

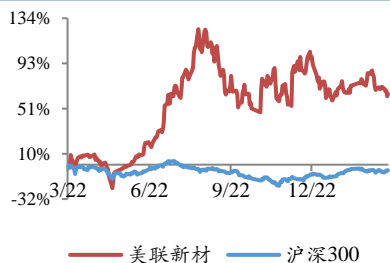
参股星空增资美彩，专利产销协同创钠电普鲁士龙头

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-05

收盘价(元)	18.16
近12个月最高/最低(元)	24.70/8.65
总股本(百万股)	524
流通股本(百万股)	389
流通股比例(%)	74.14
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	71

公司价格与沪深300走势比较


分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 1.美联新材深度报告：强竞争力塑造隔膜新星，降本增利扩产业绩释放 2022-7-27
- 2.点评：布局钠电拓展电池材料，隔膜产能扩张业绩可期 2022-8-8
- 3.中报点评：主业巩固向好利润大增，隔膜加速放量不负众望 2022-08-22
- 4.点评：前瞻性布局半固态锂电隔膜，打造平台化优势 2022-08-24
- 5.点评：合作钠电正极材料，强执行力纵向延伸强化优势 2022-09-18
- 6.三季报点评：隔膜产能落地逐步放量，高票赋拓展钠电享红利 2022-10-26
- 7.点评：强禀赋拥抱产业合作，布局钠电打造新增长极 2022-11-16
- 8.点评：洞察趋势强化产业链布局，盈利水平边际向好 2022-11-21
- 9.点评：打造钠电普鲁士龙头，上下游合作证明可行性经济性 2023-1-7
- 10.年报预告点评：主业业绩高增，隔膜加速放量，打造钠电普鲁士龙头 2023-1-17

主要观点：

●事件1：与七彩化学增资共1.25亿元参股星空钠电，各持有其7.5%股权

公司及其关联方七彩化学与辽宁星空钠电电池有限公司签署投资协议，约定公司与七彩化学以投资款总额1.25亿元对星空钠电进行增资，双方均为拟出资6,250万元认缴星空钠电新增注册资本882.5万元。本次关联交易完成后，公司及七彩化学将各自持有星空钠电7.5%的股权，星空钠电将成为公司的参股公司。

●事件2：与七彩化学对子公司美彩新材增资7.5亿元，维持51%股权

公司拟与七彩化学按持股比例向其控股子公司辽宁美彩新材料有限公司追加资本金7.5亿元。追加投资后，公司对美彩新材的总投资额为63,750万元，占标的公司注册资本51%；七彩化学对美彩新材的总投资额为61,250万元，占注册资本49%。

●事件3：星空钠电1.25亿元收购美彩新材10%股权，转让技术专利，产销协同

星空钠电拟在投资协议生效并取得美联新材及七彩化学支付的投资款1.25亿元后，以投资总额1.25亿元向七彩化学收购其名下持有的美彩新材10%股权，并无偿转让其拥有的关于钠离子普鲁士蓝正极、硬碳负极材料相关技术及专利权合计17项给美彩新材，从而实现交易各方的深度战略合作，各方承诺美彩新材为合作研发、生产和销售钠离子普鲁士蓝正极、硬碳负极材料项目的唯一平台，各方不得单独或与其他第三方合作从事相关工作。

●星空钠电正负极材料研发与电池生产一体，院士江雷、中科院百人计划崔光磊领衔

星空钠电成立于2018年1月24日，是一家以钠离子电池正负极材料研发与电池生产制造为一体的高科技公司，核心技术产品有：普鲁士蓝正极材料，秸秆椰壳等生物质碳，钠离子电池等。其以钠离子储能为核心带动力，组建了由多位国内外材料领域顶尖院士级专家和博士精英团队构成的电力储能研究院及钠离子电池实验室。
江雷：中国科学院院士、发展中国家科学院院士、美国国家工程院外籍院士、澳大利亚科学院外籍院士、北京航空航天大学化学与环境学院院长、中国科学院大学未来技术学院院长、无机化学及纳米材料专家

崔光磊：中科院百人计划、中科院青岛生物能源与过程研究所研究员、博士生导师

●星空钠电生产研发技术业内领先，攻破结晶水难题，增加电池容量和循环寿命

- 1.星空钠电于2018年8月在鞍山建成世界上第一条钠离子电池中试生产线，10月生产出世界上第一块产业化应用钠离子电池，该产线首创利用无毒无污染的普鲁士蓝为正极材料以及具有优异钠离子存储性能的硬碳为负极材料构建起软包电池系统。经过多年研发，星空钠电已具备独立实现钠离子电池规模化量产，并达到商业化应用水平的能力。
- 2.星空钠电研发团队在江雷院士和崔光磊研究员的带领下，通过采用添加剂对普鲁士蓝内部结构进行工艺处理，成功攻破了普鲁士蓝软包电池结晶水难处理导致软包电池易鼓包胀气、稳定性差等的难题。研发团队还通过调整匀浆极片制作工艺及正负极材料搭配，增加了电池的容量和循环寿命，保证了电池的稳定性，进一步提升了电池性能，为普鲁士蓝钠离子电池的大规模商业化应用提供了保障。
- 3.目前，星空钠电已取得以钠离子电池及材料为核心的发明专利9项，另有8项发明专利正在审查中，研发能力居于行业领先水平。

● **钠离子电池前景广阔，公司多方合作集多维优势打造普鲁士体系钠电龙头**

在锂离子电池需求较大但锂资源供应有限的背景下，钠离子电池是对锂离子电池的补充和延拓，具有高低温性能好、安全性强、倍率性能好及成本低等优势，产业化前景广阔。公司持续布局钠电池领域，多方合作显示多维优势：

1. **技术工艺保障产品性能**：公司前次与七彩化学成立合资公司美彩新材建设 18 万吨电池级普鲁士蓝（白）项目，七彩化学拥有普鲁士蓝（白）产业化技术、成本以及环保处理优势。
2. **一体化保供降本**：氰化钠为普鲁士类正极的核心原材料，子公司营创三征 30 万吨产能为正极材料扩张提供有力支撑，一体化布局有利于降低成本拓展市场。另一方面，公司前次与四川达州签署招商引资协议，充分利用当地充沛的天然气及矿产资源优势，计划建设塑料色母粒与硫酸亚铁项目，其中副产品硫酸亚铁是生产磷酸铁、普鲁士蓝的中间原料，有力保障原材料供应与成本优势。
3. **准入壁垒高**：氰化物属于危险化学品，其生产制备需要极为严苛的特殊资质，准入及扩产门槛高，行业参与者极少。公司持有稀缺的生产许可以及三十余年生产经验，且产能领先全球，具备明显先发优势。
4. **战略合作开拓下游应用验证钠电池普鲁士路线可行性与经济性**：虽然普鲁士路线钠电池具有高能量密度结构稳定及低成本的优势，但市场仍对于其结晶水及极端条件下毒性问题有所担忧，材料厂商与下游电池厂联手合作，共同开拓下游应用，能够有力证明普鲁士路线钠电的应用可行性与经济性，从而推动产业化发展。

公司此次与星空钠电合作，获得其技术专利且产销协同，以及与深度战略合作伙伴湖南立方新能源，持续开展上下游协同合作，共同对普鲁士蓝钠离子电池正极材料、硬碳负极材料技术路线进行合作研发，充分发挥各方技术团队在各自钠离子电池级材料领域的优势，协同推进普鲁士蓝钠离子电池正极材料和普鲁士蓝路线钠离子电池的产业化进程，力争打造普鲁士体系钠电龙头。

● **投资建议**：预计公司 22/23/24 归母净利润至 3.31/5.09/7.45 亿元，对应 P/E 为 29x/19x/13x，维持“买入”评级。

● **风险提示**：新能源车发展不及预期；产能扩张产品开发不及预期；材料价格波动等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1881	2573	3674	4987
收入同比（%）	24.0%	36.8%	42.8%	35.7%
归属母公司净利润	63	331	509	745
净利润同比（%）	51.0%	423.1%	53.7%	46.5%
毛利率（%）	17.5%	24.1%	25.6%	27.0%
ROE（%）	5.0%	20.6%	24.0%	26.0%
每股收益（元）	0.13	0.63	0.97	1.42
P/E	105.08	28.78	18.72	12.78
P/B	5.61	5.93	4.50	3.33
EV/EBITDA	23.90	14.82	10.33	7.26

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1134	1191	1737	2236	营业收入	1881	2573	3674	4987
现金	325	228	233	459	营业成本	1552	1952	2732	3639
应收账款	187	331	410	593	营业税金及附加	10	13	18	27
其他应收款	33	-30	34	-29	销售费用	18	15	22	30
预付账款	33	59	82	109	管理费用	65	72	107	162
存货	247	186	421	388	财务费用	29	11	12	7
其他流动资产	309	418	557	715	资产减值损失	-34	0	0	0
非流动资产	1395	1831	2222	2567	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	96	96	96	96	投资净收益	7	15	15	20
固定资产	666	973	1185	1351	营业利润	121	467	713	1004
无形资产	176	197	218	239	营业外收入	2	15	11	9
其他非流动资产	457	565	723	881	营业外支出	6	5	3	2
资产总计	2529	3022	3959	4803	利润总额	116	476	721	1011
流动负债	577	698	994	942	所得税	11	24	40	56
短期借款	160	150	270	0	净利润	105	452	681	956
应付账款	150	229	302	406	少数股东损益	42	121	172	210
其他流动负债	267	318	422	536	归属母公司净利润	63	331	509	745
非流动负债	393	313	273	213	EBITDA	309	658	951	1277
长期借款	143	113	103	73	EPS (元)	0.13	0.63	0.97	1.42
其他非流动负债	250	200	170	140					
负债合计	970	1011	1267	1155					
少数股东权益	283	404	577	787					
股本	524	524	524	524					
资本公积	391	391	391	391					
留存收益	361	692	1201	1946					
归属母公司股东权益	1276	1607	2116	2862					
负债和股东权益	2529	3022	3959	4803					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	126	623	557	1178
净利润	105	452	681	956
折旧摊销	133	202	247	292
财务费用	26	17	16	12
投资损失	-3	-15	-15	-20
营运资金变动	-159	-21	-362	-51
其他经营现金流	288	460	1032	996
投资活动现金流	-375	-613	-615	-611
资本支出	-327	-621	-622	-623
长期投资	-97	0	0	0
其他投资现金流	48	7	7	12
筹资活动现金流	339	-107	64	-342
短期借款	-6	-10	120	-270
长期借款	-45	-30	-10	-30
普通股增加	68	0	0	0
资本公积增加	389	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-67	-46	-42
现金净增加额	87	-97	5	226

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	24.0%	36.8%	42.8%	35.7%
营业利润	218.7%	286.7%	52.8%	40.8%
归属于母公司净利	51.0%	423.1%	53.7%	46.5%
获利能力				
毛利率 (%)	17.5%	24.1%	25.6%	27.0%
净利率 (%)	3.4%	12.9%	13.8%	14.9%
ROE (%)	5.0%	20.6%	24.0%	26.0%
ROIC (%)	7.6%	17.6%	20.6%	24.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.4%	33.4%	32.0%	24.0%
净负债比率 (%)	62.2%	50.2%	47.0%	31.7%
流动比率	1.96	1.71	1.75	2.37
速动比率	1.23	1.09	1.01	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.93	1.05	1.14
应收账款周转率	10.37	10.00	10.00	10.00
应付账款周转率	9.69	10.29	10.29	10.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.63	0.97	1.42
每股经营现金流薄)	0.24	1.19	1.06	2.25
每股净资产	2.43	3.06	4.03	5.46
估值比率				
P/E	105.08	28.78	18.72	12.78
P/B	5.61	5.93	4.50	3.33
EV/EBITDA	23.90	14.82	10.33	7.26

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

牛义杰：新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，一年行业研究经验，覆盖锂电产业链。

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；
- 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。