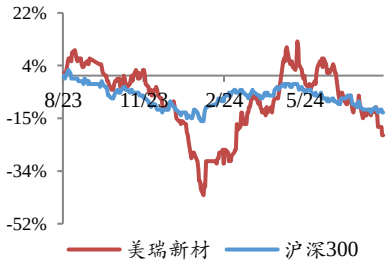
Q2 业绩环比改善，聚氨酯一体化项目放量在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	12.90
近 12 个月最高/最低（元）	24.23/11.27
总股本（百万股）	414
流通股本（百万股）	239
流通股比例（%）	57.81
总市值（亿元）	53
流通市值（亿元）	31

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.需求偏弱 TPU 业绩短期承压，聚氨酯一体化项目加速推进 2024-05-06

2.费用影响业绩短期承压，聚氨酯一体化项目加速推进 2023-10-27

3.TPU 结构持续优化，聚氨酯项目加速推进 2023-08-29

主要观点：

● 事件描述

2024 年 8 月 26 日晚，美瑞新材发布 2024 年半年报。2024 上半年营收 8.01 亿元，同比增长 11.34%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比下降 39.04%；2024Q2 实现营收 4.15 亿元，同比增长 3.32%，环比增长 7.47%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比减少 31.42%，环比增长 53.37%。

● TPU 量增业绩环比改善，膨胀 TPU 项目投产改善产品结构

2024 年上半年，TPU 市场需求总体较为平稳，但由于 TPU 下游应用领域众多，需求呈现出一定的结构性差异，低端市场和中高端市场的供需情况分化，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、供应充足、竞争激烈的特点。价格方面，2024Q2，TPU(手机壳)/TPU(薄膜)均价分别 1.57/1.66 万元/吨，分别环比变化+0.9/-2.68%，整体价格相对稳定，公司 10 万吨 TPU 新产能于 2024 年上半年产线陆续投产，预计 TPU 产销量有所增加，2024Q2 实现营收 4.15 亿元，环比增长 7.47%。目前 TPU 下游需求仍在持续缓慢修复。膨胀型 TPU 方面，受益于高端鞋材等领域发展，公司 8000 吨膨胀型 TPU 供不应求，公司抢占机遇，规划“年产 1 万吨膨胀型热塑性聚氨酯弹性体项目”，未来 TPU 产品结构有望改善。

● 河南聚氨酯项目放量在即，未来有望打开公司成长空间

公司河南项目具有 10 万吨 HDI 产能，该装置建成后将成为全球单套产能最大的 HDI 装置，CHDI 和 PPDI 的设计产能合计为 2 万吨，CHDI 和 PPDI 装置建成后将成为该两种产品的世界首套工业化装置以及特种胺中间体对苯二胺、环己烷二胺等部分可实现外售。目前公司在进行相关原材料采购及生产设备调试工作，项目即将投产。项目投产后将实现上游特种单体材料的产业化突破，有效降低新材料的成本,带动存量市场增长并赋予新材料以新的应用领域,促进新材料的快速推广；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，随着烟台本部 TPU 一体化项目以及河南聚氨酯一体化项目的投产，未来公司业绩和估值将有望实现双击。

● 投资建议

考虑到 TPU 短期价格承压，我们下调 2024、2025、2026 年利润，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 2024-2026 年归母净利润分别为 1.28、3.36、4.95 亿

元，（2024-2026 前值分别为 2.29、3.94、5.66 亿元），同比增速分别为 45.3%、162.8%、47.5%。当前股价对应 PE 分别为 43、17、11 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1475	2359	4283	5554
收入同比（%）	0.0%	59.9%	81.6%	29.7%
归属母公司净利润	88	128	336	495
净利润同比（%）	-21.0%	45.3%	162.8%	47.5%
毛利率（%）	14.0%	14.0%	20.4%	21.6%
ROE（%）	6.9%	9.3%	19.7%	22.5%
每股收益（元）	0.29	0.31	0.81	1.20
P/E	65.97	43.31	16.48	11.17
P/B	4.78	4.03	3.24	2.51
EV/EBITDA	55.68	23.38	6.89	4.81

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1611	2012	4116	4693
现金	920	1188	2576	3136
应收账款	99	83	289	166
其他应收款	1	1	2	1
预付账款	23	28	54	64
存货	315	620	937	1060
其他流动资产	252	93	259	266
非流动资产	1744	2023	2222	2353
长期投资	0	0	0	0
固定资产	191	629	957	1191
无形资产	239	239	239	239
其他非流动资产	1314	1154	1026	924
资产总计	3355	4035	6338	7047
流动负债	1100	1356	2722	2328
短期借款	68	88	88	98
应付账款	270	188	696	360
其他流动负债	762	1080	1938	1870
非流动负债	754	1059	1495	1866
长期借款	609	913	1349	1719
其他非流动负债	145	146	146	147
负债合计	1854	2415	4217	4194
少数股东权益	226	249	414	650
股本	319	414	414	414
资本公积	420	324	324	324
留存收益	536	633	969	1464
归属母公司股东权益	1275	1371	1707	2203
负债和股东权益	3355	4035	6338	7047

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	230	129	1144	327
净利润	88	150	501	731
折旧摊销	29	82	129	171
财务费用	6	33	48	64
投资损失	0	-9	-8	-16
营运资金变动	121	-127	474	-623
其他经营现金流	-47	277	27	1354
投资活动现金流	-661	-123	-145	-85
资本支出	-786	-361	-328	-303
长期投资	0	228	176	202
其他投资现金流	125	9	8	16
筹资活动现金流	778	261	388	317
短期借款	-20	20	0	10
长期借款	566	304	435	370
普通股增加	119	96	0	0
资本公积增加	115	-96	0	0
其他筹资现金流	-2	-64	-47	-64
现金净增加额	348	267	1388	560

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1475	2359	4283	5554
营业成本	1268	2029	3411	4353
营业税金及附加	8	12	23	30
销售费用	17	24	47	59
管理费用	37	54	103	130
财务费用	-14	5	12	-13
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	9	8	16
营业利润	90	152	509	741
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	1
利润总额	90	152	508	741
所得税	2	2	8	10
净利润	88	150	501	731
少数股东损益	0	22	165	236
归属母公司净利润	88	128	336	495
EBITDA	106	230	642	883
EPS（元）	0.29	0.31	0.81	1.20

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	0.0%	59.9%	81.6%	29.7%
营业利润	-19.7%	69.2%	233.9%	45.7%
归属于母公司净利润	-21.0%	45.3%	162.8%	47.5%
获利能力				
毛利率（%）	14.0%	14.0%	20.4%	21.6%
净利率（%）	6.0%	5.4%	7.8%	8.9%
ROE（%）	6.9%	9.3%	19.7%	22.5%
ROIC（%）	3.4%	5.5%	14.1%	14.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	55.3%	59.9%	66.5%	59.5%
净负债比率（%）	123.5%	149.1%	198.8%	147.0%
流动比率	1.46	1.48	1.51	2.02
速动比率	1.08	0.92	1.09	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.64	0.83	0.83
应收账款周转率	20.71	25.92	23.02	24.39
应付账款周转率	6.84	8.86	7.72	8.25
每股指标（元）				
每股收益	0.29	0.31	0.81	1.20
每股经营现金流（摊薄）	0.56	0.31	2.76	0.79
每股净资产	4.00	3.31	4.12	5.32
估值比率				
P/E	65.97	43.31	16.48	11.17
P/B	4.78	4.03	3.24	2.51
EV/EBITDA	55.68	23.38	6.89	4.81

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。