

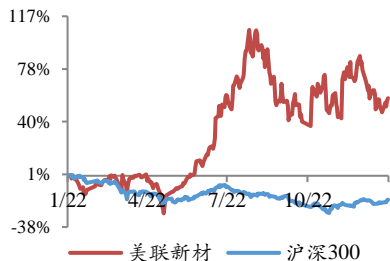
# 打造钠电普鲁士龙头，上下游合作证明可行性经济性

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-1-7

收盘价(元)	18.72
近12个月最高/最低(元)	24.70/8.65
总股本(百万股)	525
流通股本(百万股)	389
流通股比例(%)	74.14
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	73

## 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
- 6.三季报预告点评：季节扰动不改向好趋势，隔膜加速放量布局钠电 2022-10-10
- 7.三季报点评：隔膜产能落地逐步放量，高禀赋拓展钠电享红利 2022-10-26
- 8.点评：强禀赋拥抱产业合作，布局钠电打造新增长极 2022-11-16
- 9.点评：洞察趋势强化产业链布局，盈利水平边际向好 2022-11-21

## 主要观点：

- **事件：与湖南立方新能源、七彩化学战略合作推进普鲁士体系钠电池产业化**  
公司及其控股子公司美彩新材与湖南立方新能源科技有限责任公司、七彩化学于2023年1月6日签订了《战略合作协议》。共同就钠电池正负极材料普鲁士蓝白的相关性能、规格参数及生产工艺等内容展开合作研发、实验，首期合作期限为10年，产业化后美彩新材与立方新能源按市场价95%比例优先供应与采购对方产品。
- **材料与电池合作、技术与市场合作、上下游共同推进钠电池普鲁士体系应用落地**  
此次战略合作发挥美彩新材在钠电池正负极材料—普鲁士蓝（白）的技术、产能、成本优势，同时依托湖南立方新能源在钠电池设计、开发、生产等技术优势，共同推进钠电池普鲁士体系应用落地，以证明其路线可行性与经济性。

**公司加码普鲁士体系钠电材料具备明显竞争优势，有望打造钠电普鲁士体系龙头：**

- 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，50吨中试生产线已投产，相关产品已通过部分电池厂商的检测。
- 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。

● **投资建议：**预计公司22/23/24归母净利润至3.72/5.52/8亿元，对应P/E为28x/20x/15x，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	2898	3975	5355
收入同比(%)	24.0%	54.1%	37.2%	34.7%
归属母公司净利润	63	372	552	800
净利润同比(%)	51.0%	487.4%	48.4%	44.9%
毛利率(%)	17.5%	29.2%	31.3%	32.0%
ROE(%)	5.0%	22.2%	24.3%	25.6%
每股收益(元)	0.13	0.67	0.93	1.24
P/E	105.08	27.92	20.17	15.09
P/B	5.61	6.19	4.90	3.87
EV/EBITDA	23.90	13.08	9.43	7.16

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	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	1134	1159	1794	2866	
现金	325	135	431	1076	
应收账款	187	289	395	531	
其他应收款	33	2	2	3	
预付账款	33	62	82	109	
存货	247	225	299	399	
其他流动资产	309	447	584	748	
<b>非流动资产</b>	1395	1831	2222	2567	
长期投资	96	96	96	96	
固定资产	666	973	1185	1351	
无形资产	176	197	218	239	
其他非流动资产	457	565	723	881	
<b>资产总计</b>	2529	2990	4015	5434	
<b>流动负债</b>	577	498	647	845	
短期借款	160	0	0	0	
应付账款	150	197	262	349	
其他流动负债	267	301	385	497	
<b>非流动负债</b>	393	313	273	213	
长期借款	143	113	103	73	
其他非流动负债	250	200	170	140	
<b>负债合计</b>	970	811	920	1058	
少数股东权益	283	501	825	1256	
股本	524	554	594	644	
资本公积	391	391	391	391	
留存收益	361	733	1285	2084	
归属母公司股东权	1276	1678	2270	3119	
<b>负债和股东权益</b>	2529	2990	4015	5434	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	126	648	921	1280	
净利润	63	372	552	800	
折旧摊销	133	202	247	292	
财务费用	26	13	10	8	
投资损失	-3	-17	-16	-21	
营运资金变动	-159	-131	-186	-226	
其他经营现金流	288	713	1052	1454	
<b>投资活动现金流</b>	-375	-616	-615	-617	
资本支出	-327	-625	-623	-631	
长期投资	-97	0	0	0	
其他投资现金流	48	9	8	13	
<b>筹资活动现金流</b>	339	-223	-10	-18	
短期借款	-6	-160	0	0	
长期借款	-45	-30	-10	-30	
普通股增加	68	30	40	50	
资本公积增加	389	0	0	0	
其他筹资现金流	-68	-63	-40	-38	
<b>现金净增加额</b>	87	-190	296	645	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	1881	2898	3975	5355	
营业成本	1552	2052	2732	3639	
营业税金及附加	10	16	22	29	
销售费用	18	23	24	32	
管理费用	65	101	139	187	
财务费用	29	13	10	8	
资产减值损失	-34	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	7	17	16	21	
<b>营业利润</b>	121	623	940	1309	
营业外收入	2	10	10	1	
营业外支出	6	5	3	2	
<b>利润总额</b>	116	628	947	1309	
所得税	11	38	71	79	
<b>净利润</b>	105	590	876	1230	
少数股东损益	42	218	324	431	
<b>归属母公司净利润</b>	63	372	552	800	
EBITDA	309	806	1162	1563	
EPS (元)	0.13	0.67	0.93	1.24	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.0%	54.1%	37.2%	34.7%	
营业利润	218.7%	416.2%	50.9%	39.3%	
归属于母公司净利	51.0%	487.4%	48.4%	44.9%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	17.5%	29.2%	31.3%	32.0%	
净利率 (%)	3.4%	12.8%	13.9%	14.9%	
ROE (%)	5.0%	22.2%	24.3%	25.6%	
ROIC (%)	7.6%	22.9%	25.2%	26.1%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.4%	27.1%	22.9%	19.5%	
净负债比率 (%)	62.2%	37.2%	29.7%	24.2%	
流动比率	1.96	2.33	2.77	3.39	
速动比率	1.48	1.75	2.18	2.79	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.97	0.99	0.99	
应收账款周转率	10.07	10.03	10.06	10.08	
应付账款周转率	10.34	10.43	10.43	10.43	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.13	0.67	0.93	1.24	
每股经营现金流(薄)	0.24	1.17	1.55	1.99	
每股净资产	2.43	3.03	3.82	4.84	
<b>估值比率</b>					
P/E	105.08	27.92	20.17	15.09	
P/B	5.61	6.19	4.90	3.87	
EV/EBITDA	23.90	13.08	9.43	7.16	

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。