

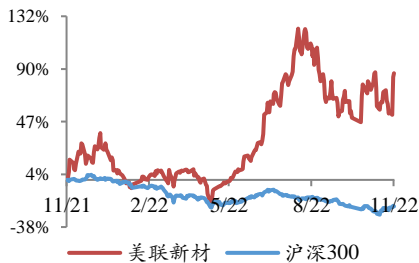
# 强禀赋拥抱产业合作，布局钠电打造新增长极

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-16

收盘价(元)	20.70
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)	109
流通市值(亿元)	80

## 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. 美联新材点评：布局钠电拓展电池材料，隔膜产能扩张业绩可期 2022-8-8
3. 美联新材中报点评：主业巩固向好利润大增，隔膜加速放量不负众望 2022-08-22
4. 美联新材点评：前瞻性布局半固态锂电隔膜，打造平台化优势 2022-08-24
5. 美联新材点评：合作钠电正极材料，强执行力纵向延伸强化优势 2022-09-18
6. 美联新材三季报预告点评：季节扰动不改向好趋势，隔膜加速放量布局钠电 2022-10-10
7. 美联新材三季报点评：隔膜产能落地逐步放量，高禀赋拓展钠电享红利 2022-10-26

## 主要观点：

- **事件：与七彩化学合资建设 18 万吨电池级普鲁士蓝（白）项目，公司持股 51%**  
公司与鞍山七彩化学股份有限公司签署《投资合作协议》，双方约定共同出资 5 亿元设立辽宁美彩新材料有限公司，并以该标的公司为主体投资 25 亿元建设“年产 18 万吨电池级普鲁士蓝（白）项目”，其中公司持股比例为 51%，占据主导地位。
- **依托独特禀赋横向布局普鲁士蓝类钠电正极，产能扩张提升长期竞争力**  
普鲁士蓝（白）具备较高的能量密度、结构稳定性及成本经济性，在钠电池发展浪潮下商业应用有望提速。公司加码普鲁士类材料具备明显竞争优势：
  - 1) **技术工艺保障产品性能**：公司前次出资 1400 万获得深圳华纳新材 7% 股权，后者人才、技术、产品优势显著深耕钠电从而产业化进展顺利，准备进行 1000 吨级别产品中试，其普鲁士蓝类正极工艺相对成熟，一方面与公司形成稳定可靠的供应关系，另一方面有助于提升公司在该路线的技术积淀。本次合作方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，其普鲁士蓝正极材料 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，有助于合资项目顺利推进。
  - 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。
  - 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近二十年生产经验，且产能领先全球，具备明显先发优势。
- **此次合资项目拟分三期建设**：一期 1 万吨计划投资 3 亿元预计 23 年底投产；二期 5 万吨计划投资 8 亿元预计 24 年投产；三期 12 万吨计划投资 14 亿元预计 26 年投产，产能加快扩张形成有效供给从而提升竞争力。
- **隔膜产能扩张进展顺利凸显美联速度，优质客户保障订单及质量，业绩有望兑现**  
公司目前已有三条隔膜生产线建成投产，另有一条生产线已进入试生产阶段，从而建成合计 3 亿平产能。公司坚定推进产能建设，远期规划或将超过 15 亿平。客户方面，已通过安驰科技产品认证并完成中试订单交付，其他客户送样认证顺利推进。
- **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 31x/22x/17x，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	30.87	22.30	16.68
P/B	5.61	6.84	5.42	4.28
EV/EBITDA	23.90	14.44	10.44	7.97

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
<b>流动资产</b>	1134	1159	1794	2866	<b>营业收入</b>	1881	2898	3975	5355
现金	325	135	431	1076	营业成本	1552	2052	2732	3639
应收账款	187	289	395	531	营业税金及附加	10	16	22	29
其他应收款	33	2	2	3	销售费用	18	23	24	32
预付账款	33	62	82	109	管理费用	65	101	139	187
存货	247	225	299	399	财务费用	29	13	10	8
其他流动资产	309	447	584	748	资产减值损失	-34	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	17	16	21
固定资产	666	973	1185	1351	<b>营业利润</b>	121	623	940	1309
无形资产	176	197	218	239	营业外收入	2	10	10	1
其他非流动资产	457	565	723	881	营业外支出	6	5	3	2
<b>资产总计</b>	2529	2990	4015	5434	<b>利润总额</b>	116	628	947	1309
<b>流动负债</b>	577	498	647	845	所得税	11	38	71	79
短期借款	160	0	0	0	<b>净利润</b>	105	590	876	1230
应付账款	150	197	262	349	少数股东损益	42	218	324	431
其他流动负债	267	301	385	497	<b>归属母公司净利润</b>	63	372	552	800
<b>非流动负债</b>	393	313	273	213	EBITDA	309	806	1162	1563
长期借款	143	113	103	73	EPS (元)	0.13	0.67	0.93	1.24
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	<b>主要财务比率</b>				
股本	524	554	594	644	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	391	391	391	391	<b>成长能力</b>				
留存收益	361	733	1285	2084	营业收入	24.0%	54.1%	37.2%	34.7%
归属母公司股东权	1276	1678	2270	3119	营业利润	218.7%	416.2%	50.9%	39.3%
<b>负债和股东权益</b>	2529	2990	4015	5434	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	30.87	22.30	16.68
					P/B	5.61	6.84	5.42	4.28
					EV/EBITDA	23.90	14.44	10.44	7.97

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。