


**分析师：方竞**

 执业证号: S0100521120004  
 电话: 15618995441  
 邮箱: fangjing@mszq.com

**分析师：李萌**

 执业证号: S0100522080001  
 电话: 15202191589  
 邮箱: limeng@mszq.com

**事件：**10 月 30 日，公司发布 2022 年三季报。22 年前三季度实现营收 87.15 亿元，同比下滑 3.93%；实现归母净利润 7.15 亿元，同比增加 130.09%；实现扣非归母净利润 8.16 亿元，同比增加 888.51%。

➤ **Q3 业绩承压，四季度业绩有望迎来边际改善。** 22Q3，公司实现营收 27.89 亿元，同比下滑 12.34%，环比下滑 9.57%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比下滑 59.94%，环比下滑 72.92%；实现扣非归母净利润 1.5 亿元，同比增加 168.63%，环比下滑 57.75%；Q3 综合毛利率为 17.19%，同比下降 7.05pct，环比下降 1.37pct。Q3 营收环比下滑部分原因系三季度化工产品等销售量下降所致；Q3 归母净利润环比下滑主要原因系公司持有的立敦科技和东阳光药股价大幅下跌所导致的公允价值变动，收益大幅下降至 -0.59 亿元；毛利率环比下降主要原因系外部环境导致的原材料价格上涨及化工产品价格下降所致。展望未来，我们认为公司 Q4 业绩有望迎来边际改善。

➤ **新型积层箔项目签署协议，电子材料业务迎来新增长点。** 22Q3，公司与乌兰察布市集宁区人民政府签署《年产 4000 万平方米新型积层箔项目入园协议书》，计划投资金额不超过 12 亿元。项目分为两期，一期项目将于 23 年 4 月开工，23 年底竣工投产，一期新增产能为 2000 万平方米积层箔；二期项目预计 24 年开工，建设周期需根据一期进行推进，二期新增产能为 2000 万平方米积层箔。积层箔作为新一代电极箔技术，具有高比容、体积小以及环境友好等明显优势，我们认为随着积层箔项目建设完毕，积层箔项目有望为电子材料业务带来新的增量，营收以及毛利率将进一步提升。

➤ **扩产磷酸铁锂把握战略机遇，新能源领域持续发力。** 22Q3，公司公告将投资建设“年产 5 万吨锂离子电池正极材料磷酸铁锂的扩产项目”；项目分为两期，总投资金额不超过 14 亿元。项目建设周期为 15 个月，一期新增产能 3 万吨；二期新增产能 2 万吨。该项目旨在满足日渐提升的新能源汽车电池市场需求以及进一步完善公司在新能源领域的布局。此外，公司还积极布局电池铝箔，“年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目”的一期将于 23 年投产，新增产能 5 万吨；二期将于 25 年投产，新增产能 5 万吨。随着锂电池上游原材料扩产项目逐步建设完成，下游新能源汽车电池景气度持续向好，扩产项目的产能释放将较为迅速。我们认为上述项目将有助于公司把握住新能源发展的历史性机遇，未来业绩有望保持高速增长。

➤ **投资建议：** 我们看好公司产能扩充和规模效应逐渐体现，在新能源大力发展的趋势下保持高速增长。但是考虑到外部因素导致的原材料成本上涨；产品价格降低以及公允价值波动，我们下修盈利预测，预计 22/23/24 实现营收 125/151.56/191.25 亿元，实现归母净利润 11.45/20.13/29.02 亿元。对当前

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**10.51 元**

### 相关研究

1.东阳光 (600673.SH) 深度报告：电容器先驱王者归来，电池箔+PVDF 点亮新能源之光  
-2022/08/18

股价的 PE 分别为 28/16/11，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**扩产项目建设不及预期；上游原材料价格持续上扬；扩充产能释放不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,798	12,500	15,156	19,125
增长率 (%)	23.4	-2.3	21.2	26.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	874	1,145	2,013	2,902
增长率 (%)	110.3	31.0	75.8	44.2
每股收益 (元)	0.29	0.38	0.67	0.96
PE	36	28	16	11
PB	3.7	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>12,798</b>	<b>12,500</b>	<b>15,156</b>	<b>19,125</b>
营业成本	10,045	9,952	11,127	13,837
营业税金及附加	91	88	106	134
销售费用	618	538	591	746
管理费用	689	625	682	861
研发费用	486	475	515	650
EBIT	772	1,006	2,357	3,178
财务费用	585	247	298	329
资产减值损失	-201	-30	-34	-43
投资收益	612	600	758	956
<b>营业利润</b>	<b>939</b>	<b>1,162</b>	<b>2,580</b>	<b>3,508</b>
营业外收支	-18	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>921</b>	<b>1,162</b>	<b>2,580</b>	<b>3,508</b>
所得税	371	246	547	744
<b>净利润</b>	<b>551</b>	<b>916</b>	<b>2,033</b>	<b>2,764</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>874</b>	<b>1,145</b>	<b>2,013</b>	<b>2,902</b>
EBITDA	1,657	1,927	3,412	4,353

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,654	2,968	2,624	1,727
应收账款及票据	1,854	1,732	2,100	2,649
预付款项	216	209	234	291
存货	1,326	1,279	1,398	1,663
其他流动资产	4,930	4,399	5,061	6,050
<b>流动资产合计</b>	<b>12,981</b>	<b>10,587</b>	<b>11,417</b>	<b>12,380</b>
长期股权投资	315	915	1,673	2,629
固定资产	5,470	5,821	6,131	6,040
无形资产	1,908	1,965	1,946	1,918
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,176</b>	<b>12,340</b>	<b>12,964</b>	<b>13,801</b>
<b>资产合计</b>	<b>22,156</b>	<b>22,927</b>	<b>24,381</b>	<b>26,181</b>
短期借款	6,980	6,980	6,980	6,980
应付账款及票据	2,811	2,781	2,988	3,601
其他流动负债	1,708	1,958	971	1,203
<b>流动负债合计</b>	<b>11,499</b>	<b>11,718</b>	<b>10,938</b>	<b>11,784</b>
长期借款	989	1,198	2,429	2,429
其他长期负债	613	820	819	818
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,602</b>	<b>2,018</b>	<b>3,248</b>	<b>3,247</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,101</b>	<b>13,736</b>	<b>14,186</b>	<b>15,031</b>
股本	3,014	3,014	3,014	3,014
少数股东权益	386	157	177	39
<b>股东权益合计</b>	<b>9,056</b>	<b>9,191</b>	<b>10,195</b>	<b>11,150</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>22,156</b>	<b>22,927</b>	<b>24,381</b>	<b>26,181</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	23.40	-2.33	21.25	26.19
EBIT 增长率	-9.10	30.31	134.18	34.84
净利润增长率	110.26	31.00	75.77	44.20
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.51	20.38	26.58	27.65
净利润率	6.83	9.16	13.28	15.17
总资产收益率 ROA	3.94	4.99	8.25	11.08
净资产收益率 ROE	10.08	12.67	20.09	26.12
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.13	0.90	1.04	1.05
速动比率	0.94	0.77	0.88	0.87
现金比率	0.40	0.25	0.24	0.15
资产负债率 (%)	59.13	59.91	58.19	57.41
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	52.88	53.00	53.00	53.00
存货周转天数	48.20	48.00	47.00	45.00
总资产周转率	0.51	0.55	0.64	0.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.38	0.67	0.96
每股净资产	2.88	3.00	3.32	3.69
每股经营现金流	0.62	0.72	0.61	0.77
每股股利	0.00	0.34	0.60	0.87
<b>估值分析</b>				
PE	36	28	16	11
PB	3.7	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	21.64	19.73	11.28	9.05
股息收益率 (%)	0.00	3.25	5.71	8.23
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	551	916	2,033	2,764
折旧和摊销	885	921	1,055	1,175
营运资金变动	364	536	-974	-1,186
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,864</b>	<b>2,181</b>	<b>1,825</b>	<b>2,327</b>
资本开支	-1,112	-934	-912	-1,045
投资	366	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-722</b>	<b>-3,472</b>	<b>-912</b>	<b>-1,045</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,517	487	115	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,912</b>	<b>-395</b>	<b>-1,257</b>	<b>-2,179</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-770</b>	<b>-1,686</b>	<b>-344</b>	<b>-897</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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。	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