

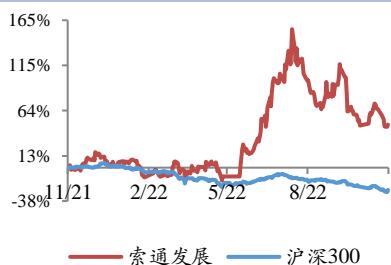
22Q3 经营稳定，规划百万吨煅烧焦项目保障原材料优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-02

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 27.99 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 48.19/16.13 |
| 总股本（百万股） | 460 |
| 流通股本（百万股） | 435 |
| 流通股比例（%） | 94.54 |
| 总市值（亿元） | 129 |
| 流通市值（亿元） | 122 |

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: lixy@hazq.com

相关报告

- 1.22H1 业绩超预期，布局锂电负极培育成长新动力 2022-08-30
- 2.收购欣源股份，推进“绿电+新型碳材料”战略布局 2022-05-18
- 3.量利双升助业绩增长，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 年三季度业绩公告**。2022 年前三季度公司实现营收 137.1 亿元，同比+107.47%；归母净利润 9.65 亿元，同比+103.68%；扣非后归母净利润 9.60 亿元，同比+103.97%。单季度来看，公司实现营收 57.50 亿元，同比+114.28%，环比+20.29%；归母净利润 3.97 亿元，同比+117.75%，环比-3.08%；扣非后归母净利润 3.92 亿元，同比+113.76%，环比-5.13%。

● 预焙阳极量价双增，保障公司业绩稳定增长

公司前三季度业绩稳步提升主因预焙阳极销售价格大幅上涨以及索通云铝产能释放贡献增量。价格方面，因市场供需紧张以及石油焦等原材料成本高企，报告期内预焙阳极价格持续上行，前三季度预焙阳极市场均价约为 6933 元/吨，同比+58.6%；单三季度价格来看，预焙阳极市场均价为 7705 元/吨，同比+59.7%，环比+2.2%，三季度产品售价维持高位保障公司盈利水平。产销量方面，公司索通云铝产能持续释放并且部分生产基地维持超负荷运行，预计三季度预焙阳极产量约 70 万吨。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。

● 规划百万吨煅烧焦项目，夯实原材料优势

为进一步贯彻 C+ 战略和优化原材料布局，公司拟投资 20.5 亿元在湖北省枝江市姚家港化工园区投资建设年产 100 万吨新型炭材料项目。该项目有望充分发挥沿江区位优势及园区产业集群带来的降本优势，为进一步夯实公司原材料优势奠定坚实基础。

● 稳步推进锂电负极材料布局，有望迎来新的利润增长点

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 170.8/221.2/269.1 亿元，同比分别增长 80.6%/29.5%/21.7%；归母净利润分别为 12.8/17.9/23.0 亿元，同比分别增长 105.7%/40.5%/28.3%；当前股价对应 PE 分别为 10X/7X/6X，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

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 9458 | 17082 | 22116 | 26909 |
| 收入同比 (%) | 61.7% | 80.6% | 29.5% | 21.7% |
| 归属母公司净利润 | 620 | 1275 | 1791 | 2299 |
| 净利润同比 (%) | 189.6% | 105.7% | 40.5% | 28.3% |
| 毛利率 (%) | 17.1% | 18.0% | 18.7% | 19.3% |
| ROE (%) | 13.7% | 22.9% | 24.3% | 23.8% |
| 每股收益 (元) | 1.40 | 2.77 | 3.89 | 4.99 |
| P/E | 14.66 | 10.11 | 7.20 | 5.61 |
| P/B | 2.09 | 2.31 | 1.75 | 1.33 |
| EV/EBITDA | 8.42 | 6.08 | 4.56 | 3.32 |

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 | | |
|----------------|-------|-------|-------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 |
| 流动资产 | 7272 | 11310 | 13281 | 19226 | 营业收入 | 9458 | 17082 | 22116 | 26909 | |
| 现金 | 1775 | 2072 | 3298 | 5832 | 营业成本 | 7841 | 14007 | 17978 | 21728 | |
| 应收账款 | 1634 | 3664 | 3134 | 5051 | 营业税金及附加 | 56 | 129 | 160 | 192 | |
| 其他应收款 | 14 | 23 | 28 | 33 | 销售费用 | 48 | 102 | 136 | 159 | |
| 预付账款 | 263 | 480 | 630 | 751 | 管理费用 | 182 | 362 | 466 | 560 | |
| 存货 | 3188 | 4245 | 5358 | 6347 | 财务费用 | 160 | 28 | 37 | 21 | |
| 其他流动资产 | 398 | 826 | 833 | 1213 | 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 | -61 | -78 | -96 | |
| 固定资产 | 4161 | 4697 | 5102 | 5500 | 营业利润 | 972 | 2179 | 2980 | 3814 | |
| 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 | 16699 | 19030 | 25287 | 利润总额 | 963 | 2179 | 2980 | 3814 | |
| 流动负债 | 5394 | 8513 | 8549 | 11867 | 所得税 | 200 | 523 | 685 | 876 | |
| 短期借款 | 3634 | 4480 | 5457 | 6489 | 净利润 | 763 | 1656 | 2295 | 2938 | |
| 应付账款 | 895 | 2842 | 1723 | 3745 | 少数股东损益 | 143 | 381 | 503 | 639 | |
| 其他流动负债 | 865 | 1190 | 1369 | 1634 | 归属母公司净利润 | 620 | 1275 | 1791 | 2299 | |
| 非流动负债 | 1381 | 1381 | 1381 | 1381 | EBITDA | 1546 | 2797 | 3678 | 4591 | |
| 长期借款 | 1274 | 1274 | 1274 | 1274 | EPS (元) | 1.40 | 2.77 | 3.89 | 4.99 | |
| 其他非流动负债 | 107 | 107 | 107 | 107 | | | | | | |
| 负债合计 | 6775 | 9893 | 9930 | 13248 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 853 | 1234 | 1737 | 2376 | | | | | | |
| 股本 | 460 | 460 | 460 | 460 | | | | | | |
| 资本公积 | 2169 | 2169 | 2169 | 2169 | | | | | | |
| 留存收益 | 1885 | 2944 | 4735 | 7034 | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 4513 | 5572 | 7364 | 9663 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 12141 | 16699 | 19030 | 25287 | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | 主要财务比率 | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 经营活动现金流 | -1193 | 860 | 1368 | 2690 | 成长能力 | | | | | |
| 净利润 | 763 | 1656 | 2295 | 2938 | 营业收入 | 61.7% | 80.6% | 29.5% | 21.7% | |
| 折旧摊销 | 374 | 527 | 581 | 659 | 营业利润 | 154.2% | 124.1% | 36.8% | 28.0% | |
| 财务费用 | 143 | 81 | 99 | 119 | 归属母公司净利润 | 189.6% | 105.7% | 40.5% | 28.3% | |
| 投资损失 | 3 | 61 | 78 | 96 | 盈利能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -2518 | -1467 | -1686 | -1125 | 毛利率 (%) | 17.1% | 18.0% | 18.7% | 19.3% | |
| 其他经营现金流 | 3323 | 3126 | 3983 | 4066 | 净利率 (%) | 6.6% | 7.5% | 8.1% | 8.5% | |
| 投资活动现金流 | -749 | -1110 | -1020 | -1069 | ROE (%) | 13.7% | 22.9% | 24.3% | 23.8% | |
| 资本支出 | -686 | -1050 | -942 | -973 | ROIC (%) | 8.7% | 13.3% | 14.7% | 15.0% | |
| 长期投资 | -60 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 其他投资现金流 | -4 | -61 | -78 | -96 | 资产负债率 (%) | 55.8% | 59.2% | 52.2% | 52.4% | |
| 筹资活动现金流 | 2111 | 548 | 877 | 913 | 净负债比率 (%) | 126.3% | 145.4% | 109.1% | 110.0% | |
| 短期借款 | 1573 | 846 | 977 | 1032 | 流动比率 | 1.35 | 1.33 | 1.55 | 1.62 | |
| 长期借款 | 568 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.69 | 0.76 | 0.84 | 1.01 | |
| 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 | 1.18 | 1.24 | 1.21 | |
| 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 | 297 | 1226 | 2534 | 应付账款周转率 | 9.33 | 7.50 | 7.88 | 7.95 | |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.40 | 2.77 | 3.89 | 4.99 | |
| | | | | | 每股经营现金流 | -2.59 | 1.87 | 2.97 | 5.84 | |
| | | | | | 每股净资产 | 9.81 | 12.10 | 15.99 | 20.98 | |
| | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | P/E | 14.66 | 10.11 | 7.20 | 5.61 | |
| | | | | | P/B | 2.09 | 2.31 | 1.75 | 1.33 | |
| | | | | | EV/EBITDA | 8.42 | 6.08 | 4.56 | 3.32 | |

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。