

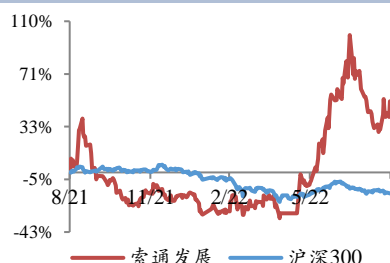
22H1 业绩超预期，布局锂电负极培育成长新动力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

收盘价（元）	36.58
近 12 个月最高/最低（元）	48.19/16.13
总股本（百万股）	461
流通股本（百万股）	435
流通股比例（%）	94.54
总市值（亿元）	168
流通市值（亿元）	159

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

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：lixu@hazq.com

相关报告

1. 收购欣源股份，推进“绿电+新型碳材料”战略布局 2022-05-18

2. 量利双升助力业绩增长，进军锂电负极构筑新成长 2022-04-29

主要观点：

● 公司事件

公司发布 2022 半年报。2022H1 公司实现营业收入 79.63 亿元，同比 +102.81%；归母净利润 5.68 亿，同比 +94.88%；扣非后归母净利 5.68 亿元，同比 +97.72%。单季度来看，2022Q2 公司实现营收 47.78 亿元，同比 +114.40%，环比 +49.99%；归母净利润 4.10 亿元，同比 +125.47%，环比 +159.06%；扣非后归母净利润 4.13 亿元，同比 +134.66%，环比 +166.56%。

● 预焙阳极量价齐升，业绩实现超预期增长

1) 量：报告期内，索通云铝一期 60 万吨炭材料项目产能释放，并且部分生产基地实现超负荷运行，公司产销规模均创新高。22H1 公司实现预焙阳极产量 132.33 万吨，同比 +36.68%；销售预焙阳极 126.55 万吨，同比 +31.17%，其中出口销售 33.41 万吨，国内销售 93.14 万吨。2) 价：受益于下游需求不断增加，预焙阳极价格持续上行，22H1 预焙阳极均价 6542 元/吨，同比 +57.47%；22Q2 预焙阳极均价 7627 元/吨，同比 +71.03%，环比 +40.68%。3) 利：受益于产品价格上涨，阳极产品盈利能力有所提升。据测算，22H1 预焙阳极产品吨利润约为 586 元/吨，同比 +56%。4) 展望：公司现有 252 万吨产能规模，索通云铝二期 30 万吨基本建设完成，下半年将进入试生产阶段，陇西索通 30 万吨项目正积极筹建中，远期产能规划达到 500 万吨。

● 稳步推进锂电负极材料布局，打造第二增长曲线

锂电负极材料与公司预焙阳极生产工艺相似，并且公司是石油焦（制造负极等碳材料的重要原材料）市场重要的采购方，有效保障公司在技术和原材料方面的明显优势。公司通过收购和投资来进一步构建“预焙阳极+锂电负极”碳材料产业：①拟收购新三板锂电人造石墨负极企业欣源股份 94.9777% 股权，欣源股份现有 1.5 万吨负极产能，拟建设年产 10 万吨高性能锂离子电池负极材料扩产项目中的一期 4 万吨石墨化生产线，预计年底建成。②在嘉峪关投资建设年产 20 万吨锂离子电池负极材料一体化项目（首期 5 万吨）。收购工作和自建首期 5 万吨中 2.5 万吨建设工作争取在 2022 年年末完成，预计 2023 年负极产能将形成新的业绩增长点。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司实现营收分别为 168.2/217.9/266.2 亿元，同比分别增长 77.8%/29.6%/22.2%；归母净利润分别为 11.3/16.1/21.3 亿元，同比分别增长 82.2%/42.1%/32.6%；当前股价对应 PE 分别为 14X/10X/7X，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

项目投产不及预期、收购失败、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	16820	21792	26622
收入同比 (%)	61.7%	77.8%	29.6%	22.2%
归属母公司净利润	620	1130	1605	2127
净利润同比 (%)	189.6%	82.2%	42.1%	32.6%
毛利率 (%)	17.1%	16.7%	17.5%	18.4%
ROE (%)	13.7%	20.8%	22.8%	23.2%
每股收益 (元)	1.40	2.45	3.48	4.62
P/E	14.66	13.80	9.72	7.33
P/B	2.09	2.87	2.22	1.70
EV/EBITDA	8.42	7.78	5.90	4.29

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7272	11117	12849	18575	营业收入	9458	16820	21792	26622
现金	1775	1973	2895	5262	营业成本	7841	14007	17978	21728
应收账款	1634	3582	3115	4982	营业税金及附加	56	127	158	189
其他应收款	14	22	28	32	销售费用	48	101	134	158
预付账款	263	480	630	751	管理费用	182	356	459	554
存货	3188	4245	5358	6347	财务费用	160	28	40	33
其他流动资产	398	815	823	1201	资产减值损失	-15	-3	-3	-3
非流动资产	4869	5390	5749	6061	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	-60	-76	-95
固定资产	4161	4697	5102	5500	营业利润	972	1930	2669	3529
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	289	218	112	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	12141	16507	18598	24635	利润总额	963	1930	2669	3529
流动负债	5394	8509	8545	11864	所得税	200	463	614	810
短期借款	3634	4480	5457	6489	净利润	763	1467	2055	2719
应付账款	895	2842	1723	3745	少数股东损益	143	337	451	591
其他流动负债	865	1187	1365	1630	归属母公司净利润	620	1130	1605	2127
非流动负债	1381	1381	1381	1381	EBITDA	1546	2547	3369	4317
长期借款	1274	1274	1274	1274	EPS (元)	1.40	2.45	3.48	4.62
其他非流动负债	107	107	107	107					
负债合计	6775	9890	9926	13245					
少数股东权益	853	1190	1641	2232					
股本	460	460	460	460					
资本公积	2169	2169	2169	2169					
留存收益	1885	2798	4403	6530					
归属母公司股东权益	4513	5427	7031	9159					
负债和股东权益	12141	16507	18598	24635					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	-1193	760	1063	2522	成长能力				
净利润	763	1467	2055	2719	营业收入	61.7%	77.8%	29.6%	22.2%
折旧摊销	374	527	581	659	营业利润	154.2%	98.6%	38.3%	32.2%
财务费用	143	81	99	119	归属于母公司净利	189.6%	82.2%	42.1%	32.6%
投资损失	3	60	76	95	获利能力				
营运资金变动	-2518	-1378	-1751	-1072	毛利率 (%)	17.1%	16.7%	17.5%	18.4%
其他经营现金流	3323	2847	3809	3793	净利率 (%)	6.6%	6.7%	7.4%	8.0%
投资活动现金流	-749	-1110	-1019	-1068	ROE (%)	13.7%	20.8%	22.8%	23.2%
资本支出	-686	-1050	-942	-973	ROIC (%)	8.7%	12.0%	13.6%	14.4%
长期投资	-60	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-4	-60	-76	-95	资产负债率 (%)	55.8%	59.9%	53.4%	53.8%
筹资活动现金流	2111	548	877	913	净负债比率 (%)	126.3%	149.5%	114.5%	116.3%
短期借款	1573	846	977	1032	流动比率	1.35	1.31	1.50	1.57
长期借款	568	0	0	0	速动比率	0.69	0.74	0.79	0.96
普通股增加	26	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	274	0	0	0	总资产周转率	0.92	1.17	1.24	1.23
其他筹资现金流	-331	-297	-99	-119	应收账款周转率	7.07	6.45	6.51	6.58
现金净增加额	166	198	922	2367	应付账款周转率	9.33	7.50	7.88	7.95

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.40	2.45	3.48	4.62	P/E	14.66	13.80	9.72	7.33
每股经营现金流薄)	-2.59	1.65	2.31	5.48	P/B	2.09	2.87	2.22	1.70
每股净资产	9.81	11.78	15.27	19.88	EV/EBITDA	8.42	7.78	5.90	4.29

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方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。