

产能高速扩张，负极专家一体化趋势加速

2022 年 04 月 29 日

➤ **年报概述。**公司 21 年实现营收 21.94 亿元，同增 125.33%，实现归母净利润 3.65 亿元，同增 123.10%，扣非后归母净利润 3.55 亿元，同增 132.74%；公司 2021Q4 实现营收 8.06 亿元，同增 141.69%，环增 42.57%，归母净利润为 1.15 亿元，同增 123.64%，环增 25.83%，扣非后归母净利润为 1.10 亿元，同增 127.24%，环增 23.47%。

➤ **22Q1 创单季业绩新高。**2022Q1 实现营收 8.58 亿元，同增 161.60%，环增 6.46%，实现归母净利润 1.29 亿元，同增 91.25%，环增 12.30%，实现扣非后归母净利润 1.17 亿元，同增 140.27%，环增 27.79%。报告期内公司非经常性损益-0.11 亿元，其中包括子公司中科星城对深创投新材料基金支付的累计现金分红-投资款利息约 0.16 亿元。

➤ **建立外协石墨化合作关系，负极产能高速扩张。**能耗双控政策限制石墨化产能扩张，叠加煤炭价格上涨推动电价上涨，石墨化长期供需偏紧。公司通过与外协石墨化加工厂商建立战略合作关系，锁定外协加工产能，2021 年实现锂电负极板块营收 19.26 万元，同比增加 154.40%；负极材料销量 5.90 万吨，同比增加 145.46%。公司产能积极扩张，21 年底公司有效产能 9-10 万吨，贵州、四川、云南等多个在建项目产能有序释放，我们预计 22 年底产能可突破 25 万吨，全年有效产能 12-14 万吨。

➤ **石墨化自供比率稳步提升，单吨净利持续向上。**随公司云南曲靖以及贵州贵安新区“10 万吨负极一体化项目”产能落地，公司石墨化自供率将显著提升，我们预计 2022 年底公司石墨化自供率可达 80%，将有效降低成本，提升单吨净利。同时外协石墨化加工费维持高位，公司将部分价格转移给下游。根据测算，公司 22Q1 毛利率 27.17%，环增 4.91pcts，净利率为 15.02%，环增 0.80pct，单吨净利约 0.6 万元/吨，环比持续提升。

➤ **深度绑定核心客户，保证销量稳定增长。**公司客户结构优质，目前已与比亚迪、宁德时代、中创新航、亿纬锂能、瑞浦能源、蜂巢能源、苏州星恒、韩国 SK、ATL 等国内电池企业建立合作关系，此外公司与核心客户亿纬锂能合资建厂，并与宁德时代签订增资协议，深度绑定核心客户，保障公司销量高增长。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年公司的营业收入分别为 42.21、67.64、85.81 亿元，同比增速分别为 92.4%、60.3%、26.9%，实现归母净利润分别为 7.73、12.94、16.94 亿元，同比增速分别为 112%、67%、31%，4 月 28 日股价对应 22-24 年市盈率分别为 23、14、11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**客户集中度较高的风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2194	4221	6764	8581
增长率（%）	125.3	92.4	60.3	26.9
归属母公司股东净利润（百万元）	365	773	1294	1694
增长率（%）	123.1	111.6	67.3	31.0
每股收益（元）	0.51	1.07	1.79	2.34
PE	50	23	14	11
PB	7.4	3.4	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.08 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理：叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：021-60876734

邮箱：yetianlin@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

1. 中科电气(300035):Q3 业绩环比基本持平，负极专家高速扩产

2. 中科电气(300035)2021 年半年报点评：负极材料放量业绩高增，产能扩张快速推进

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2194	4221	6764	8581
营业成本	1566	3030	4877	6191
营业税金及附加	14	23	37	45
销售费用	43	63	81	86
管理费用	71	84	122	137
研发费用	98	135	203	240
EBIT	430	884	1445	1881
财务费用	39	42	33	24
资产减值损失	-2	-3	-4	-5
投资收益	21	15	24	30
营业利润	411	891	1489	1949
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	409	889	1487	1947
所得税	44	116	193	253
净利润	365	773	1294	1694
归属于母公司净利润	365	773	1294	1694
EBITDA	484	1010	1607	2066

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1458	3772	4036	4513
应收账款及票据	1092	1389	1584	1777
预付款项	299	606	975	1238
存货	855	1035	1332	1691
其他流动资产	482	869	1098	1296
流动资产合计	4186	7671	9026	10515
长期股权投资	117	117	117	117
固定资产	744	1216	1685	2021
无形资产	200	271	322	353
非流动资产合计	2137	2891	3489	3844
资产合计	6323	10562	12515	14359
短期借款	1607	2118	2230	1901
应付账款及票据	640	1204	1470	1781
其他流动负债	397	715	1103	1381
流动负债合计	2644	4036	4803	5062
长期借款	285	285	285	285
其他长期负债	953	953	953	953
非流动负债合计	1238	1238	1238	1238
负债合计	3882	5275	6042	6301
股本	642	723	723	723
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2441	5288	6473	8059
负债和股东权益合计	6323	10562	12515	14359

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	125.33	92.39	60.27	26.85
EBIT 增长率	124.21	105.66	63.39	30.19
净利润增长率	123.10	111.64	67.27	30.96
盈利能力 (%)				
毛利率	28.61	28.20	27.90	27.85
净利率	16.65	18.32	19.12	19.74
总资产收益率 ROA	5.78	7.32	10.34	11.80
净资产收益率 ROE	14.97	14.63	19.99	21.02
偿债能力				
流动比率	1.58	1.90	1.88	2.08
速动比率	1.15	1.49	1.40	1.50
现金比率	0.55	0.93	0.84	0.89
资产负债率 (%)	61.39	49.94	48.28	43.88
经营效率				
应收账款周转天数	180.79	120.00	85.00	75.00
存货周转天数	199.22	125.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.35	0.40	0.54	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	1.07	1.79	2.34
每股净资产	3.38	7.31	8.95	11.14
每股经营现金流	-1.19	0.94	1.51	2.09
每股股利	0.15	0.15	0.15	0.15
估值分析				
PE	50	23	14	11
PB	7.4	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	38.46	16.65	10.37	7.68
股息收益率 (%)	0.60	0.60	0.60	0.60

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	365	773	1294	1694
折旧和摊销	54	126	162	185
营运资金变动	-1302	-303	-450	-439
经营活动现金流	-862	678	1090	1515
资本开支	-522	-882	-762	-542
投资	-20	1	0	0
投资活动现金流	-506	-867	-739	-512
股权募资	0	2182	0	0
债务募资	1571	511	112	-330
筹资活动现金流	2469	2503	-88	-526
现金净流量	1099	2314	264	477

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001