

2022年11月03日

公司研究

评级: 买入(首次覆盖)

研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

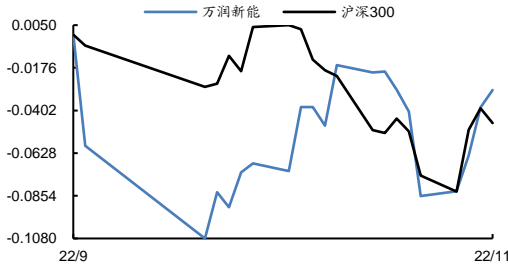
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

三季度业绩持续增长, 磷酸铁锂产能快速扩张

——万润新能(688275)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/11/03

表现	1M	3M	12M
万润新能	3.1%		
沪深300	-4.1%		

市场数据

2022/11/03

当前价格(元)	210.76
52周价格区间(元)	190.11-259.99
总市值(百万)	17,959.95
流通市值(百万)	3,998.84
总股本(万股)	8,521.52
流通股本(万股)	1,897.34
日均成交额(百万)	183.80
近一月换手(%)	5.30

事件:

2022年10月28日,公司发布2022年三季报:2022年前三季度公司实现营业收入74.40亿元,同比增加549.59%;实现归属于上市公司股东的净利润7.92亿元,同比增加332.93%;加权平均净资产收益率为42.03%,同比增加25.28个百分点。销售毛利率18.34%,同比下降11.47个百分点;销售净利率10.71%,同比下降5.34个百分点。

其中,2022年Q3实现营业收入40.45亿元,同比增长803.66%;实现归母净利润2.98亿元,同比增加600.24%;加权平均净资产收益率为13.98%,同比增加10.32个百分点。毛利率15.19%(同比下降11.18个百分点),净利率7.54%(同比下降1.80个百分点)。

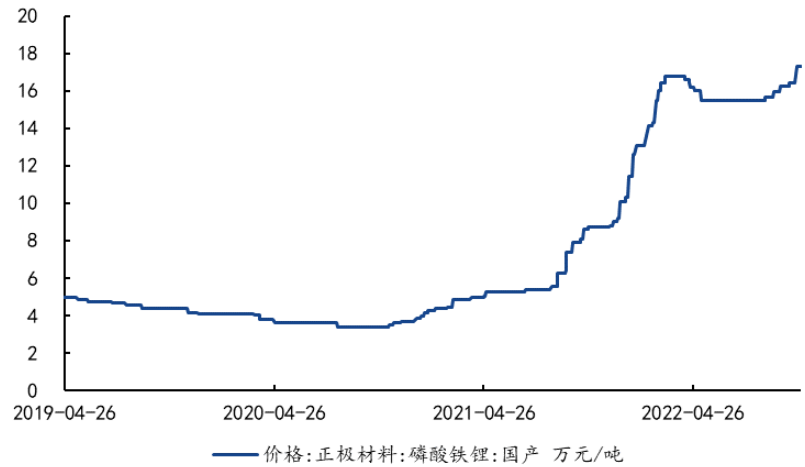
投资要点:

■ 主要产品量价齐升,公司业绩快速增长

公司2022年Q3实现营业收入40.45亿元,同比增长803.66%;实现归母净利润2.98亿元,同比增加600.24%。公司业绩大幅度增长主要得益于新能源汽车市场高速增长,公司产品磷酸铁锂销售量价齐升。据中国汽车动力电池产业创新联盟,2022年1-9月我国动力电池产量累计372.1GWh,累计同比增长176.2%。其中三元电池累计产量150.2GWh,占总产量40.4%,同比累计增长139.0%;磷酸铁锂电池累计产量221.3GWh,占总产量59.5%,累计同比增长209.0%。据wind数据,2022年Q3磷酸铁锂均价为15.64万元/吨,同比+166.29%,环比-1.50%。

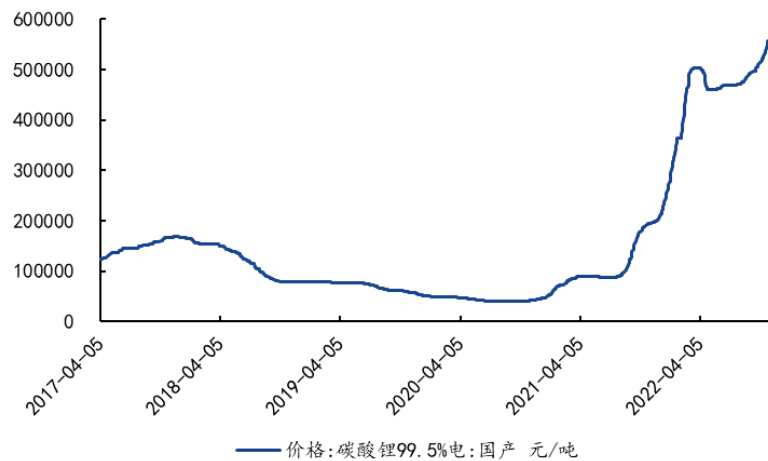
受需求旺盛影响,公司主要用原材料碳酸锂供不应求。据wind数据,2022Q3碳酸锂价格为48.22万元/吨,同比+337.85%,环比+2.35%。公司三季度销售毛利率18.34%,同比下降11.47个百分点。期间费用方面,2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别为0.37%/1.03%/0.68%,同比-0.36/-3.33/-0.44pct。

图 1：磷酸铁锂价格（万元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：碳酸锂价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

■ 磷酸铁锂产能持续扩大，公司业绩有望快速增长

公司深耕磷酸铁锂正极材料领域多年，形成了产业链上下游稳定的合作关系与良好的行业口碑，得到了包括宁德时代、比亚迪、中航锂电、亿纬锂能和万向一二三等知名电池厂商广泛认可。截至 2021 年底公司拥有磷酸铁锂产能 4.283 万吨。公司磷酸铁锂产能处于快速扩张期，预计 2022 年、2023 年 1 月、2023 年一季度总产能将分别达到 17.50 万吨、19.61 万吨、23.83 万吨，预计 2024 年公司磷酸铁锂总产能将达到约 45 万吨。受益于动力电池及储能领域市场空间快速扩大，公司主要产品磷酸铁锂需求未来有望保持持续增长，随着公司产能快速扩张，公司业绩有望快速增长。

■ 盈利预测和投资评级

公司深耕磷酸铁锂正极材料领域多年，产能迎来快速扩张期，受益于动力电池及储能领域需求快速增长，公司业绩有望快速增长。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 12.20、18.26、21.16 亿元，EPS 为 14.31、21.43、24.83 元/股，对应 PE 为 15、10、8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2229	13573	31110	38335
增长率（%）	224	509	129	23
归母净利润（百万元）	353	1220	1826	2116
增长率（%）	890	246	50	16
摊薄每股收益（元）	5.66	14.31	21.43	24.83
ROE（%）	24	13	17	16
P/E	0.00	14.73	9.84	8.49
P/B	0.00	1.97	1.64	1.38
P/S	0.00	1.32	0.58	0.47
EV/EBITDA	1.25	8.18	5.37	4.50

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万润新能盈利预测表

证券代码:	688275				股价:	210.76				投资评级:	买入				日期:	2022/11/03			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	24%	13%	17%	16%	EPS	5.66	14.31	21.43	24.83										
毛利率	31%	16%	12%	11%	BVPS	23.27	106.74	128.16	153.00										
期间费率	5%	3%	2%	2%	估值														
销售净利率	16%	9%	6%	6%	P/E	0.00	14.73	9.84	8.49										
成长能力					P/B	0.00	1.97	1.64	1.38										
收入增长率	224%	509%	129%	23%	P/S	0.00	1.32	0.58	0.47										
利润增长率	890%	246%	50%	16%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.48	0.56	0.71	0.72	营业收入	2229	13573	31110	38335										
应收账款周转率	4.02	3.63	3.76	3.71	营业成本	1534	11350	27276	34217										
存货周转率	7.32	6.13	5.82	5.72	营业税金及附加	10	48	93	96										
偿债能力					销售费用	12	68	156	153										
资产负债率	66%	62%	75%	75%	管理费用	85	204	467	460										
流动比	0.87	1.41	1.22	1.21	财务费用	21	90	115	113										
速动比	0.68	1.18	0.95	0.94	其他费用/(-收入)	80	407	871	882										
					营业利润	441	1413	2104	2411										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	-55	0	0	0										
现金及现金等价物	310	6868	7361	8018	利润总额	386	1413	2104	2411										
应收款项	1166	8478	18381	23082	所得税费用	33	184	263	277										
存货净额	304	2213	5350	6698	净利润	353	1229	1841	2133										
其他流动资产	610	3377	8088	9906	少数股东损益	0	10	15	17										
流动资产合计	2391	20937	39180	47705	归属于母公司净利润	353	1220	1826	2116										
固定资产	1312	2152	2816	3477															
在建工程	597	897	1128	1382	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	342	349	358	366	经营活动现金流	-366	-61	1818	2032										
长期股权投资	24	40	59	76	净利润	353	1220	1826	2116										
资产总计	4665	24374	43540	53006	少数股东权益	0	10	15	17										
短期借款	823	2500	2500	2500	折旧摊销	77	187	222	272										
应付款项	751	6810	15362	19691	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-831	-1573	-425	-535										
其他流动负债	1168	5524	14297	17300	投资活动现金流	-391	-1363	-1205	-1255										
流动负债合计	2742	14834	32159	39492	资本支出	-491	-1307	-1093	-1161										
长期借款及应付债券	156	156	156	156	长期投资	8	-16	-19	-18										
其他长期负债	195	195	195	195	其他	92	-41	-93	-77										
长期负债合计	350	350	350	350	筹资活动现金流	920	7983	-120	-120										
负债合计	3093	15184	32509	39842	债务融资	250	1677	0	0										
股本	64	85	85	85	权益融资	132	6389	0	0										
股东权益	1572	9190	11031	13164	其它	537	-83	-120	-120										
负债和股东权益总计	4665	24374	43540	53006	现金净增加额	163	6558	493	657										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。