

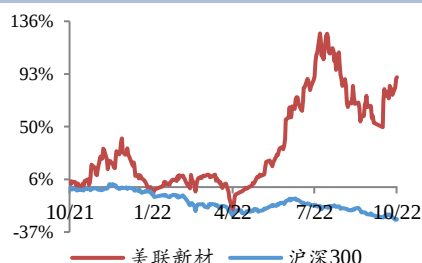
隔膜产能落地逐步放量，高禀赋拓展钠电享红利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-26

收盘价（元） 20.78
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） 81

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：强竞争助力造隔膜新星，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.《美联新材半年报点评：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.《季节扰动不改向好趋势，隔膜加速放量布局钠电》2022-10-10

主要观点：

- **事件：**公司 2022 年前三季度业绩增长强劲：1-9 月归母净利润为 2.5 亿元，同增 1,482%；扣非净利润为 2.43 亿元，同增 2,160%，落于此前业绩预告区间。Q3 单季度归母净利润为 0.58 亿元，同增 944%；扣非净利润为 0.54 亿元，同增 730%。
- **化工品季节特性扰动 Q3 业绩，Q4 旺季交付结算业绩释放，中长期向好趋势不改**得益于江苏响水事件影响消除实现正常供货，下游农业生产领域需求稳定且多元化的应用场景不断延伸提供新的增长曲线，三聚氰氨放量高增从而带动前三季度利润大幅增长。单三季度业绩环比下滑主要受化工品季节波动及外部环境影响：
 - 1) **三聚氰氨：**季节性特征明显，Q3 为销售淡季，而市场价格环比基本持平印证下游需求强劲且单位盈利水平依旧可观。Q4 旺季结算有望支撑业务强势增长。
 - 2) **色母粒：**全球宏观经济不振叠加疫情冲击降低对塑料制品的消费需求，造成色母粒提价困难。公司依托募投项目加大产品转型，产品盈利水平有望逐步回暖。
- **隔膜产能加速释放有望逐步贡献业绩，布局钠电材料打造平台化竞争优势**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，或于本月全面投产从而建成合计 3 亿平产能。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。客户方面，已通过安驰科技产品认证并完成中试订单交付，同时赣锋锂业、卓高等客户的送样认证工作正顺利推进中。加快落地的产能与下游旺盛需求形成共振，业绩有望逐步兑现。同时公司通过合资设立美南新材加快新品研发，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。另一方面公司强化产业链协同，依托稀缺的氟化物牌照与充足的氟化钠产能布局钠离子电池材料，增资深圳华钠新材持股 7%，与七彩化学成立合资公司建设电池级普鲁士蓝（白）项目。普鲁士蓝材料能量密度高、成本低并具备良好的结构稳定性，是极具发展前景的钠电材料。公司将凭借先进的技术及氟化物资源优势加快钠电池材料研制，打造平台化竞争力。

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	30.99	22.39	16.75
P/B	5.61	6.87	5.44	4.29
EV/EBITDA	23.90	14.50	10.48	8.01

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
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	30.99	22.39	16.75
资本公积增加	389	0	0	0	P/B	5.61	6.87	5.44	4.29
其他筹资现金流	-68	-63	-40	-38	EV/EBITDA	23.90	14.50	10.48	8.01
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。