

中科电气 (300035) \ 电力设备与新能源

22年业绩不及预期，产能释放未来可期

事件：

公司发布年报，2022年实现营收52.57亿元，同比+139.61%；归母净利润3.64亿元，同比-0.35%；扣非净利润4.59亿元，同比+29.13%。公司归母及扣非净利润低于此前业绩预告区间，低于市场预期。

➤ 负极营收翻倍，存货减值影响净利润

2022年，公司负极材料营收49.58亿元，同比增长157.40%；出货量12万吨、确认收入数量11.40万吨，同比分别增加104.81%和93.24%；磁电装备板块实现营业收入2.99亿元(不含与控股子公司的营业收入)，同比增长11.58%。2022年Q4起负极材料市场需求放缓叠加行业扩建产能进入释放期，外协石墨化加工价格快速下降。谨慎计量考虑，公司计提存货跌价准备金额-0.99亿元，影响其归母净利润表现。

➤ 积极拓展海外客户，产能建设稳步推进

公司在现有客户基础上积极拓展海外客户，继批量供货SKI后，2022年成功开发韩国LGES，预计2023年公司海外销售占比有较大提升。产能建设方面，锂电负极长沙基地、铜仁基地产能建设项目已于2022年下半年如期建成投产，贵安新区基地项目一期基本建成并处于产线认证阶段，云南曲靖基地项目一期预计年内建成，全部达产后公司负极产能达44-45万吨/年。

➤ 布局新型负极，先进工艺助力降本

凭借负极领域深厚的技术积累，公司积极布局硅基负极及硬碳负极，硬碳负极可与现有石墨负极共线生产，已建设完成硅基负极中试产线，产品已向客户送样。此外，公司自行设计建造的新型艾奇逊石墨化炉，相较于传统石墨化加工产线具备电耗成本低、炉芯耗材费用少、自动化程度高等优势，未来有望进一步降本。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到行业新建产能集中释放导致竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司2023-2025年营收分别为61.96/87.35/93.09亿元（23-24年原值为69.7/96.8亿元），分别同比增长17.87%/40.97%/6.57%；归母净利润分别为7.59/11.31/13.55亿元（23-24年原值为12.62/17.64亿元），分别同比增长108.47%/48.92%/19.86%，三年CAGR为54.96%；EPS分别为1.05/1.56/1.87元/股，对应PE为15/10/8倍。参照可比公司相对估值及绝对估值结果，我们给予公司23年18倍PE，目标价18.9元。维持“买入”评级。

风险提示：公司产能落地不及预期、市场竞争加剧、原料价格上涨。

投资评级：

行业：

电源设备

投资建议：

买入（维持评级）

当前价格：

12.15元

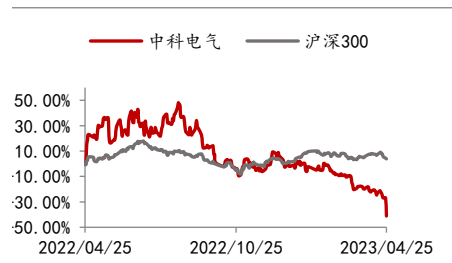
目标价格：

18.90元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	723/635
流通A股市值（百万元）	7,719
每股净资产（元）	6.57
资产负债率（%）	56.14
一年内最高/最低（元）	32.51/12.15

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezha@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,194	5,257	6,196	8,735	9,309
增长率（%）	125.33%	139.61%	17.87%	40.97%	6.57%
EBITDA（百万元）	502	619	958	1,315	1,517
归母净利润（百万元）	365	364	759	1,131	1,355
增长率（%）	123.10%	-0.35%	108.47%	48.92%	19.86%
EPS（元/股）	0.51	0.50	1.05	1.56	1.87
市盈率（P/E）	30.06	30.17	14.47	9.72	8.11
市净率（P/B）	4.50	2.25	1.95	1.62	1.35
EV/EBITDA	39.77	27.22	12.71	9.30	7.10

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月25日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,458	1,472	310	437	1,384	营业收入	2,194	5,257	6,196	8,735	9,309
应收账款+票据	1,494	2,355	3,067	4,084	4,098	营业成本	1,566	4,232	4,810	6,845	7,179
预付账款	299	345	407	573	611	税金及附加	14	23	45	63	67
存货	855	2,953	2,636	3,563	3,540	营业费用	43	57	93	131	140
其他	80	328	325	422	444	管理费用	169	343	372	480	512
流动资产合计	4,186	7,452	6,744	9,080	10,077	财务费用	39	149	62	34	8
长期股权投资	117	189	223	258	292	资产减值损失	-2	-99	-99	-99	-99
固定资产	744	1,827	2,114	2,460	2,788	公允价值变动收益	0	-66	0	0	0
在建工程	443	887	667	371	75	投资净收益	21	63	24	24	24
无形资产	200	302	252	202	151	其他	30	11	13	13	13
其他非流动资产	634	807	795	783	782	营业利润	411	362	753	1,120	1,342
非流动资产合计	2,137	4,013	4,051	4,073	4,088	营业外净收益	-2	-2	-2	-2	-2
资产总计	6,323	11,465	10,795	13,152	14,165	利润总额	409	360	751	1,118	1,340
短期借款	1,607	1,755	17	301	0	所得税	44	2	4	6	7
应付账款+票据	640	1,543	1,754	2,496	2,617	净利润	365	358	747	1,112	1,333
其他	397	728	1,056	1,495	1,576	少数股东损益	0	-6	-13	-19	-22
流动负债合计	2,644	4,025	2,827	4,292	4,194	归属于母公司净利润	365	364	759	1,131	1,355
长期带息负债	285	1,093	875	655	434						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	953	1,052	1,052	1,052	1,052						
非流动负债合计	1,238	2,145	1,927	1,706	1,486						
负债合计	3,882	6,170	4,754	5,999	5,679						
少数股东权益	0	406	394	375	353						
股本	642	723	723	723	723						
资本公积	900	2,995	2,995	2,995	2,995						
留存收益	899	1,170	1,929	3,060	4,415						
股东权益合计	2,441	5,295	6,042	7,153	8,486						
负债和股东权益总计	6,323	11,465	10,795	13,152	14,165						

现金流量表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	365	358	747	1,112	1,333
折旧摊销	54	110	146	163	169
财务费用	39	149	62	34	8
存货减少	-469	-2,098	317	-927	23
营运资金变动	-1,329	-3,072	86	-1,028	152
其它	477	2,115	-340	904	-46
经营活动现金流	-862	-2,437	1,017	258	1,639
资本支出	379	-1,210	-150	-150	-150
长期投资	-20	-151	0	0	0
其他	-864	-87	-12	-12	-12
投资活动现金流	-506	-1,448	-162	-162	-162
债权融资	1,713	956	-1,956	64	-522
股权融资	0	81	0	0	0
其他	756	2,807	-62	-34	-8
筹资活动现金流	2,469	3,844	-2,018	30	-530
现金净增加额	1,099	-35	-1,162	127	947

财务比率					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	125.33%	139.61%	17.87%	40.97%	6.57%
EBIT	125.85%	13.67%	59.56%	41.75%	17.03%
EBITDA	108.57%	23.24%	54.88%	37.16%	15.37%
归母净利润	123.10%	-0.35%	108.47%	48.92%	19.86%
获利能力					
毛利率	28.61%	19.50%	22.36%	21.64%	22.88%
净利率	16.65%	6.81%	12.05%	12.73%	14.32%
ROE	14.97%	7.45%	13.44%	16.68%	16.66%
ROIC	19.81%	19.29%	11.84%	16.77%	16.74%
偿债能力					
资产负债	61.39%	53.82%	44.04%	45.61%	40.09%
流动比率	1.58	1.85	2.39	2.12	2.40
速动比率	1.13	0.98	1.25	1.09	1.35
营运能力					
应收账款周转率	1.47	2.24	2.03	2.15	2.28
存货周转率	1.83	1.43	1.82	1.92	2.03
总资产周转率	0.35	0.46	0.57	0.66	0.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.50	1.05	1.56	1.87
每股经营现金流	-1.19	-3.37	1.41	0.36	2.27
每股净资产	3.38	6.76	7.81	9.37	11.24
估值比率					
市盈率	30.06	30.17	14.47	9.72	8.11
市净率	4.50	2.25	1.95	1.62	1.35
EV/EBITDA	39.77	27.22	12.71	9.30	7.10
EV/EBIT	44.58	33.08	15.00	10.62	7.99

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 25 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695