

信德新材 (301349.SZ)

原料涨价业绩短期承压，一体化项目带来确定性增长

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告，2022 年全年实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 83.69%，实现归属母公司净利润 1.49 亿元，同比增长 8.21%，实现扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 13.55%；其中，2022Q4 实现营业收入 2.09 亿元，同比增长 34.18%，环比下降 20.7%，实现归属母公司净利润 0.28 亿元，同比增长 0.5%，环比下降 34.27%，实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比下降 86.32%，环比下降 61.13%。同时，2023Q1 实现归母净利润 0.28 亿元，同比略增 1.48%。

- 原材料价格上涨价差走弱，公司毛利率水平下降。随着产能扩张和原材料价格上涨，2022 年，公司原材料乙烯焦油采购总量 12.27 万吨，同比增长 120.26%；乙烯焦油平均采购单价 4,642.32 元，同比增长 37.65%。原材料价格上涨的主要原因有：核心原材料和石油价格的高关联度使其跟随石油大幅涨价；原材料乙烯焦油和古马隆树脂的需求持续向好；2022 年下半年，乙烯焦油部分厂家装置检修，致使市场供应偏紧。2022 年公司负极包覆材料平均售价约 1.45 万元/吨，与 2021 年持平，原材料涨价导致价差走弱，公司毛利率水平下降。2022 年，公司毛利率为 27.00%，同比下降 13.58pct；2023 年一季度，公司毛利率为 23.89%，同比下降 8.71pct。
- 负极包覆材料销量稳步增长，新产能投放进一步满足下游需求。2022 年，公司负极包覆材料销量 3.21 万吨，同比增长 41.31%。公司“年产 3 万吨碳材料产业化升级建设项目”一期已于 2022 年年底顺利投产，目前具备负极包覆材料产能 4 万吨/年，在建产能 1.5 万吨/年，预计于 2023 年年中投产。由于在硅基负极中更高的添加比例，叠加硅基负极在负极材料中渗透率的提升，负极包覆材料行业增速将快于下游负极材料行业增速。公司为负极包覆材料行业的领军企业，新产能投放后，规模优势有望进一步加强。
- 打通一体化产业链布局，深度绑定下游一线客户。公司具备“乙烯焦油-古马隆树脂-负极包覆材料”的完整产业链，生产过程中产生的副产物裂解萘硫酚和橡胶增塑剂均对外销售，同时，发挥产业链的优势，向下游加码布局碳纤维可纺沥青，用于保温隔热材料，或借助其与其他材料的复合，以提高复合材料的整体性能。此外，公司客户资源优质，与江西紫宸、贝特瑞、中科星城、杉杉股份等负极材料的龙头企业签订了战略合作协议或框架协议，形成了深入稳定的客户关系，且拥有较高的销售占比，客户粘性高，能快速响应客户需求。
- 拟收购成都昱泰，强化规模效应并锁定上游原料。公司拟通过支付现金方式收购成都昱泰 67%-80% 的股份，交易完成后，公司将成为成都昱泰的控股股东。成都昱泰主要从事包括负极包覆材料等产品的乙烯焦油综合利用产品生产及销售，同时是西南地区唯一取得四川石化乙烯焦油供应资格的企业，具备 10 万吨以上乙烯焦油产能，能生产约 2.5 万吨负极包覆材料产能。收购成都昱泰后，公司有望进一步扩大生产规模、强化供应链保障体系、有效提升对云贵川区域集中的下游客户的响应速度和服务质量、进而构建显著的区位优势。
- 给予“增持”投资评级。负极包覆材料行业进入快速发展阶段，行业新增产能

增持（下调）

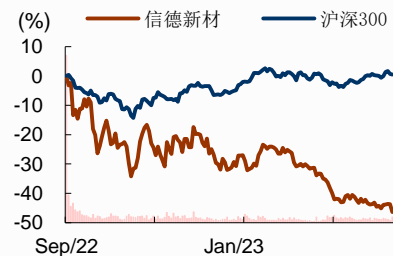
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：86.05 元

基础数据

总股本（万股）	6800
已上市流通股（万股）	1700
总市值（亿元）	59
流通市值（亿元）	15
每股净资产（MRQ）	41.6
ROE（TTM）	5.3
资产负债率	8.7%
主要股东	尹洪涛
主要股东持股比例	27.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-33	-38
相对表现	-10	-43	-39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《信德新材（301349）—负极包覆材料龙头，纵向延伸产业链打开成长空间》2022-11-08

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn
姚姿宇 研究助理
yaoziyu@cmschina.com.cn

增多，竞争加剧，我们下调了公司 2023 年和 2024 年的盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 14.76 亿元、17.78 亿元和 20.35 亿元，归母净利润分别为 2.71 亿元、3.47 亿元和 4.22 亿元，EPS 分别为 3.98 元、5.11 元和 6.20 元。当前股价对应 PE 分别为 21.6 倍、16.8 倍和 13.9 倍，给予“增持”投资评级。

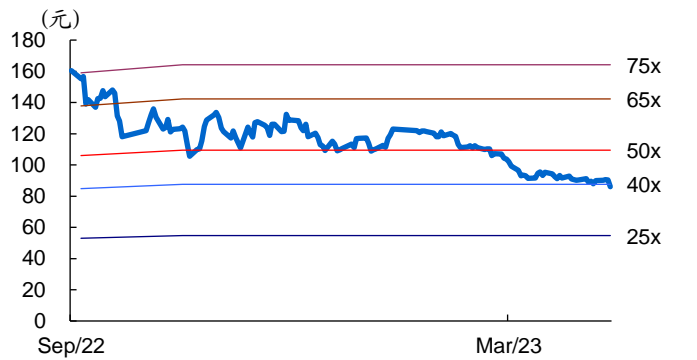
□ 风险提示：技术路线更新迭代的风险、原材料价格上涨的风险、新增产能投放不及预期的风险、下游需求不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	492	904	1476	1778	2035
同比增长	81%	84%	63%	20%	14%
营业利润(百万元)	142	166	301	387	469
同比增长	38%	17%	82%	28%	21%
归母净利润(百万元)	138	149	271	347	422
同比增长	60%	8%	82%	28%	21%
每股收益(元)	2.02	2.19	3.98	5.11	6.20
PE	42.5	39.3	21.6	16.8	13.9
PB	12.0	2.1	1.9	1.8	1.6

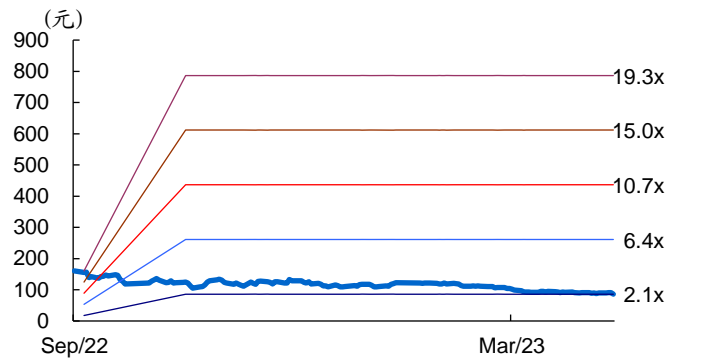
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 信德新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 信德新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	285	2563	2898	3057	3207
现金	20	45	118	131	157
交易性投资	0	2014	2014	2014	2014
应收票据	36	51	83	99	114
应收款项	85	167	244	293	336
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	73	206	310	365	412
其他	71	81	129	154	175
非流动资产	375	468	616	727	833
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	120	313	467	585	697
无形资产商誉	73	71	64	57	52
其他	181	85	85	85	85
资产总计	660	3032	3513	3784	4040
流动负债	116	197	455	459	398
短期借款	15	85	298	280	201
应付账款	27	48	75	88	99
预收账款	3	0	1	1	1
其他	71	63	81	90	97
长期负债	56	32	32	32	32
长期借款	31	0	0	0	0
其他	25	32	32	32	32
负债合计	173	230	487	491	430
股本	51	68	68	68	68
资本公积金	225	2373	2373	2373	2373
留存收益	212	361	585	851	1169
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	487	2802	3026	3293	3610
负债及权益合计	660	3032	3513	3784	4040

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	97	(70)	94	275	370
净利润	138	149	271	347	422
折旧摊销	13	15	24	32	38
财务费用	2	3	11	16	13
投资收益	(0)	(1)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(56)	(235)	(230)	(132)	(113)
其它	0	(1)	21	14	13
投资活动现金流	(141)	(2079)	(177)	(147)	(147)
资本支出	(141)	(76)	(180)	(150)	(150)
其他投资	0	(2003)	3	3	3
筹资活动现金流	48	2165	156	(115)	(197)
借款变动	51	(2)	213	(18)	(79)
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	2149	0	0	0
股利分配	0	0	(46)	(81)	(104)
其他	(3)	1	(11)	(16)	(13)
现金净增加额	3	17	73	13	26

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	492	904	1476	1778	2035
营业成本	292	660	1032	1215	1369
营业税金及附加	4	5	8	9	11
营业费用	1	1	2	3	3
管理费用	27	34	55	66	76
研发费用	23	43	70	84	96
财务费用	5	4	11	16	13
资产减值损失	1	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
其他收益	2	2	2	2	2
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	142	166	301	387	469
营业外收入	18	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	160	166	301	387	469
所得税	22	17	30	39	47
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	138	149	271	347	422

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	81%	84%	63%	20%	14%
营业利润	38%	17%	82%	28%	21%
归母净利润	60%	8%	82%	28%	21%
获利能力					
毛利率	40.6%	27.0%	30.1%	31.7%	32.7%
净利率	28.0%	16.5%	18.3%	19.5%	20.7%
ROE	32.9%	9.1%	9.3%	11.0%	12.2%
ROIC	27.1%	8.8%	9.0%	10.5%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	26.2%	7.6%	13.9%	13.0%	10.7%
净负债比率	11.4%	2.8%	8.5%	7.4%	5.0%
流动比率	2.4	13.0	6.4	6.7	8.1
速动比率	1.8	12.0	5.7	5.9	7.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	6.3	4.7	4.0	3.6	3.5
应收账款周转率	4.1	5.3	5.4	4.9	4.8
应付账款周转率	15.5	17.6	16.8	14.9	14.6
每股资料(元)					
EPS	2.02	2.19	3.98	5.11	6.20
每股经营净现金	1.42	-1.03	1.39	4.05	5.44
每股净资产	7.17	41.21	44.51	48.42	53.09
每股股利	0.00	0.68	1.19	1.53	1.86
估值比率					
PE	42.5	39.3	21.6	16.8	13.9
PB	12.0	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	39.5	34.2	18.5	14.3	12.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。