

2023年09月04日

公司研究•证券研究报告

易成新能 (300080.SZ)

23H1 毛利率改善，产业链协同成长可期

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2023 年中报，报告期内，公司实现营业收入 48.87 亿元，同比 -0.53%，归母净利润 0.84 亿元，同比+15.42%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比+14.37%。
- ◆ **23H1 毛利率改善，新能源业务占比上升。**2023 年上半年，受硅料降价影响，电池片价格有所下滑，电池片板块收入 34.72 亿元，同比微降 1.76%；同时国内外经济形势影响以及炭素行业竞争导致石墨电极需求疲软，石墨电极及相关产品收入 3.07 亿元，同比下降 45.37%。受益于原材料价格下降、产业自动化水平提升，毛利率有所改善，其中电池片业务实现毛利率 11.33%，同比+6.75%；石墨电极相关业务实现毛利率 11.92%，同比+6.74%。预计下半年在原料上涨与钢铁行业需求恢复的形势下，石墨电极的价格和需求有望迎来拐点。公司上半年组件铝边框、光伏发电、锂电池、储能及其他业务占比上升，占营收比重由去年同期 14.13% 上升至 21.52%。光伏发电方面，报告期内实现营业收入 0.43 亿元，同比+22.86%。公司已规划到 2025 年实现开发建设 3GW 风力、光伏电站目标，预计到 2026 年实现 3GW 全容量并网目标，截至 23H1，中原金太阳累计装机容量为 139.67MW，距离实现集团用电总量 35% 的绿电替代还有巨大差距，项目已取得接入中国平煤神马集团增量配电网的意见，预计未来产能消化有保障，公司电站开发业绩增速可期。
- ◆ **研发投入大幅增长，液流储能值得期待。**报告期内，公司期间费用率 9.18%，同比 +3.6pct，其中管理费用率（含研发）7.22%，同比+2.66pct，公司多项业务处于拓展期，以致费用有所提升。公司加大创新和研发力度，研发投入 1.87 亿元，同比+73.31%，加快全钒液流储能电池、石墨双极板、石墨烯导热膜、煤焦油化学品分离提纯、光伏电站多场景应用等产业技术研发工作，以研发新型炭材料和储能产品为主要目标。液流储能方面，全资子公司开封时代已完全掌握新一代全钒液流电池储能技术，技术来源于大连化物所第二代全钒液流储能技术，具备 300MW/年全钒液流电池储能系统产能，核心关键部件已实现自主研发生产，目前全钒液流储能电池的度电成本处于下降通道，未来作为本质安全的储能方案，全钒液流储能电站将是公司重点布局的业务。
- ◆ **拟定增募资 25 亿元加码负极一体化布局。**公司 3 月 30 日披露定增预案，拟向包括控股股东中国平煤神马集团在内的不超过 35 名特定投资者发行股票募资不超过 25 亿元，用于锂离子电池负极材料研制与生产建设项目(二期)、年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料项目、宝丰县 100MW 分布式光伏电站项目、卫东区 50MW 分布式光伏电站项目、补充流动资金。中国平煤神马集团承诺认购此次发行股票总数的 10%。目前国内负极材料，尤其是石墨化加工的产能较为紧缺，公司本次合计 6 万吨负极材料项目建成后，将凭借供应商体系的长期稳定供货能力，以及自身在原材料供应、能源成本、重点客户开拓上的优势，填补所在的青海、河南地区负极材料全产业链的区域产能空白，目前与国外客户 A、宁德时代、亿纬锂能、鹏辉能源等头部公司合作顺利，公司加快负极材料一体化产业布局，未来成长可期。

公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

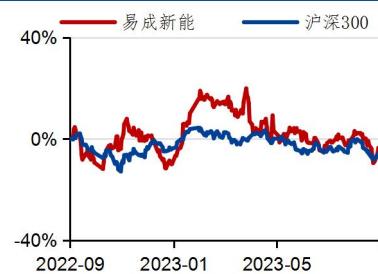
 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2023-09-01) **4.90 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,663.13
流通市值 (百万元)	6,004.91
总股本 (百万股)	2,176.15
流通股本 (百万股)	1,225.49
12 个月价格区间	6.03/4.60

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.9	-4.63	2.69
绝对收益	-8.07	-5.04	-3.54

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

周涛

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告



◆ **投资建议:** 公司坚定“新能源、新材料”发展战略，产业协同带来的成本优势有望逐步显现。此外，作为控股股东平煤神马集团重要的新能源新材料上市平台，当前“三六”战略目标明确，随着募投项目逐渐投产，业绩有望企稳向好。我们预测公司2023-25年归母净利润分别为4.44、6.40和9.23亿元，对应EPS为0.20、0.29和0.42元，PE为24、17、12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示:** 1、新能源装机低于预期。2、新品研发低于预期。3、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,778	11,245	12,253	16,664	21,766
YoY(%)	45.6	94.6	9.0	36.0	30.6
净利润(百万元)	-160	483	444	640	923
YoY(%)	-251.6	402.1	-8.1	44.3	44.2
毛利率(%)	5.7	12.5	11.9	12.6	13.5
EPS(摊薄/元)	-0.07	0.22	0.20	0.29	0.42
ROE(%)	-4.5	8.7	7.4	9.6	12.2
P/E(倍)	-66.7	22.1	24.0	16.7	11.6
P/B(倍)	2.1	1.8	1.7	1.6	1.4
净利率(%)	-2.8	4.3	3.6	3.8	4.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 122.53/166.64/217.66 亿元，毛利率 11.9%/12.6%/13.5%。其中：

电池片：平煤隆基电池片量产转换效率高，成品率稳定，经过技改与产能提升，当前具备 10GW 产能，已开始规划 TOPCon 产线升级。随着大尺寸电池片出货比例上升及原材料端成本压力缓解，去年以来毛利率有所改善。在全球光伏需求高景气与降本趋势下，预计 2023-25 年实现收入 72.09/82.91/91.2 亿元，毛利率 11.5%/11.3%/11%。

石墨电极：开封炭素具有超高功率石墨电极完整产业链，根据行业协会数据，开封炭素Φ600mm、Φ700mm 超高功率石墨电极国内市场占有率稳居全国前三。今年以来，受国内外经济形势影响，电炉钢产能利用率减少，石墨电极企业开工率不足，产品价格有所下滑，但电炉钢占比提升趋势未改，超高功率石墨电极长期需求乐观。23H1，公司石墨电极销售大约 1.5 万吨，毛利率为 11.92%，同比+6.74pct。预计 2023-25 年石墨电极实现收入 11.65/16.02/20.03 亿元，毛利率 12.5%/13.2%/13.2%。

石墨产品（负极材料）：当前青海天蓝一期石墨化已全面投产，年产量 1 万吨，本次募投项目建成后，将在青海天蓝、南阳天成总共形成包含 6 万吨石墨化加工产能在内的 6 万吨负极材料一体化产能，利于发挥一体化生产的成本优势。公司的技术储备、客户资源以及在手订单有望保证新增产能的消化，受益于下游新能源车高景气与人造石墨占比的提升。预计 2023-25 年负极材料实现收入 4.11/8.63/21.15 亿元，毛利率 26%/25%/24%；

光伏发电：截至 2023H1，公司已并网 139.67MW 光伏电站，规划到 2025 年实现开发建设 3GW 风光电站目标，并预计到 2026 年实现 3GW 并网目标。预计 2023-25 年光伏发电集成实现收入 1.02/2.96/6.82 亿元，毛利率 50%/55%/55%。

边框：平煤隆基光伏材料有限公司当前建设年产 3,000 万套光伏组件金属加工项目，二期项目正在规划中，建成后公司年产量达到 6600 万套。预计 2023-25 年边框现收入 6.42/15.08/26.39 亿元，毛利率 10%/10%/9%。

锂电池：易成阳光运营建设有年产 1.5GWh 锂电池项目，引入韩国装配线后，自动化程度达到国内同类企业领先水平，预计 2023-25 年锂电池现收入 4.12/6.39/9.9 亿元，毛利率 24%/24%/23%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
电池片	收入（亿元）	70.68	72.09	82.91	91.20
	YoY	64.33%	2.00%	15.00%	10.00%
	毛利率（%）	6.67	11.50	11.30	11.00
石墨电极	收入（亿元）	14.56	11.65	16.02	20.03
	YoY	74.51%	-20.00%	37.55%	25.00%
	毛利率（%）	13.91	12.50	13.20	13.20
石墨产品（负极材料）	收入（亿元）	2.74	4.11	8.63	21.15
	YoY	291.03%	50.00%	110.00%	145.00%
	毛利率（%）		26.00	25.00	24.00
光伏发电	收入（亿元）	0.73	1.02	2.96	6.82
	YoY	16.61%	40.00%	190.00%	130.00%
	毛利率（%）		50.00	55.00	55.00
锂电池	收入（亿元）	3.17	4.12	6.39	9.90
	YoY		30.00%	55.00%	55.00%

		2022	2023E	2024E	2025E
	毛利率 (%)		24.00	24.00	23.00
边框	收入 (亿元)	2.79	6.42	15.08	26.39
	YoY		130.00%	135.00%	75.00%
	毛利率 (%)		10.00	10.00	9.00
其他	收入 (亿元)	17.78	23.11	34.65	42.18
	YoY		30.00%	49.90%	21.73%
	毛利率 (%)		7.0	7.6	7.7
合计	收入 (亿元)	112.45	122.53	166.64	217.66
	YoY	94.63%	8.96%	36.00%	30.61%
	毛利率 (%)	12.47	11.90	12.57	13.50

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业龙头公司璞泰来（负极材料、石墨化加工等）、方大炭素（石墨及炭素新材料）、拓日新能（光伏电池与组件、光伏电站开发等）作为可比公司。可比公司 2023-24 年平均 PE 估值为 38、27 倍，经过多年的产业布局，易成新能已打通“煤焦油—沥青—延迟沥青焦—针状焦—超高功率石墨/负极材料”、“光伏电池片及组件生产—光伏电站建设—锂电池生产—储能”等产业链条，板块化产业协同效果显现，作为控股股东平煤神马集团重要的新能源新材料上市平台，当前“三六”战略目标明确，随着募投项目逐渐投产，业绩有望企稳向好。

表 2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
603659.SH	璞泰来	33.24	670.19	1.54	1.90	2.53	21.6	17.5	13.1
600516.SH	方大炭素	5.82	234.31	0.21	0.26	0.32	27.9	22.4	18.0
002218.SZ	拓日新能	4.31	60.90	0.07	0.11	0.14	63.3	40.6	30.6
平均							37.6	26.8	20.6
300080.SZ	易成新能	4.90	106.63	0.22	0.20	0.29	22.1	24.0	16.7

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至 2023 年 9 月 1 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产						营业收入	5778	11245	12253	16664	21766
现金	4694	6836	6490	7414	7548	营业成本	5448	9843	10795	14570	18828
应收票据及应收账款	1946	2446	1681	667	653	营业税金及附加	27	33	47	57	79
预付款项	537	2001	2454	3101	3118	营业费用	15	14	16	23	29
存货	35	100	48	154	109	管理费用	256	264	300	407	532
其他流动资产	1402	1567	1689	2706	2973	研发费用	208	379	439	600	805
非流动资产						财务费用	113	135	139	211	304
长期投资	774	722	618	788	694	资产减值损失	-65	-43	-22	-33	-44
固定资产	5641	6610	7003	8825	10291	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	4061	4484	4683	5985	6944	投资净收益	23	41	72	72	74
其他非流动资产	250	255	255	285	289	营业利润	-252	629	566	836	1219
资产总计	1257	1572	1489	1706	1935	营业外收入	3	3	12	14	8
流动负债	10335	13446	13493	16240	17840	营业外支出	4	9	4	5	6
短期借款	3950	5185	4798	6829	7421	利润总额	-253	622	574	845	1221
应付票据及应付账款	1095	1393	1393	1412	1766	所得税	1	60	57	100	147
其他流动负债	2232	2566	2697	4406	4773	税后利润	-253	562	517	745	1075
非流动负债	623	1225	708	1010	883	少数股东损益	-93	79	73	105	152
长期借款	812	1778	1695	1666	1598	归属母公司净利润	-160	483	444	640	923
其他非流动负债	52	435	352	322	255	EBITDA	158	1093	1046	1445	1989
负债合计	760	1343	1343	1343	1343						
少数股东权益	494	702	775	880	1031						
股本	4762	6963	6493	8494	9020						
资本公积	2162	2176	2176	2176	2176						
留存收益	1215	1436	1436	1436	1436						
归属母公司股东权益	1706	2187	2704	3449	4524						
负债和股东权益	5078	5782	6225	6866	7789						
	10335	13446	13493	16240	17840						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-263	-292	580	1481	2069	成长能力					
净利润	-253	562	517	745	1075	营业收入(%)	45.6	94.6	9.0	36.0	30.6
折旧摊销	399	431	437	539	682	营业利润(%)	-76.5	349.5	-10.0	47.7	45.8
财务费用	113	135	139	211	304	归属于母公司净利润(%)	-251.6	402.1	-8.1	44.3	44.2
投资损失	-23	-41	-72	-72	-74						
营运资金变动	-544	-1436	-441	58	83	盈利能力					
其他经营现金流	44	57	0	0	0	毛利率(%)	5.7	12.5	11.9	12.6	13.5
投资活动现金流	-431	-422	-759	-2289	-2074	净利率(%)	-2.8	4.3	3.6	3.8	4.2
筹资活动现金流	40	1135	-586	-226	-362	ROE(%)	-4.5	8.7	7.4	9.6	12.2
						ROIC(%)	-3.4	6.4	5.9	8.0	10.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.1	51.8	48.1	52.3	50.6
						流动比率	1.2	1.3	1.4	1.1	1.0
						速动比率	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.9	0.9	1.1	1.3
						应收账款周转率	10.5	8.9	5.5	6.0	7.0
						应付账款周转率	2.6	4.1	4.1	4.1	4.1
						估值比率					
						P/E	-66.7	22.1	24.0	16.7	11.6
						P/B	2.1	1.8	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	71.6	11.4	12.3	9.7	7.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn