

中科电气 (300035.SZ)

买入(维持评级)

高价库存拖累短期盈利,

当前价格: 12.28 元

突破海外客户推进国际化发展

目标价格: 21.38 元

投资要点:

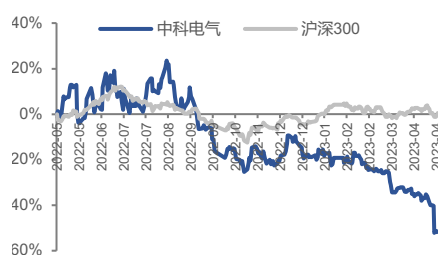
基本数据

➤ **22Q4及23Q1季度业绩环比下滑, 阶段触底:** 22Q4实现收入15.12亿, 同+88%, 环-12%; 实现归母净利-0.62亿, 同-154%, 环-138%; 扣非-0.05亿, 同-105%, 环-103%; 毛利率达15.5%, 同-6.8pct, 环-2.9pct; 净利润率-4.2%。23Q1实现收入10.41亿, 同+21%, 环-31%; 实现归母净利-1.35亿, 同-205%; 扣非-1.34亿, 同-196%; 毛利率达7.8%, 同-19.3pct, 环-7.6pct; 净利润率-13.8%。

总股本/流通股本 (百万股)	723/635
总市值/流通市值 (百万元)	8882/7802
每股净资产 (元)	6.57
资产负债率 (%)	56.14
一年内最高/最低 (元)	31.37/12.15

➤ **前期高价库存减值, 单吨盈利出现亏损:** 预计22Q4负极销量达3.35万吨, 同+69%, 环-4%, 负极单吨扣非归母净利为-0.04万元/吨 (加回减值为0.26万元/吨), 环-0.53万元/吨; 预计23Q1负极销量达2.45万吨, 同+23%, 环-27%, 剔除机械设备业务利润后, 负极单吨扣非归母净利为-0.59万元/吨 (加回减值为-0.20万元/吨), 环-0.55万元/吨。**主要由于:** 1) **高价存货减值:** 负极生产周期较长, 从原料采购到确认收入的周期接近一个季度, 成品定价和成本之间产生错配。22年8月开始石墨化价格从高位2.8万元/吨持续下跌至目前的1.2万元/吨; 石油焦价格同样从7月开始从高位0.9万元/吨持续下跌到0.37万元/吨。Q4需求不及预期, 导致公司被动累积高价库存, 22Q4、23Q1分别计提减值0.99、0.96亿元。2) **需求不足导致开工率降低,** 拖累固定成本摊销。3) **Q1石墨化自给率不高:** 公司必须优先消耗石墨化半成品库存, 我们预计Q1自有石墨化产能未打满。

一年内股价相对走势



➤ **展望后市:** 我们认为23Q1是对公司盈利能力的极限压力测试, 预计Q2基本能消耗完高价库存, 出货也有望环比提升。公司后续投产的贵安、云南新产能电费更低、设备电耗更低、一体化产能将降低管理费用/周转运费, 同时石墨化自供率提升也有利于进一步降本。客户结构上, 公司2022年成功开发韩国LG客户, 全球化进程顺利进行。

团队成员

分析师 邓伟
 执业证书编号: S0210522050005
 邮箱: dengwei3787@hfzq.com.cn

分析师 游宝来
 执业证书编号: S0210523030002
 邮箱: yubi3804@hfzq.com.cn

➤ **盈利预测:** 鉴于锂电负极行业供需关系变化、价格快速下跌, 我们基于过去两个季度实际经营情况, 下调对公司出货和价格、盈利等预期, 预计2023-2025年公司出货18/27/38万吨 (前次预测为24.7/37.2/-万吨), 调整归母净利润预期为6.2/10.2/16.5亿元 (前次预测为12.3/18.1/-亿元), 对应当前市值PE为14.4/8.7/5.4倍, 给予2023年目标PE 25倍, 调整目标价为21.38元/股, 维持“买入”评级。

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
- 《中科电气: Q2 盈利环比持平, 看好 Q3 成本边际改善——2022 年中报点评》2022.8.29
- 《中科电气: Q3 销量环比提升, 合资比亚迪建厂落地兰州——2022Q3 点评》2022.10.31

➤ **风险提示:** 需求复苏不及预期、价格战持续进行等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,194	5,257	6,042	8,777	11,845
增长率	125%	140%	15%	45%	35%
净利润 (百万元)	365	364	618	1,020	1,649
增长率	123%	0%	70%	65%	62%
EPS (元/股)	0.51	0.50	0.86	1.41	2.28
市盈率 (P/E)	24.3	24.4	14.4	8.7	5.4
市净率 (P/B)	3.6	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,472	1,208	1,755	2,369	营业收入	5,257	6,042	8,777	11,845
应收票据及账款	1,673	1,923	2,627	3,433	营业成本	4,232	4,604	6,462	8,423
预付账款	345	329	333	434	税金及附加	23	27	39	53
存货	2,953	2,982	3,540	4,614	销售费用	57	101	174	246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	129	178	285	397
其他流动资产	1,010	1,147	1,451	1,810	研发费用	214	283	463	637
流动资产合计	7,452	7,590	9,706	12,659	财务费用	149	105	131	187
长期股权投资	189	189	189	189	信用减值损失	-18	-1	-31	-31
固定资产	1,822	2,197	2,844	3,643	资产减值损失	-99	-119	-99	-69
在建工程	887	1,187	1,387	1,587	公允价值变动收益	-66	0	0	0
无形资产	302	343	403	456	投资收益	63	-2	0	0
商誉	473	473	473	473	其他收益	29	29	29	29
其他非流动资产	339	342	345	349	营业利润	362	652	1,122	1,833
非流动资产合计	4,013	4,731	5,641	6,697	营业外收入	2	3	4	4
资产合计	11,465	12,321	15,347	19,356	营业外支出	4	4	4	4
短期借款	1,755	1,909	3,228	4,908	利润总额	360	651	1,122	1,833
应付票据及账款	1,543	1,678	2,356	3,071	所得税	2	43	119	212
预收款项	0	0	0	0	净利润	358	608	1,003	1,621
合同负债	250	288	418	564	少数股东损益	-6	-10	-17	-27
其他应付款	17	17	17	17	归属母公司净利润	364	618	1,020	1,648
其他流动负债	460	489	561	637	EPS (摊薄)	0.50	0.86	1.41	2.28
流动负债合计	4,025	4,381	6,580	9,197					
长期借款	1,091	1,091	1,091	1,091	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,054	1,054	1,054	1,054	成长能力				
非流动负债合计	2,145	2,145	2,145	2,145	营业收入增长率	139.6%	14.9%	45.3%	35.0%
负债合计	6,170	6,526	8,725	11,342	EBIT 增长率	13.7%	48.5%	65.7%	61.2%
归属母公司所有者权益	4,889	5,399	6,243	7,663	归母净利润增长率	-0.4%	69.8%	65.0%	61.6%
少数股东权益	406	396	379	352	获利能力				
所有者权益合计	5,295	5,795	6,623	8,015	毛利率	19.5%	23.8%	26.4%	28.9%
负债和股东权益	11,465	12,321	15,347	19,356	净利率	6.8%	10.1%	11.4%	13.7%
					ROE	6.9%	10.7%	15.4%	20.6%
					ROIC	6.0%	8.3%	11.1%	14.1%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	53.8%	53.0%	56.8%	58.6%
经营活动现金流	-2,435	685	647	662	流动比率	1.9	1.7	1.5	1.4
现金收益	617	883	1,337	2,065	速动比率	1.1	1.1	0.9	0.9
存货影响	-2,098	-29	-558	-1,074	营运能力				
经营性应收影响	-528	-116	-609	-838	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
经营性应付影响	891	136	677	715	应收账款周转天数	94	106	93	91
其他影响	-1,317	-189	-201	-206	存货周转天数	162	232	182	174
投资活动现金流	-1,448	-889	-1,112	-1,312	每股指标 (元)				
资本支出	-1,734	-885	-1,109	-1,309	每股收益	0.50	0.86	1.41	2.28
股权投资	-72	0	0	0	每股经营现金流	-3.37	0.95	0.89	0.92
其他长期资产变化	358	-4	-3	-3	每股净资产	6.76	7.46	8.63	10.59
融资活动现金流	3,844	-60	1,012	1,264	估值比率				
借款增加	1,236	154	1,319	1,681	P/E	24	14	9	5
股利及利息支付	-212	-311	-394	-504	P/B	2	2	1	1
股东融资	2,619	0	0	0	EV/EBITDA	561	375	238	152
其他影响	201	97	87	87					

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：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn