

TPU 销量持续增长，新建产能即将投产

美瑞新材(300848)

评级:	增持	股票代码:	300848
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	44.8/19.16
目标价格:		总市值(亿)	63.60
最新收盘价:	21.2	自由流通市值(亿)	38.06
		自由流通股数(百万)	179.52

事件概述:

2023年8月29日，公司发布2023年中报，2023年上半年公司实现营业收入7.19亿元，同比-9.37%；实现归母净利润0.51亿元，同比-7.79%，扣非后归母净利润0.49亿元，同比+9.68%；EPS 0.17元。2023Q2单季度实现营业收入4.01亿元，同比-0.23%；实现归母净利润0.28亿元，同比-16.35%。

分析判断:

▶ 主营 TPU 市场需求平稳，上半年销量实现增长

根据公司半年报，2023年上半年公司主营产品 TPU 市场整体较为平稳，虽然上游原材料降价和下游需求低迷导致 TPU 价格有所下滑，但公司发挥差异化技术创新优势，开发和推广高性能聚氨酯新材料产品，在需求不佳的情况下仍然实现销量增长。具体来看 TPU 产品实现收入 6.88 亿元，同比-11.70%，毛利率 16.30%，同比+2.57pct。2023年上半年期间费用率为 6.99%，同比+0.55pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.84%/2.31%/-0.70%，分别同比+0.11/+0.55/-0.14pct。从研发费用率看，公司 2023年上半年研发费用率为 4.53%，同比+0.02pct。

▶ 新建产能即将投产，一体化项目持续推进

据互动易，2022年国内 TPU 产能为 129.9 万吨，产量为 65.56 万吨。TPU 中低端产品的下游应用较为广阔且客户分散，总体呈现出市场容量大、竞争激烈的特点；高端产品领域下游需求旺盛，但目前参与的国内厂商较少，公司当前正在实现中高端 TPU 产品的突破。据公司公告和环评报告书，截至 2022 年底公司拥有 TPU 产能 8.65 万吨，在建产能为山东烟台大季家厂区的年产 20 万吨弹性体一体化项目，该项目于 2022 年初开工建设，目前项目部分产能即将建成投产，全部建成后公司将拥有 TPU 产能超过 28 万吨。此外，位于河南鹤壁的聚氨酯新材料产业园一期项目于 2022 年四季度开工建设，项目将建设年产 12 万吨特种异氰酸酯（HDI10 万吨、CHDI1.5 万吨，PPDI0.5 万吨）一体化及配套公辅工程，从而针对终端客户需求做成上游单体、下游材料的一体化解决方案。目前，项目已完成部分单体及道路等施工，部分设备已完成安装，预计 2024 年建成投产。我们认为，随着公司烟台 TPU 和河南新材料产业园项目建成投产，上下游材料一体化有望帮助公司突破长期受制于国外垄断的特种 TPU 原材料限制，为公司发展注入源源不断的动能，大幅增厚公司利润。

投资建议

我们维持之前盈利预测，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，由于股本变动，EPS 变为 0.47/1.37/2.01 元（此前分别为 0.71/2.06/3.02 元），对应 2023 年 8 月 29 日收盘价 21.2 元 PE 分别为 45/15/11 倍。公司为业内少数能够生产高端特种 TPU 的企业，随着今年年底新建 20 万吨/年 TPU 项目投产，公司销量有望进一步扩大；同时一体化项目建成投产后有望大幅提升公司利润，成为公司重要的业绩增长点，维持“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期，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%	189.7%	46.4%
毛利率 (%)	15.7%	13.6%	14.9%	21.0%	20.3%
每股收益 (元)	0.60	0.56	0.47	1.37	2.01
ROE	13.4%	11.4%	13.0%	27.3%	28.6%
市盈率	35.33	37.86	44.67	15.42	10.54

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：董宇轩

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

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	412	602
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	470	907
销售费用	14	16	34	53	资本开支	-373	-260	-298	-318
管理费用	30	36	69	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	11	35	35
营业利润	112	150	453	671	现金净流量	202	128	224	651
营业外收支	-1	0	-1	-1					
利润总额	111	150	452	669	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	8	41	67	成长能力				
净利润	111	142	412	602	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%	189.7%	46.4%
YoY (%)	-6.6%	27.9%	189.7%	46.4%	盈利能力				
每股收益	0.56	0.47	1.37	2.01	毛利率	13.6%	14.9%	21.0%	20.3%
					净利率	7.5%	8.1%	12.4%	11.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.8%	6.1%	11.8%	12.8%
货币资金	557	685	909	1,559	净资产收益率 ROE	11.4%	13.0%	27.3%	28.6%
预付款项	12	15	27	42	偿债能力				
存货	257	355	768	1,009	流动比率	1.73	1.40	1.31	1.37
其他流动资产	303	257	518	545	速动比率	1.27	0.97	0.82	0.90
流动资产合计	1,129	1,311	2,221	3,155	现金比率	0.85	0.73	0.53	0.68
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	37.4%	43.1%	50.4%	50.4%
固定资产	168	168	163	156	经营效率				
无形资产	244	352	479	615	总资产周转率	0.82	0.82	1.14	1.26
非流动资产合计	786	1,013	1,275	1,553	每股指标 (元)				
资产合计	1,915	2,325	3,496	4,708	每股收益	0.56	0.47	1.37	2.01
短期借款	87	123	165	207	每股净资产	4.87	3.65	5.03	7.04
应付账款及票据	458	704	1,397	1,928	每股经营现金流	0.03	1.22	1.57	3.02
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	估值分析				
长期借款	42	42	42	42	PE	37.86	44.67	15.42	10.54
其他长期负债	21	21	21	21	PB	5.43	5.80	4.22	3.01
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	300	300	300					
少数股东权益	226	226	225	224					
股东权益合计	1,199	1,322	1,733	2,336					
负债和股东权益合计	1,915	2,325	3,496	4,708					

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。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

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。

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。