

投资评级 **优于大市** 维持

23 年业绩稳步增长，新能源业务具备成长亮点

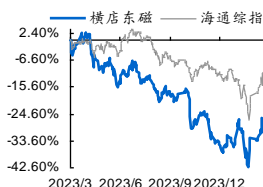
股票数据

03月08日收盘价(元)	14.98
52周股价波动(元)	10.81-21.21
总股本/流通A股(百万股)	1627/1604
总市值/流通市值(百万元)	24368/24028

相关研究

《磁材业务地位稳固，新能源带来增长潜能》
 2024.01.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.5	17.0	13.8
相对涨幅(%)	6.2	9.2	9.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@haitong.com

证书:S0850513090008

联系人:吴志鹏

Tel:(021)23215736

Email:wzp15273@haitong.com

联系人:罗青

Tel:(021)23185966

Email:lq15535@haitong.com

联系人:王天璐

Tel:(021)23185640

Email:wtl14693@haitong.com

投资要点:

- **23 年业绩稳步上升，资产减值和公允价值变动影响利润。**根据 23 年年报，公司实现营业收入 197.21 亿元，同比增长 1.39%，归母净利润 18.16 亿元，同比增长 8.80%，扣非净利润 20.25 亿元，同比增长 26.58%。光伏板块盈利同比实现了高速增长，磁材板块盈利保持稳定，锂电板块盈利有所下降。基于谨慎性原则，公司对以 PERC 电池产线为主的部分设备进行了资产处置和资产减值准备计提、对存在减值情形的存货计提了存货跌价准备，合计 2.61 亿元；对逾期无法赎回的理财产品 2.86 亿元全额确认公允价值变动损失。
- **光伏：产能扩充保障 24 年出货增量，电站指标储备可观。**根据 23 年年报，23 光伏产品销量达 9.95GW，同比增长 24.27%，盈利同比接近翻番。截至 2023 年底，公司光伏产业具有年产 14GW 光伏电池、12GW 光伏组件的内部生产能力。公司采用轻资产扩张策略，在四川宜宾、江苏连云港、东南亚等地区加大产能布局，新增落地 6GW TOPCon 高效电池和 5GW TOPCon 高效组件，在建 2GW TOPCon 高效电池。公司加大了国内市场的拓展，完成分布式项目开发首次突破 100 MW，储备下游电站开发指标约 1GW，为光伏产业的后续发展打开了新空间。
- **磁材：业务发展稳定，毛利率改善。**根据 23 年年报，磁性材料实现营业收入 37.4 亿元，同比下降 11.03%，毛利率 26.49%，同比改善 2.79 pct。永磁面对终端需求萎缩的情况下保持了市占率逆市提升；软磁聚焦高端客户，积极开发新能源汽车、光伏领域应用的系列新产品；塑磁技术领先优势明显，在新能源汽车等领域继续拓展了多个新项目，保持了收入和盈利的双增长。
- **锂电：市占率逆市提升，开拓下游新场景。**根据 23 年年报，锂电产业实现营业收入 20.51 亿元，同比增长 31.38%，出货量达 3.4 亿支，同比增长 75.36%。2023 年，大部分业内企业均维持了较低的稼动率，盈利能力亦有所下挫，预计 2024 年亦仍延续这种局面，公司稼动率行业领先，市占率逆市提升，在已布局领域之外，公司也在培育家储、阳台储能和工商业储能相关产品。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 24-26 年的归母净利润分别为 18.30、22.14、25.85 亿元，同比增长 0.8%、21.0%、16.7%。参考可比公司 24 年的估值水平，我们给予公司 24 年 14-16 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 15.75-18.00 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**竞争加剧；行业需求下滑；扩产不达预期；技术进步不及预期。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19451	19721	21056	25167	29385
(+/-)YoY(%)	54.3%	1.4%	6.8%	19.5%	16.8%
净利润(百万元)	1669	1816	1830	2214	2585
(+/-)YoY(%)	49.0%	8.8%	0.8%	21.0%	16.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.03	1.12	1.12	1.36	1.59
毛利率(%)	17.5%	20.7%	18.6%	18.3%	17.8%
净资产收益率(%)	21.5%	20.2%	16.7%	16.8%	16.4%

资料来源：公司年报(2022-2023)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 横店东磁业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏产品						
收入 (亿元)	64.99	125.93	127.77	131.95	161.83	190.15
YoY	87.41%	93.75%	1.47%	3.27%	22.65%	17.50%
毛利率	12.32%	14.86%	21.21%	17.23%	17.07%	16.58%
磁性材料						
收入 (亿元)	42.69	42.04	37.40	39.27	41.24	43.30
YoY	26.39%	-1.52%	-11.03%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	25.90%	23.70%	26.49%	25.00%	25.00%	25.00%
新能源电池						
收入 (亿元)	8.72	15.61	20.51	26.67	34.67	45.07
YoY	86.99%	79.00%	31.38%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	19.50%	20.37%	6.93%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务						
收入 (亿元)	9.67	10.93	11.52	12.67	13.94	15.33
YoY	21.8%	13.0%	5.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.1%	19.6%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
总和						
收入 (亿元)	126.07	194.51	197.21	210.56	251.67	293.85
YoY	54%	54%	1%	7%	20%	17%
毛利率	17.48%	17.48%	20.73%	18.64%	18.31%	17.83%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
601012.SH	隆基绿能	1632	1.95	2.00	2.18	21.63	10.76	9.88
688223.SH	晶科能源	910	0.29	2.41	0.82	49.89	11.84	11.05
688599.SH	天合光能	573	1.69	2.55	3.60	37.59	11.15	7.31
002459.SZ	晶澳科技	649	2.35	2.69	3.13	25.58	7.28	6.25
600330.SH	天通股份	103	0.54	0.33	0.44	19.42	25.72	19.26
688190.SH	云路股份	87	1.89	5.46	3.34	46.52	25.89	21.69
均值						33.44	15.44	12.57

注: 收盘价为 2024 年 3 月 8 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	19721	21056	25167	29385
每股收益	1.12	1.12	1.36	1.59	营业成本	15633	17131	20558	24147
每股净资产	5.54	6.73	8.09	9.68	毛利率%	20.7%	18.6%	18.3%	17.8%
每股经营现金流	2.39	1.80	3.10	3.10	营业税金及附加	93	100	119	139
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	246	274	327	382
P/E	13.42	13.32	11.00	9.43	营业费用率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	2.71	2.23	1.85	1.55	管理费用	572	590	705	764
P/S	1.24	1.16	0.97	0.83	管理费用率%	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%
EV/EBITDA	5.19	5.10	3.41	2.37	EBIT	2378	1959	2429	2812
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-252	-133	-102	-143
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-0.6%	-0.4%	-0.5%
毛利率	20.7%	18.6%	18.3%	17.8%	资产减值损失	-250	-125	-120	-140
净利润率	9.2%	8.7%	8.8%	8.8%	投资收益	-70	-63	76	88
净资产收益率	20.2%	16.7%	16.8%	16.4%	营业利润	2081	2102	2542	2967
资产回报率	8.6%	7.8%	7.8%	7.8%	营业外收支	-6	-10	-11	-12
投资回报率	18.0%	12.4%	12.9%	12.7%	利润总额	2076	2092	2531	2955
盈利增长 (%)					EBITDA	2941	3149	3837	4500
营业收入增长率	1.4%	6.8%	19.5%	16.8%	所得税	250	252	305	356
EBIT 增长率	34.0%	-17.6%	24.0%	15.8%	有效所得税率%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	8.8%	0.8%	21.0%	16.7%	少数股东损益	10	10	12	14
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1816	1830	2214	2585
资产负债率	56.6%	52.6%	53.2%	52.0%					
流动比率	1.27	1.45	1.50	1.57	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.08	1.25	1.31	1.38	货币资金	9185	11092	14447	17273
现金比率	0.80	0.96	1.02	1.07	应收账款及应收票据	2737	2697	3342	3813
经营效率指标					存货	1955	2098	2440	2796
应收账款周转天数	45.41	46.10	42.80	43.45	其它流动资产	659	960	1119	1424
存货周转天数	45.95	42.58	39.73	39.03	流动资产合计	14537	16847	21348	25306
总资产周转率	1.02	0.94	0.97	0.95	长期股权投资	68	74	79	84
固定资产周转率	3.91	3.80	4.32	4.57	固定资产	5492	5580	6075	6795
					在建工程	419	317	313	324
					无形资产	507	566	626	685
					非流动资产合计	6659	6664	7173	7922
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	21196	23511	28520	33228
净利润	1816	1830	2214	2585	短期借款	2222	2372	2572	2747
少数股东损益	10	10	12	14	应付票据及应付账款	7604	7598	9558	10969
非现金支出	827	1321	1543	1843	预收账款	1	1	1	1
非经营收益	335	142	19	22	其它流动负债	1615	1639	2062	2385
营运资金变动	906	-370	1247	586	流动负债合计	11441	11610	14193	16102
经营活动现金流	3894	2933	5035	5049	长期借款	196	396	596	796
资产	-1698	-1328	-2026	-2546	其它长期负债	370	370	370	370
投资	537	-41	-71	-71	非流动负债合计	566	766	966	1166
其他	179	-63	76	88	负债总计	12007	12376	15159	17268
投资活动现金流	-982	-1432	-2021	-2529	实收资本	1627	1627	1627	1627
债权募资	90	355	405	380	归属于母公司所有者权益	9006	10943	13157	15742
股权募资	151	0	0	0	少数股东权益	183	193	205	219
其他	-719	-55	-64	-74	负债和所有者权益合计	21196	23511	28520	33228
融资活动现金流	-478	300	341	306					
现金净流量	2542	1907	3354	2826					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 08 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2023), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

徐柏乔 电力设备与新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 凯盛新能,美畅股份,科威尔,聚和材料,东方电缆,隆基绿能,阳光电源,泰胜风能,爱旭股份,钧达股份,福斯特,横店东磁,连城数控,大金重工,通威股份,苏州固锟,中信博,金博股份,金盘科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。