

中科电气 (300035.SZ) 买入 (维持评级)

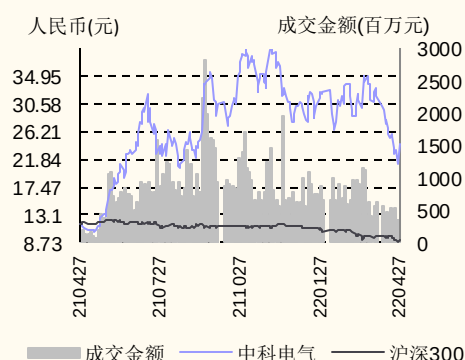
公司点评

市场价格 (人民币): 24.23 元

目标价格 (人民币): 30.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.23
已上市流通 A 股(亿股)	5.33
总市值(亿元)	175.26
年内股价最高最低(元)	39.30/10.44
沪深 300 指数	3896
创业板指	2269

**22Q1 业绩超预期，石墨化逐步释放****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	974	2,194	4,656	6,078	8,747
营业收入增长率	4.79%	125.33%	112.21%	30.55%	43.92%
归母净利润(百万元)	164	365	751	1,262	1,703
归母净利润增长率	8.34%	123.10%	105.47%	68.05%	34.95%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.569	1.038	1.744	2.354
每股经营性现金流净额	0.18	-1.34	-0.08	2.35	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.83%	14.97%	14.75%	21.57%	24.78%
P/E	48.06	53.17	23.34	13.89	10.29
P/B	3.76	7.96	3.44	3.00	2.55

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 4 月 27 日，公司公告 2021 年营收 22 亿元，归母净利润 3.65 亿元，扣非归母净利润 3.55 亿元，毛利率 27.2%。22Q1 营收 8.58 亿元，环比+3.6%，归母净利润 1.3 亿元，环比+13%，扣非归母净利润 1.4 亿元，环比+27.3%，毛利率 27.2%，环比+5%。

经营分析

- **业绩超预期，受益负极价格传导。**公司 2021 年全年出货 5.9 万吨，均价为 3.2 万元/吨，相较 2020 年均价提升 0.1 万元/吨。其中 21Q4 出货约 1.98 万吨，环比 21Q3 提升 26.8%，均价约 3.6 万元/吨。预计公司 22Q1 负极出货约 2 万吨，环比微增，吨均价约 3.8-3.9 万元/吨，吨净利润约 0.6 万元/吨，环比+0.15 万元/吨，主要由于负极均价环比约+9%，同时公司 21Q4 由于年底计提相关费用造成吨净利相对较低。
- **新增石墨化 Q2 逐步释放，全年石墨化自供率有望维持。**公司现有石墨化产能 3.5 万吨，贵州新增年产 3 万吨锂电池负极材料及 4.5 万吨石墨化 Q2 有望爬产，集能新材 1.5 万吨石墨化 Q2-Q3 有望逐步爬产，全年负极出货量有望达 11 万吨，负极石墨化产出有望贡献 6 万吨，自供率超 50%。一体化方面，公司到 22 年底-23 年初有望形成 22.5 万吨石墨化产能对应 27.7 万吨负极产能，产能规模及石墨化自供率均对标行业一线龙头（70%以上）并布局上游石油焦原材料。
- **绑定国内头部客户，海外有望拓展。**公司与亿纬锂能、宁德时代成立合资公司，为释放后的产能提供渠道保证。海外公司已打入 SKI，未来随公司加大海外客户力度，市场空间有望进一步打开。

盈利预测与投资建议

- 公司一体化领先&新型锂盐、添加剂、磷酸铁放量贡献利润增量。我们调整 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.5、12.6、17 亿元，对应 EPS 为 1.04、1.74、2.35 元，对应 PE 为 23.3、13.9、10.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期风险，行业竞争格局恶化风险，公司产能建设不及预期风险，新客户拓展不及预期风险，限售股解禁及汇兑风险。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
 chenchuanhong@gjzq.com.cn

姚云峰 联系人
 yaoyunfeng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	929	974	2,194	4,656	6,078	8,747
增长率		4.8%	125.3%	112.2%	30.5%	43.9%
主营业务成本	-560	-613	-1,566	-3,309	-4,017	-5,909
%销售收入	60.3%	62.9%	71.4%	71.1%	66.1%	67.6%
毛利	369	361	628	1,346	2,061	2,838
%销售收入	39.7%	37.1%	28.6%	28.9%	33.9%	32.4%
营业税金及附加	-9	-11	-14	-28	-36	-52
%销售收入	0.9%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-50	-55	-43	-93	-122	-175
%销售收入	5.3%	5.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-63	-58	-71	-158	-207	-297
%销售收入	6.8%	6.0%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	-53	-62	-98	-209	-273	-394
%销售收入	5.7%	6.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	195	175	402	857	1,423	1,919
%销售收入	21.0%	18.0%	18.3%	18.4%	23.4%	21.9%
财务费用	-22	-15	-39	-66	-33	-34
%销售收入	2.3%	1.5%	1.8%	1.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	-4	10	21	12	3	3
%税前利润	n.a	5.2%	5.1%	1.4%	0.2%	0.2%
营业利润	171	186	411	844	1,418	1,913
营业利润率	18.4%	19.1%	18.7%	18.1%	23.3%	21.9%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	172	184	409	844	1,418	1,913
利润率	18.5%	18.9%	18.6%	18.1%	23.3%	21.9%
所得税	-20	-20	-44	-93	-156	-210
所得税率	11.9%	10.9%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	151	164	365	751	1,262	1,703
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	151	164	365	751	1,262	1,703
净利率	16.3%	16.8%	16.7%	16.1%	20.8%	19.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	151	164	365	751	1,262	1,703
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	51	66	116	154	191
非经营收益	13	-6	8	120	53	57
营运资金变动	-208	-92	-1,302	-1,042	233	-1,233
经营活动现金净流	11	117	-862	-56	1,702	718
资本开支	-122	-111	-522	-464	-480	-480
投资	-50	-63	-20	0	0	0
其他	-182	195	36	12	3	3
投资活动现金净流	-354	21	-506	-452	-477	-477
股权募资	568	7	0	2,200	0	0
债权募资	34	-89	1,571	-1,815	-304	430
其他	-6	-91	896	-391	-561	-742
筹资活动现金净流	596	-173	2,467	-6	-865	-312
现金净流量	254	-35	1,099	-514	360	-71

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	331	281	1,458	944	1,304	1,233
应收款项	640	759	1,534	2,541	2,542	3,659
存货	383	386	855	1,632	1,871	2,833
其他流动资产	222	47	339	269	186	210
流动资产	1,576	1,474	4,186	5,386	5,903	7,935
%总资产	57.0%	52.9%	66.2%	68.9%	68.1%	72.2%
长期投资	77	87	128	128	128	128
固定资产	426	500	1,187	1,466	1,641	1,791
%总资产	15.4%	18.0%	18.8%	18.7%	18.9%	16.3%
无形资产	594	586	675	841	992	1,130
非流动资产	1,191	1,313	2,137	2,435	2,761	3,050
%总资产	43.0%	47.1%	33.8%	31.1%	31.9%	27.8%
资产总计	2,766	2,786	6,323	7,820	8,664	10,985
短期借款	265	266	1,654	638	284	664
应付款项	319	316	669	1,431	1,739	2,477
其他流动负债	72	59	321	230	313	445
流动负债	655	642	2,644	2,300	2,336	3,586
长期贷款	135	0	285	385	435	485
其他长期负债	46	52	953	43	43	43
负债	837	693	3,882	2,729	2,815	4,114
普通股股东权益	1,930	2,093	2,441	5,092	5,849	6,871
其中：股本	641	643	642	723	723	723
未分配利润	442	565	859	1,310	2,067	3,089
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,766	2,786	6,323	7,820	8,664	10,985

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.236	0.255	0.569	1.038	1.744	2.354
每股净资产	3.012	3.257	3.801	7.040	8.085	9.497
每股经营现金净流	0.017	0.182	-1.342	-0.078	2.353	0.992
每股股利	0.060	0.100	0.000	0.415	0.698	0.942
回报率						
净资产收益率	7.84%	7.83%	14.97%	14.75%	21.57%	24.78%
总资产收益率	5.47%	5.88%	5.78%	9.60%	14.57%	15.50%
投入资本收益率	7.35%	6.59%	8.17%	12.48%	19.28%	21.30%
增长率						
主营业务收入增长率	50.02%	4.79%	125.33%	112.21%	30.55%	43.92%
EBIT增长率	74.02%	-10.47%	129.66%	113.53%	65.92%	34.92%
净利润增长率	15.99%	8.34%	123.10%	105.47%	68.05%	34.95%
总资产增长率	43.39%	0.72%	126.95%	23.68%	10.78%	26.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	150.4	166.6	133.5	120.0	110.0	110.0
存货周转天数	207.6	229.1	144.6	180.0	170.0	175.0
应付账款周转天数	83.3	88.8	56.5	75.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	155.5	184.6	123.9	66.1	55.1	40.4
偿债能力						
净负债/股东权益	3.37%	-0.84%	19.51%	1.48%	-10.07%	-1.28%
EBIT利息保障倍数	9.0	12.0	10.3	13.0	43.3	56.3
资产负债率	30.25%	24.89%	61.39%	34.89%	32.49%	37.45%

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
买入	1	2	4	11	33
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.20	1.08	1.00

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
----	----	----	----	-----

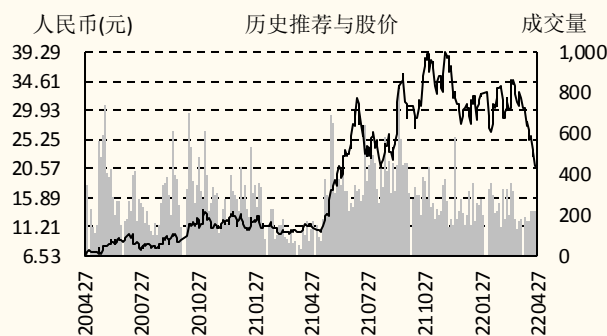
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402