



新化股份 (603867.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

合作落地，锂电回收业务快速推进

事件

2023年6月30日公司发布了关于签署投资合作协议的公告。公司与江苏耀宁新能源有限公司、上海添乾咨询管理合伙企业共同出资成立合资公司，投资兴建一期1万吨/年的废旧锂回收生产线，建设期为2023年7月至2024年7月，一期项目建设完成运营后，项目公司如无法满足乙、丙及其关联方锂电池处理需求时，进行后期建设：二期项目公司废旧锂电池回收量增加4万吨/年；三期项目公司废旧锂电池回收量增加5万吨/年；二期、三期于2026年12月前建成。

经营分析

锂电回收市场空间广阔，公司通过参设合资公司正式切入，产能建设快速推进。随着动力电池产业链逐渐成熟，锂电回收市场步入增长期，《锂电回收业分析》中预计2021-2025年全球锂电回收市场规模复合增速可达80%以上，2025年动力电池中金属锂回收市场规模约为365亿元。公司过去有涉及到的相关业务主要是萃取提锂服务，在工艺技术方面和锂电回收有一定的协同性，此次通过参股合资公司正式进军锂电回收领域，本次合资公司注册资本为1000万元，公司持股比例为51%，产能建设规划较为清晰，一期1万吨废旧电池回收产能预计在明年下半年即可投放。

公司具备技术优势，通过合作下游构筑渠道壁垒。公司近几年通过不断优化萃取提锂技术，提高了锂的整体回收率，依托技术优势快速抢占先机。此次合作方江苏耀宁新能源属于耀宁科技集团下属的新能源事业模块，而耀宁科技则脱胎于吉利汽车集团的零部件事业中心。此次投资合作的落地象征着公司在锂电回收领域从0到1的突破，未来公司在发挥自身技术优势的同时，能够借助合作方在锂资源回收产业的资源优势，多方联合优势资源共同推动锂电池资源回收项目有序开展，进一步开拓锂电池资源回收行业市场，从而开启自身的二次成长。

盈利预测、估值与评级

公司为国内低碳脂肪胺龙头企业，香精香料业务绑定海外巨头，主营业务的业绩稳定性相对较好，锂电回收业务板块长期成长可期。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.19亿元、3.96亿元、4.59亿元，当前市值对应PE估值分别为23.56/18.97/16.39倍，维持“买入”评级。

风险提示

新增产能释放不及预期；原材料价格大幅波动；萃取法提锂订单不及预期；限售股解禁；人民币汇率波动。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.50 元

相关报告：

- 《新化股份公司点评：业绩符合预期，锂电回收布局值得期待》，2023.4.25
- 《新化股份公司深度研究：主业企稳，萃取提锂塑造第二成长曲线》，2023.3.6



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,555	2,683	2,893	3,621	4,218
营业收入增长率	10.07%	5.03%	7.82%	25.17%	16.47%
归母净利润(百万元)	197	329	319	396	459
归母净利润增长率	-4.25%	67.28%	-3.11%	24.19%	15.77%
摊薄每股收益(元)	1.392	1.783	1.719	2.135	2.471
每股经营性现金流净额	0.39	1.75	2.22	2.79	3.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.89%	16.16%	14.82%	16.31%	16.68%
P/E	26.48	18.11	23.56	18.97	16.39
P/B	3.15	2.93	3.49	3.09	2.73

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,321	2,555	2,683	2,893	3,621	4,218
增长率		10.1%	5.0%	7.8%	25.2%	16.5%
主营业务成本	-1,826	-2,086	-2,051	-2,243	-2,799	-3,254
%销售收入	78.7%	81.6%	76.4%	77.5%	77.3%	77.1%
毛利	495	469	632	650	822	964
%销售收入	21.3%	18.4%	23.6%	22.5%	22.7%	22.9%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-12	-14	-17
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-13	-18	-18	-20	-25	-30
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-142	-123	-129	-139	-177	-211
%销售收入	6.1%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%
研发费用	-85	-81	-88	-95	-130	-160
%销售收入	3.7%	3.2%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	246	234	388	384	474	545
%销售收入	10.6%	9.2%	14.5%	13.3%	13.1%	12.9%
财务费用	-14	-9	10	-22	-24	-24
%销售收入	0.6%	0.3%	-0.4%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-10	-1	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	8	9	0	0	0
%税前利润	7.4%	3.4%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	254	249	414	362	450	521
营业利润率	11.0%	9.7%	15.4%	12.5%	12.4%	12.4%
营业外收支	-2	-7	3	0	0	0
税前利润	252	242	417	362	450	521
利润率	10.9%	9.5%	15.5%	12.5%	12.4%	12.4%
所得税	-29	-32	-47	-43	-54	-63
所得税率	11.6%	13.2%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	223	210	370	319	396	459
少数股东损益	17	13	40	0	0	0
归属于母公司的净利润	206	197	329	319	396	459
净利率	8.9%	7.7%	12.3%	11.0%	10.9%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	223	210	370	319	396	459
少数股东损益	17	13	40	0	0	0
非现金支出	94	86	103	99	112	124
非经营收益	10	2	-14	31	34	37
营运资金变动	-231	-243	-136	-39	-28	-15
经营活动现金净流	95	55	323	410	515	606
资本开支	-74	-170	-519	-401	-300	-300
投资	0	-3	3	0	0	0
其他	42	257	-35	0	0	0
投资活动现金净流	-32	85	-551	-401	-300	-300
股权募资	12	13	17	-99	0	0
债权募资	17	23	604	-13	53	35
其他	-42	-84	-131	-138	-153	-175
筹资活动现金净流	-13	-48	490	-250	-100	-140
现金净流量	45	88	269	-242	114	166

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	324	412	683	442	556	722
应收款项	423	573	629	642	776	871
存货	248	317	302	356	429	490
其他流动资产	526	276	351	376	387	398
流动资产	1,521	1,578	1,966	1,817	2,149	2,481
%总资产	59.9%	56.1%	52.7%	46.7%	48.7%	50.5%
长期投资	1	3	3	3	3	3
固定资产	848	1,033	1,594	1,898	2,088	2,266
%总资产	33.4%	36.7%	42.7%	48.8%	47.4%	46.1%
无形资产	156	152	141	139	137	135
非流动资产	1,018	1,235	1,767	2,071	2,259	2,435
%总资产	40.1%	43.9%	47.3%	53.3%	51.3%	49.5%
资产总计	2,539	2,813	3,733	3,887	4,408	4,916
短期借款	142	151	140	127	180	215
应付款项	638	649	681	727	900	1,038
其他流动负债	49	80	64	71	88	102
流动负债	828	880	885	925	1,168	1,355
长期贷款	11	26	0	0	0	0
其他长期负债	109	153	670	669	669	669
负债	949	1,058	1,554	1,593	1,837	2,024
普通股股东权益	1,494	1,655	2,037	2,152	2,430	2,751
其中：股本	141	141	185	185	185	185
未分配利润	774	893	1,144	1,367	1,645	1,966
少数股东权益	95	99	142	142	142	142
负债股东权益合计	2,539	2,813	3,733	3,887	4,408	4,916

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.459	1.392	1.783	1.719	2.135	2.471
每股净资产	10.605	11.707	11.032	11.596	13.091	14.821
每股经营现金净流	0.676	0.389	1.749	2.218	2.788	3.280
每股股利	0.450	0.500	0.550	0.518	0.644	0.745
回报率						
净资产收益率	13.76%	11.89%	16.16%	14.82%	16.31%	16.68%
总资产收益率	8.10%	7.00%	8.82%	8.21%	8.99%	9.33%
投入资本收益率	12.29%	10.38%	11.92%	11.32%	12.59%	13.07%
增长率						
主营业务收入增长率	35.11%	10.07%	5.03%	7.82%	25.17%	16.47%
EBIT增长率	83.00%	-4.77%	65.84%	-0.96%	23.52%	14.97%
净利润增长率	66.44%	-4.25%	67.28%	-3.11%	24.19%	15.77%
总资产增长率	15.63%	10.82%	32.69%	4.14%	13.39%	11.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	31.9	32.3	37.0	36.0	35.0
存货周转天数	49.2	49.5	55.1	58.0	56.0	55.0
应付账款周转天数	36.7	38.8	48.3	40.0	39.0	38.0
固定资产周转天数	98.6	98.0	94.2	87.8	69.2	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.62%	-24.52%	-11.00%	-0.49%	-2.82%	-7.02%
EBIT利息保障倍数	18.0	26.7	-40.3	17.8	19.6	22.6
资产负债率	37.38%	37.62%	41.64%	40.99%	41.67%	41.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-06	买入	39.97	50.59~50.59
2	2023-04-25	买入	32.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究