

福鞍股份(603315)

拟低价并购石墨化优质资产，加速扩产业绩可期
——福鞍股份（603315）事件点评报告

✍️：分析师 张雷 执业证书编号：S1230521120004
☎️：021-80108036
✉️：zhanglei02@stocke.com.cn

报告导读

公司发布公告：1) 确认天全福鞍交易对价（36亿元对价收购100%股权，对应23年业绩目标7.2倍PE），其中定增股份支付29.35亿元，占比81.53%，现金支付6.65亿元，占比18.47%；2) 为满足现金对价6.65亿元，拟定向募集10.65亿元，剩下4亿元用于补充流动资金，收购不以配套融资成功为前提；3) 公司与被收购方全体股东签署《业绩补偿协议》，按照承诺协议天全福鞍22-24扣非归母净利润不低于1.88/4.94/5.60亿元。

投资要点

□ 石墨化产能投放节奏提速，长协锁定负极龙头出货快速增长可期

天全福鞍规划14万吨产能，目前已取得天全全部产线的6万吨能评环评指标，芦山一二期已经取得能评批复/环评批复中，公司目前已投产天全一二期共4万吨产能（二期3月投产，爬坡中），天全三期在建即将于22年9月投产，芦山一二期各4万吨筹建中将分别于23年1月和4月投产。按照规划产能投放节奏，23年4月即完成14万吨产能建设，大幅提速。公司与贝特瑞、凯金签署长期合作协议23年锁定年化产能接近8万吨，与杉杉、翔丰华等合作良好，产能消化无忧出货快速增长可期。

□ 石墨化单吨盈利水平稳中向上，行业景气延续并表尽享量利齐升

盈利方面，22年第一季度负极石墨化加工单价为22219元/吨，单位成本13755元/吨，单吨净利6698元/吨，相比21年4414元/吨大幅提升，主要系石墨化供需紧张带来加工费持续上涨，后续伴随新增产能投放规模优势凸显以及原材料价格企稳，预计22年第二至四季度单位盈利水平有望稳中向上。能耗双控、冬奥会、疫情防控影响下石墨化供给受限景气度持续，公司石墨化资产并表后将大幅度提振业绩，量利齐升确定性强。

□ 业绩承诺绑定核心技术管理团队，彰显公司转型负极的决心

公司与被收购方签署《业绩补偿协议》，天全福鞍业绩不及承诺金额的部分公司将通过回购的方式没收承诺方对应的股权（以20.94元/股计算），在业绩承诺期内对承诺人的股权设置了锁定期协议，该机制绑定了天全核心管理及技术团队，建立健全了长效激励机制，可充分调动人员积极性，反映了公司向负极石墨化转型的决心。

□ 盈利预测及估值

公司是积极转型新能源赛道的多元化企业，负极材料开启第二增长曲线。石墨化行业供给仍紧缺，天全福鞍与优质客户建立长期合作关系，后续产能有望有效消化（预计22-24年销量分别为5、11、14万吨）。考虑石墨化并表，我们上调22-24年公司归母净利润预测至6.09、10.55、13.13亿元（上调前为1.94、2.96、4.16亿元）；本次定增及资产收购不以配套融资成功为前提，仅考虑发行股份支付（对价29.35亿元、发行价20.94元/股），本次发行后公司总股本4.48亿股，对应7月20日股价总市值为127.05亿元，对应22-24的PE分别为21、12、10倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球新能源车销量不及预期；负极及石墨化产能建设不及预期；负极行业竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	951.25	2480.17	3785.94	4417.60
(+/-)	7.33%	160.73%	52.65%	16.68%
归母净利润	75.00	608.97	1055.48	1313.46
(+/-)	-24.41%	711.92%	73.32%	24.44%
每股收益(元)	0.17	-	2.36	2.94
P/E	169.38	20.86	12.04	9.67

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥28.41

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.04
4Q/2021	0.07
3Q/2021	0.03
2Q/2021	0.08



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商电新】福鞍股份（603315）深度报告：携贝特瑞进军负极材料，开启第二增长曲线》2022.05.21
- 2 《【浙商电新】福鞍股份（603315）事件点评：石墨化产能规划明晰，并表后有望大幅提振整体业绩》2022.06.15

报告撰写人：张雷

联系人：黄华栋、杨子伟

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1991	5464	5689	6927	营业收入	951	2480	3786	4418
现金	246	643	837	668	营业成本	722	1512	2181	2522
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	7	20	29	34
应收账款	868	2862	2589	3458	营业费用	7	20	30	35
其它应收款	23	28	51	72	管理费用	37	95	146	159
预付账款	281	526	804	904	研发费用	26	68	104	110
存货	534	1356	1370	1783	财务费用	27	16	14	13
其他	38	48	38	42	资产减值损失	47	122	186	199
非流动资产	550	1519	2457	2942	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(3)	64	107	157
长期投资	15	15	15	15	其他经营收益	6	9	10	8
固定资产	297	475	781	1093	营业利润	81	700	1213	1510
无形资产	33	29	24	15	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	92	874	1499	1679	利润总额	82	700	1213	1510
其他	112	126	138	140	所得税	9	112	194	242
资产总计	2542	6983	8146	9869	净利润	72	588	1019	1268
流动负债	1039	1958	2102	2557	少数股东损益	(3)	(21)	(36)	(45)
短期借款	346	346	346	346	归属母公司净利润	75	609	1055	1313
应付款项	463	1206	1200	1582	EBITDA	150	757	1294	1629
预收账款	101	262	401	468	EPS (最新摊薄)	0.17	-	2.36	2.94
其他	129	143	155	161	主要财务比率				
非流动负债	110	110	110	110		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	110	110	110	110	营业收入	7.33%	160.73%	52.65%	16.68%
负债合计	1149	2068	2212	2667	营业利润	-26.66%	762.30%	73.32%	24.44%
少数股东权益	(4)	(25)	(62)	(107)	归属母公司净利润	-24.41%	711.92%	73.32%	24.44%
归属母公司股东权益	1397	4941	5996	7310	获利能力				
负债和股东权益	2542	6983	8146	9869	毛利率	24.11%	39.02%	42.40%	42.91%
					净利率	7.61%	23.71%	26.92%	28.70%
					ROE	5.44%	19.31%	19.46%	20.00%
					ROIC	4.56%	11.09%	15.90%	16.42%
					偿债能力				
					资产负债率	45.22%	29.61%	27.15%	27.02%
					净负债比率	33.08%	18.38%	17.19%	14.26%
					流动比率	1.92	2.79	2.71	2.71
					速动比率	1.40	2.10	2.06	2.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.52	0.50	0.49
					应收账款周转率	1.24	1.35	1.35	1.35
					应付账款周转率	3.83	3.83	3.83	3.83
					每股指标(元)				
					每股收益	0.17	1.36	2.36	2.94
					每股经营现金	-0.21	-3.57	2.46	0.63
					每股净资产	4.55	11.05	13.41	16.35
					估值比率				
					P/E	169.38	20.86	12.04	9.67
					P/B	6.24	2.57	2.12	1.74
					EV/EBITDA	57.90	16.50	9.47	7.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>