

海外产能选址马来西亚，把握市场机遇

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

2024-10-17

收盘价(元)	50.40
流通股本(亿股)	1.59
每股净资产(元)	22.32
总股本(亿股)	2.61

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

相关报告

- 《2024H1 负极出货高增，业绩略超预期》 2024-08-15
- 《一季度业绩超预期，成本优势凸显》 2024-04-26
- 《23Q3 盈利承压，积极布局扩张份额》 2023-10-27

核心观点

- ❖ **事件:** 2024 年 10 月 14 日，公司公告拟投资建设“马来西亚年产 5 万吨锂离子电池负极材料项目”，总投资初步计划约 1.54 亿美元（折合人民币约 10.9 亿元，最终以实际投资金额为准），本次对外投资的出资方式为货币出资，出资来源为公司自有及自筹资金。项目建设周期预计为自开工建设之日起 24 个月。
- ❖ **探索国际化发展战略，把握海外机遇:** 公司寻求在境外设立孙公司并建设负极材料生产基地，探索国际化发展战略，以更好地服务国际客户，贴近终端市场，响应客户需求。对外投资设立境外主体并建设负极材料生产基地有助于与国际伙伴建立技术交流合作，提升自身的技术实力和品牌形象，并便于在境外直接进行生产制造，以满足境外终端客户和市场的需要。此外，马来西亚交通便利、电力资源相对丰富、制造业存在一定基础，有助于公司快速建设产能，把握发展机遇。
- ❖ **北苏基地 2024 年末起陆续投产，公司份额有望提升:** 目前北苏二期生产基地土建部分逐步完成中，之后会陆续开展设备采购及安装调试，随着土建部分的逐步完成，设备采购、安装及相关施工进度提升，公司在建工程规模会有显著提升。1H2024 期末在建工程金额为 2.49 亿元，占总资产比例 3.27%，与上年末比增加 2.73pct，新生产基地将在 2024 年末起陆续投产。行业头尾厂商产能利用率出现分化，行业正在出清，供需格局将逐步好转，今年新投产产能有限，公司份额有望持续提升。
- ❖ **投资建议:** 公司的石墨化成本优势明显，可以在市场竞争中保证盈利的空间。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 47.09/61.00/80.66 亿元，归母净利润 7.65/9.22/11.97 亿元。对应 PE 17.30/14.36/11.06 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 新能源汽车相关行业波动、产业政策变动、产能过剩、价格与毛利率下降以及客户集中度高的风险、国内外政治、经济环境变化等风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4782	4391	4709	6100	8066
收入增长率(%)	104.70	-8.18	7.25	29.55	32.23
归母净利润(百万元)	1289	723	765	922	1197
净利润增长率(%)	137.26	-43.94	5.86	20.46	29.80
EPS(元)	6.62	2.78	2.93	3.53	4.59
PE	8.92	13.17	17.30	14.36	11.06
ROE(%)	24.81	12.76	12.00	12.76	14.37
PB	2.95	1.69	2.08	1.83	1.59

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 17 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4781.85	4390.76	4708.91	6100.17	8066.18	成长性					
减:营业成本	2790.03	3172.76	3459.60	4512.58	6000.26	营业收入增长率	104.7%	-8.2%	7.2%	29.5%	32.2%
营业税费	17.14	31.19	32.96	42.70	56.46	营业利润增长率	140.2%	-45.3%	3.1%	28.0%	29.8%
销售费用	5.92	5.46	5.65	7.32	9.68	净利润增长率	137.3%	-43.9%	5.9%	20.5%	29.8%
管理费用	75.47	80.85	84.76	109.80	145.19	EBITDA 增长率	139.6%	-35.6%	8.8%	24.5%	26.7%
研发费用	106.22	124.79	131.85	164.70	217.79	EBIT 增长率	144.8%	-45.8%	3.7%	28.0%	30.6%
财务费用	99.33	36.84	53.41	68.34	98.60	NOPLAT 增长率	141.4%	-44.5%	6.7%	20.5%	30.6%
资产减值损失	-54.77	-105.38	-60.24	-66.27	-72.89	投资资本增长率	217.8%	-3.5%	13.7%	17.9%	21.7%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	181.9%	9.0%	12.6%	13.3%	15.2%
投资和汇兑收益	-0.12	5.86	4.71	6.10	8.07	利润率					
营业利润	1596.99	873.09	900.33	1152.37	1495.73	毛利率	41.7%	27.7%	26.5%	26.0%	25.6%
加:营业外净收支	-0.33	2.01	0.00	0.00	0.00	营业利润率	33.4%	19.9%	19.1%	18.9%	18.5%
利润总额	1596.66	875.10	900.33	1152.37	1495.73	净利率	27.0%	16.5%	16.3%	15.1%	14.8%
减:所得税	307.20	152.20	135.05	230.47	299.15	EBITDA/营业收入	38.1%	26.7%	27.1%	26.0%	24.9%
净利润	1289.45	722.90	765.28	921.89	1196.58	EBIT/营业收入	35.5%	20.9%	20.3%	20.0%	19.8%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	2150.75	133.97	337.26	428.25	559.31	固定资产周转天数	110	185	183	146	115
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	128	265	330	302	292
应收账款	1030.51	1717.55	1962.04	2541.74	3472.94	流动资产周转天数	329	450	412	397	379
应收票据	1186.76	7.04	528.86	598.14	699.58	应收账款周转天数	74	113	141	133	134
预付账款	81.22	68.03	118.79	131.62	177.63	存货周转天数	123	145	129	130	135
存货	1472.74	1091.76	1381.26	1879.08	2634.05	总资产周转天数	472	668	628	576	522
其他流动资产	81.29	1261.09	1261.09	1261.09	1261.09	投资资本周转天数	353	574	561	502	456
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	24.8%	12.8%	12.0%	12.8%	14.4%
长期股权投资	0.40	0.29	0.37	0.44	0.48	ROA	14.5%	9.7%	8.5%	8.8%	9.3%
投资性房地产	2.68	2.51	2.85	2.93	3.06	ROIC	19.2%	11.1%	10.4%	10.6%	11.4%
固定资产	2157.75	2344.10	2434.21	2526.09	2617.10	费用率					
在建工程	124.30	39.83	125.85	194.27	247.74	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	215.69	211.27	241.68	265.14	286.27	管理费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	60.85	30.63	82.95	82.95	82.95	财务费用率	2.1%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%
资产总额	8870.03	7417.53	9001.32	10531.63	12877.14	三费/营业收入	3.8%	2.8%	3.1%	3.0%	3.1%
短期债务	1688.20	651.73	809.37	1361.99	2263.73	偿债能力					
应付账款	366.64	201.57	290.43	383.81	486.61	资产负债率	41.4%	23.6%	29.1%	31.4%	35.3%
应付票据	51.36	0.00	21.23	27.69	30.68	负债权益比	70.7%	31.0%	41.1%	45.7%	54.7%
其他流动负债	106.95	3.25	3.25	3.25	3.25	流动比率	1.84	3.99	3.07	2.79	2.46
长期借款	0.00	444.31	550.92	550.92	550.92	速动比率	1.36	1.95	1.67	1.56	1.41
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	18.09	20.29	17.21	16.63	15.18
负债总额	3673.30	1753.25	2622.60	3305.41	4550.91	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	1.00	0.80	0.24	0.29	0.37
股本	259.77	260.76	260.96	260.96	260.96	分红比率	0.00	0.36	0.08	0.08	0.08
留存收益	1925.45	2388.58	3092.23	3939.73	5039.74	股息收益率	1.7%	2.2%	0.5%	0.6%	0.7%
股东权益	5196.73	5664.28	6378.72	7226.22	8326.23	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	6.62	2.78	2.93	3.53	4.59
净利润	1289.45	722.90	765.28	921.89	1196.58	BVPS(元)	20.00	21.72	24.44	27.69	31.91
加:折旧和摊销	125.08	252.41	321.15	366.42	416.30	PE(X)	8.9	13.2	17.3	14.4	11.1
资产减值准备	100.52	79.30	60.24	66.27	72.89	PB(X)	3.0	1.7	2.1	1.8	1.6
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	67.19	45.32	55.42	73.40	105.03	P/S	3.2	2.2	2.8	2.2	1.6
投资收益	0.12	-6.26	-4.71	-6.10	-8.07	EV/EBITDA	8.3	9.1	11.2	9.3	7.7
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2355.21	-1520.37	-516.10	-1190.74	-1777.54	PEG	0.1	—	3.0	0.7	0.4
经营活动产生现金流量	-794.42	-416.37	696.90	243.83	23.18	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-924.82	-1460.77	-585.02	-557.66	-592.27	REP					
融资活动产生现金流量	3737.16	-177.77	91.28	404.83	700.15						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 17 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。