

负极业务高速增长，市占率大幅度提升

投资要点

- **事件：公司发布 2019 年年度报告。**公司 2019 年营收 9.29 亿元，同比增加 50.02%；归母净利润 1.51 亿元，同比增加 15.99%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比增长 57.03%。其中 19Q4 营收 3.07 亿元，同比+54%，环比+39%，创单季度新高。
- **公司营收质量改善，经营性净现金流量创新高。**2019 年因限制性股票激励计划确认股份支付费用 2197 万元，经营活动现金流量净额为 0.11 亿元，较上年的 -1.28 亿元有明显改善，其中负极业务-0.27 亿元，较去年同期-1.63 亿元经营性净流出有明显改善。公司 19Q4 为 0.24 亿元，为 17Q3 以来新高。
- **负极业务增长 7 成，国内市占率坐五望四。**公司 2019 年锂电负极业务营收 7.19 亿元，同比增加 70%，占公司营业总收入的 77.40%。公司 2019 年负极销售量 17,740 吨，同比增加 70.5%，占国内负极总出货量的 6.7%，市占率排名第五，仅次于璞泰来、杉杉股份、贝特瑞和凯金能源。
- **定增 5.3 亿元扩产负极及配套石墨化产能，2020 年有望加速放量。**公司于 2017 年收购星城石墨 99.99% 的股权布局负极材料领域，2018 年收购贵州格瑞特，布局负极石墨化产业链；2019 年定增募资 5.3 亿元扩建格瑞特 1.5 万吨负极材料、1 万吨石墨化产能，并入股集能新材料 37.5% 股权，增加石墨化产能布局。预计到 2020 年底，公司整体产能将达到负极 4-5 万吨、石墨化 3.5 万吨（含参股 1.5 万吨石墨化产能）。
- **负极业务 90% 为动力客户，深度绑定比亚迪，批量供货 SKI，深厚的技术沉淀有望使公司下游业务拓展至消费和储能市场。**公司目前主要客户包括比亚迪、CATL、亿纬锂能、苏州星恒、中航锂电、SKI、ATL 等。中科星城 2019 年消费类和储能类锂电负极材料销售占比不到 5%，未来在消费类和储能类锂电负极材料市场具有较大的拓展空间和发展潜力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司未来三年营收复合增速可达 31.8%，归母净利润复合增速可达 29.7%，对应公司 2020-2022 年 PE 分别为 28 倍、21 倍和 15 倍。公司是中国市占率第五的负极厂商，未来在消费类和储能类锂电负极材料市场具有较大的拓展空间和发展潜力，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济周期波动及下游行业产能过剩的风险；重大客户集中风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	929.09	1132.98	1568.17	2126.65
增长率	50.02%	21.94%	38.41%	35.61%
归属母公司净利润（百万元）	151.20	178.42	239.89	329.58
增长率	15.99%	18.00%	34.46%	37.39%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.28	0.37	0.51
净资产收益率 ROE	7.84%	8.59%	10.51%	12.86%
PE	33	28	21	15
PB	2.61	2.42	2.21	1.96

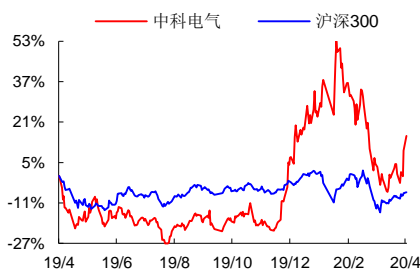
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：谭菁
 执业证号：S1250517090002
 电话：010-57631196
 邮箱：tanj@swsc.com.cn

分析师：宋伟健
 执业证号：S1250519070001
 电话：021-58351812
 邮箱：swj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.42
流通 A 股(亿股)	4.29
52 周内股价区间(元)	4.98-10.36
总市值(亿元)	50.33
总资产(亿元)	27.66
每股净资产(元)	3.01

相关研究

目 录

1 公司 2017 年进入负极材料行业，现为公司主营业务	1
1.1 负极行业壁垒较高，人造石墨市占率持续提升	2
1.2 公司积极布局石墨化产能，不断开拓大客户，2020 年负极出货有望加速	6
1.3 磁力装备业务稳步发展	8
2 盈利预测与估值	10
2.1 盈利预测	10
2.2 相对估值	11
3 风险提示	11

图 目 录

图 1：公司控股公司情况	1
图 2：公司 2019 年营收 9.29 亿元，同比增长 50.0%	2
图 3：公司 2019 年归母净利润 1.51 亿元，同比增加 16.0%	2
图 4：公司 2019 年负极营收占公司总营收 77.4%	2
图 5：公司 2019 年综合毛利率 39.7%，三费率 20.1%为历史新低	2
图 6：负极材料分类	3
图 7：2019 年人造石墨市场占比创新高达 78%	4
图 8：2019 年负极格局呈现出“四大多小”的态势	4
图 9：负极行业市场格局由“三大多小”逐渐衍化成“四大多小”	4
图 10：2019 年人造石墨出货量占公司负极总出货量比例	5
图 11：海外人造石墨厂商毛利率	5
图 12：海外人造石墨厂商净利率	5
图 13：人造石墨原料包括针状焦、石油焦、沥青焦	6
图 14：人造石墨生产四大工艺	6
图 15：石墨化原理（1/2）	7
图 16：石墨化原理（2/2）	7
图 17：江西紫宸 2018 年负极成本拆分	7
图 18：公司磁电装备业务分类	9
图 19：连铸电磁搅拌	9
图 20：DKP 系列整流控制设备	9
图 21：2019 年公司连铸 EMS 营收 1.69 亿元，同比增加 14.8%	10
图 22：连铸 EMS 业务毛利率稳定	10

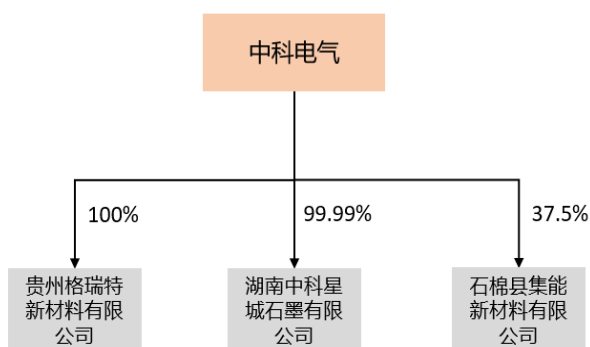
表 目 录

表 1：公司实际控制人为余新、李爱武夫妇	1
表 2：部分负极材料性能对比	3
表 3：中科电气 2020 年底将形成 4-5 万吨负极产能和 3 万吨石墨化产能	8
表 4：分业务收入及毛利	10
表 5：可比公司估值	11
附表：财务预测与估值	12

1 公司 2017 年进入负极材料行业，现为公司主营业务

湖南中科电气成立于 2004 年 4 月，并于 2009 年 12 月 25 日在深交所创业板上市，公司致力于电磁冶金整体解决方案，2017 年入股星城石墨进入锂电池负极材料行业，现已成长为“磁力装备+锂电负极”双主营的多元化、国际化集团企业。

图 1：公司控股公司情况



数据来源：WIND，西南证券整理

公司实际控制人为余新和李爱武，两人为夫妻关系，余强、李小浪是公司的一致行动人，余强是余新的弟弟。根据 2019 年年报显示，余新、李爱武夫妇及其一致行动人共持有公司 20.14% 的股份。凯博资本系公司控股股东、实际控制人之一李爱武控制的公司，由公司控股股东、实际控制人之一李爱武、公司董事许乃弟和皮涛分别持有凯博资本 40%、30% 和 30% 的股权。

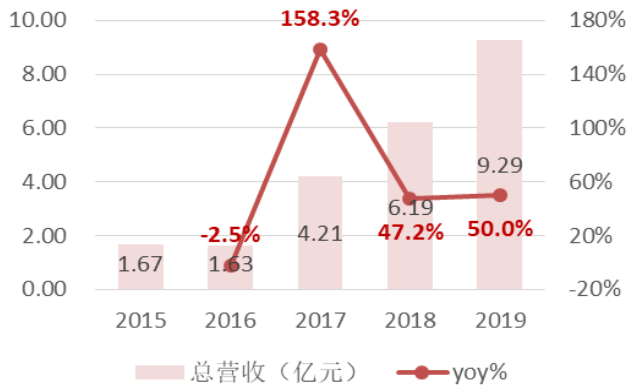
表 1：公司实际控制人为余新、李爱武夫妇

编号	股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量	质押股份数量	备注
1	余新	境内自然人	12.58%	80,613,000	60,459,750	20,153,250	实际控制人
2	深圳市前海久华资本管理企业(有限合伙)	境内非国有法人	3.28%	21,043,307	21,043,307		
3	深圳前海凯博资本管理有限公司	境内非国有法人	3.28%	20,984,251	20,984,251		
4	南昌红土盈石投资有限公司	境内非国有法人	3.28%	20,984,251	20,984,251		
5	北京当升材料科技股份有限公司	国有法人	3.08%	19,698,756	3,939,752	15,759,004	计划解禁后逐步退出
6	李爱武	境内自然人	2.92%	18,717,498	14,038,123	14,038,123	实控人余新丈夫
7	红土创新基金-银河证券-深圳市创新投资集团有限公司	其他	2.70%	17,322,836	17,322,836		
8	红土创新基金-上海劲邦劲兴创业投资合伙企业(有限合伙)-红土创新红人 89 号单一资产管理计划	其他	1.84%	11,811,023	11,811,023		
9	禹玉存	境内自然人	1.81%	11,625,000	8,718,750	2,906,250	
10	中国农业银行股份有限公司-国泰智能汽车股票型证券投资基金	其他	1.48%	9,488,800		9,488,800	

数据来源：Wind，西南证券整理

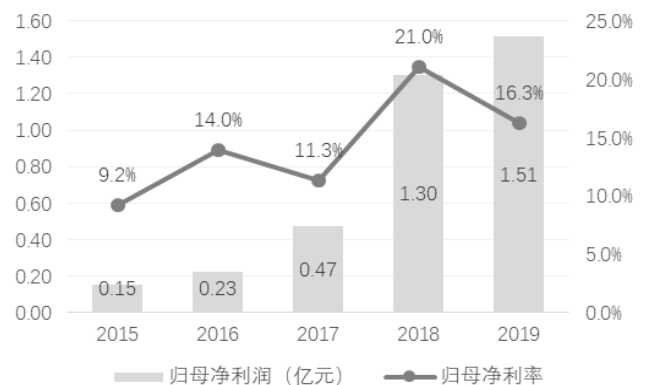
公司主营业务为“锂电负极+磁电装备”双主营业务。2019 年全年公司营业收入 9.29 亿元，同比增加 50.0%；归母净利润 1.51 亿元，同比增加 16.0%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比增长 57.0%。其中公司锂电负极业务营收 7.19 亿元，同比增加 70%，占公司营业总收入的 77.4%。连铸 EMS 业务营收 1.69 亿元，同比增加 14.8%。

图 2：公司 2019 年营收 9.29 亿元，同比增长 50.0%



数据来源：WIND，西南证券整理

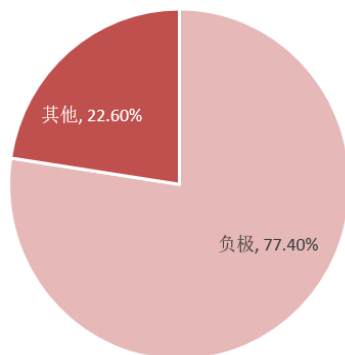
图 3：公司 2019 年归母净利润 1.51 亿元，同比增加 16.0%



数据来源：WIND，西南证券整理

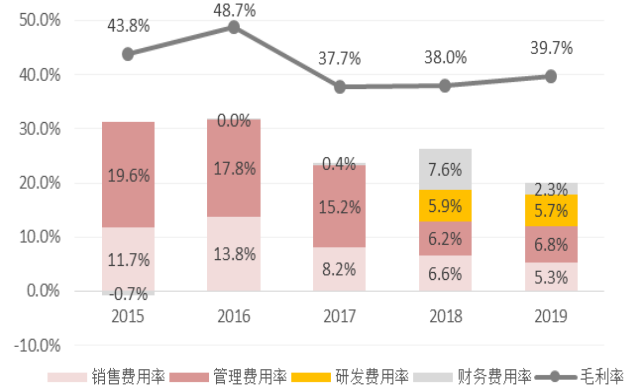
公司 2019 年三费率为 20.1%，同比减少 6.2pct，主要由于公司经营状况逐渐改善并且定增金额用于偿还部分公司债务导致公司整体负债下降带动财务费用率下降。

图 4：公司 2019 年负极营收占公司总营收 77.4%



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2019 年综合毛利率 39.7%，三费率 20.1%为历史新低

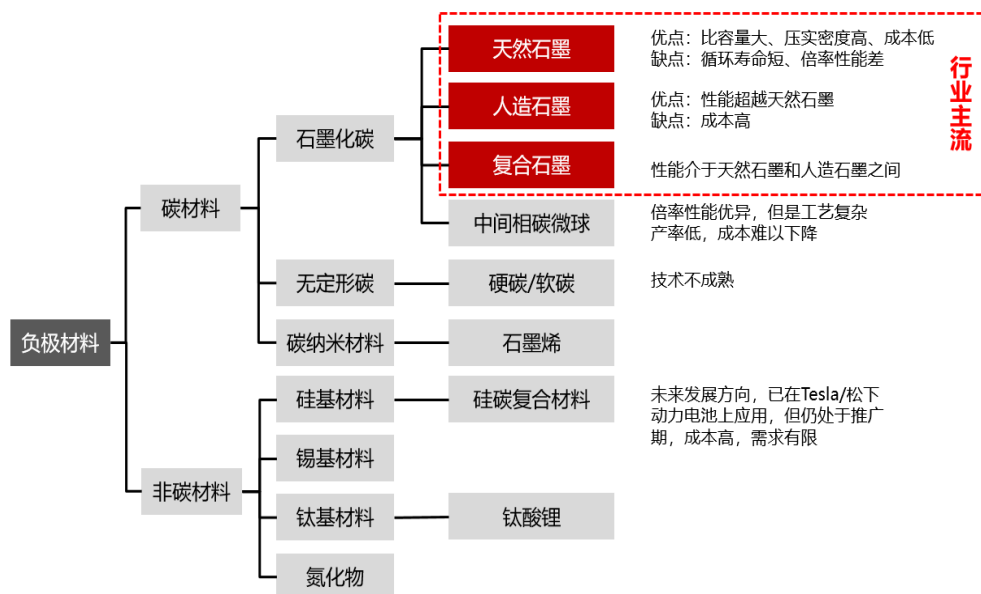


数据来源：WIND，西南证券整理

1.1 负极行业壁垒较高，人造石墨市占率持续提升

负极材料在锂电池中主要是作为储锂的主体，在充放电的过程中实现锂离子的嵌入和脱嵌。锂离子电池负极材料一般可分为碳材和非碳材两大类。碳材料包括石墨化碳、无定形碳和碳纳米碳，而非碳材料包括钛基材料、锡基材料、硅基材料以及氮化物等。

图 6：负极材料分类



数据来源：GGII，西南证券整理

目前锂电池中使用的负极主要为石墨化碳，其中天然石墨和人造石墨是目前行业主流。

- 从形貌上来看，天然石墨具有颗粒大小不一、粒径分布广的特点，未经处理的天然石墨是不能作为负极材料直接使用的，需要经过一系列的加工后才能使用，而人造石墨在形貌以及粒径分布上就一致多了。
- 天然石墨的容量高，压实密度高，价格也比较便宜，但是由于颗粒大小不一，表面缺陷较多，与电解液的相容性比较差，副反应比较多；而人造石墨则各项性能比较均衡，循环性能好，与电解液的相容性也比较好。
- 天然石墨是从天然石墨矿中提炼出来的，它的颗粒外表面反应活性不均匀，晶粒粒度较大，在充放电过程中表面晶体结构容易被破坏。

为了解决这些问题，一般采用碳包覆工艺对天然石墨进行改性处理。其优势是比容量大、压实密度高、成本低，缺点是循环寿命短、倍率性能差。人造石墨是焦炭类原料经过高温石墨化处理后转化成石墨的产品。它的石墨晶粒小、石墨化程度低、结晶取向度小，在倍率性能、循环寿命以及体积膨胀、防止电极反弹方面都好于天然石墨，比容量和压实密度和天然石墨也已经很接近，差距只有 2%到 3%，主要的缺点是成本高。

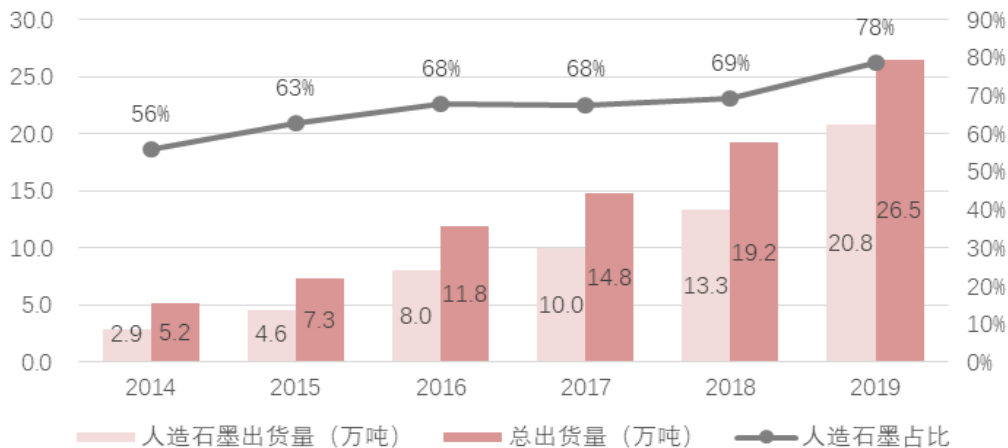
表 2：部分负极材料性能对比

负极材料	理论比容量 (mAh/g)	循环寿命 (次)	安全性
天然石墨	372	1000	一般
人造石墨	372	1000	一般
钛酸锂	175	30000	好
硅	4200	200	差
锡	990	200	差

数据来源：GGII，西南证券整理

2019 年人造石墨市场占比创新高达 78%，同比增加 9pct。根据 GGII 数据显示，2019 年我国负极总出货量达到 26.5 万吨，同比增长 38%，其中人造石墨出货量 20.8 万吨，同比增长 56%，人造石墨出货量占负极总出货量比例达到 78%，同比增加 9pct。除了人造石墨以外，剩余出货较多的负极类型为天然石墨，大约占比 20% 不到。

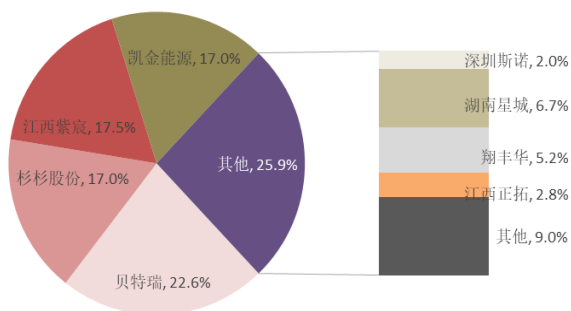
图 7：2019 年人造石墨市场占比创新高达 78%



数据来源：GGII，西南证券整理

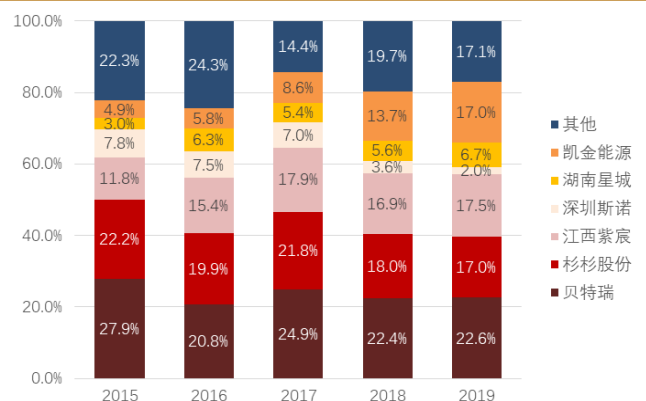
负极行业市场格局由“三大多小”逐渐衍化成“四大多小”。传统的三大为贝特瑞、杉杉股份和江西紫宸，三家市场份额 2015 年至今合计均在 60% 左右，而新晋的“一大”为凯金能源，其 2019 年市场份额达到 17%，已和江西紫宸、杉杉股份市场份额相当，CR4 达到 74%，为历年之最。凯金能源的崛起主要归功于其绑定大客户 CATL 所致。

图 8：2019 年负极格局呈现出“四大多小”的态势



数据来源：GGII，西南证券整理

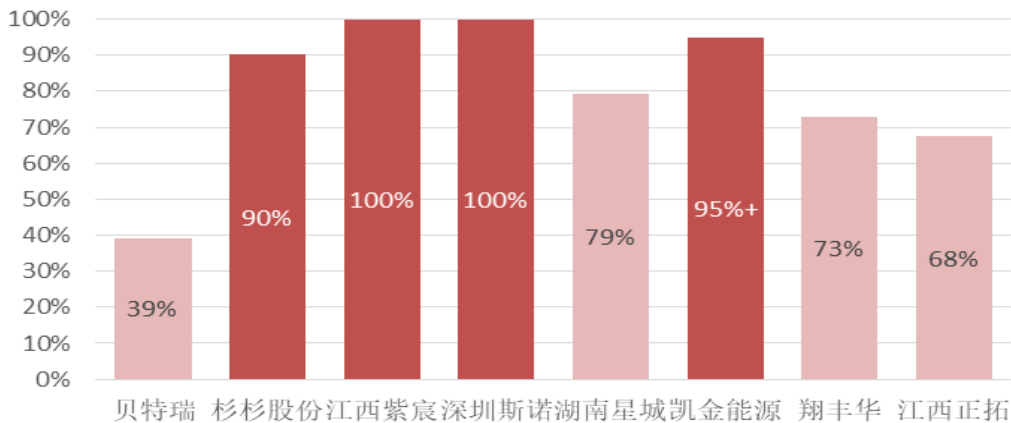
图 9：负极行业市场格局由“三大多小”逐渐衍化成“四大多小”



数据来源：GGII，西南证券整理

负极出货分类型来看，杉杉股份、江西紫宸、凯金能源和深圳斯诺负极出货中基本以人造石墨为主，其中杉杉股份 90% 以上是人造石墨，而江西紫宸、深圳斯诺和凯金能源几乎全是人造石墨，湖南星城、翔丰华和江西正拓也有 70% 左右出货为人造石墨，作为天然石墨龙头的贝特瑞 2019 年人造石墨出货量占其总出货量的 39%，同比增加 10pct，由此可见，人造石墨将更加巩固其作为负极出货主力军的地位。

图 10: 2019 年人造石墨出货量占公司负极总出货量比例



数据来源: GGII, 西南证券整理

海外人造石墨厂商主要集中在日本, 主要供应商有日立化成、日本 JFE、三菱化学和日本碳素, 但是其负极均非其主营业务, 占总业务比例均不到 10%。

- 日立化成和日本碳素原本就有碳素工厂, 生产石墨电极、石墨坩埚等各种石墨制品, 以人造石墨为主
- 日本 JFE 是钢厂, 同时有煤焦化的工厂 (生产焦炭给炼钢高炉做燃料用), 煤焦化的副产物煤焦油沥青可以直接用来生产人造石墨, 以中间相炭微球为主
- 三菱化学既有煤焦化工厂又生产针状焦, 同时还制造碳素制品, 以天然石墨为主

由此可见, 日本人造石墨厂商将负极的定位为其业务的衍生品, 但归功于其主营业务 (如炼钢、煤焦化冶炼等) 的技术积累, 其人造石墨在海外也有一定的市场份额。

图 11: 海外人造石墨厂商毛利率

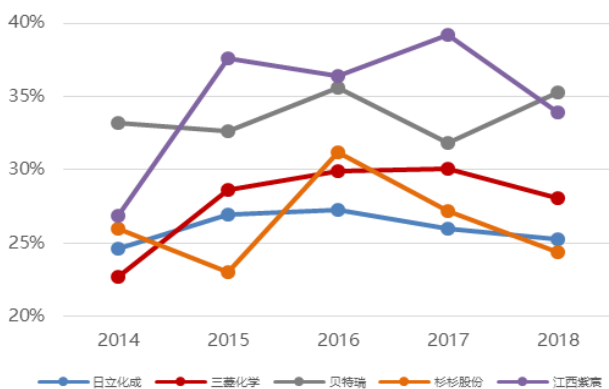
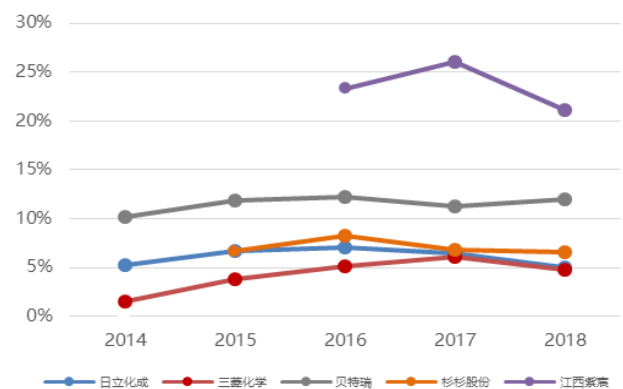


图 12: 海外人造石墨厂商净利率



数据来源: 彭博, 西南证券整理。注: 1) 日立化成负极业务隶属于 Functional Materials 业务, 根据市占率推测负极业务占比 11% 左右; 2) 三菱化学负极业务隶属于 Carbon 业务, 根据市占率推测负极业务占比 5% 左右; 3) 毛利率和净利率数据均为业务单元数据, 非负极业务数据

2019 年我国动力电池出货量 71GWh, 同比增长 9.2%, 而我国负极出货量 26.5 万吨, 同比增长 38%, 其中人造石墨出货量 20.8 万吨, 同比增长 56%。在动力电池单 GWh 负极用量几乎不变的情况下, 我国负极厂商在 2019 年有相当一部分负极用于出口, 中国厂商由于得天独厚的地理条件, 不管从原材料上还是技术上, 在天然石墨领域占据着绝对的优势,

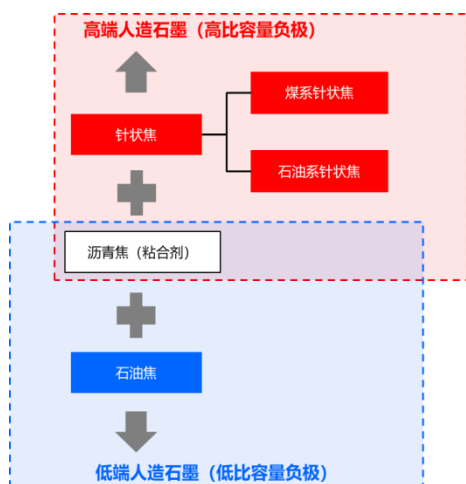
而在人造石墨领域，随着技术突破和成熟的上下游配套产业链，中国企业的竞争力也逐渐凸显，国外负极厂商竞争力逐年下降。

由于人造石墨有一定的技术门槛，流程非标准化，导致其产品性能和价格差异化，成本不透明，这促使高端负极材料有较高的利润。负极的产品型号众多、差异化程度高。负极的型号之所以很多，原因一方面是它的性能指标很多（包括容量、倍率性能、加工性能、高温性能、比表面积、循环寿命、膨胀和反弹、压实密度和成本等等，不同应用场景对负极的需求不同）；另一方面是负极需要与正极材料和电解液相匹配，才能实现锂电池整体性能的提升，其“定制化”的属性比较强。

1.2 公司积极布局石墨化产能，不断开拓大客户，2020 年负极出货有望加速

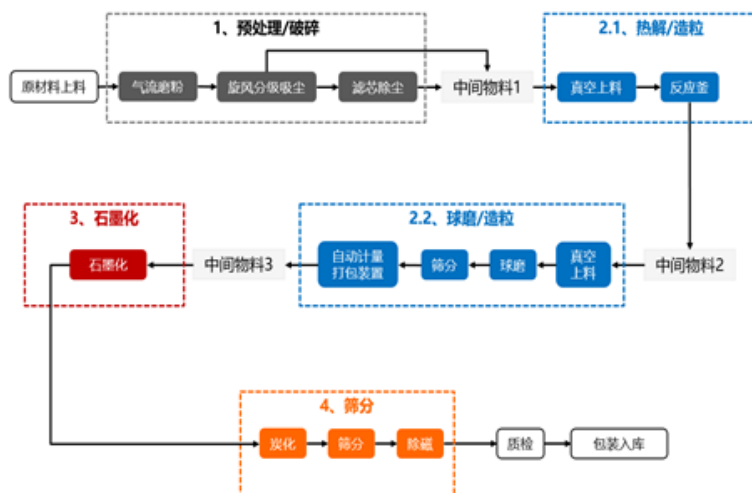
一般而言，高比容量的负极采用针状焦作为原材料，普通比容量的负极采用价格更便宜的石油焦作为原料，沥青则作为粘结剂。人造石墨工艺主要分为破碎、造粒、石墨化、筛分四大步骤。

图 13：人造石墨原料包括针状焦、石油焦、沥青焦



数据来源：公开资料，西南证券整理

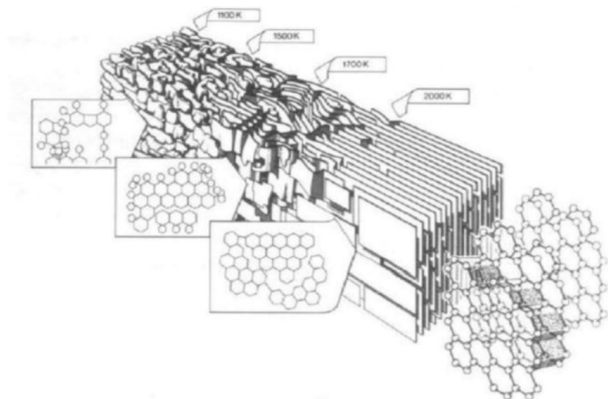
图 14：人造石墨生产四大工艺



数据来源：公开资料，西南证券整理

高端人造石墨对石墨化的要求比较高，需要加一些催化剂或者进行特殊的高温石墨化，这些都会增加石墨化的成本。石墨化是利用热活化将热力学不稳定的碳原子实现由于乱层结构向石墨警惕结构的有序转化。因此在石墨化的过程中，要使用高温热处理 HTT 对原子重排和机构转变提供能量。

图 15：石墨化原理（1/2）



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 16：石墨化原理（2/2）

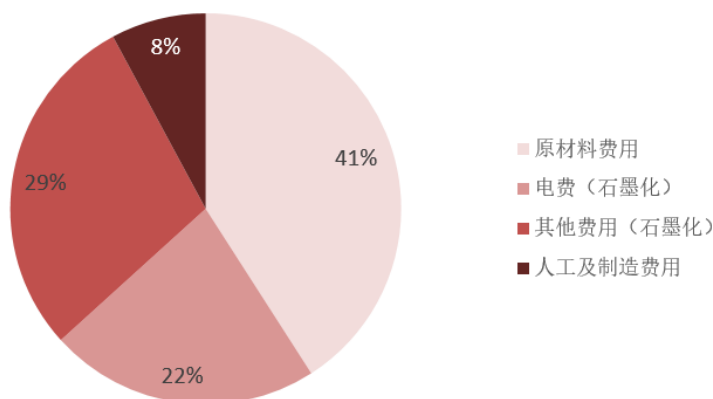


数据来源：公开资料，西南证券整理

石墨化工艺很成熟。1985 年，艾奇逊发明了艾奇逊式样的石墨化工艺，为石墨化生产奠定了基础。就目前来说，艾奇逊石墨化工艺仍然占主导地位。这种工艺是在 21 世纪初应用在负极材料的生产当中。另外一种串式炉，美国人卡斯特纳发明了内热串接石墨化工艺，国内在 90 年代中期开始应用成熟。另外两种是真空石墨化炉和连续石墨化炉。未来 3-5 年，连续石墨化炉将是主要方向。

艾奇逊炉石墨化的工作原理是接通炉头两端上的电极，让炉芯在电阻的作用下发热升温，使得炉内的骨料在 2500 度左右的高温下热处理转变为人造石墨。这个过程中会消耗坩埚、电阻料等直接材料，但是占比最大的还是电能，一般产出一吨人造石墨将耗电 1.4-1.6 万度，如果按照 0.65 元/度的电价，单吨人造石墨的电费费用在 0.9-1.1 元之间。江西紫宸 2018 年负极单吨成本为 4.47 元，其中电费就占了四分之一。目前各厂家通过在电费较低地区（如内蒙古地区电价在 0.3 元/度左右）兴建石墨化工厂，降低石墨化成本。

图 17：江西紫宸 2018 年负极成本拆分



数据来源：璞泰来公告，西南证券整理

公司于 2017 年收购星城石墨 99.99% 的股权布局负极材料领域，形成“磁电装备+锂电负极”双主营的业务格局；2018 年收购贵州格瑞特，布局负极石墨化产业链；2019 年定增募资 5.3 亿元扩建格瑞特 1.5 万吨负极材料、1 万吨石墨化产能，并入股集能新材料 37.5%

股权，增加石墨化产能布局。预计到 2020 年底，公司整体产能将达到负极 4-5 万吨、石墨化 3.5 万吨（含参股 1.5 万吨石墨化产能）。

- 中科星城专注于锂离子电池负极材料的研发和生产十多年，在锂电负极材料领域积累了丰富的经验，具有较强的技术优势。石墨粉体加工技术国际先进，热处理工艺和石墨复合技术国内领先。目前中科星城主要产品集中在动力类锂电负极材料，2019 年消费类和储能类锂电负极材料销售占比不到 5%，未来在消费类和储能类锂电负极材料市场具有较大的拓展空间和发展潜力。
- 格瑞特成立于 2016 年 8 月，自行设计建造的新型艾奇逊石墨化炉，相较于传统石墨化加工产线具备电耗成本低、炉芯耗材费用少、自动化程度高等优势，在国内负极材料石墨化加工技术上具有领先优势。
- 集能新材料成立于 2015 年，主营业务为锂离子电池负极石墨化加工业务，具备了相应的技术储备和经验积累，同时凭借其所处区域的西部政策优势、电力优势等，具有较强的市场竞争力，主要客户涵盖中科星城、江西紫宸、丰华科等负极材料生产商企业。

表 3：中科电气 2020 年底将形成 4-5 万吨负极产能和 3 万吨石墨化产能

产能（万吨/年）	2018 年底		2020 年底产能	
	负极	石墨化	负极	石墨化
中科星城	1.2	1	2*	1
格瑞特（现有）	0.5		0.5	
格瑞特（定增）			2（19Q2 已建成 1）	1（预计 20Q2 投产）
集能新能源				1.5
合计	1.7	1	4-5	3.5

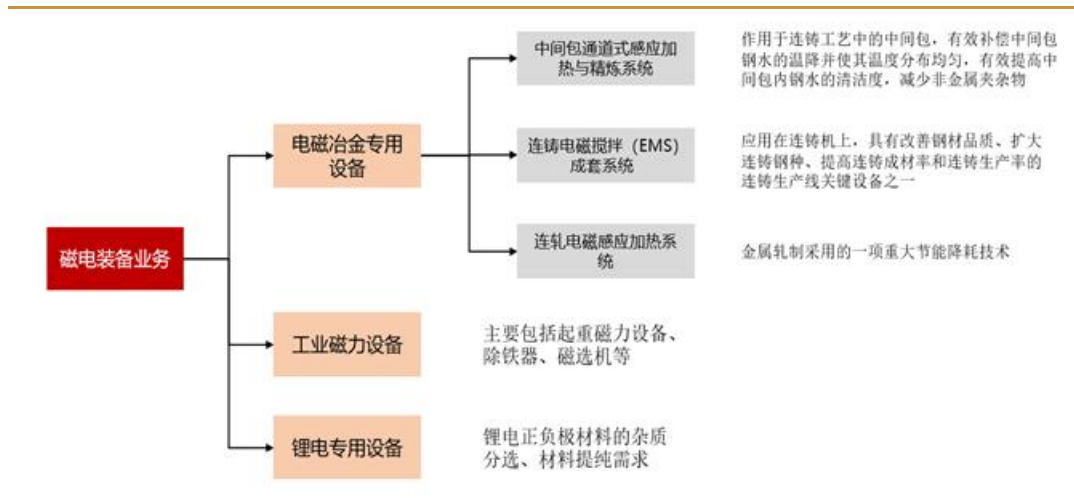
数据来源：公司公告，调研纪要，西南证券整理 注：2020 年底中科星城 2 万吨负极产能为估计数

公司目前主要合作客户包括比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、苏州星恒、中航锂电、韩国 SKI、ATL 等，公司负极材料出货中目前以动力电池市场为主。公司目前已经实现了对 SKI 的批量供货，对于 LGC 等其他海外客户，产品送样评测等工作按计划开展，公司一直保持着联系和沟通。海外市场是公司未来需要努力突破的重要市场。

1.3 磁力装备业务稳步发展

公司磁力装备业务涵盖电磁冶金专用设备、工业磁力设备以及锂电专用设备的研发、制造、销售及服务。主要产品为中间包通道式感应加热与精炼系统、连铸电磁搅拌（EMS）成套系统、连轧电磁感应加热系统、起重磁力设备、除铁器、磁选机、卷筒、锂电自动化电气控制设备、锂电负极材料磁分离器成套设备、锂电正极材料磁分离器成套设备等，产品可广泛应用于钢铁、交通运输、造船、机械、矿山、锂电等行业。磁电装备业务，公司与国内大部分钢铁企业、大型冶金工程承包商建立了稳定通畅的业务关系，电磁冶金专用设备的市场占有率超 60%，处于行业龙头地位。

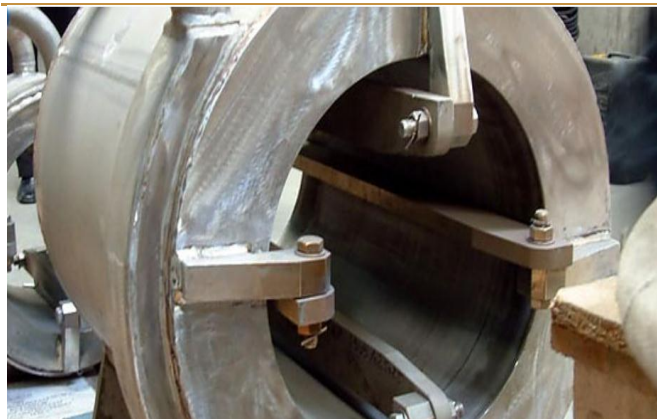
图 18：公司磁电装备业务分类



数据来源：公司公告，西南证券整理

整流控制设备采用户内、户外柜式防护结构，具有线路设计合理，保护功能齐全、信号显示醒目、维护保养方便、性能线路设计合理，保护功能齐全、信号显示醒目、维护保养方便、性能安全可靠等特点。在产品的性能和品种规格方面居国内领先地位，并已在宝钢、武钢、首钢、鞍钢、马钢等大型钢铁企业，以及矿山、轻工、火力发电厂、耐火材料、食品加工等行业使用，发挥着巨大的作用。

图 19：连铸电磁搅拌



数据来源：公司官网，西南证券整理

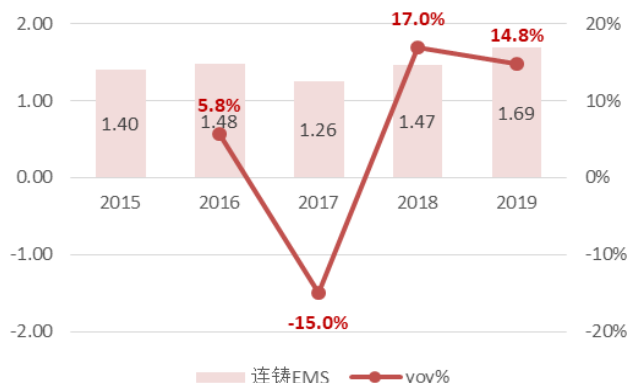
图 20：DKP 系列整流控制设备



数据来源：公司官网，西南证券整理

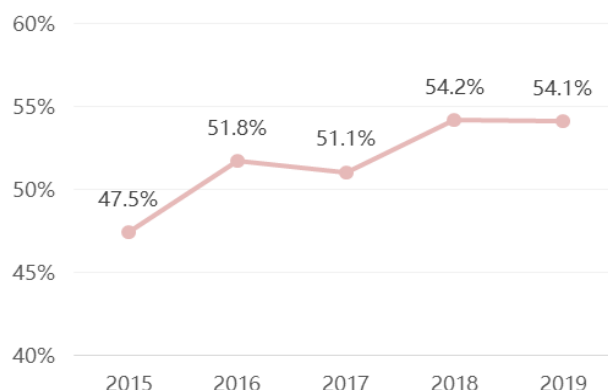
公司 2019 年连铸 EMS 营收 1.69 亿元，同比增加 14.8%，毛利率 54.1%，和 2018 年几乎持平，2015 年以来毛利率呈现稳中有升的态势，已连续 4 年保持在 50% 上方。

图 21: 2019 年公司连铸 EMS 营收 1.69 亿元, 同比增加 14.8%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 连铸 EMS 业务毛利率稳定



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

假设 1: 公司 2020-2022 年负极出货量分别为 23000 吨、35000 吨和 52000 吨; 假设各年价格分别为 3.9 万元/吨、3.7 万元/吨、3.5 万元/吨; 假设其各年毛利率均为 35%。

假设 2: 连铸 EMS 业务毛利率保持稳定, 业务增长平稳。

假设 3: 其他收入毛利率保持稳定, 业务增长平稳。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 4: 分业务收入及毛利

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
收入	929.1	1133.0	1568.2	2126.6
yoy	50.0%	21.9%	38.4%	35.6%
成本	559.8	714.8	991.4	1348.7
毛利	369.2	418.2	576.8	778.0
毛利率	39.7%	36.9%	36.8%	36.6%
负极				
收入	719.0	897.0	1295.0	1820.0
yoy	70.0%	24.8%	44.4%	40.5%
成本	446.7	583.1	841.8	1183.0
毛利	272.3	314.0	453.3	637.0
毛利率	37.9%	35.0%	35.0%	35.0%
连铸 EMS				
收入	169.1	186.0	223.2	256.6

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
yoy	14.8%	10.0%	20.0%	15.0%
成本	77.6	89.3	107.1	123.2
毛利	91.5	96.7	116.0	133.5
毛利率	54.1%	52.0%	52.0%	52.0%
其他业务				
收入	40.9	50.0	50.0	50.0
yoy	-16.8%	22.2%	0.0%	0.0%
成本	35.7	42.5	42.5	42.5
毛利	5.2	7.5	7.5	7.5
毛利率	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 11.3、15.7 和 21.3 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.4 和 3.3 亿元，EPS 分别为 0.28、0.37 和 0.51 元，对应 PE 分别为 28、21 和 15 倍。

2.2 相对估值

我们选取 A 股当中的负极相关公司，2021 年平均 PE 为 18 倍。但是可选公司当中，杉杉股份负极业务 2018 年营收占比仅为 22%，所以整体的 PE 被拉低。贝特瑞和璞泰来都是负极行业龙头且主营业务均为负极，应该可以享受高于行业的估值溢价。公司是中国市占率第五的负极厂商，未来在消费类和储能类锂电负极材料市场具有较大的拓展空间和发展潜力，首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603659.SH	璞泰来	70.66	1.50	2.30	3.09	3.95	47.11	30.72	22.87	17.89
600884.SH	杉杉股份	11.04	0.45	0.61	0.73	0.90	24.70	18.10	15.15	12.27
835185.OC	贝特瑞	45.98	1.52	2.07	2.84	4.17	30.33	22.19	16.22	11.03
平均							34.05	23.67	18.08	13.73
中科电气							33.29	28.21	20.98	15.27

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 宏观经济周期波动及下游行业产能过剩的风险
- 2) 重大客户集中风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	929.09	1132.98	1568.17	2126.65	净利润	151.20	178.42	239.90	329.59
营业成本	559.84	714.82	991.37	1348.69	折旧与摊销	38.63	12.09	14.17	15.61
营业税金及附加	8.81	10.20	14.49	19.40	财务费用	21.67	24.24	26.12	35.63
销售费用	49.56	56.65	81.03	108.11	资产减值损失	-1.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	115.56	124.63	183.48	241.37	经营营运资本变动	-339.60	41.11	-306.87	-367.79
财务费用	21.67	24.24	26.12	35.63	其他	141.15	-2.90	-4.89	-4.88
资产减值损失	-1.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	11.17	252.96	-31.56	8.17
投资收益	-4.09	5.00	5.00	5.00	资本支出	353.17	-40.00	-80.00	0.00
公允价值变动损益	-0.19	-0.10	-0.11	-0.12	其他	-706.69	4.90	4.89	4.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-353.53	-35.10	-75.11	4.88
营业利润	171.30	207.34	276.56	378.33	短期借款	8.59	-254.59	95.88	126.41
其他非经营损益	0.34	-3.46	-2.84	-2.52	长期借款	78.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	171.64	203.89	273.72	375.80	股权融资	591.31	0.00	0.00	0.00
所得税	20.44	25.46	33.82	46.21	支付股利	0.00	-30.24	-35.68	-47.98
净利润	151.20	178.42	239.90	329.59	其他	-81.95	-34.34	-26.12	-35.63
少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.02	筹资活动现金流净额	596.16	-319.17	34.07	42.80
归属母公司股东净利润	151.20	178.42	239.89	329.58	现金流量净额	253.80	-101.31	-72.60	55.85
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	330.73	229.42	156.82	212.66	成长能力				
应收和预付款项	392.60	500.54	688.74	936.06	销售收入增长率	50.02%	21.94%	38.41%	35.61%
存货	382.68	486.61	675.65	919.90	营业利润增长率	9.75%	21.04%	33.38%	36.80%
其他流动资产	469.57	207.93	270.59	344.26	净利润增长率	15.99%	18.00%	34.46%	37.39%
长期股权投资	65.60	65.60	65.60	65.60	EBITDA 增长率	-1.28%	5.21%	30.03%	35.57%
投资性房地产	11.51	11.51	11.51	11.51	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	39.37	116.66	112.50	毛利率	39.74%	36.91%	36.78%	36.58%
无形资产和开发支出	591.76	580.50	569.25	557.99	三费率	20.11%	18.14%	18.53%	18.11%
其他非流动资产	521.94	521.73	521.53	521.33	净利率	16.27%	15.75%	15.30%	15.50%
资产总计	2766.37	2643.21	3076.34	3681.81	ROE	7.84%	8.59%	10.51%	12.86%
短期借款	254.59	0.00	95.88	222.29	ROA	5.47%	6.75%	7.80%	8.95%
应付和预收款项	292.16	383.84	516.86	714.31	ROIC	11.44%	13.57%	15.57%	17.15%
长期借款	135.21	135.21	135.21	135.21	EBITDA/销售收入	24.93%	21.51%	20.21%	20.20%
其他负债	154.82	46.49	46.49	46.49	营运能力				
负债合计	836.78	565.54	794.44	1118.30	总资产周转率	0.40	0.42	0.55	0.63
股本	640.60	641.97	641.97	641.97	固定资产周转率	5.66	82.79	26.94	24.45
资本公积	843.90	842.53	842.53	842.53	应收账款周转率	2.43	2.75	2.90	2.88
留存收益	487.96	636.14	840.34	1121.94	存货周转率	1.75	1.64	1.70	1.69
归属母公司股东权益	1929.55	2077.63	2281.84	2563.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	61.73%	—	—	—
少数股东权益	0.04	0.05	0.06	0.07	资本结构				
股东权益合计	1929.59	2077.68	2281.90	2563.51	资产负债率	30.25%	21.40%	25.82%	30.37%
负债和股东权益合计	2766.37	2643.21	3076.34	3681.81	带息债务/总负债	46.58%	23.91%	29.09%	31.97%
					流动比率	2.41	3.71	2.92	2.58
					速动比率	1.82	2.44	1.82	1.59
					股利支付率	0.00%	16.95%	14.87%	14.56%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.28	0.37	0.51
					每股净资产	3.01	3.24	3.55	3.99
					每股经营现金	0.02	0.39	-0.05	0.01
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	231.61	243.67	316.85	429.57					
PE	33.29	28.21	20.98	15.27					
PB	2.61	2.42	2.21	1.96					
PS	5.42	4.44	3.21	2.37					
EV/EBITDA	19.57	17.98	14.36	10.75					
股息率	0.00%	0.60%	0.71%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn