

## 出货量大幅增长，短期盈利能力下滑不改长期弹性

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入16.1亿元，同比增长133.0%；对应22Q3实现营业收入6.7亿元，同比增长115.9%，环比增长35.4%。前三季度实现归母净利润1.2亿元，同比增长110.5%；对应22Q3实现归母净利润0.3亿元，增长88.6%，环比下降53.6%。前三季度实现营业收入1.1亿元，同比增长128.7%；对应22Q3实现归母净利润0.3亿元，同比增长117.9%，环比下降54.7%。业绩不及预期。
- **下游需求旺盛，出货量大幅增长，产能建设稳步推进。**SNE Research数据显示，公司主要客户BYD锂电池装机量同比增长近200%，同时LGES装机量稳居全球第二，下游客户需求良好。22Q3，公司位于福建、四川的新增产能建设进度稳步推进，并贡献一定增量。经测算，22Q3公司石墨负极销约2万吨，环比增长超30%。预期22Q4，随着下游积极备产，石墨负极需求量进一步增加，单季度销量有望超2.5万吨，对应全年销量8.5~9万吨。
- **成本端压力增加，显著挤压公司利润。**BAIINFO数据显示，报告期内负极原材料针状焦价格显著上涨，达到全年高点1.4万元/吨，较年初上涨0.4万元/吨，22Q3成本端严重承压。同时，受限于内蒙古、四川、福建等地限电影响，叠加负极供应商开工率维持较高水平，石墨化价格再度上涨，一度达到2.6万元/吨，较年初上涨0.4万元/吨。经测算，若公司按照市场价采购，那么成本将提升超1万元/吨。因此，22Q3公司负极材料单位盈利显著下滑，仅有0.1万元/吨，环比缩水超60%。
- **22Q4成本压力缓解，全年仍有望踩稳预期。**22M9开始，针状焦、石墨化价格均出现小幅回落，公司成本端压力有望缓解。经测算，若盈利能力修复至22H1水平，公司22Q4可实现归母净利润约7500万元，仍可踩稳全年预期。
- **新增产能落地，负极版图日益丰满。**10月31日，公司与永安市石墨和石墨烯产业园签署《负极配套生产线项目投资合同》，其中拟建设年产2万吨负极碳化生产线和年产4万吨人造石墨负极原料粉碎整形线及包覆线生产线。至此，公司远期负极产能或将超过15万吨，为应对下游需求爆发做充分准备。
- **盈利预测与投资建议。**公司积极扩大产能，优化公司产品结构，同时增加石墨化配套进行降本增效，进一步提升公司盈利能力。考虑公司客户质量优秀，及未来公司稳步扩产，积极对接市场需求，我们认为三季度成本端压力导致利润受损为短期现象，不改公司业绩长期向好预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；石墨化供给短缺的风险；外协加工风险；公司毛利率下降风险；应收账款风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1118.24	2730.00	3850.00	4810.00
增长率	168.78%	144.13%	41.03%	24.94%
归属母公司净利润(百万元)	99.84	201.97	324.95	408.74
增长率	119.65%	102.29%	60.89%	25.79%
每股收益EPS(元)	0.93	1.87	3.01	3.79
净资产收益率ROE	8.58%	16.10%	21.41%	22.84%
PE	44	22	14	11
PB	3.86	3.33	2.74	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.08
流通A股(亿股)	0.80
52周内股价区间(元)	32.09-85.42
总市值(亿元)	44.26
总资产(亿元)	23.61
每股净资产(元)	11.47

### 相关研究

1. 翔丰华(300890): 盈利能力稳中向好, 展望22H2产能释放 (2022-08-08)
2. 翔丰华(300890): 成本下降盈利能力改善, 一体化、规模化有望梯次降本 (2022-03-04)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2022 年公司主要原材料供应紧缺、价格上行，外协加工费用上涨，公司成本显著上升，且无法全部向下游传导，毛利率下滑严重。22Q4 起，原材料供需矛盾缓和，能源紧张问题有望缓解，公司毛利率情况将逐步回暖，单位利润维持历史平均水平。

假设 2：公司四川、福建基地建设稳步推进，产能逐年增长。产品下游需求旺盛，实现满产满销，2022~2024 年销量为 8.5/12/15 万吨。

假设 3：公司负极产品单位价格较低，考虑未来行业大宗化、价格战的可能性，产品单价仍有望维持，预计 2022~2024 年负极产品单价 3.2 万元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
负极材料	收入	1115.1	2720.0	3840.0	4800.0
	增速	174.2%	143.9%	41.2%	25.0%
	毛利率	26.1%	21.5%	22.0%	22.0%
其他	收入	3.2	10.0	10.0	10.0
	增速	-66.4%	217.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	54.9%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	1118.2	2730.0	3850.0	4810.0
	增速	168.8%	144.1%	41.0%	24.9%
	毛利率	26.2%	21.6%	22.0%	22.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1118.24	2730.00	3850.00	4810.00	净利润	99.22	217.97	357.95	475.74
营业成本	825.32	2141.20	3001.20	3750.00	折旧与摊销	33.37	39.56	39.56	39.56
营业税金及附加	3.14	10.15	13.95	33.19	财务费用	9.44	13.65	19.25	24.05
销售费用	46.17	95.55	115.50	120.25	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	51.63	204.75	269.50	312.65	经营营运资本变动	8.22	-242.74	-194.42	110.37
财务费用	9.44	13.65	19.25	24.05	其他	-125.85	0.67	-0.17	0.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>24.39</b>	<b>29.11</b>	<b>222.17</b>	<b>649.90</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-232.81	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	4.44	0.00	0.00	0.00	其他	189.19	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-43.61</b>	<b>-500.00</b>	<b>-500.00</b>	<b>-500.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>128.65</b>	<b>264.70</b>	<b>430.60</b>	<b>569.86</b>	短期借款	125.53	328.29	393.47	-12.86
其他非经营损益	-15.97	-8.26	-9.48	-10.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>112.67</b>	<b>256.43</b>	<b>421.12</b>	<b>559.69</b>	股权融资	33.25	0.00	0.00	0.00
所得税	13.46	38.46	63.17	83.95	支付股利	-10.00	-19.97	-40.39	-64.99
净利润	99.22	217.97	357.95	475.74	其他	-197.69	-17.55	-19.25	-24.05
少数股东损益	-0.62	16.00	33.00	67.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-48.91</b>	<b>290.77</b>	<b>333.83</b>	<b>-101.90</b>
归属母公司股东净利润	99.84	201.97	324.95	408.74	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.31</b>	<b>-180.12</b>	<b>56.00</b>	<b>48.00</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	316.62	136.50	192.50	240.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1010.93	2110.47	3015.86	3651.78	销售收入增长率	168.78%	144.13%	41.03%	24.94%
存货	198.54	515.10	721.98	902.11	营业利润增长率	158.29%	105.76%	62.68%	32.34%
其他流动资产	53.56	57.64	60.48	62.92	净利润增长率	118.28%	119.69%	64.22%	32.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	127.77%	85.42%	53.95%	29.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	636.30	1103.00	1569.70	2036.40	毛利率	26.19%	21.57%	22.05%	22.04%
无形资产和开发支出	58.27	52.08	45.90	39.71	三费率	9.59%	11.50%	10.50%	9.50%
其他非流动资产	87.15	87.08	87.00	86.93	净利率	8.87%	7.98%	9.30%	9.89%
<b>资产总计</b>	<b>2361.37</b>	<b>4061.87</b>	<b>5693.42</b>	<b>7020.34</b>	ROE	8.58%	16.10%	21.41%	22.84%
短期借款	237.83	566.12	959.59	946.73	ROA	4.20%	5.37%	6.29%	6.78%
应付和预收款项	762.59	1995.68	2886.60	3789.84	ROIC	13.75%	17.00%	17.88%	18.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.33%	11.65%	12.71%	13.17%
其他负债	204.76	145.89	175.50	201.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1205.18</b>	<b>2707.68</b>	<b>4021.69</b>	<b>4937.86</b>	总资产周转率	0.57	0.85	0.79	0.76
股本	100.00	107.84	107.84	107.84	固定资产周转率	2.96	5.95	9.04	12.26
资本公积	705.64	697.80	697.80	697.80	应收账款周转率	3.18	4.68	4.06	4.22
留存收益	341.16	523.16	807.72	1151.47	存货周转率	4.41	6.00	4.85	4.62
归属母公司股东权益	1146.81	1328.80	1613.36	1957.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.82%	—	—	—
少数股东权益	9.38	25.38	58.38	125.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1156.18</b>	<b>1354.18</b>	<b>1671.74</b>	<b>2082.49</b>	资产负债率	51.04%	66.66%	70.64%	70.34%
负债和股东权益合计	2361.37	4061.87	5693.42	7020.34	带息债务/总负债	19.73%	20.91%	23.86%	19.17%
					流动比率	1.39	1.07	1.01	1.00
					速动比率	1.22	0.87	0.83	0.81
					股利支付率	10.02%	9.89%	12.43%	15.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.93	1.87	3.01	3.79
					每股净资产	10.63	12.32	14.96	18.15
					每股经营现金	0.23	0.27	2.06	6.03
					每股股利	0.09	0.19	0.37	0.60
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	171.46	317.91	489.41	633.48					
PE	44.33	21.91	13.62	10.83					
PB	3.86	3.33	2.74	2.26					
PS	3.96	1.62	1.15	0.92					
EV/EBITDA	22.70	14.84	10.33	7.88					
股息率	0.23%	0.45%	0.91%	1.47%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn