

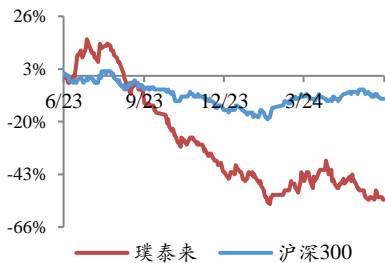
业绩短期承压，加快一体化建设

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-15

收盘价(元)	15.85
近12个月最高/最低(元)	41.11/14.66
总股本(百万股)	2,138
流通股本(百万股)	2,136
流通股比例(%)	99.93
总市值(亿元)	339
流通市值(亿元)	339

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

分析师：牛义杰

执业证书号：S0010524050005

相关报告

主要观点：

● 业绩

公司发布2023年年报和2024年一季报。公司23年全年实现营业收入153.40亿元，同减0.80%，实现归母净利润19.12亿元，同减38.42%，实现扣非归母净利润17.21亿元，同减39.82%。24Q1实现营业收入30.34亿元，同减17.97%，实现归母净利润4.45亿元，同减36.64%，实现扣非归母净利润4.19亿元，同减38.25%。

● 负极业务短期盈利能力下滑，调整新产能进度

2023年公司盈利能力有所下滑。23年公司净利率13.93%，同比下降7.57pct。其中负极产品出货15.53万吨，实现营收66.11亿元，同比下降16.01%；毛利率为14.79%，同比下降11.1pct。主要原因系：1)受行业产能供过于求及下游电池客户去库存的双重影响，负极产品售价持续下行；2)客户产品结构及原料属性的变化影响了公司原有生产工艺的成本及收率；3)前期高价存货消纳较慢，导致公司持续计提存货跌价准备。截止2023年末，公司已形成年产15万吨的负极材料有效产能，其中包括11万吨石墨化加工及10万吨碳化加工配套产能。公司将继续推进四川年产28万吨高性能锂离子电池负极材料一体化项目建设，其中一期10万吨产能受配套电路建设、自身库存消纳及新型生产工艺设备论证等影响，进度有所延缓，预计于2024年逐步建成投产；二期10万吨产能将稳步推进，计划于2024年下半年完成施工建设；三期年产8万吨产能预计于2025年逐步建成投产。

● 隔膜涂覆业务稳定增长，加快一体化建设

2023年公司隔膜涂覆产品销量52.71亿平，同比增长21.50%。截止2023年末，公司具备年产7亿m²基膜、2万吨纳米氧化铝及勃姆石、1.5万吨PVDF及60亿m²涂覆隔膜加工的有效产能。2023年，公司涂覆加工市场占有率超过40%，业务协同效应加快了自产基膜产品的客户认证和进度。

● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为26.65/32.10/38.09亿元，对应PE13、11、9倍，考虑公司为负极龙头，隔膜盈利稳定，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15340	19410	23476	28557
收入同比 (%)	-0.8%	26.5%	20.9%	21.6%
归属母公司净利润	1912	2665	3210	3809
净利润同比 (%)	-38.4%	39.4%	20.5%	18.7%
毛利率 (%)	32.9%	28.6%	27.4%	26.8%
ROE (%)	10.8%	13.0%	13.6%	13.9%
每股收益 (元)	0.95	1.25	1.50	1.78
P/E	22.03	12.72	10.56	8.90
P/B	2.52	1.66	1.43	1.23
EV/EBITDA	14.25	7.97	6.42	4.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 财务状况：业绩承压，毛利率有所下滑	5
2 盈利预测、估值及投资评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

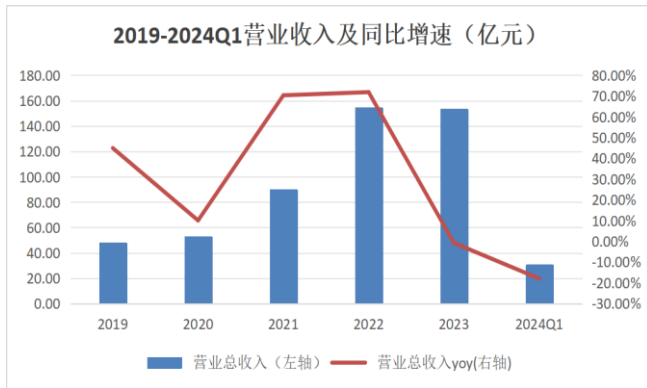
图表目录

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	5
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)	5
图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)	6
图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)	6

1 财务状况：业绩承压，毛利率有所下滑

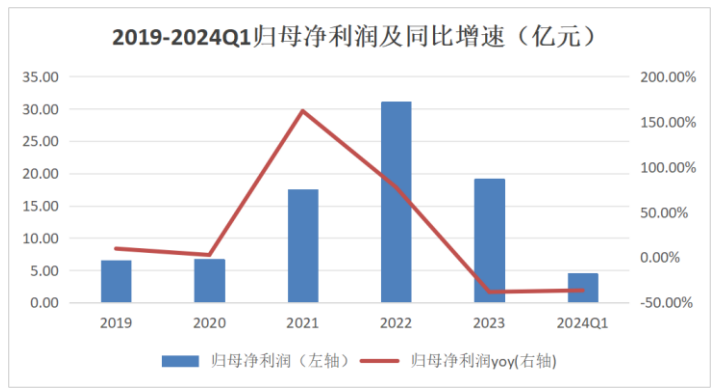
公司营收与净利润有一定减少。公司 23 年全年实现营业收入 153.40 亿元，同减 0.80%，实现归母净利润 19.12 亿元，同减 38.42%，实现扣非归母净利润 17.21 亿元，同减 39.82%。24Q1 实现营业收入 30.34 亿元，同减 17.97%，实现归母净利润 4.45 亿元，同减 36.64%，实现扣非归母净利润 4.19 亿元，同减 38.25%。

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

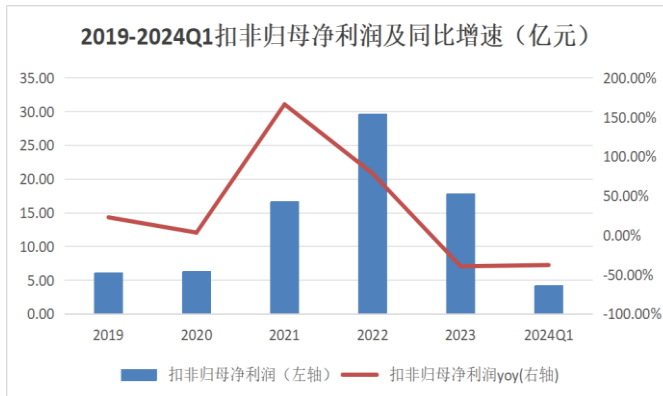
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

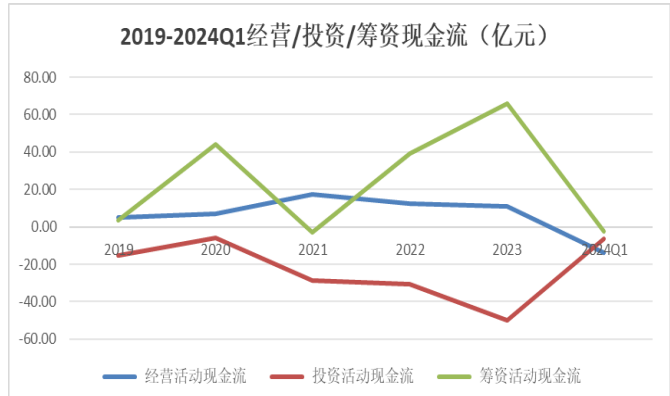
公司现金流波动较明显。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 11.18/-49.84/65.92 亿元，同比-8.59%/-63.79%/+67.95%。其中经营活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系报告期盈利水平有所下降；其中投资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司为满足下游客户产品需求，持续在负极材料、涂覆隔膜等产能建设方面进行投入；其中筹资活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司报告期非公开发行股票及超短期融资券募集资金所致。

图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

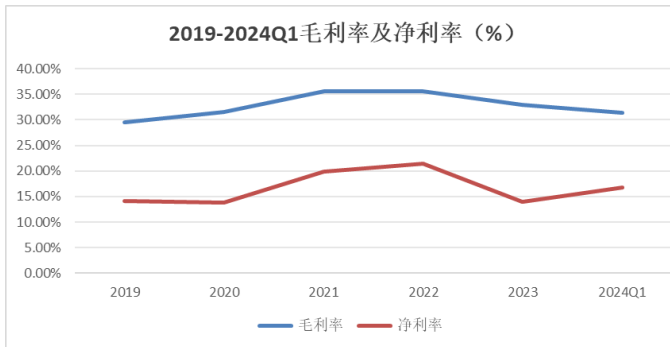
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

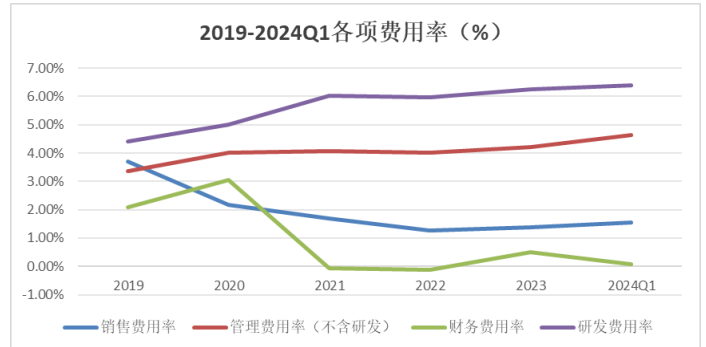
公司毛利率有一定下滑，费用控制较为稳定。公司 23 年度毛/净利率分别为 32.94%/13.93%，同比变化-2.72/-7.57pct。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.39%/4.22%/0.49%/6.26%，同比变化+0.12/+0.20/+0.61/+0.30pct。

图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 盈利预测、估值及投资评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 26.65/32.10/38.09 亿元, 对应 PE 13、11、9 倍, 考虑公司为负极龙头, 隔膜盈利稳定, 给予“买入”评级。

风险提示:

新能源车需求不及预期; 下游市场增速不及预期; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 客户拓展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28669	37068	46505	57637	营业收入	15340	19410	23476	28557
现金	9102	13073	17013	21863	营业成本	10287	13866	17050	20906
应收账款	3238	4254	5467	7042	营业税金及附加	113	136	164	228
其他应收款	109	160	193	235	销售费用	214	252	305	371
预付账款	370	555	852	1045	管理费用	648	776	939	1142
存货	11478	15176	18654	22870	财务费用	76	212	205	186
其他流动资产	4371	3851	4325	4582	资产减值损失	-1075	-40	-60	-80
非流动资产	15006	14452	13964	13296	公允价值变动收益	29	0	0	0
长期投资	420	400	370	330	投资净收益	24	97	235	286
固定资产	6809	6355	5869	5353	营业利润	2364	3253	3813	4501
无形资产	913	1088	1358	1477	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	6864	6609	6367	6136	营业外支出	19	6	6	6
资产总计	43675	51520	60468	70933	利润总额	2351	3253	3813	4501
流动负债	20391	24309	29269	35439	所得税	214	325	324	405
短期借款	3670	3670	3670	3670	净利润	2137	2928	3489	4096
应付账款	3922	5318	7007	9164	少数股东损益	225	264	279	287
其他流动负债	12799	15321	18593	22605	归属母公司净利润	1912	2665	3210	3809
非流动负债	4554	5553	6052	6251	EBITDA	3177	3948	4366	4972
长期借款	3955	4955	5455	5655	EPS (元)	0.95	1.25	1.50	1.78
其他非流动负债	599	598	597	596					
负债合计	24945	29862	35321	41690					
少数股东权益	956	1219	1498	1785					
股本	2138	2138	2138	2138					
资本公积	7889	7889	7889	7889					
留存收益	7748	10413	13623	17432					
归属母公司股东权益	17774	20439	23649	27458					
负债和股东权益	43675	51520	60468	70933					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1118	3295	3758	4778	成长能力				
净利润	1912	2665	3210	3809	营业收入	-0.8%	26.5%	20.9%	21.6%
折旧摊销	765	733	757	776	营业利润	-35.8%	37.6%	17.2%	18.0%
财务费用	268	281	303	314	归属于母公司净利	-38.4%	39.4%	20.5%	18.7%
投资损失	-24	-97	-235	-286	获利能力				
营运资金变动	-2868	-590	-617	-202	毛利率 (%)	32.9%	28.6%	27.4%	26.8%
其他经营现金流	5845	3558	4166	4378	净利率 (%)	12.5%	13.7%	13.7%	13.3%
投资活动现金流	-4984	-42	-14	187	ROE (%)	10.8%	13.0%	13.6%	13.9%
资本支出	-3955	-199	-299	-149	ROIC (%)	7.7%	9.0%	9.1%	9.4%
长期投资	-1049	60	50	50	偿债能力				
其他投资现金流	20	97	235	286	资产负债率 (%)	57.1%	58.0%	58.4%	58.8%
筹资活动现金流	6592	718	196	-115	净负债比率 (%)	133.2%	137.9%	140.5%	142.6%
短期借款	396	0	0	0	流动比率	1.41	1.52	1.59	1.63
长期借款	1026	1000	500	200	速动比率	0.80	0.85	0.91	0.94
普通股增加	747	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	2386	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.38	0.39	0.40
其他筹资现金流	2037	-282	-304	-315	应收账款周转率	4.74	4.56	4.29	4.06
现金净增加额	2731	3971	3940	4850	应付账款周转率	2.62	2.61	2.43	2.28
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.95	1.25	1.50	1.78
					每股经营现金流薄)	0.52	1.54	1.76	2.23
					每股净资产	8.31	9.56	11.06	12.84
					估值比率				
					P/E	22.03	12.72	10.56	8.90
					P/B	2.52	1.66	1.43	1.23
					EV/EBITDA	14.25	7.97	6.42	4.70

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券电力设备与新能源研究组:

张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

牛义杰: 华安证券电新行业分析师, 新南威尔士大学经济与金融硕士, 曾任职于银行总行授信审批部, 2 年行业研究经验, 覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。