

投资评级 优于大市 首次覆盖

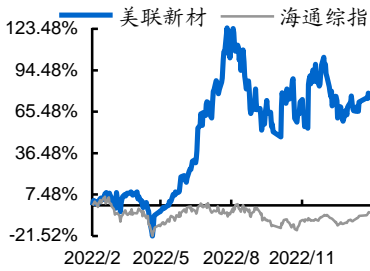
2022 年全年盈利同比增长 350%至 469%，签订战略合作协议

股票数据

02月06日收盘价(元)	19.00
52周股价波动(元)	8.26-25.88
总股本/流通A股(百万股)	525/389
总市值/流通市值(百万元)	10071/7467

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.6	-12.1	6.2
相对涨幅(%)	-1.9	-19.1	-7.3

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- **根据公司 2022 年度业绩预告, 预计 2022 年全年盈利 2.85 亿元至 3.6 亿元, 同比上年增 350%至 469%。**业绩变动原因为: 1. 公司按照年度经营计划积极开展各项工作, 不断提升核心竞争力, 以市场为导向, 科学组织产品生产, 进一步加强市场销售及推广工作, 营业收入和毛利均有较大幅度提升, 经营业绩实现了良好的增长态势; 2. 公司持续实施降本增效措施, 加强成本费用管控、优化组织结构、强化供应链整合, 进一步提升了公司整体盈利能力; 3. 预计非经常性损益对归属于公司股东净利润的影响金额约 750 万元-950 万元。
- **公司签订钠离子电池产业化战略合作协议。**公司与立方新能源、七彩化学签订战略合作协议, 共同提升技术指标以推进鲁士蓝(白)材料钠离子电池的产业化进程, 首期合作期限为 10 年。2022 年 9 月, 公司与七彩化学就共同投资 25 亿元建设“年产 18 万吨电池级普鲁士蓝(白)项目”事宜签署了《战略合作协议》。目前普鲁士蓝(白)项目已有 50 吨中试生产线投产。后续将按原计划分三期建设项目, 预计 2023 年底完成项目一期建设。
- **安徽美芯获 1200 万元锂电池隔膜订单。**子公司安徽美芯于与南木纳米签订《销售合同》, 约定安徽美芯向南木纳米销售 1000 万 m²锂电池隔膜, 合同金额(含税)为 1200 万元。预计 2022 年隔膜出货量约 3000 万 m²。当前已投产隔膜年产能为 3 亿 m², 预计项目第 5、6 条生产线将于 2023 年第四季度投产, 将形成年产能 7 亿 m²。2023 年度预计产销量达 4 亿 m²。
- **拟投资百亿元投建新产线提升色母粒及锂电隔膜产能。**公司拟向全资子公司四川美联增资 4.5 亿元, 并以其为实施主体投资 100 亿元建设“年产 230 万吨新能源及高分子材料产业化建设项目”。该项目分三期建设, 建设期限预计 60 个月, 项目全部投产达效后预计年产值 160 亿元, 年创税 10 亿元。一期预计投资 30 亿元, 建设年产 90 万吨硫酸装置、年产 20 万吨钛白粉装置, 年产 30 万吨高端塑料色母粒、60 万吨硫酸亚铁。一期建设期限为 30 个月, 预计 2025 年 6 月底前试生产。本次建设项目的前两期项目均有建设硫酸装置和钛白粉装置, 可以生产钛白粉和副产品硫酸亚铁(硫酸亚铁是生产新能源材料磷酸铁锂、普鲁士蓝的中间原料), 并将钛白粉作为原料直接用于生产白色母粒。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.24 亿元、4.48 亿元、5.06 亿元, EPS 为 0.62 元、0.85 元和 0.97 元。公司有较多新产能释放给予一定估值溢价, 参考同行业公司, 我们给予 2023 年 PE25-28 倍, 对应合理价值区间 21.25-23.80 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **风险提示:** 项目建设进度不及预期、产品价格大幅波动、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1517	1881	2624	3501	4273
(+/-)YoY(%)	20.4%	24.0%	39.5%	33.4%	22.0%
净利润(百万元)	42	63	324	448	506
(+/-)YoY(%)	-53.5%	51.0%	412.3%	38.1%	13.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.12	0.62	0.85	0.97
毛利率(%)	14.6%	17.5%	33.7%	33.3%	31.7%
净资产收益率(%)	5.6%	5.0%	20.3%	21.9%	19.8%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

盈利假设:**收入假设:****产能、产量和销量假设:**

- 1) 三聚氯氰产品: 假设 2022-2024 年产能不变; 假设 2022-2024 年产能利用率 90%、100%和 100%; 假设 2022-2024 年产销率分别为 80%、85%和 90%。
- 2) 色母粒: 假设 2022-2024 年产能不变; 假设 2022-2024 年产能利用率为 100%; 假设 2022-2024 年产销率为 100%; 假设 2022-2024 年价格为 2.32 万元/吨。
- 3) 液碱: 根据 2018-2021 年复合增速, 假设 2022-24 年收入同比增速为 30%。
- 4) 熔喷布: 公司无新增项目, 假设 2022-24 年收入增速为 0。
- 5) 普鲁士蓝(白): 公司持股比例 51%, 权益产能为总产能的 51%; 假设 2023-24 年产能利用率分别为 70%和 80%; 假设 2023-2024 年产销率分别为 84%和 60%; 假设 2023-2024 年价格为 3 万元/吨。
- 6) 隔膜: 2023 年有新增 4 亿平方米产能, 假设 2022-2024 年产能分别为 3、7 和 7 亿平方米; 根据项目投产时间, 假设 2023-24 年产能利用率分别为 43%、71%和 100%; 假设 2022-2024 年产销率分别为 80%; 公司隔膜售价高于国内, 假设 2022-24 年价格为 1.5 元/平方米。
- 7) 其他: 假设 2022-24 年其他收入增速为 0。

价格假设:

- 1) 三聚氯氰产品: 假设 2022-2024 年价格为 2.46 万元/吨。
- 2) 色母粒: 假设 2022-2024 年价格为 2.32 万元/吨。
- 3) 普鲁士蓝(白): 假设 2023-2024 年价格为 3 万元/吨。
- 4) 隔膜: 公司隔膜售价高于国内, 假设 2022-24 年价格为 1.5 元/平方米。

毛利率假设:

- 1) 三聚氯氰产品: 根据 2022 年 H1 毛利率水平, 假设 2022-2024 年毛利率为 44%。
- 2) 色母粒: 根据 2022 年 H1 毛利率水平, 假设 2022-2024 年毛利率为 12%。
- 3) 液碱: 根据百川盈孚行业盈利情况, 假设 2021-2024 年毛利率为 48%。
- 4) 熔喷布: 根据 2021 年毛利率水平, 假设 2022-2024 年毛利率为-13%。
- 5) 普鲁士蓝(白): 根据丰元股份正极材料毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 13%。
- 6) 隔膜: 根据沧州明珠隔膜毛利率水平, 假设 2022-2024 年毛利率为 26%。
- 7) 其他: 根据 2021 年毛利率水平, 假设 2022-2024 年毛利率为-5%。

表 1 美联新材分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	1,880.77	2,624.47	3,501.13	4,272.90
总成本 (百万元)	1,551.68	1,739.66	2,336.42	2,917.68
毛利率 (%)	17.49%	33.71%	33.27%	31.72%
三聚氰氨产品				
销售收入 (百万元)	899.44	1,591.43	1,878.78	1,989.29
销售成本 (百万元)	722.16	891.20	1,052.12	1,114.00
毛利率 (%)	19.71%	44.00%	44.00%	44.00%
色母粒				
销售收入 (百万元)	697.49	552.43	552.43	552.43
销售成本 (百万元)	602.96	486.13	486.13	486.13
毛利率 (%)	13.55%	12.00%	12.00%	12.00%
液碱				
销售收入 (百万元)	139.27	181.05	235.36	305.97
销售成本 (百万元)	72.35	94.15	122.39	159.11
毛利率 (%)	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
熔喷布				
销售收入 (百万元)	21.12	21.12	21.12	21.12
销售成本 (百万元)	23.95	23.86	23.86	23.86
毛利率 (%)	-13.40%	-13.00%	-13.00%	-13.00%
普鲁士蓝 (白)				
销售收入 (百万元)			90.00	440.64
销售成本 (百万元)			78.30	383.36
毛利率 (%)			13.00%	13.00%
隔膜				
销售收入 (百万元)	0.00	155.00	600.00	840.00
销售成本 (百万元)	0.00	114.70	444.00	621.60
毛利率 (%)	0.00%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源: WIND, 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
彤程新材	603650.SH	34.44	0.55	0.56	0.87	92	62	40
联泓新科	003022.SZ	36.95	0.82	0.95	1.25	45	39	30
	平均值					69	51	35

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 2 月 3 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1881	2624	3501	4273
每股收益	0.12	0.62	0.85	0.97	营业成本	1552	1740	2336	2918
每股净资产	2.43	3.05	3.90	4.87	毛利率%	17.5%	33.7%	33.3%	31.7%
每股经营现金流	0.24	1.16	1.38	1.80	营业税金及附加	10	16	19	24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	18	29	32	38
P/E	159.15	31.06	22.50	19.89	营业费用率%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%
P/B	7.89	6.29	4.92	3.94	管理费用	65	113	95	137
P/S	5.35	3.84	2.88	2.36	管理费用率%	3.4%	4.3%	2.7%	3.2%
EV/EBITDA	23.90	13.67	9.31	7.51	EBIT	176	601	864	973
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	29	-34	-14	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	-1.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	17.5%	33.7%	33.3%	31.7%	资产减值损失	-34	0	0	0
净利润率	3.4%	12.4%	12.8%	11.9%	投资收益	7	0	0	0
净资产收益率	5.0%	20.3%	21.9%	19.8%	营业利润	121	636	878	993
资产回报率	2.5%	10.3%	11.0%	10.1%	营业外收支	-5	0	0	0
投资回报率	7.6%	19.4%	21.7%	19.5%	利润总额	116	636	878	993
盈利增长 (%)					EBITDA	309	717	987	1103
营业收入增长率	24.0%	39.5%	33.4%	22.0%	所得税	11	95	132	149
EBIT 增长率	82.6%	242.0%	43.6%	12.6%	有效所得税率%	9.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	51.0%	412.3%	38.1%	13.1%	少数股东损益	42	216	298	338
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	63	324	448	506
资产负债率	38.4%	33.5%	30.2%	26.5%					
流动比率	1.96	2.66	3.23	4.01	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.23	2.02	2.51	3.35	货币资金	325	809	1415	2324
现金比率	0.56	1.22	1.69	2.48	应收账款及应收票据	187	309	352	455
经营效率指标					存货	247	245	417	410
应收账款周转天数	34.73	34.00	34.00	34.00	其它流动资产	375	402	521	570
存货周转天数	51.44	51.00	51.00	51.00	流动资产合计	1134	1765	2705	3759
总资产周转率	0.84	0.92	0.97	0.94	长期股权投资	96	96	96	96
固定资产周转率	2.76	3.91	5.19	6.50	固定资产	666	676	672	643
					在建工程	306	292	274	195
					无形资产	176	176	176	176
					非流动资产合计	1395	1392	1370	1262
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2529	3156	4075	5020
净利润	63	324	448	506	短期借款	160	160	160	160
少数股东损益	42	216	298	338	应付票据及应付账款	284	363	506	580
非现金支出	165	116	124	130	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	15	14	14	14	其它流动负债	133	140	170	198
营运资金变动	-159	-60	-162	-44	流动负债合计	577	664	836	937
经营活动现金流	126	609	722	945	长期借款	143	143	143	143
资产	-327	-112	-102	-22	其它长期负债	250	250	250	250
投资	-97	0	0	0	非流动负债合计	393	393	393	393
其他	48	0	0	0	负债总计	970	1057	1229	1330
投资活动现金流	-375	-112	-102	-22	实收资本	524	525	525	525
债权募资	-89	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1276	1601	2048	2555
股权募资	528	0	0	0	少数股东权益	283	499	798	1135
其他	-101	-14	-14	-14	负债和所有者权益合计	2529	3156	4075	5020
融资活动现金流	339	-14	-14	-14					
现金净流量	87	484	606	909					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。