

2021年12月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

负极龙头加码产能，应对下游旺盛需求 -中科电气(300035)动态点评

推荐 (首次)

事件

分析师：尹斌
执业证书编号：S1050521120003
邮箱：yinb@cfsc.com.cn

分析师：黎江涛
执业证书编号：S1050521120002
邮箱：lijt@cfsc.com.cn

基本数据	2021-12-29
当前股价 (元)	30.08
总市值 (亿元)	193.2
总股本 (百万股)	642.4
流通股本 (百万股)	528.0
52周价格范围 (元)	9.52-42
日均成交额 (百万元)	584.3

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

中科电气近期发布公告：拟在贵州贵安新区建设“年产10万吨锂电池负极材料一体化项目”，项目总投资约25亿元。

投资要点

产能积极扩张，逐步进军一线

公司是锂电负极主力供应商，根据鑫椤锂电，2020年公司市占率6%，2021年1-9月提升至8%。截止2021年9月底，公司负极产能6.2万吨，石墨化产能3.5万吨（含集能1.5万吨），产品供不应求。公司积极扩张产能，资本开支加速，2021年1-9月资本开支2.8亿元，为2020年的2.5倍。同时，公司拟增发募资22亿元，用于建设8万吨负极与4.5万吨石墨化产能。此外，公司与亿纬在云南曲靖合资建设10万吨负极一体化产能，叠加公司拟在贵州贵安投资建设10万吨一体化产能。综合来看，目前公司已规划负极产能约35万吨，石墨化产能约30万吨（含集能3万吨），产能积极扩张，向一线负极龙头进军。

我们认为，公司与亿纬等优质电池厂商深度绑定，积极募资、引入战投深创投加码产能扩张，一体化布局迎接旺盛需求。当前负极产业呈现四大三小格局，公司有望通过客户绑定、一体化战略积极抢占市占率，由二线迈向一线。

订单充裕，业绩表现抢眼

伴随公司规模效应不断体现，石墨化一体化加速布局，盈利能力有望稳中有升，带动资产负债表不断优化。基于下游需求旺盛，公司预计2022年、2023年采购意向需求分别为20.7万吨、31万吨，订单充裕，销量有望持续高速增长。

公司在2017年收购星城石墨，2018年收购格瑞特，2019年参股集能新材料，成功转型，实现石墨化、负极一体化布局。公司业绩实现高速增长，2021年1-9月实现收入13.88亿元， $YoY+117\%$ ，归母净利润2.51亿元， $YoY+123\%$ 。2021年1-9月公司负极销量3.92万吨， $YoY+117\%$ ，对应单价约3万元/吨，对应单吨净利约0.55万元，毛利率30.74%，毛利率较2020年有所下降，主要是焦类原材料及石墨化加工费价格上涨所致。

深耕负极产业，具备优异成长性

公司具有前瞻性战略眼光，通过外延并购进入并扎根负极产业，积极开拓客户，目前已囊括比亚迪、SKI、中航锂电、

亿纬等全球优质客户。根据鑫椤锂电，2021年1-11月国内负极产量约61万吨， $YoY+86\%$ 。展望未来，负极产业成长性足，动力与储能将维系高速增长，拉动负极需求高增，公司处于优质赛道，其前景广阔。

我们认为，公司扎根负极，覆盖电动车、储能两大黄金赛道，一体化布局降本。整体而言，公司业务布局清晰，献力碳中和，不断降低成本，抢占市占率，持续高速增长可期。

■ 盈利预测

基于审慎性原则，暂不考虑增发对业绩及股本的影响。预计2021/2022/2023年公司归母净利润分别为3.5/6.8/9.6亿元， EPS 为0.55/1.05/1.49元，对应PE分别为55/29/20倍。基于公司卡位优质赛道，客户优异，同时资本开支积极，一体化产业布局符合未来发展趋势，我们看好公司中长期向上发展的机会，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；增发进展不及预期；产能扩张及消化不及预期。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	974	1,962	3,679	5,225
增长率（%）	15.5%	101.5%	87.5%	42.0%
归母净利润（百万元）	164	353	676	958
增长率（%）	8.3%	115.8%	91.2%	41.7%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.55	1.05	1.49
ROE（%）	7.8%	15.1%	24.2%	27.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	974	1,962	3,679	5,225
现金及现金等价物	281	875	239	337	营业成本	613	1,315	2,477	3,535
应收账款	534	672	1,209	1,432	营业税金及附加	11	14	26	37
存货	386	728	1,029	1,272	销售费用	55	71	129	183
其他流动资产	272	546	1,020	1,448	管理费用	58	66	110	157
流动资产合计	1,474	2,818	3,495	4,486	财务费用	15	38	55	53
非流动资产:					研发费用	62	85	147	209
金融类资产	3	3	3	3	费用合计	190	259	442	601
固定资产	493	660	916	1,155	资产减值损失	-3	-8	-5	-3
在建工程	8	153	198	98	公允价值变动	-1	-1	-1	-1
无形资产	111	211	206	195	投资收益	10	15	20	20
长期股权投资	73	73	73	73	营业利润	186	396	758	1,075
其他非流动资产	628	628	628	628	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,313	1,725	2,020	2,149	减: 营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2,786	4,542	5,515	6,634	利润总额	184	397	759	1,076
流动负债:					所得税费用	20	44	84	118
短期借款	179	1,136	1,136	1,136	净利润	164	353	676	958
应付账款、票据	266	578	1,088	1,553	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	196	196	196	196	归母净利润	164	353	676	958
流动负债合计	642	1,910	2,421	2,885					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	246	246	246	成长性				
其他非流动负债	52	52	52	52	营业收入增长率	15.5%	101.5%	87.5%	42.0%
非流动负债合计	52	298	298	298	归母净利润增长率	8.3%	115.8%	91.2%	41.7%
负债合计	693	2,208	2,718	3,183	盈利能力				
所有者权益					毛利率	37.1%	33.0%	32.7%	32.4%
股本	643	642	642	642	四项费用/营收	19.5%	13.2%	12.0%	11.5%
股东权益	2,093	2,334	2,797	3,451	净利率	16.8%	18.0%	18.4%	18.3%
负债和所有者权益	2,786	4,542	5,515	6,634	ROE	7.8%	15.1%	24.2%	27.7%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.9%	48.6%	49.3%	48.0%
净利润	164	353	676	958	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.4	0.7	0.8
折旧摊销	42	38	55	71	应收账款周转率	1.8	2.9	3.0	3.7
公允价值变动	-1	-1	-1	-1	存货周转率	1.6	1.8	2.4	2.8
营运资金变动	-88	-1065	-1823	-1358	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	117	-51	-72	600	EPS	0.25	0.55	1.05	1.49
投资活动现金净流量	21	-312	-301	-139	P/E	118.0	54.7	28.6	20.2
筹资活动现金净流量	456	1091	-214	-303	P/S	19.9	9.8	5.3	3.7
现金流量净额	594	728	-587	158	P/B	9.2	8.3	6.9	5.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 新能源汽车组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席。4年实业+5年证券+1年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：上海财经大学数量经济学硕士，1年知名PE从业经历，4年证券从业经验，2021年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

投资建议		预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

请阅读最后一页重要免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。