

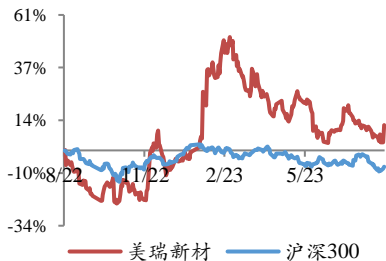
TPU 结构持续优化，聚氨酯项目加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价（元）	21.20
近 12 个月最高/最低（元）	28.77/19.65
总股本（百万股）	300
流通股本（百万股）	180
流通股比例（%）	59.84
总市值（亿元）	64
流通市值（亿元）	38

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.TPU 毛利率逐步改善，聚氨酯一体化项目加速推进 2023-04-27

2.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

3.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 8 月 28 日晚，美瑞新材发布 2023 年半年报，公司上半年实现营收 7.19 亿元，同比下降 9.37%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比下降 7.79%。公司第二季度实现营业收入 4.01 亿元，同比下降 0.23%，环比改善 26.10%；实现归母净利润 0.28 亿，同比下降 16.35%，环比改善 16.67%。

● TPU 价格短期承压影响毛利率，20 万吨弹性体一体化项目贡献增量

2023 年上半年，终端消费疲弱，下游需求跟进迟缓，根据百川数据，TPU（鞋材）2023Q2 价格 15509 元/吨，环比下降 4.78%，公司 Q2 毛利率为 14.87%，环比变化-3.28pct。目前 TPU 价格已经止跌，未来消费电子需求复苏、地产链竣工端修复以及金九银十旺季的到来，有望摆脱需求羸弱的现状，预计 TPU 在薄膜、鞋材、管道等领域应用将缓慢回暖，TPU 价格有望逐步改善。公司 20 万吨弹性体一体化项目目前已经完成厂房安装，未来随着 TPU 产能增加，TPU 主营业务以及抵抗原材料价格波动的能力也将进一步提升。

● 公司 TPU 结构持续优化，PUR+PBS 丰富产品业务结构

公司 TPU 业务主推高端化、差异化，在创新研发以及市场响应方面具备明显优势，尤其膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 处于国内领先水平，截至 2023H1，公司 8000 吨膨胀型热塑性聚氨酯弹性体项目进度 90%，而公司正在布局的 HDI 未来也能用于高端 TPU 生产，巩固 TPU 业务规模化和产品结构升级。此外，公司积极拓展产品种类，PUR、PUD、PBS 等环保型胶黏剂及可降解材料项目有序推进，随着高端 TPU 业务占比逐步提升及新产品市场推广，毛利率及盈利能力将持续提升。

● 聚氨酯一体化项目加速推进，打造公司第二成长曲线

公司聚氨酯一体化项目一期目前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 年上半年投产，未来有望成为国内第一家同时具备 HDI、CHDI、PPDI 生产能力的厂商，同时中间体对苯二胺、环己烷二胺等部分可实现外售。特种异氰酸酯将与公司的高性能聚氨酯新材料产品（如高性能发泡材料 ETPU、脂肪族 ATPU、水性聚氨酯 PUD 等）相辅相成，强化上下游高端材料一体化程度，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、3.78、6.84 亿

元，同比增速分别为 27.4%、166.3%、81.2%。当前股价对应 PE 分别为 45、17、9 倍，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	1816	3756	5449
收入同比 (%)	13.7%	23.1%	106.8%	45.1%
归属母公司净利润	111	142	378	684
净利润同比 (%)	-6.6%	27.4%	166.3%	81.2%
毛利率 (%)	13.6%	13.5%	18.8%	24.0%
ROE (%)	11.4%	12.9%	25.6%	31.7%
每股收益 (元)	0.56	0.47	1.26	2.28
P/E	47.21	44.85	16.84	9.30
P/B	5.43	5.80	4.31	2.94
EV/EBITDA	40.89	37.51	10.39	4.35

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	1634	3110	3855
现金	557	1119	1944	2777
应收账款	43	50	155	135
其他应收款	0	0	1	1
预付账款	12	18	32	46
存货	257	426	955	881
其他流动资产	259	20	22	16
非流动资产	786	849	922	1196
长期投资	0	0	0	0
固定资产	168	142	115	89
无形资产	244	244	244	244
其他非流动资产	374	464	564	864
资产总计	1915	2483	4032	5051
流动负债	652	1075	2113	2150
短期借款	87	126	176	220
应付账款	101	132	337	287
其他流动负债	464	817	1600	1643
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	1160	2231	2295
少数股东权益	226	226	326	595
股本	200	300	300	300
资本公积	305	205	205	205
留存收益	468	592	971	1656
归属母公司股东权益	973	1097	1476	2161
负债和股东权益	1915	2483	4032	5051

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	493	601	863
净利润	111	142	478	953
折旧摊销	27	27	27	27
财务费用	1	8	11	15
投资损失	-12	-16	-32	-48
营运资金变动	-125	333	116	-84
其他经营现金流	240	-191	362	1038
投资活动现金流	-30	35	152	-88
资本支出	-373	-91	-101	-301
长期投资	0	109	221	165
其他投资现金流	343	16	32	48
筹资活动现金流	224	33	71	56
短期借款	60	39	50	44
长期借款	42	21	32	26
普通股增加	67	100	0	0
资本公积增加	-67	-100	0	0
其他筹资现金流	122	-28	-11	-14
现金净增加额	202	562	825	833

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1475	1816	3756	5449
营业成本	1275	1571	3052	4139
营业税金及附加	7	7	17	23
销售费用	14	17	35	50
管理费用	30	38	77	113
财务费用	-10	-14	-33	-63
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	16	32	48
营业利润	112	149	491	989
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	111	148	490	988
所得税	0	7	12	35
净利润	111	142	478	953
少数股东损益	0	0	100	269
归属母公司净利润	111	142	378	684
EBITDA	119	145	452	905
EPS (元)	0.56	0.47	1.26	2.28

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.7%	23.1%	106.8%	45.1%
营业利润	-14.6%	33.0%	229.5%	101.4%
归属于母公司净利润	-6.6%	27.4%	166.3%	81.2%
获利能力				
毛利率 (%)	13.6%	13.5%	18.8%	24.0%
净利率 (%)	7.5%	7.8%	10.1%	12.6%
ROE (%)	11.4%	12.9%	25.6%	31.7%
ROIC (%)	6.9%	7.4%	19.9%	27.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.4%	46.7%	55.3%	45.4%
净负债比率 (%)	59.7%	87.7%	123.8%	83.2%
流动比率	1.73	1.52	1.47	1.79
速动比率	1.27	1.13	1.03	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.83	1.15	1.20
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	0.47	1.26	2.28
每股经营现金流 (摊薄)	0.02	1.64	2.00	2.88
每股净资产	4.87	3.66	4.92	7.20
估值比率				
P/E	47.21	44.85	16.84	9.30
P/B	5.43	5.80	4.31	2.94
EV/EBITDA	40.89	37.51	10.39	4.35

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。