

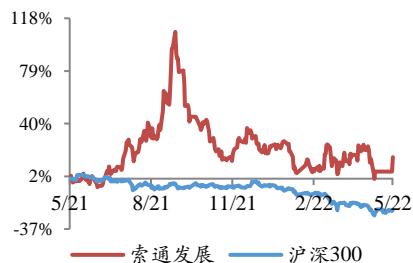
收购欣源股份，推进“绿电+新型碳材料”战略布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-17

收盘价（元）	19.11
近12个月最高/最低（元）	34.30/15.46
总股本（百万股）	460
流通股本（百万股）	431
流通股比例（%）	93.72
总市值（亿元）	88
流通市值（亿元）	82

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixy@hazq.com

主要观点：

● 公司事件

近日公司发布公告，拟以发行股份及支付现金的方式购买欣源股份94.9777%股权。经双方协商，欣源股份的100%股权对应的交易价格不高于12亿元，其中公司现金支付金额不超过交易对价的30%。本次交易完成后，欣源股份将成为上市公司的控股子公司。

● 欣源股份生产锂电负极，技术优势突出

欣源股份主营锂离子电池负极材料产品以及薄膜电容器，其全资子公司内蒙古欣源拥有人造石墨一体化生产优势，其负极产品主要客户为杉杉股份和贝特瑞等负极材料头部企业。2021年欣源股份实现营收5.15亿元，同比+35.5%，实现归母净利润0.84亿元，同比+114.6%，扣非归母净利润0.8亿元，同比+122.4%。其中石墨负极业务实现营收2.59亿，占比50.3%；实现毛利1.1亿元，毛利率40.4%，其石墨负极盈利能力整体高于国内负极上市公司平均水平。

● 进一步推进“绿电+新型碳材料”战略布局

2022年4月公司发布公告，拟投资7.2亿元在甘肃建设年产20万吨锂电池负极材料项目首期5万吨项目，收购工艺优势突出的欣源股份有助于弥补公司在锂电负极领域的技术短板，并有效推进公司在锂电负极领域的布局，助力公司“预焙阳极和锂电负极”的双主业成型。

● 投资建议

公司是国内预焙阳极龙头，布局锂电材料有望打开新的成长空间。暂不考虑本次收购，我们预计公司2022-2024年的营收分别为136.8/173.2/204.1亿元，同比增长44.6%/26.7%/17.8%；归母净利润分别为7.7/11.4/14.4亿元，同比增长24.2%/47.8%/26.1%；当前股价对应PE分别为11X、8X、6X，维持“买入”评级。

● 风险提示

项目投产不及预期、产品价格波动风险、原材料价格波动风险等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9458	13676	17324	20406
收入同比（%）	61.7%	44.6%	26.7%	17.8%
归属母公司净利润	620	770	1138	1435
净利润同比（%）	189.6%	24.2%	47.8%	26.1%
毛利率（%）	17.1%	16.7%	18.6%	19.0%
ROE（%）	13.7%	14.6%	17.7%	18.3%
每股收益（元）	1.40	1.67	2.48	3.12
P/E	14.66	11.41	7.72	6.12
P/B	2.09	1.66	1.37	1.12
EV/EBITDA	8.42	7.99	5.65	4.34

资料来源：wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7272	9530	10706	13378	营业收入	9458	13676	17324	20406
现金	1775	2206	1468	2457	营业成本	7841	11397	14108	16538
应收账款	1634	2512	3102	3663	营业税金及附加	56	103	125	145
其他应收款	14	20	25	30	销售费用	48	421	580	671
预付账款	263	391	495	571	管理费用	182	290	365	424
存货	3188	3836	4891	5843	财务费用	160	64	61	55
其他流动资产	398	565	725	813	资产减值损失	-15	-3	-3	-3
非流动资产	4869	4708	4337	3906	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-35	-49	-61	-73
固定资产	4161	4020	3701	3362	营业利润	972	1180	1786	2230
无形资产	378	404	429	449	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	330	284	208	95	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	12141	14238	15043	17284	利润总额	963	1180	1786	2230
流动负债	5394	6550	5941	6411	所得税	200	239	371	459
短期借款	3634	4049	2961	3000	净利润	763	941	1415	1771
应付账款	895	1590	1896	2195	少数股东损益	143	171	276	336
其他流动负债	865	910	1084	1216	归属母公司净利润	620	770	1138	1435
非流动负债	1381	1381	1381	1381	EBITDA	1546	1532	2104	2521
长期借款	1274	1274	1274	1274	EPS (元)	1.40	1.67	2.48	3.12
其他非流动负债	107	107	107	107					
负债合计	6775	7931	7322	7792					
少数股东权益	853	1024	1300	1636					
股本	460	460	460	460					
资本公积	2169	2169	2169	2169					
留存收益	1885	2655	3793	5228					
归属母公司股东权	4513	5283	6422	7857					
负债和股东权益	12141	14238	15043	17284					
现金流量表									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率				
经营活动现金流	-1193	535	638	1221	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	620	770	1138	1435	成长能力				
折旧摊销	374	459	534	571	营业收入	61.7%	44.6%	26.7%	17.8%
财务费用	143	64	61	55	营业利润	154.2%	21.4%	51.3%	24.9%
投资损失	3	49	61	73	归属于母公司净利润	189.6%	24.2%	47.8%	26.1%
营运资金变动	-2518	-980	-1435	-1251	盈利能力				
其他经营现金流	3323	1924	2852	3025	毛利率 (%)	17.1%	16.7%	18.6%	19.0%
投资活动现金流	-749	-349	-226	-216	净利率 (%)	6.6%	5.6%	6.6%	7.0%
资本支出	-686	-300	-166	-143	ROE (%)	13.7%	14.6%	17.7%	18.3%
长期投资	-60	0	0	0	ROIC (%)	8.7%	7.2%	10.1%	11.0%
其他投资现金流	-4	-49	-61	-73	偿债能力				
筹资活动现金流	2111	245	-1149	-16	资产负债率 (%)	55.8%	55.7%	48.7%	45.1%
短期借款	1573	415	-1088	39	净负债比率 (%)	126.3%	125.7%	94.8%	82.1%
长期借款	568	0	0	0	流动比率	1.35	1.46	1.80	2.09
普通股增加	26	0	0	0	速动比率	0.71	0.81	0.90	1.09
资本公积增加	274	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-331	-170	-61	-55	总资产周转率	0.78	0.96	1.15	1.18
现金净增加额	166	431	-737	989	应收账款周转率	5.79	5.44	5.59	5.57
					应付账款周转率	8.76	7.17	7.44	7.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.40	1.67	2.48	3.12
					每股经营现金流薄	-2.59	1.16	1.39	2.66
					每股净资产	9.81	11.49	13.96	17.08
					估值比率				
					P/E	14.66	11.41	7.72	6.12
					P/B	2.09	1.66	1.37	1.12
					EV/EBITDA	8.42	7.99	5.65	4.34

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。