

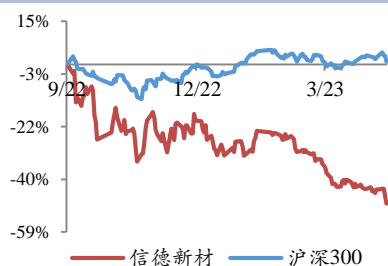
盈利能力短期承压，一体化布局加速打造核心竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-21

收盘价(元)	82.05
近12个月最高/最低(元)	160.40/82.05
总股本(百万股)	68
流通股本(百万股)	17
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	14

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天文

执业证书号：S0010122070031

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

4月20日晚间，公司发布2022年报和2023年一季报，公司2022年实现营业收入9.04亿元，同比增长83.69%；实现归母净利润1.49亿元，同比增长8.21%。2023Q1实现营业收入1.57亿元，同比增长5.60%；实现归母净利润0.28亿元，同比增长1.48%。

● 收入维持高增长，原料价格上涨和收入结构改变致毛利率略有下滑

2022年，公司实现营业收入9.04亿元，同比增长83.69%；实现归母净利润1.49亿元，同比增长8.21%；实现扣非归母净利润1.37亿元，同比增长13.55%；基本每股收益2.70元/股，同比去年持平。公司全年收入大幅上涨，主要受益于公司负极包覆材料产能的快速释放，负极包覆材料和副产品橡胶增塑剂产销量大增。同时，由于公司包覆材料原材料古马隆树脂从原来的采购模式转变为现在的自产和代工模式，副产品裂解蒸馏分为公司贡献了新的收入增量。从利润端来看，公司的利润增长幅度不及收入增长幅度，主要原因是原材料价格上涨叠加副产品裂解蒸馏分的销售毛利率较低所致。从单季度来看，2023Q1公司实现营业收入1.57亿元，同比增长5.60%，环比降低24.63%；实现归母净利润0.28亿元，同比增长1.48%，环比增长1.86%；实现扣非归母净利润0.18亿元，同比降低34.85%，环比增长9.22%。公司2023Q1收入和利润增速均出现一定程度的下滑，主要是因为一季度属于汽车销量的传统淡季，叠加2022年新能源车补贴结束，2022Q4提前透支了部分2023Q1需求，进而带动上游材料需求环比增速放缓。

● 负极包覆材料产能加速释放，一体化布局优化成本提升盈利能力

公司是国内负极包覆材料的龙头，合计拥有负极包覆材料产能5.5万吨，全球市占率第一。其中，子公司奥晟隆2万吨产能已于2020年底实现全部投产；募投项目“年产3万吨碳材料产业化升级项目”一期年产1.5万吨项目已于2022年11月顺利投产，二期1.5万吨预计将于2023年年中投产。该项目将原料端向上游延伸至乙烯焦油，具有一体化产能优势，在不断提高生产效率的同时，产品品质维持高水平。同时，公司在2023.04.03发布公告，拟通过支付现金方式收购成都昱泰新材料科技有限公司67%-80%的股份，交易完成后，公司将成为成都昱泰的控股股东。成都昱泰作为西南地区唯一取得中国石油四川石化有限责任公司乙烯焦油供应资格的企业，此次收购完成后，将有助于公司锁定10万吨级优质乙烯焦油原材料，强化供应链保障体系，深化负极包覆材料一体化战略布局，提升产品盈利能力。

● **积极开拓碳纤维可纺沥青应用市场，挖掘未来业绩新增长点**

沥青基碳纤维相比目前国内应用较广泛的 PAN 基碳纤维性价比更高，导电性能优良，但由于技术壁垒较高，目前国内应用较少，因此仍处于产业化初期。公司基于现有碳纤维可纺沥青的研发经验和技術优势，积极向产业链下游延伸，与中科院大连化物所等科研机构联合研发等方式，开展了利用碳纤维可纺沥青生产液流储能电池碳毡电极、超级电容器电极材料、纳米复合碳纤维等应用研发，将产品下游应用与目前储能领域等热门赛道进行接轨。公司目前拥有碳纤维可纺沥青产能 0.5 万吨/年，在建产能 0.67 万吨/年，随着公司碳纤维可纺沥青产品下游应用市场进一步开拓，有望成为公司新增长极。

● **投资建议**

考虑到公司负极包覆材料下游需求旺盛，公司产能加速释放叠加一体化布局的加速，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 14.17、18.33、19.52 亿元（2023、2024 年原值为 13.74、17.35 亿元），实现归母净利润 2.44、2.92、3.41 亿元（2023、2024 年原值为 2.48、3.09 亿元），对应 PE 分别为 24、20、17 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料价格上涨带来成本的升高；
- (2) 客户验证进度不及预期；
- (3) 产能释放进度不及预期；
- (4) 下游需求不及预期。

● **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	904	1417	1833	1952
收入同比 (%)	83.7%	56.8%	29.3%	6.5%
归属母公司净利润	149	244	292	341
净利润同比 (%)	8.2%	63.9%	19.4%	17.1%
毛利率 (%)	27.0%	27.3%	27.3%	29.0%
ROE (%)	5.3%	5.7%	6.4%	6.9%
每股收益 (元)	2.70	3.59	4.29	5.02
P/E	40.96	23.97	20.07	17.14
P/B	2.68	1.36	1.28	1.19
EV/EBITDA	43.50	16.12	12.33	9.94

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
流动资产	2563	3545	3712	3923	营业收入	904	1417	1833	1952
现金	45	837	782	1088	营业成本	660	1031	1332	1386
应收账款	167	345	317	388	营业税金及附加	5	13	16	17
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	1	4	5	5
预付账款	40	40	52	54	管理费用	34	57	73	78
存货	206	80	290	95	财务费用	4	-9	13	10
其他流动资产	2105	2243	2271	2298	资产减值损失	0	10	10	10
非流动资产	468	1093	1281	1451	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	0	1	1	2	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	313	928	1110	1272	营业利润	166	279	335	393
无形资产	71	89	96	104	营业外收入	0	5	5	5
其他非流动资产	85	76	73	73	营业外支出	0	1	1	2
资产总计	3032	4638	4992	5374	利润总额	166	284	339	397
流动负债	197	295	347	377	所得税	17	40	47	55
短期借款	85	105	117	127	净利润	149	244	292	341
应付账款	37	37	59	41	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	74	152	171	209	归属母公司净利润	149	244	292	341
非流动负债	32	47	57	67	EBITDA	174	319	423	496
长期借款	0	15	25	35	EPS (元)	2.70	3.59	4.29	5.02
其他非流动负债	32	32	32	32					
负债合计	230	342	405	444					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	68	68	68	68					
资本公积	2373	3614	3614	3614					
留存收益	361	614	905	1247					
归属母公司股东权益	2802	4296	4588	4929					
负债和股东权益	3032	4638	4992	5374					

现金流量表					主要财务比率				
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
经营活动现金流	-70	175	183	549	成长能力				
净利润	149	244	292	341	营业收入	83.7%	56.8%	29.3%	6.5%
折旧摊销	15	58	85	103	营业利润	16.8%	68.4%	19.9%	17.5%
财务费用	3	10	12	14	归属于母公司净利	8.2%	63.9%	19.4%	17.1%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-229	-122	-192	105	毛利率 (%)	27.0%	27.3%	27.3%	29.0%
其他经营现金流	372	351	469	223	净利率 (%)	16.5%	17.2%	15.9%	17.5%
投资活动现金流	-2079	-658	-248	-249	ROE (%)	5.3%	5.7%	6.4%	6.9%
资本支出	-76	-667	-258	-258	ROIC (%)	4.9%	5.1%	6.1%	6.6%
长期投资	-2004	-1	-1	-1	偿债能力				
其他投资现金流	1	10	10	10	资产负债率 (%)	7.6%	7.4%	8.1%	8.3%
筹资活动现金流	2165	1275	10	6	净负债比率 (%)	8.2%	8.0%	8.8%	9.0%
短期借款	70	20	12	10	流动比率	13.00	12.03	10.69	10.41
长期借款	-31	15	10	10	速动比率	11.67	11.57	9.66	9.97
普通股增加	17	9	0	0	营运能力				
资本公积增加	2149	1241	0	0	总资产周转率	0.49	0.37	0.38	0.38
其他筹资现金流	-40	-10	-12	-14	应收账款周转率	7.17	5.54	5.54	5.54
现金净增加额	17	792	-56	306	应付账款周转率	25.45	27.69	27.69	27.69
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.70	3.59	4.29	5.02
					每股经营现金流薄)	-1.03	2.58	2.69	8.07
					每股净资产	41.21	63.18	67.47	72.49
					估值比率				
					P/E	40.96	23.97	20.07	17.14
					P/B	2.68	1.36	1.28	1.19
					EV/EBITDA	43.50	16.12	12.33	9.94

资料来源:公司公告,华安证券研究所

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达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 15%；
- 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。