

## 跨界布局钠电，开拓第二增长曲线

2023 年 03 月 14 日

### 【事项】

公司与信丰县人民政府签订了《新建 6GWH 钠离子新能源电池项目投资意向合同书》，投资建设钠离子电池及材料新能源工业园，生产经营钠离子电池及材料的研发、生产及销售，总投资 20 亿元。

### 【评论】

- ◆ **公司拟信丰县建设钠电池和材料生产基地，享受政府多重优惠政策。** 公司与信丰县人民政府签订了《新建 6GWH 钠离子新能源电池项目投资意向合同书》，投资建设钠离子电池及材料新能源工业园，生产经营钠离子电池及材料的研发、生产及销售，总投资 20 亿元。根据协议，该项目享受了当地政府多重优惠政策，主要包括：1) 信丰县人民政府将组建项目服务专班，帮助解决有关证照、招聘以及建设运营过程其他问题；2) 享受省、市、县关于招商引资的优惠政策，就高不就低；3) 政府方同意按公司规划设计方案给予 200 亩土地的基础设施代建服务。这些优惠政策节省公司项目投资成本，同时也将提高项目运行效率，并且提供了政府层面的背书。
- ◆ **同时布局钠离子电芯和正极材料，拟构建一体化产业链。** 钠离子电芯端，公司于 2023 年 1 月 11 日与青岛正钠芯企业管理合伙企业签订了《投资合作协议》，双方共同投资设立科翔钠能进行钠离子电池的生产和销售，并保证不晚于 2023 年 7 月底生产出达到上市销售要求的钠离子电池产品。材料端，公司于 2023 年 1 月 30 日以 5,355 万元购买了江苏晟兴富骅新能源科技有限公司 51% 的股权，布局钠电正极材料。根据规划，2023 年富骅新能源拟规划建设 5 条钠离子电池正极材料生产线，其中 2 条生产线由原锂离子正极材料生产线改造完成，3 条生产线为新建投入，规划产能年生产 6,000 吨钠离子电池正极材料。根据市场需求，2024 年富骅新能源计划进一步增加 5 条生产线，达到 10 条生产线，规划产能年产 15,000 吨左右钠离子电池正极材料。另外，富骅新能源原股东承诺 2024-2026 年标的公司的经审计净利润将分别不低于 500 万、1000 万和 2000 万元。客户端，公司现有的 PCB 业务中本身就有一些头部的新能源和储能领域客户，这部分客户有望与钠电业务形成协同效应。总体而言，公司先后同时布局钠离子电芯和材料端，初步体现出公司钠电一体化的规划，旨在通过新能源领域延伸和布局打造公司的第二增长曲线。
- ◆ **公司钠电池和材料技术来源于核心专家深厚的积累和沉淀。** 青岛正钠

增持（首次）

### 东方财富证券研究所

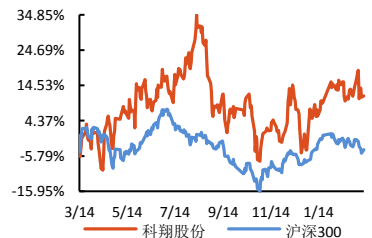
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：程文祥，夏嘉鑫

联系方式：021-23586475

### 相对指数表现



### 基本数据

总市值（百万元）	5556.91
流通市值（百万元）	3688.78
52 周最高/最低（元）	25.10/11.13
52 周最高/最低（PE）	87.11/37.24
52 周最高/最低（PB）	5.44/2.80
52 周涨幅（%）	11.24
52 周换手率（%）	524.94

### 相关研究

芯企业管理合伙企业股东主要包括刘兴泉、中国培、王洪和蒲彦宁等，是公司电芯技术的主要来源。江苏晟兴富骅新能源科技有限公司的股东则包括朱永福、刘兴泉和何振华等，则是公司正极材料技术的主要来源。其中，刘兴泉教授同时出现在电芯和材料端的合作方中，显然是整个钠电项目的核心专家。根据电子科技大学官网，刘兴泉教授是电子科技大学博士生导师，也是中组部、中国科学院“西部之光”人才计划获得者。刘教授目前主要从事新能源材料与集成能源器件的设计、制备和应用研究，涉及细分领域包括电池材料、全固态电池、电催化材料和储能电池集成等等。公司钠电项目中另外一位核心技术大拿则是中国培专家。知网专利搜索结果显示，中国培专家在锂电池电芯和材料端都有大量专利，显然也是一位精通电池和电池材料体系的专家。从刘兴泉教授和中国培专家过往研究背景看，公司钠电项目的技术是来自于两位核心专家多年的电化学经验的沉淀，有着深厚的技术积累。

- ◆ **公司 PCB 业务覆盖广泛，客户群体优质，2023 年利润增速有望好转。**  
PCB 业务方面，公司在国内有多个 PCB 生产基地，产品涵盖双层板、多层板，高密度互连板、厚铜板等众多品类。公司惠州科翔基地主打消费类电子的成本优势，智恩电子具备专业汽车产品的流程技术优势，广东科翔则有小批量、多品种优势，赣州科翔产品针对性覆盖逆变器、充电桩、储能等新能源领域，江西科翔重点生产新能源汽车及高阶 HDI 产品。新产品方面，公司未来拟重点扩大 MINI LED，三阶以上，Any layer 等高阶 HDI 的生产，以取代日、韩等高端 HDI 市场、MINI LED 和载板等小间距高密度生产板。2022 年前三季度，公司 PCB 主业实现主营业务收入 19.3 亿元，同比增长 17.9%，实现归母净利润 0.65 亿元，同比增长 1.3%。2022 年受到疫情冲击和原材料涨价影响，公司利润增速表现较为一般。2023 年，疫情因素退去，国内消费呈现复苏态势，汽车、消费电子和新能源领域对 PCB 需求增速回升确定性高，PCB 主业利润增速有望好转。

### 【投资建议】

- ◆ 公司 PCB 业务有望受益于国内消费的复苏，同时钠电业务的布局也为公司未来带来业绩增量。我们根据公司历史产品销量、市占率和成本等做出如下盈利预测。预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 25.7/37.3/58.2 亿元；预计归母净利润分别为 0.77/1.23/2.29 亿元；EPS 分别为 0.18/0.30/0.55 元；对应 PE 分别为 73/45/24 倍，给予“增持”评级。

#### 盈利预测 (百万元, 截止日期 2023/03/14)

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2252.60	2569.15	3725.27	5815.37
增长率 (%)	40.60%	14.05%	45.00%	56.11%
EBITDA (百万元)	166.98	185.85	280.45	421.16
归属母公司净利润 (百万元)	70.95	76.70	123.25	228.92
增长率 (%)	-32.45%	8.10%	60.69%	85.75%
EPS (元/股)	0.41	0.18	0.30	0.55
市盈率 (P/E)	62.84	72.45	45.09	24.27
市净率 (P/B)	3.70	2.33	2.21	2.02
EV/EBITDA	26.10	31.08	21.35	14.57

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ PCB 市场需求和销量不及预期；
- ◆ PCB 原材料成本价格大幅上行；
- ◆ 钠离子电池和材料产品开发和量产进展不及预期。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2045.21</b>	<b>3028.80</b>	<b>3670.80</b>	<b>4613.03</b>
货币资金	351.29	362.38	465.79	686.12
应收及预付	955.25	1099.12	1598.20	2180.56
存货	301.85	325.67	519.97	879.32
其他流动资产	436.82	1241.63	1086.85	867.02
<b>非流动资产</b>	<b>1524.66</b>	<b>2153.80</b>	<b>2637.81</b>	<b>3113.32</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1051.15	1102.46	1247.47	1435.98
在建工程	228.64	728.64	1028.64	1278.64
无形资产	38.27	47.27	51.27	53.27
其他长期资产	206.60	275.43	310.43	345.43
<b>资产总计</b>	<b>3569.87</b>	<b>5182.59</b>	<b>6308.61</b>	<b>7726.35</b>
<b>流动负债</b>	<b>2267.92</b>	<b>2616.78</b>	<b>3602.55</b>	<b>4769.86</b>
短期借款	202.32	452.32	752.32	1102.32
应付及预收	1963.35	2037.74	2691.51	3429.29
其他流动负债	102.25	126.72	158.72	238.25
<b>非流动负债</b>	<b>96.45</b>	<b>176.45</b>	<b>191.45</b>	<b>211.45</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.45	176.45	191.45	211.45
<b>负债合计</b>	<b>2364.37</b>	<b>2793.23</b>	<b>3794.00</b>	<b>4981.31</b>
实收资本	172.34	172.34	172.34	172.34
资本公积	725.11	1841.48	1841.48	1841.48
留存收益	309.32	376.81	502.06	732.48
归属母公司股东权益	1205.50	2389.37	2514.61	2745.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>3569.87</b>	<b>5182.59</b>	<b>6308.61</b>	<b>7726.35</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2252.60</b>	<b>2569.15</b>	<b>3725.27</b>	<b>5815.37</b>
营业成本	1900.02	2191.12	3166.48	4898.99
税金及附加	10.79	11.56	14.90	22.10
销售费用	49.50	56.52	74.51	116.31
管理费用	98.67	110.47	149.01	232.61
研发费用	113.62	141.30	186.26	290.77
财务费用	4.83	2.67	12.02	20.81
资产减值损失	-15.13	-5.00	-4.50	-4.00
公允价值变动收益	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.02	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-2.15	-2.57	0.00	0.00
其他收益	8.28	17.98	22.35	29.08
<b>营业利润</b>	<b>53.36</b>	<b>55.91</b>	<b>129.94</b>	<b>248.86</b>
营业外收入	8.34	9.50	8.00	6.00
营业外支出	2.16	1.50	1.00	0.50
<b>利润总额</b>	<b>59.54</b>	<b>63.91</b>	<b>136.94</b>	<b>254.36</b>
所得税	-11.43	-12.78	13.69	25.44
<b>净利润</b>	<b>70.97</b>	<b>76.70</b>	<b>123.25</b>	<b>228.92</b>
少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>70.95</b>	<b>76.70</b>	<b>123.25</b>	<b>228.92</b>
EBITDA	166.98	185.85	280.45	421.16

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1.91</b>	<b>80.78</b>	<b>104.26</b>	<b>132.41</b>
净利润	70.97	76.70	100.67	154.88
折旧摊销	110.72	99.69	113.99	127.49
营运资金变动	-204.16	-116.63	-142.49	-201.41
其它	20.57	21.03	32.08	51.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-206.55</b>	<b>-1493.40</b>	<b>-561.00</b>	<b>-557.50</b>
资本支出	-449.61	-708.40	-586.00	-592.50
投资变动	-2.63	-740.00	50.00	50.00
其他	245.69	-45.00	-25.00	-15.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>61.21</b>	<b>1423.71</b>	<b>490.42</b>	<b>527.04</b>
银行借款	215.16	250.00	500.00	550.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	1116.37	0.00	0.00
其他	-153.95	57.34	-9.58	-22.96
<b>现金净增加额</b>	<b>-148.03</b>	<b>11.09</b>	<b>33.68</b>	<b>101.95</b>
期初现金余额	<b>443.00</b>	<b>294.98</b>	<b>306.07</b>	<b>339.75</b>
期末现金余额	<b>294.98</b>	<b>306.07</b>	<b>339.75</b>	<b>441.70</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	40.60%	14.05%	45.00%	56.11%
营业利润增长	-54.52%	4.79%	132.39%	91.52%
归属母公司净利润增长	-32.45%	8.10%	60.69%	85.75%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	15.65%	14.71%	15.00%	15.76%
净利率	3.15%	2.99%	3.31%	3.94%
ROE	5.89%	3.21%	4.90%	8.34%
ROIC	4.60%	3.48%	4.39%	6.59%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	66.23%	53.90%	60.14%	64.47%
净负债比率	-	9.16%	17.12%	21.14%
流动比率	0.90	1.16	1.02	0.97
速动比率	0.71	0.96	0.80	0.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.50	0.59	0.75
应收账款周转率	2.53	2.52	2.52	2.87
存货周转率	7.46	7.89	7.16	6.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.18	0.30	0.55
每股经营现金流	-0.01	0.19	0.41	0.46
每股净资产	7.00	5.76	6.06	6.62
<b>估值比率</b>				
P/E	62.84	72.45	45.09	24.27
P/B	3.70	2.33	2.21	2.02
EV/EBITDA	26.10	31.08	21.35	14.57

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。