

中科电气 (300035.SZ)

降本增效超预期，摩洛哥建厂开启出海征途，注销回购股份增厚投资者回报

投资要点:

2023年盈利能力逐季修复

2023年实现收入49.1亿元，同比-7%，归母净利润0.4亿元，同比-89%，扣非归母0.9亿元，同比-80%，计提资产减值损失1.5亿元。非经主要为-0.68亿元深创投投资款计提的利息，0.24亿元政府补助、0.1亿元非流动资产处置损益。毛利率15%，净利率0.2%。全年负极实现销售14.11万吨（同比+24%），单吨扣非净利润为0.02万元/吨，若加回减值为0.12万元/吨。23Q4实现收入13.85亿元，同比-8%，环比+8%，预计销量为4.3万吨，同比+30%，环比+8%，单吨扣非净利润为0.27万元/吨（环+0.11万元/吨）Z，若加回减值为0.42万元/吨（环+0.28万元/吨），盈利能力逐季修复。

24Q1出货量同比高速增长，成本管控能力超预期

2024Q1收入10.66亿元，同比+2%，环比-23%，计提资产减值损失0.16亿元。我们预计出货接近4万吨（同比+63%），单价2.44万元/吨（环比-0.48万元/吨），价格年降逐步体现，单吨扣非净利润0.1万元/吨（环-0.17万元/吨），若加回减值为0.14万元/吨（环-0.29万元/吨）。单吨盈利下降幅度小于价格下降幅度，在一季度开工率不足背景下，仍然实现了较为超预期的成本控制，我们认为主要得益于公司高价库存进一步消化、一体化产能拉通降低成本、管理能力进一步优化。

出海摩洛哥布局一体化产能，回购股份注销加强股东回报

公司拟在摩洛哥投资建设10万吨负极一体化基地，总投资不超过50亿元。一期项目5万吨，建设周期预计24个月，摩洛哥毗邻欧洲、是美国FTA国家，可满足未来欧美电动汽车本土化要求，配套核心客户海外发展进程。公司公告回购进展，已回购3.5亿元（0.38亿股，占公司总股本5.24%），用途由“用于员工持股计划或股权激励计划”变更为“用于注销并相应减少注册资本”，增厚现有股东回报。

盈利预测与投资建议

考虑到负极市场竞争加剧，价格和单吨毛利平均水平下降、行业整体需求基数不及预期，我们调整公司2024-2026年归母净利润为3.3/5.7/7.9亿元（前次预测为10.2/16.5/-亿元），对应PE分别为22/12/9倍。考虑到公司出货量增速、成本管控能力超预期，有望在激烈竞争中提升份额，给予2025年15倍PE，对应目标价11.85元，维持“买入”评级。

风险提示

需求复苏不及预期，价格战持续进行等。

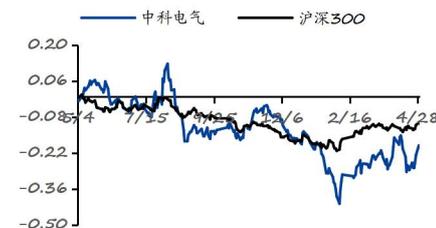
买入（维持评级）

当前价格：9.77元
目标价格：11.85元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	723.31/621.25
流通A股市值(百万元)	6,069.57
每股净资产(元)	6.22
资产负债率(%)	52.69
一年内最高/最低价(元)	14.04/6.56

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师：游宝来(S0210523030002)

YBL3804@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福电新】中科电气：高价库存拖累短期盈利，突破海外客户推进国际化发展——2022年报及2023Q1点评——2023.05.04
- 2、【华福电新】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
- 3、合资比亚迪共建产能加深绑定，海达开工向上一体化再延伸——2022.09.05

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,257	4,908	5,229	6,452	7,779
增长率(%)	140%	-7%	7%	23%	21%
归母净利润(百万元)	364	42	327	571	791
增长率(%)	0%	-89%	683%	75%	38%
EPS(元/股)	0.50	0.06	0.45	0.79	1.09
市盈率(P/E)	19.4	169.4	21.6	12.4	8.9
市净率(P/B)	1.4	1.5	1.4	1.3	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	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	520	784	968	1,167	营业收入	4,908	5,229	6,452	7,779
应收票据及账款	2,088	2,225	2,745	3,310	营业成本	4,149	4,102	4,902	5,788
预付账款	59	58	70	82	税金及附加	34	36	45	54
存货	1,823	1,803	2,154	2,544	销售费用	77	79	91	94
合同资产	0	0	0	0	管理费用	164	172	180	186
其他流动资产	942	980	1,125	1,283	研发费用	253	286	340	378
流动资产合计	5,432	5,850	7,062	8,385	财务费用	142	99	134	175
长期股权投资	170	170	170	170	信用减值损失	-20	-20	-20	-20
固定资产	3,358	3,681	3,877	4,357	资产减值损失	-152	-52	-2	-2
在建工程	335	535	1,035	1,435	公允价值变动收益	-10	0	0	0
无形资产	306	352	386	401	投资收益	11	0	0	0
商誉	473	473	473	473	其他收益	64	64	64	64
其他非流动资产	298	302	306	312	营业利润	-18	448	804	1,146
非流动资产合计	4,941	5,512	6,247	7,148	营业外收入	2	1	0	-1
资产合计	10,373	11,362	13,308	15,533	营业外支出	10	10	9	9
短期借款	955	1,679	2,746	3,770	利润总额	-26	439	795	1,136
应付票据及账款	1,329	1,314	1,570	1,854	所得税	-36	66	119	170
预收款项	0	0	0	0	净利润	10	373	676	966
合同负债	188	200	247	298	少数股东损益	-31	46	105	175
其他应付款	25	25	25	25	归属母公司净利润	41	327	571	791
其他流动负债	538	541	550	558	EPS (按最新股本摊薄)	0.06	0.45	0.79	1.09
流动负债合计	3,035	3,760	5,139	6,506					
长期借款	952	952	952	952					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,137	1,137	1,137	1,137					
非流动负债合计	2,088	2,088	2,088	2,088					
负债合计	5,123	5,848	7,227	8,595					
归属母公司所有者权益	4,694	4,913	5,375	6,057					
少数股东权益	555	601	706	881					
所有者权益合计	5,249	5,514	6,081	6,938					
负债和股东权益	10,373	11,362	13,308	15,533					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	977	633	438	725
现金收益	383	786	1,155	1,507
存货影响	1,129	21	-352	-389
经营性应收影响	23	-85	-530	-576
经营性应付影响	-206	-15	256	284
其他影响	-353	-74	-92	-100
投资活动现金流	-585	-885	-1,080	-1,267
资本支出	-1,219	-882	-1,075	-1,261
股权投资	19	0	0	0
其他长期资产变化	615	-3	-5	-6
融资活动现金流	-1,262	517	825	741
借款增加	-865	724	1,067	1,025
股利及利息支付	-207	-240	-285	-336
股东融资	180	0	0	0
其他影响	-370	33	43	52

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-6.6%	6.6%	23.4%	20.6%
EBIT 增长率	-77.3%	364.4%	72.8%	41.1%
归母公司净利润增长率	-88.5%	683.3%	74.9%	38.3%
获利能力				
毛利率	15.5%	21.6%	24.0%	25.6%
净利率	0.2%	7.1%	10.5%	12.4%
ROE	0.8%	5.9%	9.4%	11.4%
ROIC	1.7%	6.5%	9.3%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	49.4%	51.5%	54.3%	55.3%
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.0	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	137	147	137	139
存货周转天数	207	159	145	146
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.45	0.79	1.09
每股经营现金流	1.35	0.88	0.61	1.00
每股净资产	6.49	6.79	7.43	8.37
估值比率				
P/E	169	22	12	9
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	641	261	174	133

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：hfjys@hfzq.com.cn