

证券研究报告 / 公司点评报告

Q2 业绩短期承压，磷酸铁产能快速扩张

— 合纵科技 2022 年半年报点评

增持

首次覆盖

事件: 公司发布 2022 年半年报, 上半年实现营收 15.15 亿元, 同比增长 35.49%; 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 113.49%; 扣非净利润 1.02 亿元, 同比增长 163.38%。其中, 2022Q2 实现营收 8.17 亿元, 同比+29.91%, 环比+16.91%; 归母净利润 0.07 亿元, 同比-69.52%, 环比-91.83%; 扣非净利润 0.11 亿元, 同比-41.61%, 环比-88.42%。

毛利率维持高位, 投资收益亏损及湖南雅城股权比例稀释导致 Q2 业绩承压。 1) **毛利率维持高位:** 公司 22H1 三大板块毛利率均同比增长, 锂电材料、输配电设备、电力工程板块毛利率分别为 31.37%、18.64%、48.63%, 分别同比+6.83pct、+5.79pct、+17.45pct。22Q2 公司整体毛利率 24.02%, 较 22Q1 下滑 4.42pct, 毛利 1.96 亿元, 环比-1.27%。2) **投资收益亏损扩大:** 公司 22Q2 投资收益-0.25 亿, 主因天津疫情影响和上半年镍价大幅波动, 导致联营公司天津茂联亏损加大所致。3) **湖南雅城引入华友等投资者, 少数股东权益扩大:** 子公司湖南雅城是公司重要的锂电正极前驱体业务平台, 22H1 引入华友、远景、北汽等战略投资者, 以及引入实控人关联方、员工持股平台等投资者, 公司股权比例由 100% 下降至目前的 69.37%, 受此影响 22Q2 少数股东权益达 0.28 亿元。

磷酸铁产能快速扩张, 引入下游龙头作为战投增强兑现确定性。 1) **磷酸铁产能有望年内扩张 2.5 倍:** 湖南雅城现有 6 万吨磷酸铁产能, 5 万吨磷酸铁扩建项目目标 22Q3 末投产; 贵州雅友启动 30 万吨磷酸铁项目, 一期 10 万吨已启动, 预计年内进入试生产。2) **引入华友等战投有利于产能释放:** 22H1 子公司湖南雅城引入华友、远景、北汽等战略投资者, 股权比例稀释至 69.37%; 7 月湖南雅城子公司贵州雅友引入华友控股作为战略投资者, 湖南雅城持股比例降至 55%。引入华友等下游龙头客户作为战略投资者, 不仅使相关业务平台资本实力增强, 更有望与之形成更加紧密的合作关系, 有利于新增产能的快速消化和业绩兑现。

盈利预测及投资建议: 考虑到公司磷酸铁产能快速扩张, 引入下游龙头作为战投有利于产能释放, 预计 2022/2023/2024 年归母净利润 2.45/3.72/4.75 亿, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、产品价格波动、在建项目不及预期

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,300	2,431	3,353	5,199	7,195
(+/-)%	-31.40%	87.03%	37.97%	55.02%	38.41%
归属母公司净利润	-776	106	245	372	475
(+/-)%	-1314.72%	113.69%	130.18%	52.08%	27.64%
每股收益(元)	-0.95	0.11	0.23	0.35	0.44
市盈率	—	73.18	26.61	17.50	13.71
市净率	4.15	3.71	2.54	2.23	1.94
净资产收益率(%)	-62.36%	4.55%	9.53%	12.77%	14.14%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.23%	0.38%	0.46%
总股本(百万股)	833	1,077	1,072	1,072	1,072

股票数据 2022/09/02

6 个月目标价(元)	
收盘价(元)	6.07
12 个月股价区间(元)	5.07~13.21
总市值(百万元)	6,507.15
总股本(百万股)	1,072
A 股(百万股)	1,072
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	23

历史收益率曲线



相关报告

- 《东北有色周报: 电池铝箔: 新能源车+储能爆发, 供不应求短期难缓解》 --20220829
- 《2022 年前两批稀土指标点评: 需求旺盛带动指标增速上调, 增量继续向轻稀土倾斜》 --20220822
- 《东北有色周报: 动力电池回收仍处于起步阶段, 长期潜力十足》 --20220724
- 《东北有色周报: 锂: 加州税案挫伤锂企积极性, 资源开发道阻且长》 --20220703
- 《东北有色周报: 锂: 澳矿价格突破 7000 美元, 资源为王趋势不改》 --20220628

证券分析师: 曾智勤

执业证书编号: S0550520110002
021-20363251 zengzq@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	666	785	577	809
交易性金融资产	55	5	5	5
应收款项	1,235	1,204	2,558	3,058
存货	640	846	1,431	1,690
其他流动资产	237	560	829	1,134
流动资产合计	2,832	3,401	5,401	6,697
可供出售金融资产				
长期投资净额	485	445	445	445
固定资产	1,066	1,320	1,622	1,936
无形资产	248	243	242	239
商誉	220	220	220	220
非流动资产合计	2,271	2,670	3,088	3,479
资产总计	5,104	6,071	8,489	10,176
短期借款	716	966	1,066	1,166
应付款项	1,587	1,814	3,198	3,655
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	73	73	73	73
流动负债合计	2,567	3,097	4,712	5,408
长期借款	90	240	440	490
其他长期负债	112	102	102	102
长期负债合计	202	342	542	592
负债合计	2,769	3,439	5,254	5,999
归属于母公司股东权益合计	2,335	2,565	2,912	3,357
少数股东权益	-1	67	323	820
负债和股东权益总计	5,104	6,071	8,489	10,176

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,431	3,353	5,199	7,195
营业成本	1,912	2,448	3,759	5,140
营业税金及附加	12	17	26	36
资产减值损失	58	-10	-10	-10
销售费用	149	168	234	302
管理费用	117	117	177	237
财务费用	51	58	78	93
公允价值变动净收益	-8	0	0	0
投资净收益	-36	-50	0	0
营业利润	108	369	739	1,145
营业外收支净额	-1	-2	-2	-2
利润总额	106	368	738	1,144
所得税	0	55	111	172
净利润	106	313	627	972
归属于母公司净利润	106	245	372	475
少数股东损益	0	68	255	497

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	106	313	627	972
资产减值准备	-15	30	40	40
折旧及摊销	91	126	152	179
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	53	65	86	99
投资损失	36	50	0	0
运营资本变动	-498	-249	-732	-509
其他	0	3	2	1
经营活动净现金流量	-220	338	174	782
投资活动净现金流量	-208	-529	-572	-572
融资活动净现金流量	742	310	189	21
企业自由现金流	-400	-161	-358	250

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.11	0.23	0.35	0.44
每股净资产 (元)	2.17	2.39	2.72	3.13
每股经营性现金流量	-0.20	0.32	0.16	0.73
成长性指标				
营业收入增长率	87.0	38.0	55.0	38.4
净利润增长率	113.7	130.2	52.1	27.6
盈利能力指标				
毛利率	21.3	27.0	27.7	28.6
净利润率	4.4	7.3	7.2	6.6
运营效率指标				
应收账款周转天数	141.88	120.00	120.00	130.00
存货周转天数	113.56	110.00	110.00	110.00
偿债能力指标				
资产负债率	54.3	56.6	61.9	59.0
流动比率	1.10	1.10	1.15	1.24
速动比率	0.79	0.74	0.77	0.84
费用率指标				
销售费用率	6.1	5.0	4.5	4.2
管理费用率	4.8	3.5	3.4	3.3
财务费用率	2.1	1.7	1.5	1.3
分红指标				
分红比例	0.0	6.1	6.7	6.3
股息收益率	0.0	0.2	0.4	0.5
估值指标				
P/E (倍)	73.18	26.61	17.50	13.71
P/B (倍)	3.71	2.54	2.23	1.94
P/S (倍)	2.69	1.95	1.26	0.91
净资产收益率	4.5	9.5	12.8	14.1

资料来源：东北证券

分析师简介:

曾智勤: 香港大学金融学硕士, 哈尔滨工业大学工学学士, 现任东北证券有色行业分析师。曾就职于国金证券研究所, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn