

# 国内中高端 TPU 龙头，HDI 项目加速公司成长

## 美瑞新材(300848)

### 事件概述:

2023年4月25日，公司发布2022年年度报告和2023年一季度报。2022年公司实现营业收入14.75亿元，同比+13.66%；实现归母净利润1.11亿元，同比-6.60%。2023年Q1公司实现营业收入3.18亿元，同比-18.78%；实现归母净利润0.24亿元，同比+4.68%。

### 分析判断:

#### 国内中高端 TPU 龙头，新产能即将投产

我国 TPU 行业处于较快成长阶段，据公司公告和中国石油化工储运罐区技术大会数据，2022 年我国 TPU 消费量为 56.9 万吨，预计到 2026 年将增至 90 万吨，2022-2026 年 4 年 CAGR12.15%。公司为国内 TPU 中高端市场龙头企业，现有 TPU 产能 8.65 万吨，在建产能 20 万吨，预计 2023 年底能部分投产。2018 年以来，公司营业收入保持增长态势，2020-2022 年营业收入 CAGR 达 39.60%。公司在隐形车衣等高端 TPU 领域领先国内市场，通过不断优化产品结构和新产能释放，将持续巩固在国内 TPU 市场的竞争优势。

#### 聚氨酯一体化项目开工，打破国外原材料垄断壁垒

近年来，公司生产特种 TPU 所需的核心原材料市场价格较高，影响下游需求，据天天化工网，截至 2022 年底全球 HDI 产能仅 38.4 万吨，其中海外巨头合计 30.4 万吨，占比超过 79%。2022 年 3 月 15 日，公司发布公告，投资子公司美瑞科技建设聚氨酯新材料产业园项目。据环评报告，项目分两期进行建设，一期项目投资 15 亿元，建设年产 12 万吨特种异氰酸酯（其中 HDI10 万吨，CHDI1.5 万吨，PPDI0.5 万吨），二期项目投资 37 亿元，建设年产 20 万吨特种异氰酸酯（HDI）。项目一期 2022 年底已开工建设，预计 2024 年建成投产。我们认为，随着 HDI 主要原料己二腈生产技术打破国外垄断，其价格将回归合理区间，有利于 HDI 产业链快速放量；公司聚氨酯一体化项目能够实现特种 TPU 部分核心原材料的自供，降低生产成本，有利于特种 TPU 产品的进一步开发和市场推广，同时能够延伸公司产业链，提供新的利润增长点。

#### 公司为研发导向企业，在研项目丰富

2022 年公司研发投入 0.70 亿元，同比+24.72%；研发费用率达 4.77%，同比+0.42pct。截至 2022 年底，公司在核心设备、工艺、产品方面拥有授权专利 89 项，其中美国、欧洲韩国等境外授权发明专利 25 项，国内发明专利 51 项，实用新型 13 项。截至 2022 年底公司共有研发人员 86 人，占比达 24.02%。

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	33.28
股票代码:	300848
52 周最高价/最低价:	44.8/16.8
总市值(亿)	66.56
自由流通市值(亿)	23.08
自由流通股数(百万)	69.36



分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

公司当前在研产品包括 PBS、PUR、PUD、TPU 线缆材料和 HDI 三聚体等，涵盖汽车、木工、控制、特高压等多种领域，且所有产品均实现小试，部分产品实现量产推广。我们认为，公司通过扩大研发投入，在研项目推广并应用后将能为公司提供更大的业绩弹性和收益质量，打开未来成长空间。

### 投资建议

公司弹性体一体化项目 20 万吨 TPU 和聚氨酯一体化项目 12 万吨特种异氰酸酯 23 年底将进入陆续投产期，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.48/33.14/51.84 亿元，归母净利润分别为 1.42/4.12/6.04 亿元，EPS 分别为 0.71/2.06/3.02 元，对应 2023 年 5 月 15 日收盘价 33.28 元 PE 分别为 47/16/11 倍。公司为业内少数能够生产高端特种 TPU 的企业，预计未来原材料价格有望回落，公司盈利水平修复；同时 HDI 项目建成投产后将大幅提升公司利润，成为公司重要的业绩增长点，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争加剧、项目投产不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,298	1,475	1,748	3,314	5,184
YoY (%)	71.5%	13.7%	18.5%	89.6%	56.4%
归母净利润(百万元)	119	111	142	412	604
YoY (%)	16.8%	-6.6%	27.9%	189.3%	46.7%
毛利率 (%)	15.7%	13.6%	14.9%	21.0%	20.3%
每股收益 (元)	0.60	0.56	0.71	2.06	3.02
ROE	13.4%	11.4%	12.8%	27.0%	28.3%
市盈率	55.47	59.43	46.75	16.16	11.02

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 国内 TPU 龙头，新增产能打开成长空间.....	4
2. 布局 HDI 一体化项目，将大幅提高公司竞争力.....	7
2.1. 聚氨酯一体化项目开工，打破国外原材料垄断壁垒.....	7
2.2. 研发多种中高端产品，横向多产品布局.....	9
3. 盈利预测与投资建议.....	10
3.1. 盈利预测.....	10
3.2. 可比公司估值.....	11
3.3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

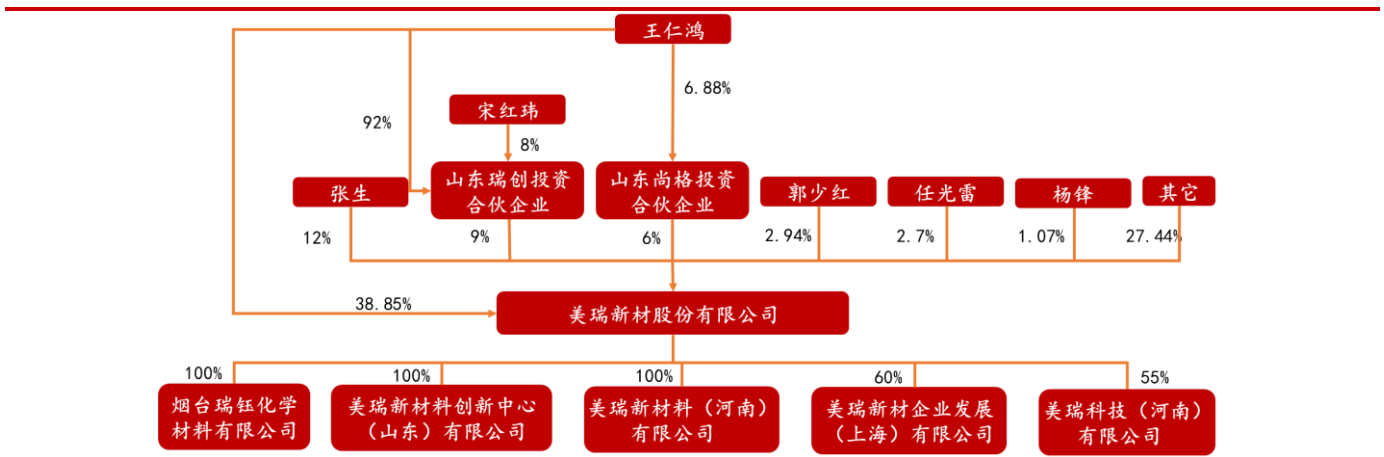
## 图表目录

图 1 公司股权结构（截至 2023 年一季度）其它社会股东股权还有 25%.....	4
图 2 公司历年营业收入（百万元；%）.....	5
图 3 公司历年归母净利润（百万元；%）.....	5
图 4 公司历年毛利润（百万元；%）.....	5
图 5 公司各项费用率（百万元；%）.....	5
图 6 公司历年销售利润率（%）.....	6
图 7 公司历年 ROE 和 ROIC（%）.....	6
图 8 历年研发投入金额和研发费用率（百万元；%）.....	6
图 9 公司研发人员数量和占比（人；%）.....	6
图 10 公司主要产品销售收入（百万元）.....	7
图 11 公司主要产品毛利率（%）.....	7
图 12 TPU 产业链.....	8
表 1 全球 HDI 产能（万吨，截至 2022 年底）.....	8
表 2 聚氨酯产业园项目（亿元；万吨/年）.....	9
表 3 公司主要在研项目.....	10
表 4 收入拆分.....	11
表 5 可比公司估值.....	11

## 1. 国内 TPU 龙头，新增产能打开成长空间

美瑞新材料股份有限公司（以下简称“美瑞新材”）成立于 2009 年，于 2020 年 7 月 20 日在创业板上市，是国内知名的聚氨酯材料（TPU、PUR、PUD、PU 预聚体等）及全生物降解类材料（PBS 等）生产企业和国家高新技术企业，产品广泛应用于 3C 电子、医疗健康、个人护理、汽车制造、运动休闲、工业装备、绿色能源、家居生活、3D 打印等领域。公司实控人为王仁鸿，共持有公司 47.54% 股权。

图 1 公司股权结构（截至 2023 年一季度）

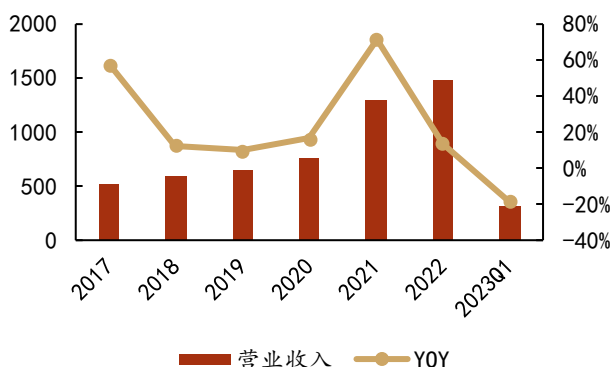


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司主营产品 TPU 属于聚氨酯弹性体，是 MDI、扩链剂、多元醇三组原料聚合反应而成的一种高分子材料，具有硬度范围广、机械性能突出、耐高低温、耐油耐水、耐候、高透明、环保、可加工性强等优越特性。作为一种先进的高分子弹性体材料，兼具橡胶的高弹性和塑料的易加工性，且具有能耗低、环保等显著优点，能有效替代 PVC、橡胶、EVA、硅胶等传统材料，符合循环经济和可持续发展的要求，是未来新材料的主要发展方向之一，市场容量巨大。

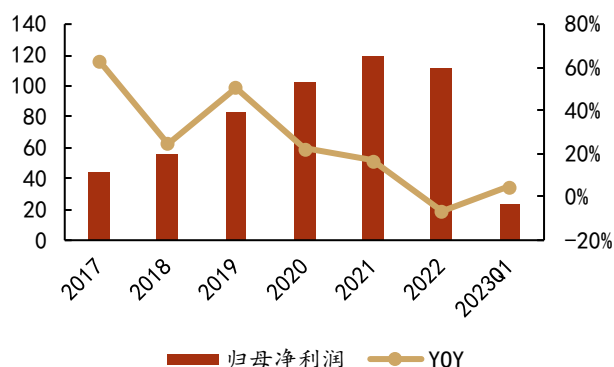
2018 年以来，公司营业收入保持增长态势，2020-2022 年营业收入 CAGR 达 39.60%。2021 年，公司主要原材料价格持续上涨，公司适时调整产品销售价格并积极研究开发新产品，不断进行横向行业拓展和新产品市场开拓，主营产品 TPU 量价齐升，实现销售 6.25 万吨，同比+25.43%；实现营业收入 12.98 亿元，同比高增 71.47%。2022 年 TPU 下游需求疲弱，叠加上游原料价格处于历史较高水平，全年 TPU 市场整体消费量较 2021 年略有下降，公司实现销售 6.33 万吨，同比+1.28%；营业收入 14.75 亿元，同比增长 13.66%。2023 年 Q1 公司营业收入为 3.18 亿元，同比-18.78%；归母净利润同比增长 4.68%，为 0.24 亿元。

图 2 公司历年营业收入(百万元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

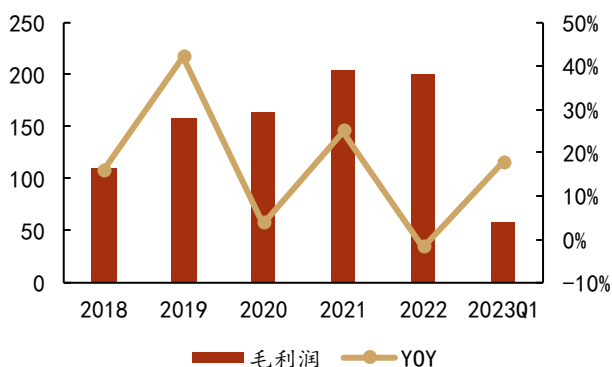
图 3 公司历年归母净利润(百万元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

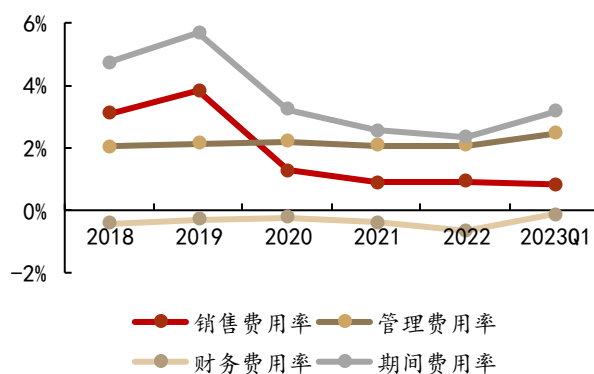
2019-2022 年，受原材料价格上涨影响，公司毛利润波动明显，2021 年毛利润为 2.40 亿元，达到历史最高值，同比+24.68%；2022 年公司毛利润有所下降，为 2.00 亿元，同比-1.86%；2023 年 Q1 公司特种 TPU 业务销售情况同比改善，带动公司毛利润回升至 0.58 亿元、同比+17.68%。在原材料价格高企形势下，公司通过降低各项费用率实现成本控制，2022 年公司期间费用率为 2.34%，同比-0.23pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.94%/2.06%/-0.66%，分别同比+0.05/-0.01/-0.27pct。2023 年 Q1 公司期间费用率为 3.16%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.83%/2.45%/-0.12%。

图 4 公司历年毛利润(百万元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

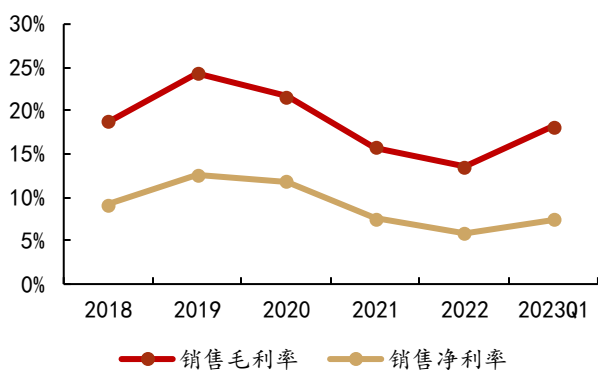
图 5 公司各项费用率(百万元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

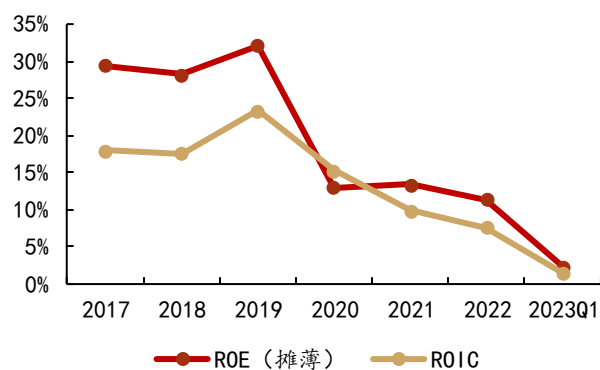
2022 年公司销售毛利率和销售净利率分别为 13.58%、5.85%，同比-2.15、-1.74pct；2023 年 Q1 销售利润率有所回升，销售毛利率和净利率分别为 18.15%、7.45%，分别同比+5.62、+0.34pct。2022 年公司 ROE 和 ROIC 分别为 11.43%、7.58%；2023 年 Q1 分别为 2.37%、1.48%。

图 6 公司历年销售利润率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司历年 ROE 和 ROIC (%)

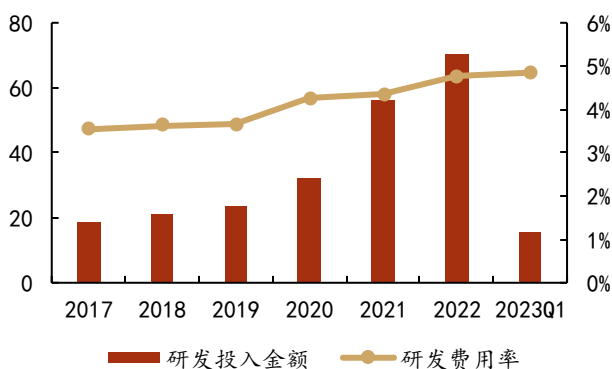


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司作为一家以研发驱动的新材料企业，注重研发投入和产品创新，把握高端产品、技术的主流方向，研发投入金额和研发费用率不断上升。2022 年公司研发投入 0.70 亿元，同比+24.72%；研发费用率达 4.77%，同比+0.42pct。截至 2022 年底，公司在核心设备、工艺、产品方面拥有授权专利 89 项，其中美国、欧洲韩国等境外授权发明专利 25 项，国内发明专利 51 项，实用新型 13 项。

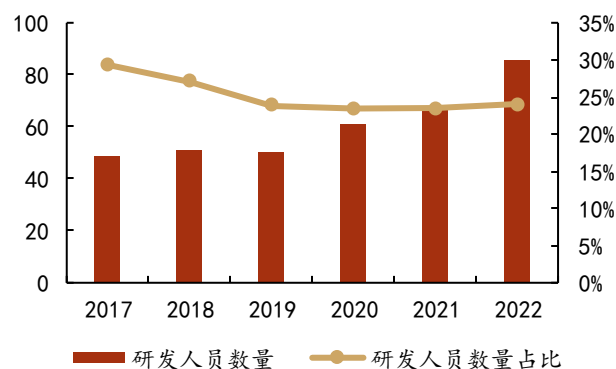
公司近年也在持续招贤纳士，提升研发人员数量。截至 2022 年底公司共有研发人员 86 人，占比达 24.02%。此外，公司与上海交通大学签订产学研协议，双方在基础研究、技术开发等方面展开合作，有助于进一步提升公司竞争力。

图 8 历年研发投入金额和研发费用率 (百万元；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

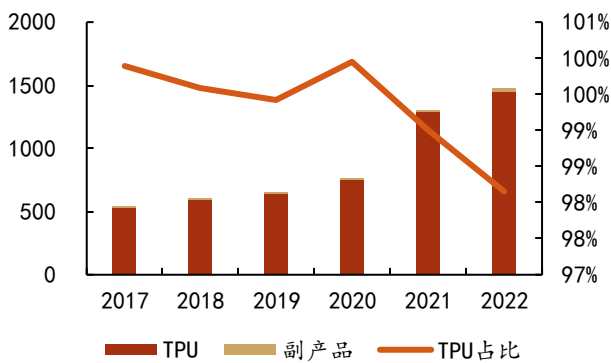
图 9 公司研发人员数量和占比 (人；%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

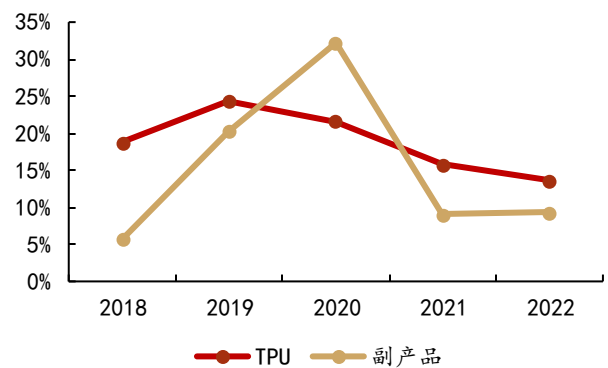
截至 2022 年底，公司主营产品 TPU 产能 8.65 万吨/年，在建产能 20 万吨/年，且历年销售收入占比均超过 98%。从毛利率来看，由于 TPU 原材料价格持续上涨，毛利率近年来有所下滑，2022 年 TPU 毛利率为 13.66%，同比-2.14pct。

图 10 公司主要产品销售收入（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 公司主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 布局 HDI 一体化项目，将大幅提高公司竞争力

### 2.1. 聚氨酯一体化项目开工，打破国外原材料垄断壁垒

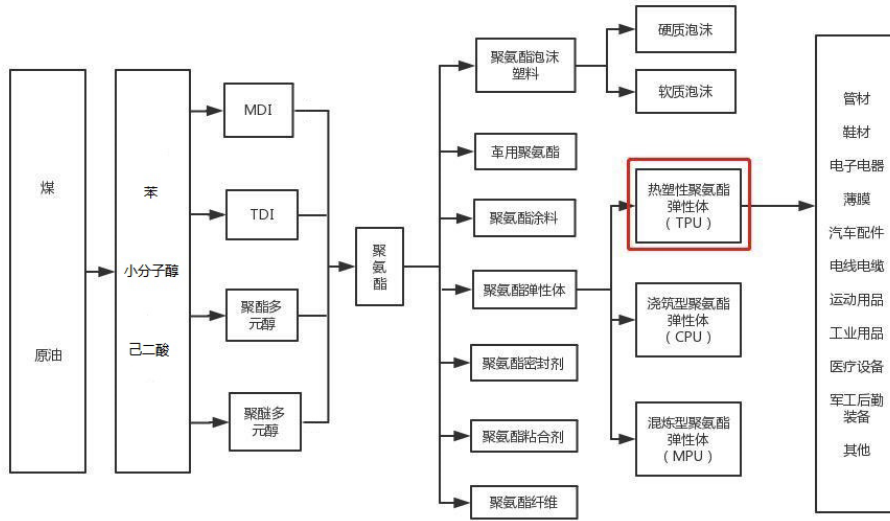
TPU 属于有机高分子合成材料，下游应用领域广阔，兼具橡胶的高弹性和塑料的易加工性等优点，符合循环经济和可持续发展的要求，是未来新材料的主要发展方向之一。

消费量方面，据公司公告数据，2017-2021 年 TPU 市场需求一直保持稳定的增长趋势。2017 年国内 TPU 消费量为 40.5 万吨，2021 年增长至 60.2 万吨。2017 年-2021 年 4 年 CAGR10.42%。2022 年，受宏观环境影响，终端消费疲弱，需求低迷，叠加 TPU 上游原料价格处于历史较高水平，国内 TPU 消费量同比-5.48%，降至 56.9 万吨。据中国石油化工储运罐区技术大会数据，预计到 2026 年我国 TPU 消费量达 90 万吨，2022-2026 年 4 年 CAGR12.15%。

产量方面，据公司公告数据，2017-2021 年 TPU 产量稳步增长。2017 年国内 TPU 产量为 38.4 万吨，2021 年增长至 64.5 万吨，2017-2021 年 4 年 CAGR14.24%。2022 年，受宏观环境影响 TPU 产量增速放缓，2022 年产量为 65.56 万吨，与 2021 年基本持平。

公司现有 TPU 产能 8.65 万吨，在建产能 20 万吨，预计 2023 年底能部分投产。其中特种 TPU 产品的技术门槛高，公司为国内少数几家具有中高端产品生产能力的企业之一，在该领域具有明显的竞争优势。

图 12 TPU 产业链



资料来源：公司公告，华西证券研究所

近年来，公司生产特种 TPU 所需要的核心原材料市场价格较高，尤其是特种异氰酸酯原料（HDI）垄断在国际化工巨头手中，采购量严重受到制约，采购价格居高不下，在一定程度上限制了公司发展。特种异氰酸酯具有不黄变、易储存的优点，以其为原料生产的聚氨酯制品具有更高的弹性、耐磨性，在隐形车衣、不黄变氨纶、高性能 TPU 等领域都有广泛应用。据天天化工网，截至 2022 年底全球 HDI 产能仅 38.4 万吨，其中海外巨头合计 30.4 万吨，占比超过 79%。

2023 年随着中国化学天辰齐翔 20 万吨己二腈逐步投产，国内 HDI 主要原料己二腈生产技术已实现突破，其解决供应瓶颈后，产品价格将回归合理区间，有利于 HDI 产业链快速放量，公司 2024 年 HDI 项目将投产，显著受益原料己二腈国产化进程。

表 1 全球 HDI 产能（万吨，截至 2022 年底）

厂家	工厂所在地	HDI 产能 (万吨)
科思创	美国	3
	德国	6
	上海	10
康睿	法国	7
东曹	日本	2.2
旭化成	日本	2.2
万华化学	中国	8
总计		38.4

资料来源：天天化工网，华西证券研究所

除 HDI 外，CHDI 和 PPDi 也属于特种异氰酸酯，全球只有极少数的厂家能进行工业化生产，产品附加值高。CHDI 除了具备脂肪族异氰酸酯的不黄变、耐候性强的特点外，弹性比传统的异氰酸酯高出 20-30%，主要应用在高端汽车漆、木器漆、皮革表面涂饰剂、弹性耐磨材料等高端领域。PPDi 分子结构对称，由它制成的弹性体物理

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



机械性能好、回弹性出色，升高温度后压缩永久变形低，耐磨性、抗疲劳性、耐湿热性、耐溶剂性均比 MDI/TDI 优良，目前因价格较高，主要应用于高档 TPU 的制作，如军工航天、高档汽车减震器，石油钻井设备密封件、煤矿选煤传输带，聚氨酯轮胎等。

2022 年 3 月 15 日，公司发布公告，投资子公司美瑞科技建设聚氨酯新材料产业园项目。据环评报告，项目分两期进行建设，一期项目投资 15 亿元，建设年产 12 万吨特种异氰酸酯（其中 HDI 10 万吨，CHDI 1.5 万吨，PPDI 0.5 万吨），年产 15 万吨硝基苯胺，年产 12 万吨苯二胺，年产 10 万吨环己烷二胺，配套公辅工程；二期项目投资 37 亿元，建设年产 20 万吨特种异氰酸酯（HDI），年产 15 万吨硝酸，年产 12 万吨二硝基苯，年产 8 万吨苯二胺，年产 4 万吨间苯二酚，年产 6 万吨二元醇，配套 HCl 循环利用装置、水煤浆制合成气装置及其他公辅工程。

表 2 聚氨酯产业园项目（亿元；万吨/年）

期数	投资额（亿元）	产品	产能（万吨/年）
一期	15	HDI	10
		CHDI	1.5
		PPDI	0.5
		硝基苯胺	7
		苯二胺	2.2
		环己烷二胺	2.2
二期	37	HDI	20
		硝酸	15
		二硝基苯	12
		苯二胺	8
		间苯二酚	4
		二元醇	6

资料来源：公司公告，环评报告，华西证券研究所

此外，美瑞科技的参股股东河南能源化工集团鹤壁煤化工有限公司现有 60 万吨甲醇，10 万吨 1,4-丁二醇（BDO）和 6 万吨聚四氢呋喃（PTMEG）项目，BDO 和 PTMEG 是生产 TPU 所需的多元醇和扩链剂的核心原料，其中 PTMEG 又是氨纶的核心原料之一，在鹤壁进一步发展异氰酸酯产品链，结合 BDO、PTMEG、异氰酸酯三类产品，将构建完善的聚氨酯原料产业链系统，形成聚氨酯原料产业集群。

聚氨酯一体化产业园一期 2022 年已开工建设，预计 2024 年建成投产。我们认为，聚氨酯一体化项目能够实现公司特种 TPU 部分核心原材料的自供，突破国外垄断，降低生产成本，实现利润修复；有利于特种 TPU 产品的进一步开发和市场推广，提升公司盈利水平；同时能够延伸公司的产业链，为公司提供新的利润增长点。

## 2.2. 研发多种中高端产品，横向多产品布局

公司当前在研多种产品，包括 PBS、PUR、PUD、TPU 线缆材料和 HDI 三聚体。

其中，PBS 掌握了高性能、差异化 PBS 关键生产技术，并拓宽产业链，提高公司 PBS 产品的竞争力，打破国外垄断；拟实现高白度 PBS 产品的低成本供应能力、在一次性餐具行业的市场占有率提升、开发轻量化 PBS 并推动下游应用开发。

PUR 掌握了制备的关键技术，突破性的使用 PCR 原料来制备 PUR 产品，丰富公司的环保产品线，拟实现 PUR 产品在纺织、木工及汽车等行业的开发及应用推广。

PUD 掌握了产品制备的关键技术，丰富了公司的产品线，并与公司的特种异氰酸酯项目形成良好的互动，提高公司品牌竞争力，拟实现 PUD 产品在鞋材、木工、皮革及汽车等行业的开发及应用推广。

TPU 线缆材料打破了国外企业的技术垄断，扩大与国内线缆企业及汽车相关企业等的合作，拟实现针对直流高压快充市场，不断开发柔软性更好、性能更优的材料，

HDI 三聚体掌握生产关键技术，扩大 HDI 产品应用市场和规模，提升公司在特种异氰酸酯领域的知名度，为保持利润增长提供有力支持。

表 3 公司主要在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
PBS	对低迁移生物降解材料 PBS 的制备工艺进行研究，通过优化制备工艺，提升 PBS 的白度、拓宽应用领域，从而提高产品的竞争力	完成小试工艺开发，中试基本完成
PUR	对 PUR 材料制备的关键技术进行研究，使用 PCR 原料来制备高性能的 PUR 产品	1. PUR 实现量产供应 2. 正在推进在纺织，木工及汽车等行业的应用推广
PUD	对 PUD 材料制备的关键技术进行研究	已完成小试配方开发，正在进行中试工艺研究
TPU 线缆材料	针对新能源、汽车、工业控制等领域，开发高性能的 TPU 线缆材料	1. 小试和中试开发已基本完成；2. 市场持续推广中
HDI 三聚体	结合公司特种异氰酸酯项目，完成 HDI 下游主要需求的 HDI 三聚体材料开发	小试已完成，中试正在进行中

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1. 盈利预测

##### 核心假设：

- 1、假设公司 TPU 产品 2023、2024 年分别投产 10 万吨，预计 2023/2024/2025 年分别实现销售 8/12/20 万吨，单价 2.15/1.9/1.9 万元/吨，毛利率分别为 15%/15%/17%。
- 2、公司 2024、2025 年 HDI 投产后扣除原料外部分实现销售，2024-2025 年分别实现销售 2、2 万吨，单价分别为 5、4.8 万元/吨，毛利率分别为 35%、35%。
- 3、公司其他产品 2023-2025 年保持稳中有升，CHDI、PPDI 等产品包含在内，预计 2024-2025 年收入增长 20%、30%，2023-2025 年毛利率分别为 10%、15%、15%。

表 4 收入拆分

	项目	2022	2023E	2024E	2025E
TPU	收入 (百万元)	1448	1720	2280	4180
	成本 (百万元)	1250	1462	1938	3469
	毛利润 (百万元)	198	258	342	711
	毛利率 (%)	14%	15%	15%	17%
HDI	收入 (百万元)			1000	960
	成本 (百万元)			650	624
	毛利润 (百万元)			350	336
	毛利率 (%)			35%	35%
其他	收入 (百万元)	27	28	34	44
	成本 (百万元)	25	25	29	37
	毛利润 (百万元)	3	3	5	7
	毛利率 (%)	9%	10%	15%	15%
合计	收入 (百万元)	1475	1748	3314	5184
	成本 (百万元)	1275	1487	2617	4131
	毛利润 (百万元)	200	261	697	1053
	毛利率 (%)	14%	15%	21%	20%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 可比公司估值

可比公司选取万华化学（同样生产 TPU 产品）、泰和新材（新材料芳纶龙头）、利安隆（润滑油添加剂龙头），三家上市公司 ifind2023-2025 年一致预期 PE 均值分别为 17、13、11 倍，美瑞新材 PE 分别为 46、16、11 倍。公司主业为高附加值产品 TPU，且上游原材料布局进一步增强公司议价能力，理应拥有一定的估值溢价。

表 5 可比公司估值

证券名称	总市值/亿元		EPS			PE			PB	
	2023/5/15	TTM	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E		2025E
万华化学	2,780.25	4.75	6.51	8.01	9.32	18.64	13.61	11.06	9.50	3.44
泰和新材	187.26	0.49	0.90	1.31	1.56	44.00	24.17	16.62	13.88	2.70
利安隆	90.38	2.10	2.78	3.41	4.04	18.74	14.16	11.54	9.73	2.32
均值						27.13	17.31	13.07	11.04	2.82
美瑞新材	66.56	59.43	46.75	16.16	11.02	59.43	46.75	16.16	11.02	5.43

资料来源：ifind，公司公告，华西证券研究所（一致预期选取 ifind 一致预期）

### 3.3. 投资建议

公司弹性体一体化项目 20 万吨 TPU 和聚氨酯一体化项目 12 万吨特种异氰酸酯 23 年底将进入陆续投产期，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.48/33.14/51.84 亿元，归母净利润分别为 1.42/4.12/6.04 亿元，EPS 分别为 0.71/2.06/3.02 元，对应 2023 年 5 月 15 日收盘价 33.28 元 PE 分别为 47/16/11 倍。公司为业内少数能够生产高端特种 TPU 的企业，预计未来原材料价格有望回落，公司盈利水平修复；同时 HDI 项目建成投产后将大幅提升公司利润，成为公司重要的业绩增长点，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 4. 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司产品主要直接材料为 MDI、多元醇、BDO 等，上述直接材料成本占生产成本的比重较高，若未来原材料市场价格发生大幅波动，公司的生产成本和利润将受到一定程度的不利影响。

**市场竞争加剧风险：**我国 TPU 行业处于快速发展阶段，同时受国内竞争加剧和国外进一步垄断的风险。未来若公司不能持续创新、满足客户中高端产品需求，并进一步提升生产效率，激烈的市场竞争将对公司经营产生不利影响。

**项目投产不及预期：**弹性体一期项目和聚氨酯一体化项目的建设和经营可能受到宏观经济、市场环境等外部环境因素影响，以及新项目管理、组织实施等内部管理因素影响，未来的经营状况存在不确定性。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,475	1,748	3,314	5,184	净利润	111	142	411	603
YoY (%)	13.7%	18.5%	89.6%	56.4%	折旧和摊销	27	32	35	38
营业成本	1,275	1,487	2,617	4,131	营运资金变动	-125	197	33	284
营业税金及附加	7	7	17	24	经营活动现金流	6	367	469	908
销售费用	14	16	34	53	资本开支	-373	-260	-298	-318
管理费用	30	36	70	109	投资	0	0	0	0
财务费用	-10	-6	-8	-11	投资活动现金流	-30	-251	-281	-292
研发费用	70	84	166	259	股权募资	151	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	106	36	41	43
投资收益	12	9	17	26	筹资活动现金流	224	31	35	35
营业利润	112	150	453	671	现金净流量	202	148	223	651
营业外收支	-1	0	-1	-1					
利润总额	111	150	452	670	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	0	8	41	67	<b>成长能力</b>				
净利润	111	142	411	603	营业收入增长率	13.7%	18.5%	89.6%	56.4%
归属于母公司净利润	111	142	412	604	净利润增长率	-6.6%	27.9%	189.3%	46.7%
YoY (%)	-6.6%	27.9%	189.3%	46.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.56	0.71	2.06	3.02	毛利率	13.6%	14.9%	21.0%	20.3%
					净利率	7.5%	8.1%	12.4%	11.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.8%	6.1%	11.7%	12.8%
货币资金	557	705	928	1,579	净资产收益率 ROE	11.4%	12.8%	27.0%	28.3%
预付款项	12	15	27	42	<b>偿债能力</b>				
存货	257	355	768	1,009	流动比率	1.73	1.42	1.32	1.37
其他流动资产	303	257	518	545	速动比率	<b>1.27</b>	<b>0.99</b>	<b>0.83</b>	<b>0.91</b>
流动资产合计	1,129	1,331	2,241	3,174	现金比率	0.85	0.75	0.55	0.68
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	37.4%	42.8%	50.2%	50.2%
固定资产	168	168	163	156	<b>经营效率</b>				
无形资产	244	352	479	615	总资产周转率	0.82	0.82	1.13	1.26
非流动资产合计	786	1,013	1,275	1,553	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,915	2,345	3,516	4,728	每股收益	0.56	0.71	2.06	3.02
短期借款	87	123	165	207	每股净资产	4.87	5.58	7.64	10.66
应付账款及票据	458	704	1,397	1,928	每股经营现金流	0.03	1.84	2.35	4.54
其他流动负债	106	111	138	173	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	652	939	1,700	2,309	<b>估值分析</b>				
长期借款	42	42	42	42	PE	59.43	46.75	16.16	11.02
其他长期负债	21	21	21	21	PB	5.43	5.97	4.36	3.12
非流动负债合计	64	64	64	64					
负债合计	716	1,003	1,763	2,372					
股本	200	200	200	200					
少数股东权益	226	226	225	224					
股东权益合计	1,199	1,342	1,753	2,355					
负债和股东权益合计	1,915	2,345	3,516	4,728					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。