



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

竞争加剧致使盈利承压，新品放量有望带动 23H2 业绩回升

——2023 年半年报业绩点评

买入（维持）

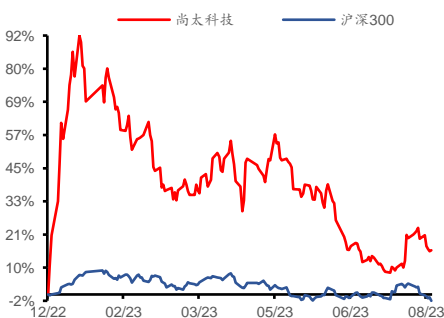
行业： 电力设备
日期： 2023年08月18日

分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002
联系人： 刘昊楠
Tel: 021-53686194
E-mail: liuhaonan@shzq.com
SAC 编号: S0870122080001

基本数据

最新收盘价（元） 55.59
12mth A 股价格区间（元） 48.79-93.72
总股本（百万股） 259.77
无限售 A 股/总股本 25.00%
流通市值（亿元） 36.10

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《成本为矛，决胜红海》

——2023 年 06 月 01 日

■ 投资摘要

事件概述

2023年8月10日，公司发布2023年半年报，23H1公司实现营业收入19.67亿元，同比-11%；归母净利润4.05亿元，同比-42%；扣非归母净利润3.90亿元，同比-43%。

分析与判断

23H1 行业竞争加剧，公司盈利能力承压

我们认为，供需反转下，负极行业竞争加剧，产品均价走低，致使公司盈利能力承压。23H1，公司负极材料业务出货量为5.22万吨，同比增长4%；单价3.11万元/吨，同比下降20%，环比下降21%；毛利率为31%，同比下降15.46pct。但从全行业看，公司负极材料业务具备成本优势，单吨盈利水平依然行业领先。

新品放量叠加年底需求回升，看好下半年出货增长

公司储能电池用负极材料产品开发取得初步成效，订单量显著增加，23Q2出货量处爬坡阶段，预计23Q3将进一步放量。此外，随年底旺季到来，预计包括快充产品在内的下游客户需求将有所提升。根据客户订单情况，目前公司开工率、排产计划均呈上升趋势，预计23Q3开工率和产销量将继续走高，后续将接近满产满销状态。产能扩张方面，山西四期项目处土地平整阶段；同时，公司有意向在沿海经济发达地区建设产能，为长期出货进一步增长打好基础。

成本优势显著，23Q4单吨盈利有望“触底回升”

行业层面，考虑需求旺季到来及负极均价“触底”，预计后续负极市场价格将企稳。公司层面，一体化生产模式、领先的生产工艺及优惠电价政策，共同筑牢负极业务成本优势。预计公司在23Q3完成对前期高成本库存出货后，有望凭借成本优势，在23Q4实现负极材料业务单吨盈利水平的“触底回升”。

■ 投资建议

我们预计 2023~2025 年营收分别为 51.1、63.8 和 83.7 亿元，同比+7%、+25%和+31%；归母净利润分别为 10.0、12.3 和 16.3 亿元，同比-23%、+23%和+33%，对应 PE 分别为 15、12 和 9 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业延续低价竞争，公司新品出货量不及预期，原材料价格上涨

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4782	5108	6379	8366
年增长率	104.7%	6.8%	24.9%	31.1%
归母净利润	1289	999	1230	1634

年增长率	137.3%	-22.5%	23.2%	32.8%
每股收益 (元)	4.96	3.84	4.74	6.29
市盈率 (X)	11.25	14.53	11.79	8.88
市净率 (X)	2.79	2.44	2.02	1.65

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 08 月 18 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2151	2829	3247	3375
应收票据及应收账款	2217	2296	2801	4074
存货	1473	1853	1949	3237
其他流动资产	410	1536	1626	2289
流动资产合计	6251	8514	9623	12974
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	2158	2268	2984	3397
在建工程	124	184	414	425
无形资产	216	263	311	358
其他非流动资产	119	118	118	117
非流动资产合计	2619	2835	3829	4300
资产总计	8870	11349	13452	17274
短期借款	1688	2588	3488	4388
应付票据及应付账款	418	983	703	1545
合同负债	814	1023	1223	1631
其他流动负债	472	538	590	628
流动负债合计	3392	5132	6005	8193
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	281	281	281	281
非流动负债合计	281	281	281	281
负债合计	3673	5414	6286	8474
股本	260	260	260	260
资本公积	3012	3012	3012	3012
留存收益	1925	2664	3895	5529
归属母公司股东权益	5197	5936	7166	8800
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5197	5936	7166	8800
负债和股东权益合计	8870	11349	13452	17274

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-794	710	1143	489
净利润	1289	999	1230	1634
折旧摊销	125	334	456	579
营运资金变动	-2355	-796	-819	-1936
其他	146	174	276	211
投资活动现金流量	-925	-550	-1449	-1048
资本支出	-924	-551	-1450	-1049
投资变动	-1	0	0	0
其他	0	1	1	1
筹资活动现金流量	3737	518	724	687
债权融资	-66	900	900	900
股权融资	2100	0	0	0
其他	1703	-382	-176	-213
现金净流量	2018	678	418	128

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4782	5108	6379	8366
营业成本	2790	3655	4531	6041
营业税金及附加	17	23	27	33
销售费用	6	8	9	11
管理费用	75	89	105	134
研发费用	106	115	150	197
财务费用	99	79	91	115
资产减值损失	-55	-25	-50	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1597	1139	1399	1857
营业外收支净额	0	-1	-1	0
利润总额	1597	1138	1398	1857
所得税	307	139	168	223
净利润	1289	999	1230	1634
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1289	999	1230	1634

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	41.7%	28.4%	29.0%	27.8%
净利率	27.0%	19.6%	19.3%	19.5%
净资产收益率	24.8%	16.8%	17.2%	18.6%
资产回报率	14.5%	8.8%	9.1%	9.5%
投资回报率	19.2%	13.0%	13.2%	12.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	104.7%	6.8%	24.9%	31.1%
EBIT 增长率	144.8%	-23.6%	26.5%	20.2%
归母净利润增长率	137.3%	-22.5%	23.2%	32.8%
每股指标 (元)				
每股收益	4.96	3.84	4.74	6.29
每股净资产	20.00	22.85	27.59	33.88
每股经营现金流	-3.06	2.73	4.40	1.88
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.54	0.45	0.47	0.48
应收账款周转率	4.64	2.87	4.43	2.90
存货周转率	1.89	1.97	2.33	1.87
偿债能力指标				
资产负债率	41.4%	47.7%	46.7%	49.1%
流动比率	1.84	1.66	1.60	1.58
速动比率	1.36	1.23	1.21	1.12
估值指标				
P/E	11.25	14.53	11.79	8.88
P/B	2.79	2.44	2.02	1.65
EV/EBITDA	8.30	8.90	7.16	6.18

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断