

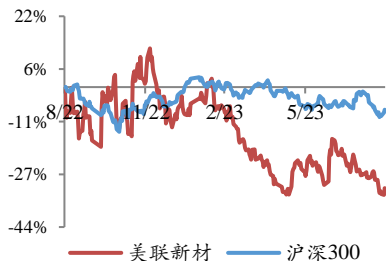
## 色母粒三聚氰氨好转向上，钠电普鲁士材料加速推进

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-08-30

收盘价(元) **10.55**  
近12个月最高/最低(元) **17.25/10.23**  
总股本(百万股) **711**  
流通股本(百万股) **535**  
流通股比例(%) **75.20**  
总市值(亿元) **75**  
流通市值(亿元) **56**

### 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 2022-07-27
- 2.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
- 3.点评：前瞻性布局半固态锂电隔膜，打造平台化优势 2022-08-24
- 4.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
- 5.三季报点评：隔膜产能落地住不放量，高票赋拓展钠电享红利 2022-09-18
- 6.点评：强票赋拥抱产业合作，布局钠电打造新增增长极 2022-11-16
- 7.点评：洞察趋势强化产业链布局，盈利水平边际向好 2022-11-21
- 8.点评：打造钠电普鲁士龙头，上下游合作证明可行性经济性 2023-01-07
- 9.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 2023-01-17
- 10.年报点评：业绩高增，隔膜放量在即，不换布局打造钠电龙头 2023-03-29
- 11.一季报点评：传统业务承压，钠电+隔膜业务放量在即 2023-05-04
- 12.点评：普鲁士钠电储能首获示范应用，产业化加速储能市场前景广阔 2023-07-03

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2023 上半年报告

23H1 公司实现营业收入 9.68 亿元，同比下降 22.65%，实现归母净利润 0.90 亿元，同比下降 53.27%，实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比下降 54.26%。

#### ● 色母粒业务出货量总体持稳，毛利率提升

上半年公司色母粒业务实现营业收入约 3.06 亿元，同比下降 12.30%，营业成本约为 2.59 亿元，同比下降 15.65%，毛利率达 15.27%，同比上升 3.36 pct。受整体行业需求影响，色母粒销量基本持平，单位售价有所下降但单位成本下降幅度更大。

#### ● 受下游需求减弱影响，精细化工业务有所承压，库存低位预计 Q4 好转向上

上半年子公司营征三创实现营收约 6.12 亿元，同比下降 29.96%，其中三聚氰氨业务实现营收约 4.54 万元，同比下降 38.09%。受下游需求减弱，精细化工业务特别是三聚氰氨产品承压，单位售价有所下降，但供应链逐步去库存，预计 Q4 好转向上。

#### ● 隔膜业务顺利开启产能爬坡，前瞻布局下游客户有望持续贡献增量

上半年子公司安徽美芯实现营收约 0.22 亿元。2022 年内四条锂电湿法隔膜产线先后投产，合计产能 3 亿 m<sup>2</sup>/年，23 年或将新增 4 亿 m<sup>2</sup>产能，远期共规划 13 亿 m<sup>2</sup>产能。公司前瞻布局下游与安驰、保力新、深圳膜登等电池厂商达成合作，已批量供应动力储能等锂电隔膜，随客户隔膜认证陆续完成，产能爬坡顺利有望持续贡献增量。

#### ● 普鲁士钠电储能首获示范应用，多维布局打造普鲁士钠电产业龙头

1) 普鲁士蓝钠电储能项目首次应用：7 月控股子公司辽宁美彩同星空钠电、湖南立方新能源、辽宁国网联合打造首个普鲁士蓝钠离子储能示范项目正式落地，证明普鲁士路线可行性；预计年底将继续完成其他示范项目，项目的储能容量也将逐步增加。

2) 多维布局打造钠电产业龙头：6 月公司以 4000 万元增资湖南立方新能源，持有其 2.0196% 股权；普鲁士路线钠电具有高能量密度结构稳定及低成本的优势，美联美彩与湖南立方、星空钠电全产业链合作，材料厂商与下游电池厂及应用方联手共同开拓市场，有力证明普鲁士钠电储能的应用可行性与经济性，推动产业化发展。

3) 普鲁士蓝正极产能稳步释放，或将成为公司全新增长极：辉虹科技“年产 5,500 吨普鲁士蓝正极材料技术改造项目”已完成 1,000 吨/年的产能工程改造，并已开始试生产，剩余工程预计将于年底前完成改造。产能将逐步释放，或将成为新的增长点。

#### ● 投资建议：预计公司 23/24/25 归母净利润 2.54/4.00/6.08（前值 3.48/5.49/7.65）

亿元，对应 P/E 为 30x/19x/12x，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2399	2136	3202	4690
收入同比 (%)	27.5%	-11.0%	49.9%	46.5%
归属母公司净利润	317	254	400	608
净利润同比 (%)	401.1%	-19.9%	57.3%	52.1%
毛利率 (%)	33.7%	22.8%	25.1%	26.4%
ROE (%)	19.7%	12.3%	16.2%	19.8%
每股收益 (元)	0.60	0.36	0.56	0.85
P/E	28.94	29.54	18.78	12.35
P/B	5.71	3.63	3.04	2.44
EV/EBITDA	13.08	11.40	7.49	4.94

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1289	1547	2170	2862	<b>营业收入</b>	2399	2136	3202	4690
现金	444	611	971	1134	营业成本	1591	1649	2397	3452
应收账款	210	252	273	478	营业税金及附加	22	11	16	23
其他应收款	2	1	2	3	销售费用	23	16	22	45
预付账款	30	49	72	104	管理费用	92	53	80	117
存货	277	183	266	384	财务费用	17	11	7	-5
其他流动资产	325	450	586	760	资产减值损失	-7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1719	2155	2486	2772	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	121	121	121	121	投资净收益	12	20	16	23
固定资产	1152	1399	1552	1659	<b>营业利润</b>	565	373	631	991
无形资产	169	190	211	232	营业外收入	1	10	11	9
其他非流动资产	277	445	603	761	营业外支出	3	5	3	2
<b>资产总计</b>	3008	3702	4656	5634	<b>利润总额</b>	562	378	639	998
<b>流动负债</b>	616	837	1250	1389	所得税	62	38	58	100
短期借款	162	152	272	2	<b>净利润</b>	501	340	582	899
应付账款	225	160	233	336	少数股东损益	184	86	182	291
其他流动负债	229	525	744	1051	<b>归属母公司净利润</b>	317	254	400	608
<b>非流动负债</b>	465	390	350	290	EBITDA	714	650	953	1345
长期借款	186	156	146	116	EPS (元)	0.60	0.36	0.56	0.85
其他非流动负债	279	234	204	174					
<b>负债合计</b>	1081	1228	1600	1679					
少数股东权益	319	405	588	878					
股本	525	711	711	711					
资本公积	404	453	453	453					
留存收益	679	905	1304	1912					
归属母公司股东权益	1607	2069	2468	3076					
<b>负债和股东权益</b>	3008	3702	4656	5634					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	628	721	912	1115	<b>成长能力</b>				
净利润	501	340	582	899	营业收入	27.5%	-11.0%	49.9%	46.5%
折旧摊销	144	262	307	352	营业利润	368.5%	-34.1%	69.4%	57.0%
财务费用	26	20	19	14	归属于母公司净利	401.1%	-19.9%	57.3%	52.1%
投资损失	-14	-20	-16	-23	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-28	134	32	-116	毛利率 (%)	33.7%	22.8%	25.1%	26.4%
其他经营现金流	529	191	538	1005	净利率 (%)	13.2%	11.9%	12.5%	13.0%
<b>投资活动现金流</b>	-400	-664	-614	-607	ROE (%)	19.7%	12.3%	16.2%	19.8%
资本支出	-377	-625	-622	-623	ROIC (%)	20.1%	11.7%	16.1%	21.1%
长期投资	-29	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	6	-39	8	15	资产负债率 (%)	35.9%	33.2%	34.4%	29.8%
<b>筹资活动现金流</b>	-107	107	61	-344	净负债比率 (%)	56.1%	49.6%	52.4%	42.5%
短期借款	2	-10	120	-270	流动比率	2.09	1.85	1.74	2.06
长期借款	43	-30	-10	-30	速动比率	1.24	1.26	1.23	1.47
普通股增加	0	187	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	14	49	0	0	总资产周转率	0.87	0.64	0.77	0.91
其他筹资现金流	-166	-88	-49	-44	应收账款周转率	12.09	9.24	12.20	12.49
<b>现金净增加额</b>	125	167	360	163	应付账款周转率	8.48	8.55	12.19	12.14
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.60	0.36	0.56	0.85
					每股经营现金流薄)	0.88	1.01	1.28	1.57
					每股净资产	3.06	2.91	3.47	4.32
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.94	29.54	18.78	12.35
					P/B	5.71	3.63	3.04	2.44
					EV/EBITDA	13.08	11.40	7.49	4.94

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 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

**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。

**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。