

美瑞新材（300848.SZ）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年10月24日

**评级：买入（维持）**

市场价格：25.13

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

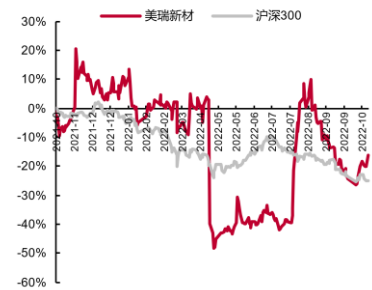
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	757	1,298	1,590	3,050	5,586
增长率 yoy%	17%	71%	23%	92%	83%
净利润（百万元）	102	119	122	256	652
增长率 yoy%	22%	17%	2%	110%	155%
每股收益（元）	0.51	0.60	0.61	1.28	3.26
每股现金流量	0.63	0.81	2.54	2.22	9.04
净资产收益率	13%	12%	12%	20%	31%
P/E	49.3	42.2	41.2	19.6	7.7
P/B	6.4	5.7	5.1	4.1	2.7

备注：股价取自 2022/10/24

**基本状况**

总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	69
市价(元)	25.13
市值(百万元)	5,026
流通市值(百万元)	1,743

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件：10月24日，公司发布2022年三季报：2022年前三季度实现营业收入11.66亿元，同比增长29.1%；实现归属母公司净利润0.81亿元，同比增长6.39%；实现扣非归母净利润0.64亿元，同比增长6.31%。2022Q3单季实现营业收入3.73亿元，同比下降1.2%，环比下降7.32%；实现归属母公司净利润0.25亿元，同比下降16.83%，环比下降22.98%；实现扣非归母净利润0.19亿元，同比下降20.69%，环比下降27.04%。**
- 点评：**
- 原料价格持续高企，公司盈利下滑明显。盈利能力方面，公司2022年前三季度毛利率为13.27%，同比-1.53pct；净利率为6.97%，同比-1.45pct；ROE为8.85%，同比-0.5pct。Q3单季公司毛利率为12.48%，环比-2.23pct；净利率为6.84%，环比-1.4pct；ROE为2.77%，环比-0.84pct。盈利能力有所下滑的原因主要系能源价格高企下TPU产品原材料成本大幅上升叠加产品销量同比上涨共同导致。公司严控费用支出，降本增效成果凸显。期间费用方面，2022年前三季度公司期间费用率为6.22%，同比-0.01pct。其中，销售费用率为0.73，同比-0.04pct，管理费用（含研发费用，可比口径）率为6.24%，同比+0.25pct，财务费用率为-0.75%，同比-0.21pct。财务费用为负主要系汇兑收益的增长所致。此外，公司注重研发创新投入，2022年前三季度公司合计研发费用为0.52亿元，同比+42.71%。**
- TPU行业国内龙头，或迎来量价齐升。公司专注TPU产品的生产，现有TPU产能8.5万吨/年，毛利率水平高于同业。进入Q3，TPU产品受疫情影响，终端需求有所承压。价格方面，根据Wind，2022年前三季度TPU薄膜、TPU手机壳和TPU鞋材的均价分别为24971/21540/20967元/吨，同比+6.39%/+2.34%/-5.61%；Q3单季各产品均价分别为22867/19698/19168元/吨，同比-2.06%/-9.26%/-12.62%，环比-7.79%/-8.21%/-8.62%。原料方面，2022年前三季度HDI（华东）、纯MDI、BDO、聚酯多元醇（AA/EG：华东）的均价分别为73778/21274/20944/14500元/吨，同比-14.36%/-3.9%/-9.27%/+13.95%；Q3单季各原料的均价分别为69005/19832/12568/13045元/吨，同比-21.82%/-11.05%/-52.09%/-3.94%，环比-6.97%/-7.79%/-45.97%/-12.76%。公司年产20万吨弹性体一体化项目已于今年1月取得环评批复、2月获得施工许可，预计将于2023年底正式投产，投产后有望摆脱生产瓶颈，一跃成为行业头部企业；此外，公司于2022年3月新建控股子公司美瑞上海，重点开拓公司TPU材料在汽车行业及相关领域的应用，增加产品附加**

值。

- **聚氨酯一体化项目加速。**近期，公司子公司河南美瑞的 HDI 项目已获环评、能评、安评并取得《建设工程规划许可证》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，结合当地的 BDO、PTMEG，公司将补齐原料短板，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。
- **定增方案落地，赋能公司长期发展。**根据公告，公司拟向特定对象，公司控股股东、实际控制人王仁鸿先生发行股票募集资金总额不超过 2.35 亿元（含本数），发行价格为 19.06 元/股，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。截至预案公告日，王仁鸿先生共计持有公司 47.54% 股份，按照拟认购上限 12,329,485 股计算，本次发行完成后，持股比例将提高至 50.59%，进一步巩固对公司的控制权。通过本次定增，公司将提升资金实力，改善资本结构，提高抗风险能力和持续经营能力，为核心业务增长与业务战略布局提供资金支持，另一方面也彰显了管理层对公司长期发展的决心。
- **盈利预测与投资建议：**由于近期原料与产品价格波动，我们调整公司今年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.22（原 1.48）/2.56/6.52 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品及原材料价格大幅波动、产能释放不及预期、下游需求不及预期、安全环保因素。

图表 1: 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	371	888	1,308	3,111	营业收入	1,298	1,590	3,050	5,586
应收票据	23	0	0	0	营业成本	1,094	1,337	2,537	4,264
应收账款	42	38	49	73	税金及附加	4	6	12	20
预付账款	15	20	38	64	销售费用	11	36	54	71
存货	342	205	786	953	管理费用	27	34	65	119
合同资产	0	0	0	0	研发费用	56	69	133	243
其他流动资产	512	510	559	644	财务费用	-5	-11	-16	-23
流动资产合计	1,305	1,661	2,740	4,845	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	134	282	911
其他非流动资产	186	186	186	186	营业外收入	0	0	-1	-1
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	2,120	3,372	5,636	利润总额	131	134	281	910
短期借款	27	97	226	335	所得税	12	12	25	80
应付票据	531	421	833	1,472	净利润	119	122	256	830
应付账款	102	401	769	1,305	少数股东损益	0	0	0	178
预收款项	0	5	9	9	归属母公司净利润	119	122	256	652
合同负债	13	29	55	101	NOPLAT	115	112	242	808
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.60	0.61	1.28	3.26
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	36	43	77	128					
流动负债合计	711	998	1,970	3,351					
长期借款	0	50	100	180					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	13	63	113	193					
负债合计	724	1,061	2,083	3,544					
归属母公司所有者权益	889	984	1,213	1,839					
少数股东权益	75	75	76	254					
所有者权益合计	964	1,059	1,289	2,092					
负债和股东权益	1,688	2,120	3,372	5,636					

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	161	508	445	1,808
现金收益	137	136	269	849
存货影响	-248	137	-581	-167
经营性应收影响	-57	23	-27	-48
经营性应付影响	438	194	782	1,175
其他影响	-109	18	1	-2
投资活动现金流	-153	-95	-192	-191
资本支出	-23	-101	-201	-201
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-130	6	9	10
融资活动现金流	162	104	168	186
借款增加	18	120	179	189
股利及利息支付	-17	-28	-64	-187
股东融资	75	0	0	0
其他影响	86	12	53	184

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	71.5%	22.5%	91.8%	83.1%
EBIT增长率	10.0%	-2.1%	115.7%	233.8%
归母公司净利润增长率	16.8%	2.3%	110.0%	154.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.7%	15.9%	16.8%	23.7%
净利率	9.2%	7.7%	8.4%	14.9%
ROE	12.4%	11.5%	19.9%	31.2%
ROIC	34.9%	21.4%	27.0%	44.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.9%	50.0%	61.8%	62.9%
债务权益比	4.1%	15.1%	26.3%	25.2%
流动比率	1.8	1.7	1.4	1.4
速动比率	1.4	1.5	1.0	1.2
<b>营运能力</b>				
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	68	83	88
存货周转天数	72	74	70	73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.60	0.61	1.28	3.26
每股经营现金流	0.80	2.54	2.22	9.04
每股净资产	4.44	4.92	6.07	9.19
<b>估值比率</b>				
P/E	42	41	20	8
P/B	6	5	4	3
EV/EBITDA	217	218	110	35

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。