

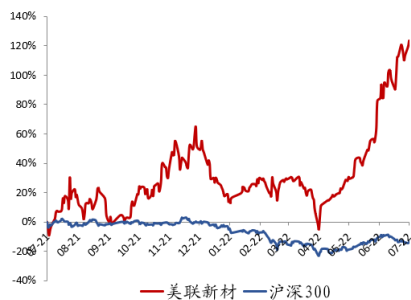
主业巩固向好利润大增，隔膜加速放量不负众望

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价（元） 23
近 12 个月最高/最低（元） 25.88/8.26
总股本（百万股） 524
流通股本（百万股） 389
流通股比例（%） 74.2%
总市值（亿元） 121
流通市值（亿元） 89

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.《隔膜壁垒高，涂覆一体化加速，龙头强二梯队降本增利弹性大-新能源锂电池系列报告之十一》2022-7-17
- 2.《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
- 3.《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

主要观点：

● **事件：**公司 2022 年上半年实现营业收入 12.51 亿元，同比增长 50.28%；归母/扣非净利润分别为 1.93/1.89 亿元，同比大幅增长 751.6%/873%。

● 收入利润大幅增长，基本盘持续巩固向好

凭借在化工领域多年来深厚的技术积淀，公司拥有优质的产品 & 丰富的客户资源，深耕主业表现不俗，收入利润均实现大幅提升。2022 年上半年公司实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 50%，归母利润 1.93 亿元，同比大幅提升 7.5 倍，创历史新高。秉持长远发展愿景，公司色母粒产品加快迭代升级继续做大做强；三聚氰氨业务规模全球领先，随响水事件影响消除疫情逐步好转，下游农业生产提供稳定需求，行业准入高，生产许可证稀缺，市场供方较少，供给有限，业务有望延续量价齐升。

● 隔膜产线满负荷生产加速放量，布局钠电强化产业链竞争优势

1) 子公司安徽美芯 1#及 2#产线合计 1.5 亿平产能已基本满负荷生产并批量供货，3#及 4#产线合计 1.5 亿平正在加紧调试中，预计 8 月底开始试生产。公司坚定推进产能建设，已与芝浦机械签订设备采购合同，2023 年或将新增 6 亿平产能，远期规划或将超过 15 亿平，从新进入者进一步抢占份额。隔膜供需偏紧行情延续，加快产能建设形成有效供给，业绩有望快速释放。成本盈利方面，随着产品升级，后续应用新型设备、且大规模量产逐步提升运营参数，盈利水平有望逐级提升。安徽美芯将立志成为锂电池、钠电池、半固态电池等产业优秀的湿法隔膜供应商。

2) 公司深刻把握电池发展趋势前瞻性布局钠电，出资 1400 万获得深圳华钠新材 7% 股权。此次增资参股或将有利于公司与华钠新材形成合作开发与供应关系，一方面依托公司化工业务优势与华钠新材展开合作开发，另一方面也有助于开拓钠电材料业务。

● **投资建议：**我们上调公司 22/23/24 归母净利润至 3.72/5.52/8 亿元，对应 P/E 为 34x/25x/19x，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	34.31	24.78	18.54
P/B	5.61	7.60	6.02	4.75
EV/EBITDA	23.90	16.03	11.62	8.92

资料来源：wind，华安证券研究所

隔膜业务已实现批量出货，产能加快建成落地业绩有望进一步兑现。子公司安徽美芯 1#及 2#产线合计 1.5 亿平产能已基本满负荷生产并批量供货，3#及 4#产线合计 1.5 亿平正在加紧调试中，预计 8 月底开始试生产。公司坚定推进产能建设，已与芝浦机械签订设备采购合同，2023 年或将新增 6 亿平产能，远期规划或将超过 15 亿平，从新进入者进一步抢占份额。隔膜供需偏紧行情延续，加快产能建设形成有效供给，业绩有望快速释放。

安徽美芯立志成为锂电池、钠电池、半固态电池等产业优秀的湿法隔膜供应商。

图表 1 预计公司隔膜产能规划 (亿平)

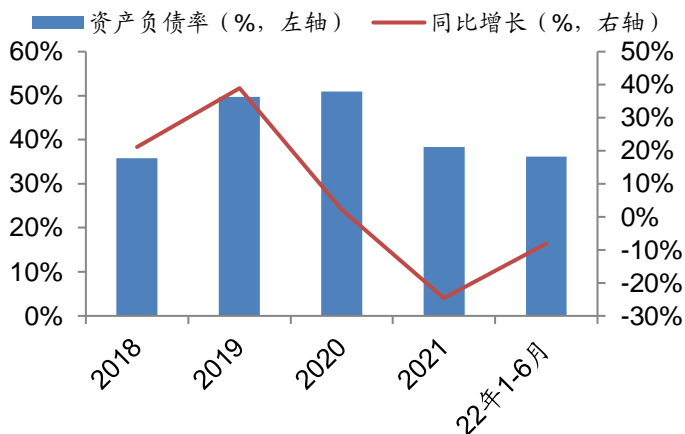
	2022E	2023E	2024E
产能	3	9	15
出货量预测	1	5	11

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司凭借自身出色的综合实力塑造强竞争力，在设备、工艺、资金、客户方面不断提升，从新进入者进一步抢占份额。

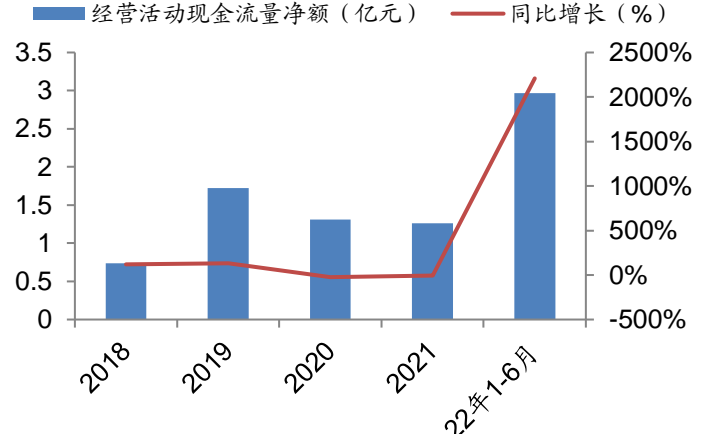
- 1) 设备：**公司 2017 年切入隔膜赛道后便加快推进与东芝合作，双方合作时间久，关系深厚，有利于保证公司未来设备供应。1#及 2#产线从签约到具备投产条件控制在一年左右，速度属于业内较快水平，凸显对设备工艺深刻的理解把握。近期公司与东芝新签订 5#及 6#产线采购合同，本次合同的顺利履行可以保障公司湿法隔膜产业化建设项目的关键设备如期到位并持续扩大产能，对加快项目进度有积极影响，进一步推动公司隔膜业务发展壮大。
- 2) 工艺：**产品升级方面，公司已取得重要研究成果，掌握了 5um、7um、9um、12um 高端隔膜的制成技术。在湿法隔膜涂覆领域专利布局取得可喜进步，目前有 3 项国家发明专利已经获得授权，有 4 项国家发明专利正在审核中。
- 3) 资金：**近几年公司加强资产运营管理，现金流保持正向流入，2022 年上半年公司经营性现金流净额达 2.97 亿元，同比增长 22 倍，为隔膜板块投资保驾护航。公司负债水平自 2020 年以来显著下降，截至 2022 年 6 月底资产负债率仅 36.2%，同比下降 3.2pct，创近几年新低。且公司银行端授信较为充足，敞口使用空间大。存量并购贷款偿还期限长，有效递延公司现金流支出。作为当地优质上市企业，公司融资渠道多元化，可通过银行贷款、融资租赁及定增等形式解决资金需求，再融资能力强。

图表 2 公司资产负债率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

4) **客户**：公司已与国内众多优秀锂电池制造商进行技术交流和商务洽谈，充分了解客户对产品的技术、规格等要求，已陆续送出样品进行测试，进展顺利。目前已完成二十家左右客户二十多个产品的送样，部分客户批量供货，其他客户也将陆续正式合作。

公司在设备、工艺、资金、客户四大壁垒方面持续实现有效突破。目前隔膜行业供需偏紧行情延续，公司凭借高端精良的设备、成熟精湛的工艺及强大的资金实力成功匹配优质供应链，产能加速释放业绩有望快速释放，在厚实的盈利保障下专注做好成本控制，应对中长期竞争。

1) **固定资产成本方面**，公司单位产能投资额和初始预定交付相比显著下降，从而有效降低单位产品折旧成本。通过与东芝持续价格谈判，公司抓住时机低价采购，同时叠加土地购置具备经济性，安徽美芯一期一阶段项目总投资大概 5 亿元。该项目初始设计总产能 2.04 亿平（单线设计产能为 5000 万/平），对应单位产能投资额为 2.45 元/平。在设备延迟交付期间，双方通过技改成功实现产能提升。单线产能提升 50%至 7500 万平，故 4 条线对应的实际总产能达 3 亿平，对应单位产能投资额为 1.67 元/平，下降 32%，对应营业成本节省 0.1 元/平。

2) **加工成本方面**，生产要素蒸汽的成本较低。国家级铜陵经开区为安徽美芯协调配套提供价格更优惠的生产要素。另外，公司对面有两个煤焦化企业，其副产品蒸汽闲置，可以输送给公司，从而降低隔膜的制造成本。

由于公司现在阶段应用的设备预定时期较早，单产线产能、车速、幅宽等虽通过技改已有提升，但仍受到设备早期的限制；随着近年来产品升级，后续公司应用新型设备、且大规模量产后逐步提升运营参数，则各项指标均有大幅改善提升空间。

从影响隔膜成本的三大因素看，目前隔膜行业供需偏紧行情下，公司产能利用率有望保持在较高水平，而隔膜团队多年来的技术积累或将提升公司产品良率至较高水平。产线迭代升级方面，假设公司现有早期产线幅宽 3.6 米，车速平均在 50m/min；规划新增产线幅宽或将提升至 5.5 米，车速进一步提升至 80 或 100 m/min，或将达 42%及 0.53 元的降本效果，将有力提升盈利水平：

- 1) 我们假定公司目前产品营业成本在 1.24 元/平。在现有车速不变的情况下，5.5 米幅宽产线或降本至 0.97 元/平，对应节省 0.27 元/平。
- 2) 若明年车速提升至 80 m/min，营业成本降至 0.77 元/平，对应节省 0.47 元/平；若提升至 100m/min，营业成本降至 0.71 元/平，对应节省 0.53 元/平。

图表 4 公司在不同幅宽、车速下单位产品的营业成本（元/平）

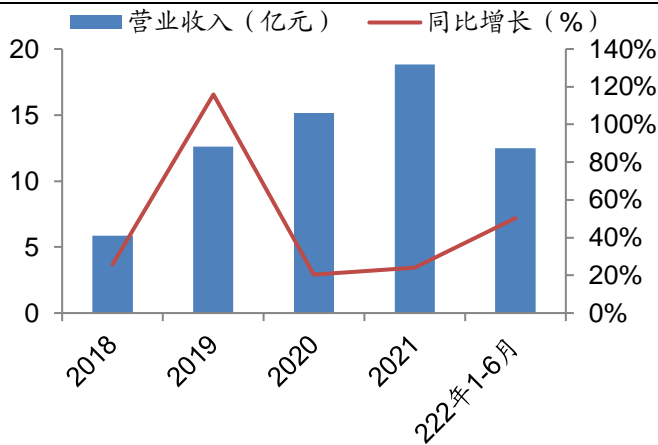
		幅宽 (m)								
车速 (m/min)		2	3	3.6	4	5	5.5	6	7	8
	20	3.97	2.80	2.41	2.21	1.86	1.73	1.63	1.46	1.33
	30	2.80	2.02	1.76	1.63	1.39	1.31	1.24	1.12	1.04
	40	2.21	1.63	1.43	1.33	1.16	1.09	1.04	0.96	0.89
	50	1.86	1.39	1.24	1.16	1.02	0.97	0.92	0.86	0.81
	60	1.63	1.24	1.11	1.04	0.92	0.88	0.85	0.79	0.75
	70	1.46	1.12	1.01	0.96	0.86	0.82	0.79	0.74	0.71
	80	1.33	1.04	0.94	0.89	0.81	0.77	0.75	0.71	0.67
	90	1.24	0.98	0.89	0.85	0.77	0.74	0.72	0.68	0.65
	100	1.16	0.92	0.85	0.81	0.74	0.71	0.69	0.66	0.63
	110	1.09	0.88	0.81	0.77	0.71	0.69	0.67	0.64	0.61
	120	1.04	0.85	0.78	0.75	0.69	0.67	0.65	0.62	0.60

资料来源：华安证券研究所测算

同时，公司很早就布局涂覆，目前已获得多项发明专利，成果显著，配套一定比例的涂覆，预计将更进一步提升产品盈利水平。

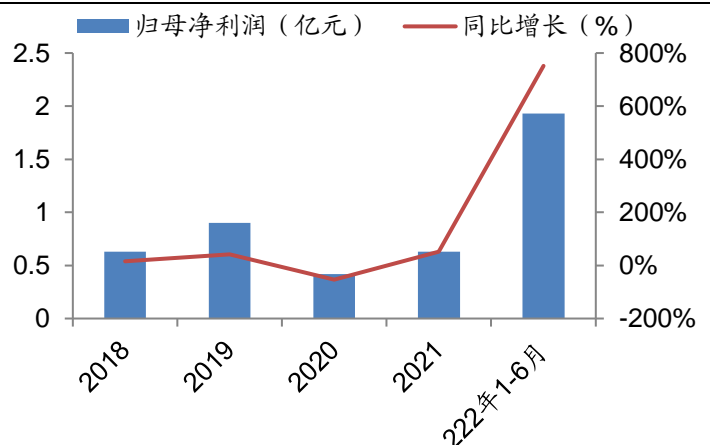
传统主业持续稳固向好。2022 年上半年公司实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 50%，归母净利润 1.93 亿元，同比大幅提升 7.5 倍。近两年色母粒业务利润微薄主要系下游需求放缓，上游原材料价格上涨以及自身产品结构欠佳。公司加快产品迭代升级，持续加码彩色及功能色母粒，产能释放有望支撑业绩向好。随着国内疫情逐步好转，行业供需恢复，响水事件影响消除，三聚氰氨化工业务有望实现业绩稳定向好发展。2022 年上半年该板块实现营业收入 7.33 亿元，同比增长 104%；毛利率高达 51%，同比大幅提升 16pct。从需求端看，农业生产较为稳定，受经济运行周期波动的影响较小；活性染料、荧光增白剂等产品主要用于生产各种生活必需品，需求较为刚性，而多元化的应用场景不断延伸将提供新的增长曲线，三聚氰氨有望保持高景气。从供给端看，三聚氰氨为危险化学品，在生产、储存、使用和运输方面对安全性要求较高，存在一定的进入壁垒，市场玩家较少，供给相对有限。随着疫情逐步好转，公司三聚氰氨业务有望迎来量价齐升。

图表 5 近年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 近年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

持续发力锂电赛道，新布局钠电打造新的增长点。公司及其他投资人与深圳华钠新材有限责任公司签订投资协议，约定以投资款总额 4,500 万元对华钠新材进行增资；其中美联新材以货币支付投资款 1,400 万元，增资完成后将持有华钠新材 7% 的股权。华钠新材凭借人才、技术、产品优势深耕钠电，产业化进展顺利，准备进行 1000 吨级别产品中试，有望成为国内领先的钠电池材料供应商。

a.人才：高管拥有欧美留学背景，曾就职于某头部动力电池企业核心岗位，具备较强研发能力和丰富的项目管理经验，掌舵企业发展确保行稳致远。

b.技术：拥有多项国家专利，技术研发团队强大，具备材料平台级的研发实力，与中科院长春应化所、华南理工大学成立了联合开发实验室。

c.产品：致力于高性价比的正负极材料制备，铁基层状氧化物、普鲁士蓝类正极以及特种复合碳材料负极性能优成本低，工艺相对成熟简单。

此次增资参股或将有利于公司与华钠新材形成合作开发与供应关系，一方面依托公司化工业务优势与华钠新材展开合作开发，另一方面也有助于开拓钠电材料业务。

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
流动资产	1134	1159	1794	2866	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	2529	2990	4015	5434	利润总额	116	628	947	1309
流动负债	577	498	647	845	所得税	11	38	71	79
短期借款	160	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	63	372	552	800
非流动负债	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	主要财务比率				
负债合计	970	811	920	1058	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	283	501	825	1256	成长能力				
股本	524	554	594	644	营业收入	24.0%	54.1%	37.2%	34.7%
资本公积	391	391	391	391	营业利润	218.7%	416.2%	50.9%	39.3%
留存收益	361	733	1285	2084	归属于母公司净利	51.0%	487.4%	48.4%	44.9%
归属母公司股东权	1276	1678	2270	3119	获利能力				
负债和股东权益	2529	2990	4015	5434	毛利率 (%)	17.5%	29.2%	31.3%	32.0%
现金流量表					净利率 (%)	3.4%	12.8%	13.9%	14.9%
单位:百万元					ROE (%)	5.0%	22.2%	24.3%	25.6%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	7.6%	22.9%	25.2%	26.1%
经营活动现金流	126	648	921	1280	偿债能力				
净利润	63	372	552	800	资产负债率 (%)	38.4%	27.1%	22.9%	19.5%
折旧摊销	133	202	247	292	净负债比率 (%)	62.2%	37.2%	29.7%	24.2%
财务费用	26	13	10	8	流动比率	1.96	2.33	2.77	3.39
投资损失	-3	-17	-16	-21	速动比率	1.48	1.75	2.18	2.79
营运资金变动	-159	-131	-186	-226	营运能力				
其他经营现金流	288	713	1052	1454	总资产周转率	0.74	0.97	0.99	0.99
投资活动现金流	-375	-616	-615	-617	应收账款周转率	10.07	10.03	10.06	10.08
资本支出	-327	-625	-623	-631	应付账款周转率	10.34	10.43	10.43	10.43
长期投资	-97	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	48	9	8	13	每股收益	0.13	0.67	0.93	1.24
筹资活动现金流	339	-223	-10	-18	每股经营现金流薄)	0.24	1.17	1.55	1.99
短期借款	-6	-160	0	0	每股净资产	2.43	3.03	3.82	4.84
长期借款	-45	-30	-10	-30	估值比率				
普通股增加	68	30	40	50	P/E	105.08	34.31	24.78	18.54
资本公积增加	389	0	0	0	P/B	5.61	7.60	6.02	4.75
其他筹资现金流	-68	-63	-40	-38	EV/EBITDA	23.90	16.03	11.62	8.92
现金净增加额	87	-190	296	645					

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。