

公司研究

大手笔投资新能源及高分子材料，色母粒、锂电隔膜产能稳步扩张

——美联新材（300586.SZ）公告点评

增持（维持）

当前价：21.45元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.25
总市值(亿元):	112.51
一年最低/最高(元):	8.26/25.88
近3月换手率:	169.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.27	3.12	92.30
绝对	8.01	-6.74	69.03

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布公告称其拟向全资子公司美联新材料（四川）有限公司增资 4.5 亿元，增资后，四川美联的注册资本将由 5,000 万元变更为 5 亿元，公司仍持有四川美联 100% 股权。此外，以该子公司为实施主体投资 100 亿元，建设 230 万吨新能源及高分子材料产业化建设项目，建设期限预计共 60 个月。

点评：

大手笔投资建设新能源及高分子材料项目，公司色母粒、锂电隔膜产能有望稳步扩张。公司拟投资 100 亿元建设 230 万吨新能源及高分子材料产业化建设项目，项目一期预计投资 30 亿元，建设 90 万吨/年硫酸装置、20 万吨/年钛白粉装置、30 万吨/年高端塑料色母粒装置、60 万吨/年硫酸亚铁装置；二期预计投资 45 亿元，建设 120 万吨/年硫酸装置、30 万吨/年钛白粉装置、50 万吨/年高端塑料色母粒装置、90 万吨/年硫酸亚铁装置；三期预计投资 25 亿元，建设 15 亿平方米/年动力锂电池隔膜生产线。项目主要产品为硫酸、钛白粉、高端塑料色母粒、硫酸亚铁、动力锂电池隔膜等，其中，钛白粉为公司主要产品白色母粒的直接原材料，项目建成有利于降低钛白粉价格波动为公司业绩带来的不确定性，增强公司一体化生产能力；装置副产品为硫酸亚铁，可作为生产新能源材料磷酸铁、普鲁士蓝的中间原料；硫磺制酸装置产生的蒸汽可用于项目三期湿法隔膜生产，公司锂电隔膜产能持续扩充。此外，项目建设期限共 60 个月，一期建设期限为 30 个月，预计 2025 年 6 月底前试生产；二期建设期限为 12 个月，预计 2026 年 6 月底前试生产；三期建设期限为 18 个月，预计 2027 年底前试生产。

深入布局色母粒、精细化工、锂电隔膜三大板块，看好公司长期发展。色母粒板块，公司现有色母粒年产能约 9 万吨，公司正不断巩固各产品在中端市场的竞争优势，并逐步突破国际领先企业在高端产品市场的垄断，扩大高端产品市场份额。精细化工方面，公司控股子公司营创三征是国内乃至全球三聚氰胺行业的龙头企业，现有三聚氰胺年产能 9 万吨。隔膜方面，公司控股子公司安徽美芯已有 1.5 亿 m² 湿法隔膜产能投产，另有 1.5 亿 m² 湿法隔膜产能即将建成投产，合计 3 亿 m² 的产能于 2022 年下半年逐渐释放产能，另规划有约 10 亿 m² 的产能正在陆续建设中。根据公司公告，公司 2022 年、2023 年的隔膜产品出货量预计分别为 5 千万平方米、4 亿平方米。另外，熔喷无纺布方面，公司新建的 2 条水刺无纺布及防护服用无纺布生产线已投产，年产能约 2000 吨，成功为国家疫情防控工作贡献力量。

前瞻布局钠电正极材料普鲁士蓝（白）系列产品，原材料成本优势显著。公司前瞻性布局钠电。2022 年 8 月 8 日，公司及其他投资人以投资款总额 4,500 万元对华钠新材进行增资，增资完成后，公司将持有华钠新材 7% 的股权。华钠新材主营钠电池正极材料的研发和销售，此次参股有助于公司开拓钠电材料业务。与此同时，公司正在布局钠离子电池正极材料普鲁士蓝（白）系列产品，助推钠离子电池产业发展。2022 年 9 月 19 日，公司与七彩化学签署《战略合作协议》，拟共同投资 25 亿元建设“年产 18 万吨电池级普鲁士蓝（白）项目”，该项目拟分三期建设，一期、二期、三期分别拟建 1、5、12 万吨生产装置，一期预计于 2023 年底建成投产。公司技术水平优异，目前普鲁士蓝正极材料 50 吨中试生产线已投产，并已通过部分电池厂商的检测。另外，公司的控股子公司营创三征布局有 30 万吨液体氰化钠产能，能够为该项目提供原材料配套，自给自足，成本优势显著，有望在未来贡献可观的利润。

盈利预测、估值与评级：公司深入布局色母粒、精细化工、锂电隔膜三大板块，我们看好公司未来成长动能。因此维持公司 22-24 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.24/4.63/6.40 亿元，折合 EPS 分别为 0.62/0.88/1.22 元/股，维持“增持”评级。

风险提示：项目审批进度不及预期，新增产能投放进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,517	1,881	2,591	3,283	4,101
营业收入增长率	20.38%	23.97%	37.76%	26.71%	24.92%
净利润 (百万元)	42	63	324	463	640
净利润增长率	-53.48%	50.97%	412.74%	42.73%	38.25%
EPS (元)	0.09	0.12	0.62	0.88	1.22
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.56%	4.96%	20.26%	22.43%	23.67%
P/E	233	178	35	24	18
P/B	13.0	8.8	7.0	5.4	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-21 注：公司总股本 2020 年末为 4.56 亿股，2021 年为 5.24 亿股，2022 年及以后为 5.25 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,517	1,881	2,591	3,283	4,101
营业成本	1,296	1,552	1,786	2,301	2,914
折旧和摊销	106	124	154	173	194
税金及附加	8	10	14	18	23
销售费用	15	18	21	26	33
管理费用	56	65	78	98	123
研发费用	50	69	98	125	156
财务费用	27	29	-8	-19	-29
投资收益	-3	7	6	6	6
营业利润	38	121	613	736	902
利润总额	37	116	612	734	899
所得税	6	11	73	88	108
净利润	31	105	539	646	791
少数股东损益	-11	42	214	182	151
归属母公司净利润	42	63	324	463	640
EPS(元)	0.09	0.12	0.62	0.88	1.22

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	131	126	599	750	882
净利润	42	63	324	463	640
折旧摊销	106	124	154	173	194
净营运资金增加	91	306	186	147	191
其他	-107	-367	-66	-33	-144
投资活动产生现金流	-166	-375	-315	-316	-316
净资本支出	-108	-327	-320	-320	-320
长期投资变化	-16	-4	0	0	0
其他资产变化	-43	-44	5	4	4
融资活动现金流	-1	339	-197	-74	-16
股本变化	216	68	0	0	0
债务净变化	-22	-37	-206	-94	-45
无息负债变化	103	24	35	114	136
净现金流	-36	87	87	360	550

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.6%	17.5%	31.1%	29.9%	28.9%
EBITDA 率	15.6%	18.1%	29.3%	27.4%	25.9%
EBIT 率	8.3%	11.1%	23.3%	22.2%	21.2%
税前净利润率	2.4%	6.2%	23.6%	22.3%	21.9%
归母净利润率	2.8%	3.4%	12.5%	14.1%	15.6%
ROA	1.6%	4.2%	18.6%	18.1%	17.8%
ROE (摊薄)	5.6%	5.0%	20.3%	22.4%	23.7%
经营性 ROIC	7.2%	9.7%	23.1%	24.6%	26.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	38%	28%	23%	20%
流动比率	1.31	1.96	2.95	3.58	3.99
速动比率	0.96	1.54	2.37	2.92	3.32
归母权益/有息债务	1.33	2.41	4.94	8.95	14.57
有形资产/有息债务	2.99	4.30	8.12	14.24	22.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,932	2,529	2,898	3,564	4,446
货币资金	196	325	412	772	1,322
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	176	187	302	368	465
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	33	12	15	18
存货	196	247	266	344	435
其他流动资产	150	309	309	309	309
流动资产合计	735	1,134	1,336	1,854	2,608
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	96	96	96	96
固定资产	698	666	706	747	784
在建工程	87	297	380	443	490
无形资产	165	176	190	203	216
商誉	51	51	51	51	51
其他非流动资产	74	60	60	60	60
非流动资产合计	1,196	1,395	1,562	1,711	1,838
总负债	983	970	799	820	910
短期借款	166	160	0	0	0
应付账款	170	150	179	230	291
应付票据	136	134	179	230	291
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	5	5	5	5
流动负债合计	562	577	452	518	653
长期借款	188	143	98	53	8
应付债券	167	179	178	178	178
其他非流动负债	33	43	43	43	43
非流动负债合计	421	393	347	302	257
股东权益	949	1,559	2,099	2,745	3,535
股本	456	524	525	525	525
公积金	43	438	472	518	582
未分配利润	220	277	569	986	1,563
归属母公司权益	754	1,276	1,602	2,065	2,705
少数股东权益	195	283	497	680	830

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.01%	0.96%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	3.71%	3.43%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	1.80%	1.54%	-0.31%	-0.58%	-0.71%
研发费用率	3.32%	3.66%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	16%	9%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.29	0.24	1.14	1.43	1.68
每股净资产	1.65	2.43	3.05	3.94	5.16
每股销售收入	3.33	3.59	4.94	6.26	7.82

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	233	178	35	24	18
PB	13.0	8.8	7.0	5.4	4.2
EV/EBITDA	46.1	36.6	16.4	13.8	11.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE