

成本下降盈利能力改善，一体化、规模化有望梯次降本

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 2021 年全年实现营业收入 11.18 亿元, 同比增长 169%; 实现归母净利润 1.00 亿元, 同比增长 120%; 实现扣非后归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 207%。其中, 2021 年第四季度实现营业收入 4.28 亿元, 同比增长 406%, 环比增长 39%; 实现归母净利润 0.43 亿元, 同比增长 652%, 环比增长 207%; 实现扣非后归母净利润 0.53 亿元, 同比增长 2106%, 环比增长 382%。EPS1.00 元, 业绩超出预期。
- **石墨负极材料供不应求、满产满销, 四季度盈利能力大幅回暖。** 2021 年, 公司石墨负极产能达到 3.52 万吨, 较 2020 年增长近 1 万吨, 仍有 2 万吨在建产能, 此外。报告期内, 公司石墨负极材料产能紧张, 产能利用率达到 112%, 受益于新能源汽车行业整体景气度攀升, 电池端需求快速增长, 公司产品需求随之增长, 产销比达到 102%, 同时库存消化收益, 库存量减少超 50%。报告期内, 受新能源行业快速发展和环保受限的双重影响, 作为公司上游的石墨化委外加工供需紧张, 加工费出现了较大幅度的上涨, 全年成本由 2020 年的 1.99 万元/吨提升至 2.07 万元/吨, 2021 年第三季度毛利率一度降至 21%, 对盈利能力产生较大影响。2021 年第四季度, 随着公司石墨化产能建成投产, 成本压力缓解, 将全年毛利率上修至 26%。
- **石墨负极材料一体化、规模化稳步推进, 有望实现梯次降本增效。** 公司报告期内积极推进石墨化等上游原材料、加工工序布局, 据公开信息披露, 2021 年 9 月起, 公司已规划石墨化年产能 1.5 万吨, 自供比例达到 43%, 其中 3000 吨已实现满产。未来随着石墨化配套的推进, 公司营业成本将迎来进一步下降, 在缓解产能瓶颈外, 或有机会撑起更大的利润空间。此外, 2021 年公司期间费用中管理费用、研发费用增长幅度较大, 系通过股权激励和增大研发为公司未来长期发展打下良好基础, 预计未来随着募投产能陆续释放、四川翔丰华项目落地, 销售增加、收入增长, 费用将得到较大程度摊薄, 实现规模效应。
- **坚定贯彻“大客户战略”增强抗风险能力, 积极布局新型材料。** 公司客户质量优异, 结构良好, 2021 年对前五名客户销售额占总销售额 96%, 下游需求拥有坚实保障。据电池联盟统计, 2021 年, 仅宁德时代和比亚迪的动力电池国内装机量便达到 105GWh, 对应约 15 万吨负极材料需求, 远大于公司目前产能。同时, 报告期内还引入三星 SDI、松下等国际知名锂电企业, 进一步打开日韩市场, 有望实现产品单价小幅提升。此外, 公司已涉及硅碳负极、B 型-二氧化钛、石墨烯等新型碳材料领域, 并具备产业化基本条件, 对未来技术更迭有着一定的抗风险能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.83 元、2.78 元、3.80 元, 未来三年归母净利润将保持 56% 的复合增长率。考虑到公司下游需求稳定增长, 公司自身经营预期向好, 业绩确定性高, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险、外协加工风险、行业竞争进一步加大风险、对重要客户依赖的风险。

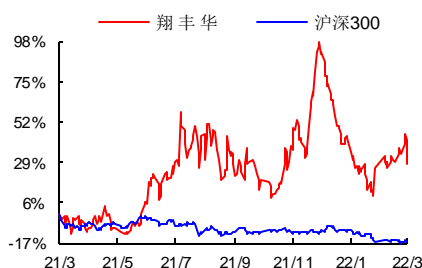
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1118.24	1408.16	1829.67	2395.89
增长率	168.78%	25.93%	29.93%	30.95%
归属母公司净利润(百万元)	99.84	183.31	277.62	380.05
增长率	119.65%	83.61%	51.44%	36.90%
每股收益 EPS(元)	1.00	1.83	2.78	3.80
净资产收益率 ROE	8.58%	14.24%	13.39%	21.84%
PE	55	30	20	15
PB	4.82	4.22	3.56	2.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@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)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.78
52 周内股价区间(元)	38.01-85.42
总市值(亿元)	55.25
总资产(亿元)	23.61
每股净资产(元)	11.47

相关研究

1. 翔丰华(300890): 石墨化成本升高, 公司盈利能力下滑 (2021-10-27)
2. 翔丰华(300890): 下游需求飞速增长, 一体化布局筑高护城河 (2021-08-01)

关键假设：

假设 1：公司募投项目、四川翔丰华项目稳步建设，2022 年/2023 年/2024 年产能分别为 5.0 万吨/6.5 万吨/8.5 万吨；

假设 2：公司下游需求充沛，未来 3 年均实现满产满销；

假设 3：随着一体化布局推进，叠加扩产有望实现规模效益，公司成本稳步下降；近期原油价格上涨难以持续，针状焦等原材料价格维持稳定。2022 年/2023 年/2024 年成本由 2.0 万元/吨稳步降至 1.9 万元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
石墨负极材料	收入	1115.1	1405.0	1826.5	2392.7
	增速	174.2%	26.0%	30.0%	31.0%
	毛利率	26.1%	28.6%	30.4%	32.1%
其他	收入	3.2	3.2	3.2	3.2
	增速	-66.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1118.2	1408.2	1829.7	2395.9
	增速	168.8%	25.9%	29.9%	30.9%
	毛利率	26.2%	28.6%	30.4%	32.1%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1118.24	1408.16	1829.67	2395.89	净利润	99.22	188.59	290.29	425.44
营业成本	825.32	1004.75	1272.83	1626.24	折旧与摊销	33.37	45.88	53.70	58.20
营业税金及附加	3.14	5.24	6.63	16.53	财务费用	9.44	9.94	9.45	13.62
销售费用	46.17	56.33	69.53	86.25	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	51.63	105.61	128.08	167.71	经营营运资本变动	8.22	-241.04	-294.83	-369.08
财务费用	9.44	9.94	9.45	13.62	其他	-125.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	24.39	3.38	58.62	128.19
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-232.81	-50.00	-50.00	-100.00
公允价值变动损益	4.44	0.00	0.00	0.00	其他	189.19	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.61	-50.00	-50.00	-100.00
营业利润	128.65	226.29	343.15	485.53	短期借款	125.53	-165.78	58.57	69.27
其他非经营损益	-15.97	-8.26	-9.48	-10.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	112.67	218.03	333.67	475.36	股权融资	33.25	0.00	0.00	0.00
所得税	13.46	29.43	43.38	49.91	支付股利	-10.00	-19.97	-36.66	-55.52
净利润	99.22	188.59	290.29	425.44	其他	-197.69	-13.84	-9.45	-13.62
少数股东损益	-0.62	5.28	12.67	45.39	筹资活动现金流净额	-48.91	-199.59	12.46	0.12
归属母公司股东净利润	99.84	183.31	277.62	380.05	现金流量净额	-68.31	-246.21	21.08	28.31
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	316.62	70.41	91.48	119.79	成长能力				
应收和预付款项	1010.93	938.06	1269.55	1670.36	销售收入增长率	168.78%	25.93%	29.93%	30.95%
存货	198.54	241.71	306.20	391.22	营业利润增长率	158.29%	75.90%	51.64%	41.49%
其他流动资产	53.56	54.29	55.36	56.80	净利润增长率	118.28%	90.08%	53.92%	46.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	127.77%	64.54%	44.02%	37.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	636.30	646.68	649.24	697.30	毛利率	26.19%	28.65%	30.43%	32.12%
无形资产和开发支出	58.27	52.08	45.90	39.71	三费率	9.59%	12.21%	11.32%	11.17%
其他非流动资产	87.15	87.08	87.00	86.93	净利率	8.87%	13.39%	15.87%	17.76%
资产总计	2361.37	2090.31	2504.73	3062.10	ROE	8.58%	14.24%	18.39%	21.84%
短期借款	237.83	72.05	130.63	199.90	ROA	4.20%	9.02%	11.59%	13.89%
应付和预收款项	762.59	586.69	679.68	785.69	ROIC	13.75%	18.08%	21.66%	24.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.33%	20.03%	22.21%	23.26%
其他负债	204.76	106.75	115.98	128.15	营运能力				
负债合计	1205.18	765.50	926.29	1113.74	总资产周转率	0.57	0.63	0.80	0.86
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	2.96	2.51	2.82	3.56
资本公积	705.64	705.64	705.64	705.64	应收账款周转率	3.18	4.47	5.65	5.67
留存收益	341.16	504.51	745.47	1070.00	存货周转率	4.41	4.56	4.65	4.66
归属母公司股东权益	1146.81	1310.15	1551.11	1875.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.82%	—	—	—
少数股东权益	9.38	14.66	27.33	72.72	资本结构				
股东权益合计	1156.18	1324.81	1578.44	1948.36	资产负债率	51.04%	36.62%	36.98%	36.37%
负债和股东权益合计	2361.37	2090.31	2504.73	3062.10	带息债务/总负债	19.73%	9.41%	14.10%	17.95%
					流动比率	1.39	1.88	2.02	2.15
					速动比率	1.22	1.53	1.66	1.77
					股利支付率	10.02%	10.89%	13.21%	14.61%
					每股指标				
					每股收益	1.00	1.83	2.78	3.80
					每股净资产	11.47	13.10	15.51	18.76
					每股经营现金	0.24	0.03	0.59	1.28
					每股股利	0.10	0.20	0.37	0.56
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	171.46	282.12	406.30	557.35					
PE	55.34	30.14	19.90	14.54					
PB	4.82	4.22	3.56	2.95					
PS	4.94	3.92	3.02	2.31					
EV/EBITDA	30.99	19.10	13.36	9.81					
股息率	0.18%	0.36%	0.66%	1.00%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn