

中科电气 (300035.SZ)

买入(维持评级)

Q2 盈利环比持平，看好 Q3 成本边际改善

当前价格: 25.96 元

目标价格: 42.47 元

投资要点:

► **Q2盈利环比持平。**2022H1公司实现收入20.3亿元，同+147%，实现归母净利润2.6亿元，同+65%，扣非归母净利润2.8亿元，同+81%，计提深创投财务费用0.3亿元。2022Q2实现收入11.7亿元，同+137%，环+37%；实现归母净利润1.34亿元，同+46%，环+4%。实现扣非归母净利润1.43亿元，同+56%，环+2%。

► **Q2价格向下传导，出货量超预期。**2022H1负极产量、出货量、销量分别达4.86、4.84、4.55万吨，平均单吨售价达4.11万元/吨，环比2021Q4提升0.72万元/吨，单吨毛利从0.79万元/吨提升到0.88万元/吨，印证公司具备向下游传导成本压力的能力。预计22Q2销量在2.5-2.6万吨，对应单价4.2万元/吨。受石油焦价格上涨、量增导致石墨化自供率相对下降影响，Q2单吨毛利约为0.75万元/吨，单吨扣非净利约为0.52万元/吨，环比下滑0.16万元/吨。

► **展望Q3，成本压力下降+石墨化配套率提升。**8.15抚顺石化二厂石油焦1#A报价再次下调500元/吨至7300元/吨，8.16大庆石化石油焦1#A报价再度下调500元/吨至7400元/吨。从5.16-7.29横盘的高位9000元/吨已经回调1700元/吨、1600元/吨。折算到负极单吨成本下降约1000元左右（每吨负极消耗1.6-1.7吨石油焦）。公司石油焦使用比例较高，成本边际改善明显。随头部负极厂一体化率提升、供给紧张缓和，预计石墨化外协价格将逐步松动。我们预计公司贵州石墨化新产能Q3满产、四川产能有望在年底前投放，盈利能力将边际提升。

► 盈利预测:

宁德时代、亿纬锂能已向与公司分别在贵州、云南成立的合资公司注资，龙头客户有望带动公司新产能消纳，综合考虑考虑少数股东权益、市场需求和成本产品价格趋势，我们调整2022-2024年公司负极材料总销量预期为12/24.7/37.2万吨，权益销量12/21/30万吨归母净利为7.0/12.3/18.1亿元（前值为8/13.6/18.1亿元），同比增92%/75%/47%，当前股价对应市盈率27/15/10倍。考虑到公司业绩边际提升明显和较高确定性。我们给予公司2023年25倍PE，对应目标价42.47元/股，维持“买入”评级。

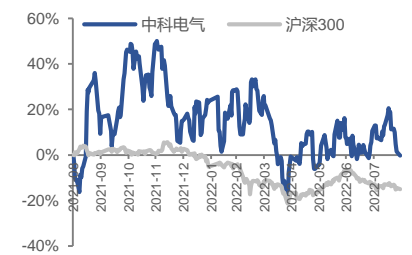
► 风险提示:

产能释放不及预期、原材料价格波动等。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	723/533
总市值/流通市值 (百万元)	18777/13843
每股净资产 (元)	6.62
资产负债率 (%)	51.34
一年内最高/最低 (元)	39.08/20.9

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟

执业证书编号: S0210522050005

邮箱: dengwei3787@hfzq.com.cn

研究助理 游宝来

邮箱: ybl3804@hfzq.com.cn

相关报告

《中科电气深度报告:六城扩产快速推进,负极新星挺进一线》2022.07.22

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	974	2,194	4,766	8,285	11,759
增长率 (%)	5%	125%	117%	74%	42%
归母净利润 (百万元)	164	365	702	1,229	1,808
增长率 (%)	8%	123%	92%	75%	47%
EPS (元/股)	0.23	0.51	0.97	1.70	2.50
市盈率 (P/E)	114.6	51.4	26.8	15.3	10.4
市净率 (P/B)	9.0	7.7	6.2	4.6	3.3

数据来源:公司公告、华福证券研究所

附录

选取负极行业第一梯队企业璞泰来、贝特瑞、翔丰华、杉杉股份作为可比公司，2023-2024 年公司 PE 低于行业平均水平 15.9/12.3，公司 2021-2024 年归母净利润复合增速高于行业平均水平 48%，公司盈利能力边际改善明显，中长期持续增长确定性较高。我们认为中科电气估值仍处于偏低水平，主要原因为：1) 公司长沙、贵州、云南、四川几大基地加速扩产放量，公司客户结构较优，绑定宁德时代、亿纬锂能合资建厂，开工率和出货确定性较强。2) 石墨化配套率提升将拉动单位盈利超预期修复。

可比公司除负极外其他业务占比较高，而公司 2022H1 负极收入占比已经达到 92%，受负极下游需求放量和成本压力缓解的边际作用更大。考虑到公司业绩边际提升明显和持续增长的较高确定性，我们给予公司 2023 年适当溢价，即给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 42.47 元/股，维持“买入”评级。

图表 1：可比公司估值（可比公司业绩基于 Wind 一致预期）

简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速				P/E		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR	2022E	2023E	2024E
璞泰来	912	157	224	296	30	43	57	70%	44%	34%	49%	30.8	21.3	15.9
贝特瑞	450	221	296	376	23	32	42	59%	39%	32%	43%	19.6	14.1	10.6
翔丰华	57	22	32	40	3	4	5	173%	43%	24%	69%	21.1	14.7	11.9
杉杉股份	582	229	286	348	34	44	54	1%	29%	24%	17%	17.3	13.4	10.8
平均值								76%	39%	28%	45%	22.2	15.9	12.3
中科电气	188	47.7	82.9	117.6	7.0	12.3	18.1	78%	51%	31%	70%	26.8	15.3	10.4

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：截至 2022 年 8 月 29 日收盘价

图表 2: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,458	953	1,657	2,352	营业收入	2,194	4,766	8,285	11,759
应收票据及账款	1,092	2,324	4,040	5,733	营业成本	1,566	3,545	5,910	8,159
预付账款	299	677	1,129	1,558	税金及附加	14	29	51	72
存货	855	1,935	3,226	4,453	销售费用	43	89	155	220
合同资产	0	0	0	0	管理费用	71	150	260	369
其他流动资产	482	1,042	1,808	2,564	研发费用	98	208	403	608
流动资产合计	4,186	6,931	11,859	16,661	财务费用	39	88	188	307
长期股权投资	117	137	157	177	信用减值损失	-10	0	-50	-100
固定资产	744	1,201	1,925	2,797	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	443	743	943	1,143	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	200	214	237	272	投资收益	21	86	63	53
商誉	473	473	473	473	其他收益	41	47	48	50
其他非流动资产	161	162	163	163	营业利润	411	787	1,377	2,025
非流动资产合计	2,137	2,929	3,897	5,025	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	6,323	9,860	15,756	21,686	营业外支出	3	3	3	3
短期借款	1,607	3,374	6,749	9,681	利润总额	409	785	1,375	2,023
应付票据及账款	640	1,449	2,416	3,335	所得税	44	84	147	216
预收款项	0	0	0	0	净利润	365	701	1,228	1,807
合同负债	233	506	879	1,248	少数股东损益	0	0	0	-1
其他应付款	29	29	29	29	归属母公司净利润	365	701	1,228	1,808
其他流动负债	135	218	326	431	EPS (摊薄)	0.51	0.97	1.70	2.50
流动负债合计	2,644	5,576	10,399	14,724					
长期借款	285	285	285	285	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	953	953	953	953	成长能力				
非流动负债合计	1,238	1,238	1,238	1,238	营业收入增长率	125.3%	117.2%	73.9%	41.9%
负债合计	3,882	6,814	11,638	15,963	EBIT 增长率	125.9%	94.8%	79.1%	49.1%
归属母公司所有者权益	2,441	3,047	4,120	5,724	归母净利润增长率	123.1%	92.0%	75.1%	47.2%
少数股东权益	0	0	-1	-2	获利能力				
所有者权益合计	2,441	3,046	4,119	5,723	毛利率	28.6%	25.6%	28.7%	30.6%
负债和股东权益	6,323	9,860	15,756	21,686	净利率	16.7%	14.7%	14.8%	15.4%
					ROE	15.0%	23.0%	29.8%	31.6%
					ROIC	9.8%	12.6%	13.8%	14.7%
					偿债能力				
					资产负债率	61.4%	69.1%	73.9%	73.6%
					流动比率	1.6	1.2	1.1	1.1
					速动比率	1.3	0.9	0.8	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	132	128	138	149
					存货周转天数	143	142	157	169
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.51	0.97	1.70	2.50
					每股经营现金流	-1.19	-1.81	-1.82	-0.68
					每股净资产	3.38	4.21	5.70	7.91
					估值比率				
					P/E	51	27	15	10
					P/B	8	6	5	3
					EV/EBITDA	215	114	65	43

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn