

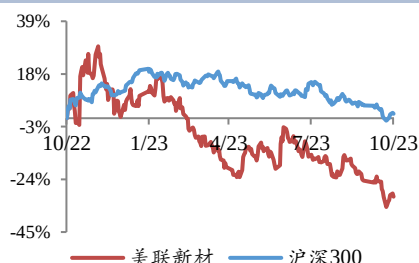
淡季需求走弱主业承压，普鲁士蓝钠电订单落地静待业绩兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	9.21
近12个月最高/最低（元）	17.25/8.65
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）	66
流通市值（亿元）	49

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，高票赋能展钠电享红利 2022-09-18
- 6.点评：强票赋能产业合作，布局钠电打造新增长极 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.年报点评：业绩高增，隔膜放量在即，不换届布局打造钠电龙头 2023-03-29
- 10.一季报点评：传统业务承压，钠电+隔膜业务放量在即 2023-05-04
- 11.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
- 12.半年报点评：色母粒三聚氰氨好转向，钠电普鲁士材料加速推进 2023-08-30

主要观点：

● 公司发布 2023 年三季报

2023 年前三季度公司实现营业收入 13.96 亿元，同比下降 21.48%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 59.70%，实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比下降 60.76%；Q3 单季度实现营业收入 4.28 亿元，同比下降 18.68%，实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 81.25%，实现扣非归母净利润 0.09 亿元，同比下降 83.34%。

● 下游需求不振叠加季节波动，前三季度主营产品业绩承压

受累于宏观经济不振和消费信心不足，塑料制品行业维持弱势局面。叠加 Q3 为化工品传统销售淡季，三聚氰氨等精细化工业务量价双双走弱，公司前三季度主营产品业绩同比下滑明显。Q4 旺季拟上调三聚氰氨销售价格，有望缓解业绩压力。

● 湿法隔膜产能爬坡顺利，前瞻布局下游客户，未来增量空间可期

目前公司湿法隔膜产能爬坡顺利，订单需求旺盛。2022 年内四条锂电湿法隔膜产线先后投产，合计产能 3 亿 m²/年，23 年或将新增 4 亿 m²产能，远期共规划 13 亿 m²产能。公司前瞻布局下游与电池厂商达成合作，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，产能爬坡顺利有望实现订单交付，持续贡献增量。

● 普鲁士蓝钠电产能释放订单落地，关注后续业绩兑现

1) 行业规范标准来临，推进钠电产业发展。10 月 7 日，中国化学与物理电源行业协会宣布全网征求关于《钠离子电池通用规范》的意见。该规范标准出台将为钠离子产品验证提供可靠标准，助力钠电产业健康发展。

2) 普鲁士蓝正极产能稳步释放，或成为公司全新增长极。10 月 26 日，基于实际发展规划对美联新材“年产 18 万吨电池级普鲁士蓝（白）产业化项目”进行方案调整，一期拟建设 5,000 吨普鲁士蓝钠电正极材料技术改造项目，预计 2023 年底建成投产，二、三期分别拟建设年产能 5.5/12 万吨，预计 2025 年 6 月底/2027 年 6 月底建成投产。该项目产能将逐步发挥释放，或将成为公司新的营业收入增长点。

3) 普鲁士蓝钠电订单落地，关注后续业绩逐步兑现。9 月 14 日辉虹科技与立方新能源签订合同金额（含税）1 千万元的采购订单，约定辉虹科技向立方新能源销售 200 吨普鲁士蓝钠离子电池正极材料。公司钠电正极材料订单落地，贡献业绩增量。

● **投资建议：**我们预计普鲁士蓝钠电正极材料产能、订单需求释放节奏有所放缓，故调整公司 23/24/25 归母净利润 1.51/2.54/4.5 亿元（前值 2.52/3.95/6.01），对应 P/E 为 43x/26x/15x，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	1824	2837	4343
收入同比（%）	27.5%	-24.0%	55.5%	53.1%
归属母公司净利润	317	151	254	450
净利润同比（%）	401.1%	-52.3%	67.7%	77.5%
毛利率（%）	33.7%	24.0%	25.9%	25.3%
ROE（%）	19.7%	7.7%	11.4%	16.9%
每股收益（元）	0.60	0.21	0.36	0.63
P/E	28.94	43.32	25.83	14.55
P/B	5.71	3.33	2.95	2.45
EV/EBITDA	13.08	13.86	9.53	6.58

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		单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1289	1030	1174	1683	
现金	444	242	26	63	
应收账款	210	185	290	443	
其他应收款	2	5	8	12	
预付账款	30	28	42	65	
存货	277	192	292	451	
其他流动资产	325	377	516	650	
非流动资产	1719	2276	2661	3006	
长期投资	121	131	141	151	
固定资产	1152	1438	1640	1805	
无形资产	169	190	211	232	
其他非流动资产	277	517	669	818	
资产总计	3008	3306	3835	4689	
流动负债	616	539	696	949	
短期借款	162	152	142	132	
应付账款	225	135	204	315	
其他流动负债	229	252	350	501	
非流动负债	465	398	348	278	
长期借款	186	156	146	116	
其他非流动负债	279	242	202	162	
负债合计	1081	937	1045	1227	
少数股东权益	319	403	570	792	
股本	525	711	711	711	
资本公积	404	454	454	454	
留存收益	679	801	1055	1505	
归属母公司股东权	1607	1966	2220	2670	
负债和股东权益	3008	3306	3835	4689	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	628	454	507	774	
净利润	501	235	421	672	
折旧摊销	144	222	257	293	
财务费用	26	20	17	14	
投资损失	-14	0	0	0	
营运资金变动	-28	-12	-190	-207	
其他经营现金流	529	236	613	881	
投资活动现金流	-400	-772	-646	-643	
资本支出	-377	-634	-634	-634	
长期投资	-29	-10	-10	-10	
其他投资现金流	6	-128	-2	1	
筹资活动现金流	-107	113	-77	-94	
短期借款	2	-10	-10	-10	
长期借款	43	-30	-10	-30	
普通股增加	0	187	0	0	
资本公积增加	14	50	0	0	
其他筹资现金流	-166	-83	-57	-54	
现金净增加额	125	-202	-216	36	

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2399	1824	2837	4343
营业成本	1591	1386	2103	3244
营业税金及附加	22	13	20	30
销售费用	23	16	26	39
管理费用	92	67	102	152
财务费用	17	11	12	14
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	12	0	0	0
营业利润	565	264	468	741
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	3	5	5	5
利润总额	562	261	465	738
所得税	62	26	44	66
净利润	501	235	421	672
少数股东损益	184	83	167	222
归属母公司净利润	317	151	254	450
EBITDA	714	493	734	1045
EPS（元）	0.60	0.21	0.36	0.63

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	27.5%	-24.0%	55.5%	53.1%
营业利润	368.5%	-53.4%	77.6%	58.3%
归属于母公司 净利	401.1%	-52.3%	67.7%	77.5%
获利能力				
毛利率（%）	33.7%	24.0%	25.9%	25.3%
净利率（%）	净利率	13.2%	8.3%	8.9%
ROE（%）	19.7%	7.7%	11.4%	16.9%
ROIC（%）	20.1%	8.4%	13.3%	17.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	35.9%	28.3%	27.2%	26.2%
净负债比率（%）	56.1%	39.6%	37.4%	35.5%
流动比率	2.09	1.91	1.69	1.77
速动比率	1.24	1.01	0.75	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.58	0.79	1.02
应收账款周转率	12.09	9.23	11.94	11.85
应付账款周转率	8.48	7.70	12.40	12.48
每股指标（元）				
每股收益	0.60	0.21	0.36	0.63
每股经营现金流（摊	0.88	0.64	0.71	1.09
每股净资产	3.06	2.76	3.12	3.75
估值比率				
P/E	28.94	43.32	25.83	14.55
P/B	5.71	3.33	2.95	2.45
EV/EBITDA	13.08	13.86	9.53	6.58

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。