客户，及时反馈欧美

市场动态和技术需求。此外，面对疫情特殊环境，公司组织参加了 Utech 欧洲和 PU China 展会，还多次组织国内外客户开展线上技术交流会、研讨会和产品发布会等活动，加大了技术服务国际化力度，进一步提升了公司与全球客户之间合作的紧密性与稳定性。据公司 2021 年年报，公司海外收入占公司总营收超过三分之一。公司 21 年营收创新高，其中有很大一部分是来自于海外业务的高速增长。

人民币汇率贬值，公司作为出口占比收入较大、且有海外业务扩张预期的企业，是直接受益者。体现在短期利润提振和客户导入的进程加快。由于美国升息周期等因素，人民币汇率在近期大幅贬值，从 3 月初的 6.3 人民币兑 1 美元贬值至 5 月 16 日的 6.8 人民币兑 1 美元。虽然汇率的波动将会带来许多复杂影响，但单纯对于海外业务占比较大的公司来说是受益的。

具体来说，短期而言，公司作为出口企业，人民币汇率贬值就意味着公司以美元结算的有机硅匀泡剂折算为人民币的价格上涨，以及海外资产的直接升值，直接为公司带来额外收益。另一方面，也意味着海外企业在同等情况下更容易接受公司的产品。人民币汇率有周期波动、有升有贬，但公司所生产的助剂品种作为精细化工产品，一旦进入到海外企业供应商体系，一般便不会被更换掉。因此，在汇率环境有利的情况下，公司在海外市场的市占率也有望取得永久性的提升。

图 18：美元兑人民币即期汇率



资料来源：wind，中信建投

募投有机胺催化剂项目协同主业、瞄准高端市场，打开新增长极

有机胺催化剂为高端聚氨酯助剂，国产替代空间广、产品利润率高

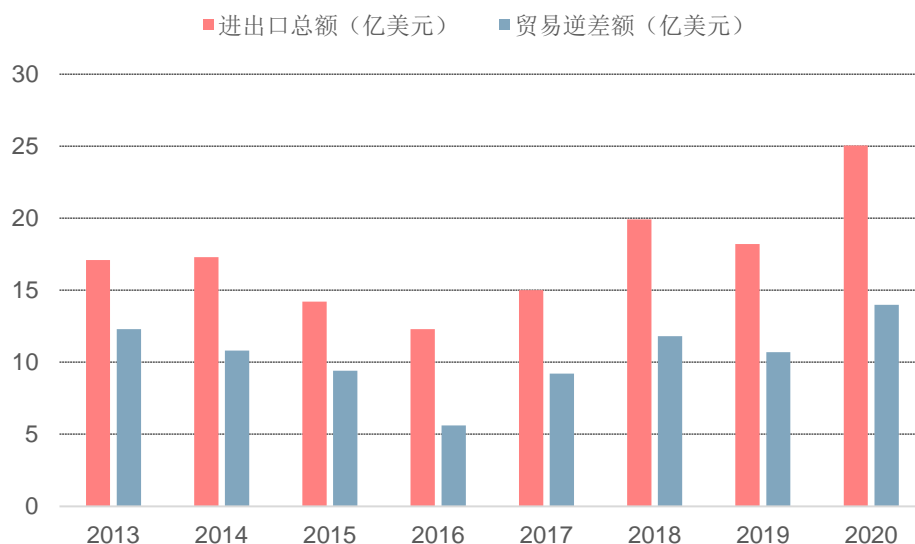
催化剂是聚氨酯生产中另一种必备助剂。催化剂是能够改变化学反应的反应速率，同时又不改变原反应的化学平衡，且其本身质量及化学性质在反应前后都不发生改变的物质。按照反应体系相态划分，可以划分为均相催化剂和多相催化剂；按照催化剂物质状态划分，可以分为液体催化剂与固体催化剂。催化剂是石油化工行业的核心技术，被称为化学工业的“芯片”。据统计，约有 90% 以上的工业过程涉及催化剂的使用，包括化工、

石化、生化、环保等多个领域。而聚氨酯生产也不例外。聚氨酯生产过程中，所使用的催化剂通常为有机胺形态。

作为生产助剂的催化剂产品，通常都仍有明显的国产替代空间，及较高的预期利润水平。通常而言，催化剂的生产技术含量、产品附加值均比较高，是决定石油化工生产装置技术水平和经济效益的重要部分。催化剂产品的生产技术涉及材料科学、结构化学、有机化学、工业催化、自动控制等多个技术领域，具有多学科、相互渗透、交叉应用的特点，生产工艺复杂，技术难度高。目前行业领先企业主要为国际大型化工企业，在大部分催化领域我国仍与国外存在较大技术差距。国外化工企业具备先进催化剂的知识产权与工业化生产能力，长期以来，我国环保、能源化工及精细化工行业对国外催化剂的依赖较为严重；随着我国相关产业规模的扩大，进出口金额总体保持整体上升的趋势。

另一方面，由于高技术壁垒、海外企业的高份额以及低国产化率，催化剂产品往往也因此拥有较高的利润水平，特别是相对于其他复合材料助剂品种而言。

图 19：中国催化剂产品进出口总额和毛利逆差额



资料来源：海关总署，中信建投

就有机胺催化剂来说，虽然公开资料较少，但从已有项目环评和相关企业进展来看，有机胺催化剂系列产品相比于匀泡剂等聚氨酯助剂产品，有投资强度更高，且对生产技术、安全和环保要求更高的特点。国际上的生厂商主要是德国赢创，索尔维，巴斯夫；国内虽然也有部分厂家具备一定的有机胺催化剂量产能力，但整体产品质量、份额都难以和海外企业比较，尚有较为充分的国产替代空间。且鲜有兼做聚氨酯匀泡剂和催化剂的横向一体化企业。而相对的，如若国内企业实现系列催化剂的国产替代，在该产品预期实现的效益也会高于传统助剂的一般水平。

技术先导、客户协同，募投项目有望打造新增长极

公司在聚氨酯催化剂及其他高端助剂方面已有多年技术积累。除有机硅匀泡剂的持续扩能以外，公司在相

关领域持续推进技术研发：“十二五”期间，公司即提出“万吨级聚氨酯匀泡剂生产技术开发”作为重点科技攻关课题，被中国聚氨酯行业协会列入行业发展规划，该项目在美思德得以实施，建成了中国第一个万吨级有机硅匀泡剂生产线，打破了跨国公司在中国匀泡剂领域的多年垄断，该项目获得中国石油和化工联合会颁发的“科技进步二等奖”；“十三五”期间，公司提出“新一代聚氨酯匀泡剂生产技术开发”项目，被中国聚氨酯行业协会列为重点科技攻关课题，该项目已在美思德完成建设并顺利投产。该系列产品具有低挥发、低雾化等绿色健康的突出特点，该生产线具有密闭循环、连续化和自动化等特点，确保了化工生产的安全、环保和产品优质稳定。十四五期间，公司则新提出“聚氨酯泡沫关键助剂的复合技术开发”。拟投资开展“中国聚氨酯工业协会助剂工程技术中心”项目建设。

2020年，公司正式开始推进有机胺聚氨酯催化剂项目。2020年06月16日，公司与吉林化学工业循环经济示范园区管理委员会签署了《美思德4.5万吨/年有机胺系列产品项目投资协议》。项目内容包括：

(1) 项目总投资约5.56亿元，固定资产投资5.0亿元，主要生产有机胺系列产品。

(2) 协议生效后5日内，乙方向甲方交付项目用地保证金20万元，如甲方未按约定提供给乙方项目用地，甲方应将项目用地保证金原额退还给乙方(不承担利息)。如乙方未按约定参与购地，则按甲方损失扣减保证金。

(3) 乙方投资项目计划于2021年4月前开工建设，2025年12月实现竣工，其中：一期投资2.2亿元，建设期限从2021年4月至2022年6月，主要建设2.0万吨/年有机胺系列产品；二期投资1.1亿元，建设期限从2022年4月至2023年6月，主要建设4000吨/年有机胺系列产品项目。三期投资2.26亿元，建设期限从2024年4月至2025年6月，主要建设2.1万吨/年有机胺系列产品项目。

乙方在项目实施过程中，要按照本条约定的投资计划、建设内容、完成标准、时间节点和规划审批的建设内容进行建设。

(4) 项目建设用地以出让方式获取土地使用权,乙方在建设过程中，要遵循吉林化工园区整体区域规划要求,严格做好安全生产和环境保护工作，配合相关职能部门做好管理服务。

本次定增明确募投项目一期项目2.5万吨有机胺聚氨酯材料，成为公司产品高端化的关键一步。2021年4月，公司发布非公开发行A股股票预案。本次募集资金投资项目为4.5万吨/年有机胺系列产品项目（一期2.5万吨/年有机胺催化剂项目），预计投资额为48,877.95万元人民币，建设期24个月。根据公司该项目环评公示内容，几乎全部主产品均为有机胺聚氨酯催化剂产品。标志着公司在产品高端化方向上的重要一步。

表 1：公司4.5万吨/年有机胺系列产品项目主产品产能（一期2.5万吨有机胺催化剂项目）

牌号	化学名称	规划年产能（吨/年）	用途
PC5	五甲基二乙烯三胺	2500	聚氨酯催化剂
PCTT	六甲基三乙烯四胺	500	聚氨酯催化剂
RA5	三甲基羟乙基乙二胺	1300	聚氨酯催化剂
PC77	五甲基二丙烯三胺	300	聚氨酯催化剂
RA7	N,N-二甲氨基乙氧基乙醇	3100	聚氨酯催化剂
ML	吗啉	5000	缓蚀剂/防锈剂
DMDEE	双(2-吗啉二乙基)醚	3000	聚氨酯催化剂
A1	双二甲胺基乙基醚	1000	聚氨酯催化剂

DMAPA	二甲胺基丙胺	3210	聚氨酯催化剂
RA6	四甲基二丙烯三胺	1170	聚氨酯催化剂
RA3	N,N,N'-三甲基-N'-3-氨基丙基-双(氨基乙基)醚	200	聚氨酯催化剂
RA4	N,N,N-三甲基-N' 羟乙基双氨基乙基	1000	聚氨酯催化剂
RA1	二甲胺基丙胺二异丙醇	500	聚氨酯催化剂
RA8	双二甲胺基丙基胺异丙醇	200	聚氨酯催化剂
TMR2	2-羟基-N,N,N-三甲基-1-丙胺的甲酸盐	300	聚氨酯催化剂
PC41	1,3,5-三(二甲胺基丙基)-1,3,5-六氢化三嗪	500	聚氨酯催化剂
TMR30	2,4,6-三(二甲氨基甲基)苯酚	2000	聚氨酯催化剂
PC8	N,N-二甲基环己胺	3000	聚氨酯催化剂
BDMA	N,N-二甲基苯胺	1500	聚氨酯催化剂
PC9	N,N',N',N'-三(3-二甲胺基丙基)胺	300	聚氨酯催化剂
RA6	四甲基二丙烯三胺	130	聚氨酯催化剂

资料来源：项目环评、中信建投

如该项目顺利建成投产，我们认为对于公司而言将有重要意义：

1、发挥公司技术积累和客户协同优势，打造新增长极。二十年来，美思德凭借匀泡剂技术、营销、服务优势在行业中居于领先地位。但由于公司产品业务较为单一，商业竞争中生存发展难度加大。本项目的建设将有利于公司实现转型升级，并从过去的单一助剂（匀泡剂）供应商向复合助剂（匀泡剂+催化剂）及解决方案供应商进行转变。有机硅匀泡剂和有机胺催化剂是聚氨酯行业的两大关键助剂，通过产品组合，打包销售可以为客户提供便捷服务和增值服务，本项目产品的销售可以利用本公司现有渠道，进一步提升美思德品牌影响并增加客户粘性。

长期而言，募集资金投资项目的建设完成将有助于公司成为聚氨酯助剂行业的龙头企业，增强公司的核心竞争力，使公司在未来的国际国内市场竞争中能够获得更大的优势。

3、明显提振公司整体利润率水平，提升收益质量：如前文所述，有机胺催化剂技术壁垒更高、行业集中度更高，产品利润率或将明显超过公司主业有机硅匀泡剂产品。根据公司预期，本项目运营期内，预计达产后可实现营业收入 75,000 万元，实现年均净利润 14,219.56 万元，经测算，项目投资财务内部收益率所得税后为 23.76%，回收期为 6.25 年（含建设期 2 年）。项目预期效益良好。

盈利预测

我们预测公司 2022、2023、2024 年归母净利分别为 0.89、1.15、1.70 亿元，分别同比增长 40.1%、28.89%、47.8%，对应 PE 分别为 18.0X、14.0X、9.5X。维持“增持”评级。

表 3：预测和比率（人民币）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	390	495	570	641	842
主营收入增长率	15.0	27.1	15.2	12.4	31.3
归母净利润（百万元）	111	64	89	115	170
净利润增长率	54.0	-42.5	40.1	28.9	47.8
毛利率（%）	38.3	23.9	29.7	32.6	35.4
净利率（%）	28.5	12.9	15.7	18.0	20.2
ROE（%）	12.5	6.9	9.0	10.6	13.8
EPS（元）	0.79	0.45	0.63	0.82	1.21
P/E	14.5	25.3	18.0	14.0	9.5
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3

数据来源：Wind，中信建投

表 4：公司利润表及预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	390	495	570	641	842
营业成本	240	377	401	432	544
营业税金及附加	3	3	5	6	7
销售费用	18	15	28	31	37
管理费用	18	18	27	30	37
研发费用	21	22	33	35	45
财务费用	-5	-9	-7	-7	-2
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	2	2	2
投资净收益	9	1	10	8	7
营业利润	120	71	100	129	191
营业外收入	10	0	3	3	4
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	129	71	102	132	194
所得税	18	8	12	17	24
净利润	111	64	89	115	170

少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	111	64	89	115	170
EBITDA	127	71	100	133	199
EPS (元)	0.79	0.45	0.63	0.82	1.21

资料来源: Wind, 中信建投

表 5: 公司资产负债表及预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	778	745	693	735	855
现金	630	579	591	628	699
应收票据及应收账款合计	63	76	0	0	0
其他应收款	1	5	2	6	5
预付账款	1	4	2	4	4
存货	52	69	60	79	96
其他流动资产	30	12	37	17	51
非流动资产	222	335	361	384	457
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	160	144	168	186	248
无形资产	22	71	78	88	99
其他非流动资产	40	120	115	111	110
资产总计	1000	1080	1054	1119	1312
流动负债	103	150	50	24	64
短期借款	3	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	73	133	0	0	0
其他流动负债	27	17	50	24	64
非流动负债	7	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6	6
负债合计	109	156	56	30	69
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	141	141	141	141	141
资本公积	286	286	286	286	286
留存收益	466	496	559	641	764
归属母公司股东权益	889	922	996	1087	1241
负债和股东权益	1000	1080	1054	1119	1312

资料来源: Wind, 中信建投

表 6: 公司现金流量表及预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	103	79	49	84	178
净利润	111	64	89	115	170

请参阅最后一页的重要声明

折旧摊销	16	17	16	19	25
财务费用	-5	-9	-7	-7	-2
投资损失	-9	-1	-10	-8	-7
经营性应收项目的减少	-11	-11	77	-2	0
经营性应付项目的增加	32	21	-122	-9	16
其他经营现金流	1	19	-117	-33	-7
投资活动现金流	-17	-94	-29	-29	-84
资本支出	32	135	27	23	73
长期投资	2	0	0	0	0
其他投资现金流	17	41	-2	-6	-11
筹资活动现金流	-30	-37	-9	-18	-24
短期借款	-7	-3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	-0	0	0	0
资本公积增加	-39	0	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-34	-9	-18	-24
现金净增加额	54	-56	12	38	70

资料来源: Wind, 中信建投

风险提示

- 1、国内有机硅匀泡剂行业企业数量较多，集中度较低。存在行业竞争加剧导致利润率下行的风险；
- 2、有机硅原料价格历史上波动剧烈，且对公司利润率影响较大。存在原材料价格超预期导致利润率下行的风险。
- 3、募投项目有机胺催化剂为公司新产品，行业技术壁垒较高，存在项目建设和实现效益不及预期的风险。

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。

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。

本报告由中信建投(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 2106 室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 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@csci.hk