



单吨盈利持续提升，钠电正极带来第二增长力

2022 年 08 月 27 日

➤ **事件说明。**2022 年 8 月 26 日，公司发布半年报，22 年 H1 公司实现营收 54.40 亿元，同增 161.09%，实现归母净利润 6.66 亿元，同增 340.92%，扣非后归母净利润 6.56 亿元，同增 346.26%。

➤ **22 年 Q2 营收同环比增长。营收和净利：**公司 2022Q2 营收 28.61 亿元，同增 160.81%，环增 10.93%，归母净利润为 3.24 亿元，同增 336.33%，环降 5.50%，扣非后归母净利润为 3.18 亿元，同增 341.59%，环降 6.06%。**毛利率：**2022Q2 毛利率为 18.36%，同增 2.82pcts，环降 0.68pct。**净利率：**2022Q2 净利率为 11.31%，同增 4.55pcts，环降 1.97pcts。**费用率：**公司 2022Q2 期间费用率为 4.49%，同比-1.26pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%、0.73%、2.68%、0.95%，同比-0.31pct、-0.59pct、0.78pct 和-1.14pcts。

➤ **正极材料快速放量，产能有序扩张。出货量方面，**公司 22Q1 出货量 1.0-1.1 万吨，单吨净利 3.2-3.3 万元，22Q2 出货量 0.9-1.0 万吨，单吨净利 3.3-3.5 万元，单吨净利环比持续提升，主要原因为：1.公司产能释放叠加产能利用率提升带来规模化效应；2.公司参股红星电子布局电池回收，可部分实现原材料自供；3.部分库存收益仍存。全年来看，公司出货有望达 5.0-5.5 万吨。**产能方面，**截止 2022 年 H1，公司现有产能 5 万吨，在建产能中，沙文二期预计 22 年 Q4 投入使用，沙文一期技改新增产能预计明年 Q1 左右释放，义龙三期 10 万吨正极材料项目已经开始购置土地、勘探设计等前期工作，预计公司在 25 年具备 18 万吨正极材料产能，其产线后续还可调整兼容钠离子电池正极材料的生产。

➤ **前瞻性布局钠离子电池，产品性能不断升级。**公司较早布局钠离子正极材料，产品具有高压实密度、高容量、低 pH 值和低游离钠的特性，其中高压实密度、高容量有助于提升电池的能量密度，低 pH 值、低游离钠能够有效提升电池整体的稳定性及一致性，降低电池产气鼓胀的风险。目前，公司第一代钠离子正极产品已向部分客户吨级出货，第二代产品已经向客户送样，相较第一代，克容量、首效和碱度控制均有进一步提升和改善。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 148.70、192.11、220.38 亿元，同比增速分别为 169.6%、29.2%、14.7%，归母净利润为 12.48、16.98、20.17 亿元，同增 202.4%、36.1%、18.8%，对应估值 20、15、12 倍 PE，考虑到公司产能稳定扩张，钠电带来第二成长力，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、原材料价格波动超预期、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5515	14870	19211	22038
增长率 (%)	432.1	169.6	29.2	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	413	1248	1698	2017
增长率 (%)	343.3	202.4	36.1	18.8
每股收益 (元)	0.93	2.82	3.83	4.55
PE	60	20	15	12
PB	8.5	6.1	4.4	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

56.12 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李京波

执业证书：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

1. 电动车行业深度：从技术原理角度探讨高压快充的受益环节

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	5515	14870	19211	22038
营业成本	4710	12918	16609	18963
营业税金及附加	17	30	38	44
销售费用	18	22	29	33
管理费用	70	104	134	154
研发费用	149	372	480	551
EBIT	531	1499	2019	2415
财务费用	78	17	-7	-8
资产减值损失	13	-11	-15	-18
投资收益	9	74	96	110
营业利润	462	1425	1947	2315
营业外收支	2	9	5	3
利润总额	464	1434	1952	2318
所得税	51	186	254	301
净利润	413	1248	1698	2017
归属于母公司净利润	413	1248	1698	2017
EBITDA	654	1629	2158	2551

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1471	3088	3120	6902
应收账款及票据	1099	2558	2638	3303
预付款项	54	194	166	190
存货	1520	2058	3453	3889
其他流动资产	749	1748	2224	2536
流动资产合计	4894	9645	11601	16820
长期股权投资	35	35	35	35
固定资产	1767	1855	1910	1836
无形资产	101	98	95	92
非流动资产合计	2058	2128	2170	2084
资产合计	6952	11773	13771	18905
短期借款	521	521	521	521
应付账款及票据	1553	4906	5244	8451
其他流动负债	1348	1679	1785	1865
流动负债合计	3422	7106	7550	10838
长期借款	580	580	580	580
其他长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	603	603	603	603
负债合计	4025	7709	8153	11441
股本	443	443	443	443
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2927	4064	5618	7464
负债和股东权益合计	6952	11773	13771	18905

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	432.07	169.63	29.19	14.72
EBIT 增长率	451.19	182.08	34.71	19.62
净利润增长率	343.34	202.43	36.10	18.77
盈利能力 (%)				
毛利率	14.59	13.13	13.54	13.96
净利率	7.48	8.39	8.84	9.15
总资产收益率 ROA	5.93	10.60	12.33	10.67
净资产收益率 ROE	14.09	30.70	30.23	27.02
偿债能力				
流动比率	1.43	1.36	1.54	1.55
速动比率	0.94	1.02	1.04	1.17
现金比率	0.43	0.43	0.41	0.64
资产负债率 (%)	57.89	65.48	59.20	60.52
经营效率				
应收账款周转天数	46.83	40.00	45.00	45.00
存货周转天数	98.45	50.00	60.00	70.00
总资产周转率	0.98	1.59	1.50	1.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	2.82	3.83	4.55
每股净资产	6.61	9.18	12.68	16.85
每股经营现金流	0.22	4.25	0.66	8.87
每股股利	0.25	0.25	0.33	0.39
估值分析				
PE	60	20	15	12
PB	8.5	6.1	4.4	3.3
EV/EBITDA	38.72	14.56	10.97	7.80
股息收益率 (%)	0.45	0.45	0.58	0.69

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	413	1248	1698	2017
折旧和摊销	123	130	139	135
营运资金变动	-560	479	-1576	1733
经营活动现金流	96	1884	295	3930
资本开支	-298	-191	-176	-47
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-297	-117	-79	63
股权募资	1252	0	0	0
债务募资	217	0	0	0
筹资活动现金流	1553	-150	-183	-211
现金净流量	1351	1617	32	3782

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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026