

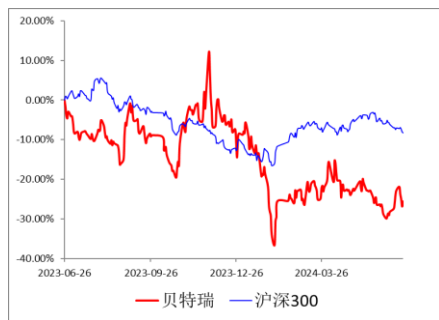
## 负极出货稳居第一，加快海外一体化建设

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-26

收盘价(元)	18.73
近12个月最高/最低(元)	27.70/15.39
总股本(百万股)	1,105
流通股本(百万股)	1,099
流通股比例(%)	99.46
总市值(亿元)	209
流通市值(亿元)	206

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004  
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：牛义杰

执业证书号：S0010524050005  
邮箱：niuyj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 业绩

23年营收251.19亿元（同降2.18%），归母净利16.54亿元（同降28.42%），扣非归母净利为15.80亿元（同降2.59%）。其中23Q4营收48.09亿元（同降40.71%，环降30.18%），归母净利2.89亿元（同降69.66%，环降44.1%），Q4扣非归母净利润2.83亿元（同降21.61%，环降51.79%）。业绩变化主要系：1）行业竞争加剧，产品价格下滑，公司产品销量增长但收入下降，降价及稼动率下降拖累利润；2）公司投资收益及公允价值变动损益较上年同期由正转负。

#### ● 负极出货量稳居行业第一，高镍项目陆续投产

2023年公司负极产品实现销量超过36万吨，对应收入122.96亿元，根据鑫椽资讯数据显示，2023年公司全球负极材料市场占有率约为22%，出货量位列全球第一。23年公司正极实现销量超过4万吨，对应收入123.12亿元。常州贝特瑞2万吨高镍正极项目预计于2024年陆续建成投产。截止2023年末，公司已投产负极材料产能为49.5万吨/年；已投产正极材料产能为6.3万吨/年；硅基负极材料产能5000吨/年。

#### ● 加快海外一体化项目建设，硅基负极产品领先同行

公司在印尼投资建设的年产8万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（一期）正在积极建设中；同时，公司规划在印尼基地建设年产8万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（二期），项目顺利建成后，公司在印尼负极材料产能将达到16万吨/年。公司计划在摩洛哥投资建设年产5万吨锂电池正极材料项目。此外，公司将与澳大利亚Evolution就其权益下的Chilalo石墨矿项目的采销及下游合作等方面开展合作，进一步完善海外供应链布局。目前公司硅碳负极材料已经开发第五代产品，比容量达到2,000mAh/g以上，硅氧负极材料已完成多款氧化亚硅产品的技术开发和量产工作，比容量达到1500mAh/g以上。硅基负极材料产能5000吨/年，出货量行业领先。

#### ● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为16.88/23.97/29.07亿元，对应PE12、9、7倍，公司为负极材料头部企业，经营能力稳健，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	25119	25166	31283	37209
收入同比 (%)	-2.2%	0.2%	24.3%	18.9%
归属母公司净利润	1654	1688	2397	2907
净利润同比 (%)	-28.4%	2.0%	42.0%	21.3%
毛利率 (%)	17.7%	15.7%	16.9%	17.1%
ROE (%)	14.3%	12.7%	15.3%	15.7%
每股收益 (元)	1.50	1.53	2.17	2.63
P/E	15.27	12.14	8.55	7.05
P/B	2.19	1.54	1.31	1.10
EV/EBITDA	7.82	7.70	5.09	3.58

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 财务状况：业绩符合预期，现金流稳定 .....	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

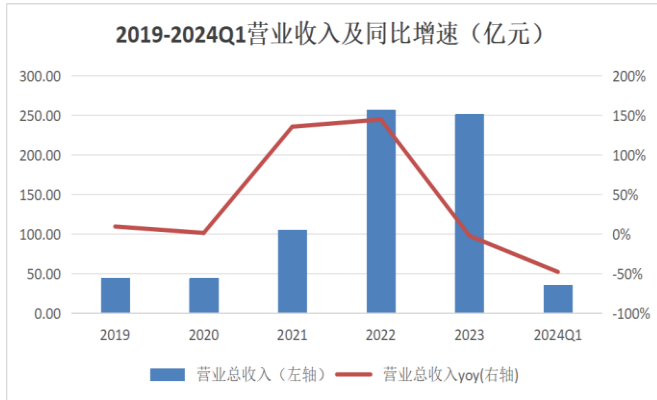
## 图表目录

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：业绩符合预期，现金流稳定

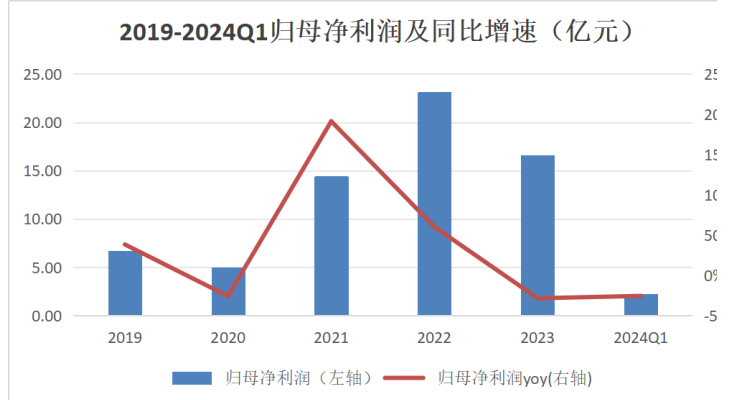
公司营收与净利润有所减少。公司 23 年全年实现营业收入 251.19 亿元，同减 2.18%，实现归母净利润 16.54 元，同减 28.42%，实现扣非归母净利润 15.80 亿元，同减 2.59%。24Q1 实现营业收入 35.28 亿元，同减 47.84%，实现归母净利润 2.18 亿元，同减 25.52%，实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同减 6.72%。

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

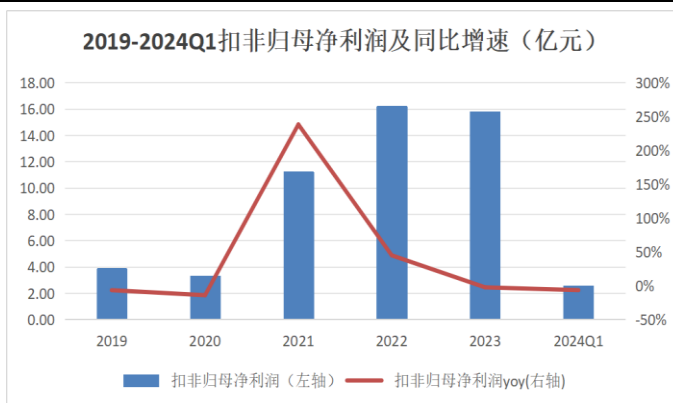
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

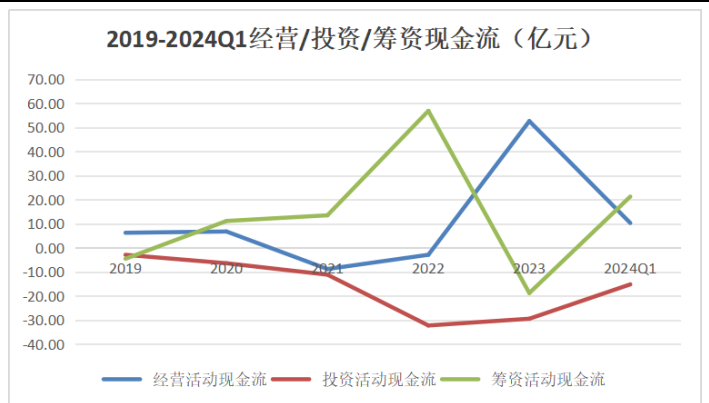
公司现金流情况稳定。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 52.60/-29.44/-18.78 亿元，同比+1920.80%/+8.70%/-133.04%。其中经营活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司 23 年加强销售回款，同时优化库存，减少采购支出，导致经营活动现金流流入增长幅度远大于经营活动现金流流出增长幅度；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 23 年新增借款减少，且归还到期借款增加所致。

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

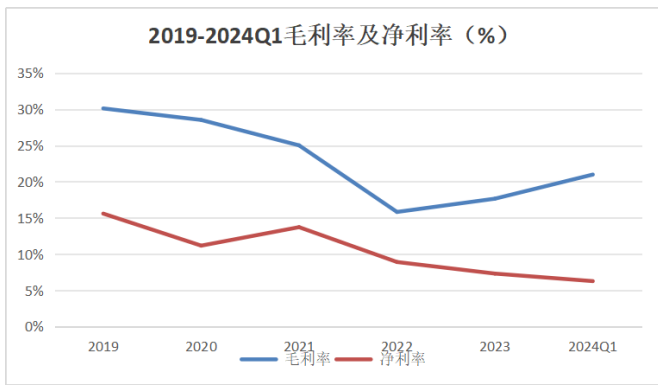
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流（亿元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

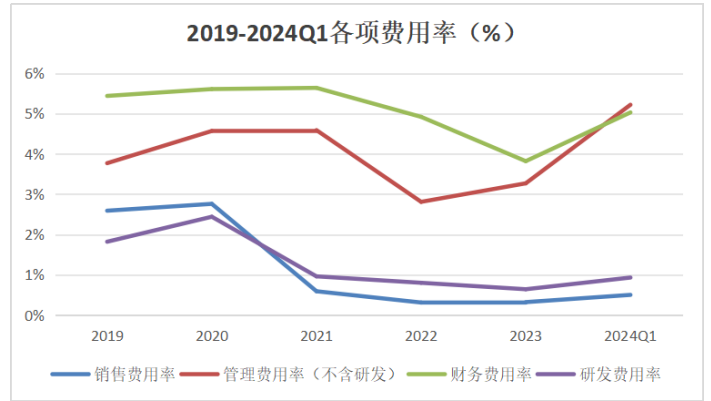
公司毛利率略有提升。公司 23 年度毛/净利率分别为 17.66%/7.32%，同比变化 +1.83/-1.60pct。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.32%/3.27%/3.82%/0.64%，同比变化+0.01/+0.46/-1.10/-0.14pct。

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 16.88/23.97/29.07 亿元, 对应 PE 12、9、7 倍, 公司为负极材料头部企业, 经营能力稳健, 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。

**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
<b>流动资产</b>	13866	18730	25252	31698	<b>营业收入</b>	25119	25166	31283	37209
现金	4753	7544	11138	14531	营业成本	20683	21214	25994	30850
应收账款	4143	5516	7285	9175	营业税金及附加	115	126	156	186
其他应收款	73	138	171	204	销售费用	80	75	94	112
预付账款	38	212	260	309	管理费用	822	1007	1251	1414
存货	2581	2886	3531	4186	财务费用	162	130	137	129
其他流动资产	2278	2434	2867	3294	资产减值损失	-229	35	25	-75
<b>非流动资产</b>	15519	14872	14319	13516	公允价值变动收益	-77	0	0	0
长期投资	466	516	566	526	投资净收益	-84	252	313	372
固定资产	9088	8323	7541	6743	<b>营业利润</b>	2241	2149	3053	3703
无形资产	1146	1306	1571	1686	营业外收入	11	10	10	10
其他非流动资产	4819	4726	4641	4561	营业外支出	8	6	6	6
<b>资产总计</b>	29385	33602	39571	45214	<b>利润总额</b>	2244	2153	3057	3707
<b>流动负债</b>	11199	12695	15719	18198	所得税	404	431	611	741
短期借款	1173	1273	1473	1673	<b>净利润</b>	1840	1722	2446	2966
应付账款	5627	5812	7834	9297	少数股东损益	186	34	49	59
其他流动负债	4398	5610	6412	7227	<b>归属母公司净利润</b>	1654	1688	2397	2907
<b>非流动负债</b>	4435	5434	5933	6132	EBITDA	3470	2680	3484	4117
长期借款	3000	4000	4500	4700	EPS (元)	1.50	1.53	2.17	2.63
其他非流动负债	1436	1435	1434	1433					
<b>负债合计</b>	15634	18130	21653	24331					
少数股东权益	2179	2214	2263	2322					
股本	1105	1105	1105	1105					
资本公积	3623	3623	3623	3623					
留存收益	6843	8531	10928	13834					
归属母公司股东权益	11571	13258	15655	18562					
<b>负债和股东权益</b>	29385	33602	39571	45214					

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	
<b>经营活动现金流</b>	5260	1860	3120	3028	<b>成长能力</b>				
净利润	1654	1688	2397	2907	营业收入	-2.2%	0.2%	24.3%	18.9%
折旧摊销	829	942	948	958	营业利润	-13.3%	-4.1%	42.1%	21.3%
财务费用	312	167	195	214	归属于母公司净利	-28.4%	2.0%	42.0%	21.3%
投资损失	85	-252	-313	-372	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	1988	-678	-124	-804	毛利率 (%)	17.7%	15.7%	16.9%	17.1%
其他经营现金流	57	2358	2538	3837	净利率 (%)	6.6%	6.7%	7.7%	7.8%
<b>投资活动现金流</b>	-2944	-2	-30	180	ROE (%)	14.3%	12.7%	15.3%	15.7%
资本支出	-2444	-213	-313	-162	ROIC (%)	10.6%	6.0%	7.7%	8.5%
长期投资	-500	-40	-30	-30	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	252	313	372	资产负债率 (%)	53.2%	54.0%	54.7%	53.8%
<b>筹资活动现金流</b>	-1878	932	504	185	净负债比率 (%)	113.7%	117.2%	120.8%	116.5%
短期借款	-2473	100	200	200	流动比率	1.24	1.48	1.61	1.74
长期借款	-493	1000	500	200	速动比率	1.00	1.23	1.37	1.49
普通股增加	377	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	287	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.75	0.79	0.82
其他筹资现金流	424	-168	-196	-215	应收账款周转率	6.06	4.56	4.29	4.06
<b>现金净增加额</b>	412	2791	3594	3393	应付账款周转率	3.68	3.65	3.32	3.32

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。