

万润新能 (688275)

2022年第三季度点评：业绩符合市场预期，单位盈利有所下滑

买入 (维持)

2022年10月28日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书: S0600121070056
liuxt@dwzq.com.cn

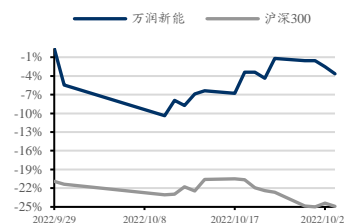
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,229	13,986	32,561	37,104
同比	224%	527%	133%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	353	1,320	1,817	2,135
同比	890%	274%	38%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.14	15.49	21.32	25.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.34	13.45	9.77	8.31

#业绩符合预期

投资要点

- **2022Q3 归母净利 2.98 亿元，同比增长 600.24%，符合市场预期。** 22 年前三季度公司营收 74.4 亿元，同比增长 549.59%；归母净利润 7.92 亿元，同比增长 332.93%；其中 22 年 Q3 公司实现营收 40.45 亿元，同比增长 803.66%；归母净利润 2.98 亿元，同比增长 600.24%，扣非归母净利润 2.96 亿元，同比增长 658.62%。盈利能力方面，22 年 Q3 毛利率为 15.19%，同比下降 11.18pct；归母净利率 7.37%，同比下降 2.14pct。
- **Q3 出货持续增长，磷酸铁降价致单位盈利下滑。** 我们预计 Q3 公司铁锂出货 3 万吨，较 H1 增 7%，我们预计 Q4 出货约 5 万吨，环增 60%+，预计 22 全年出货约 11 万吨，同增 150%+，且预计 23 年出货 30-35 万吨，同增 150%+。盈利看，Q3 公司铁锂正极价格约 15.2 万元/吨，较 H1 的 13.7 万元/吨增 11%，毛利率 15%，较 H1 下滑约 7pct。我们测算 Q3 单吨盈利约 1 万元/吨，较 H1 下滑约 40%，主要由于磷酸铁价格下行所致，磷酸铁已从 6 月高点 2.52 万元下降至目前 2.3 万元/吨。考虑 22 年铁锂供给相对紧平衡，我们预计公司单吨利润为 1.2 万元/吨，同增 40%，23 年回归至合理水平 0.6 万元/吨。
- **铁锂正极扩产提速，总规划超 80 万吨。** 2021 年底公司产能为 4.28 万吨，22 年随着湖北宇浩 1.5 万吨、安庆德润 3.7 万吨、宏迈高科 5 万吨、政府合作产能项目 9.6 万吨陆续投产，我们预计 22 年底公司产能将达 24 万吨。鲁北万润一期 24 万吨有望于 23 年 Q1 投产，23 年 Q1 末我们预计公司铁锂产能可达 48 万吨。随着鲁北万润二期逐步投产，24 年底产能有望达 72 万吨。
- **经营性现金流同比大幅下滑，资本开支大幅增长。** 22 前三季度公司经营现金流净额为 -21.87 亿元，同降 2915.99%，主要系应收账款增加及生产规模扩大后原材料采购额与相关生产支出同步增加影响；投资活动现金流净额为 -10.78 亿元，同降 824.35%；筹资活动现金流净额为 32 亿元，资本开支为 5.11 亿元，同升 263.39%，账面现金为 77.06 亿元，较年初增长 2384.11%，短期借款 22.09 亿元，较年初增长 168.39%。
- **盈利预测与投资建议：** 考虑到公司突破产能瓶颈迅速上量，且具备客户及成本优势，我们预计 2022-2024 年公司归母净利 13.2/18.17/21.35 亿元，同比增长 274%/38%/18%，对应 PE 为 13/10/8 倍，给予公司 2023 年 15 倍，目标价 319.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	208.30
一年最低/最高价	190.11/259.99
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	3,952.16
总市值(百万元)	17,750.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	98.89
资产负债率(% ,LF)	48.64
总股本(百万股)	85.22
流通 A 股(百万股)	18.97

相关研究

《万润新能(688275): 铁锂正极材料龙头，迅速放量打开成长空间》

2022-10-13

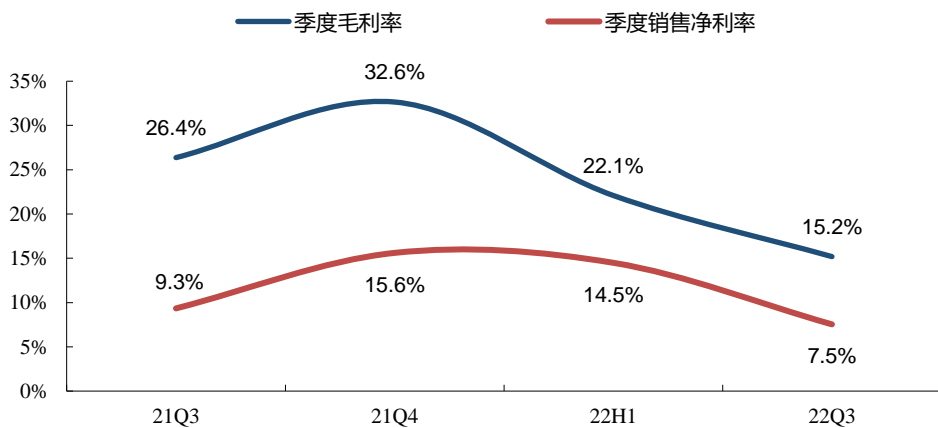
公司 2022 年 Q3 归母净利 2.98 亿元，同比增长 600.24%，符合市场预期。2022 年前三季度公司营收 74.4 亿元，同比增长 549.59%；归母净利润 7.92 亿元，同比增长 332.93%；其中 2022 年 Q3 公司实现营收 40.45 亿元，同比增长 803.66%；归母净利润 2.98 亿元，同比增长 600.24%，扣非归母净利润 2.96 亿元，同比增长 658.62%。盈利能力方面，2022 年 Q3 毛利率为 15.19%，同比下降 11.18pct；归母净利率 7.37%，同比下降 2.14pct。

图1: 公司分季度经营情况 (百万元)

	2022Q3	2022H1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万)	4,045.2	3,395.0	1,084.0	447.6
-同比	803.66%	386.58%		0.00%
毛利率	15.19%	22.09%	32.65%	26.37%
归母净利润(百万)	298.1	494.1	169.6	42.6
-同比	600.24%	251.90%		
归母净利率	7.37%	14.55%	15.65%	9.51%
扣非归母净利润 (百万)	296.2	482.12	160.97	39.04
-同比	658.62%	245.45%		
扣非归母净利率	7.32%	14.20%	14.85%	8.72%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 出货持续增长，磷酸铁降价致单位盈利下滑。我们预计 Q3 公司铁锂出货 3 万吨，相比 H1 增长 7%，预计 Q4 有望出货 5 万吨左右，环比增长 60%+，预计 2022 年全年出货量 11 万吨左右，同增 150%+，且预计 2023 年出货量 30-35 万吨，同增 150%+。

盈利看，Q3 公司铁锂正极价格约 15.2 万元/吨，相比 H1 约 13.7 万元/吨增长 11%，毛利率 15%，较 H1 下滑约 7pct，单吨毛利约 2.05 万元/吨，较 H1 下降 24%。我们测算 Q3 单吨盈利约 1 万元/吨，相较 H1 下滑约 40%，主要由于磷酸铁价格下行所致，磷酸铁已从 6 月高点 2.52 万元下降至目前 2.3 万元/吨。考虑 2022 年铁锂供给相对紧平衡，我们预计公司单吨利润为 1.2 万元/吨，同比增 40%，23 年回归至合理水平 0.6 万元/吨。

公司铁锂正极扩产提速，总规划超 80 万吨。根据招股书披露，2021 年底公司产能为 4.28 万吨，2022 年随着湖北宇浩 1.5 万吨、安庆德润 3.7 万吨、宏迈高科 5 万吨、政府合作产能项目 9.6 万吨陆续投产，我们预计 2022 年底公司产能将达 24 万吨。鲁北万润一期 24 万吨有望于 23 年 Q1 投产，23 年 Q1 末我们预计公司铁锂产能可达 48 万吨。随着鲁北万润二期逐步投产，24 年底产能有望达 72 万吨。

期间费用率呈下降趋势，管理费用率同比显著下降。2022 年前三季度公司期间费用合计 4.04 亿元，同比增长 227.07%，费用率为 5.44%，同比下滑 5.36pct，其中 2022 年第三季度期间费用合计 2.18 亿元，同比增长 339.49%，期间费用率为 5.40%，同比下滑 5.7pct；销售费用 0.15 亿元，销售费用率 0.73%，同比下滑 0.36pct；管理费用 0.42 亿元，管理费用率 1.03%，同比下滑 3.33pct；财务费用 0.28 亿元，财务费用率 0.68%，同比下滑 0.44pct；研发费用 1.34 亿元，研发费用率 3.31%，同比下滑 1.57pct。

图3: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022H1	2022Q3
销售费用	3.29	3.96	12.02	15.05
-销售费用率	0.73%	0.37%	0.35%	0.37%
管理费用	19.54	35.19	58.86	41.79
-管理费用率	4.36%	3.25%	1.46%	1.03%
研发费用	21.86	31.25	82.40	133.97
-研发费用率	4.88%	2.88%	2.04%	3.31%
财务费用	5.02	4.52	60.38	27.66
-财务费用率	1.12%	0.42%	1.49%	0.68%
期间费用	49.71	74.92	213.66	218.47
-期间费用率	11.10%	6.91%	5.28%	5.40%
资产减值损失	-1.58	-0.08	-4.73	0.02
信用减值损失	-13.54	-36.05	12.66	-42.77

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营性现金流同比下滑，资本开支大幅增长。2022 年三季度末公司存货为 14.65 亿元，较年初增长 381.3%；应收账款 15.54 亿元，较年初增长 180.38%；期末公司合同负债 6.28 亿元，较年初下降 27.29%。2022 前三季度公司经营活动现金流净额为-21.87 亿元，同比下降 2915.99%，主要系应收账款增加及生产规模扩大后原材料采购额与相关生产支出同步增加影响；投资活动现金流净额为-10.78 亿元，同比下降 824.35%；筹资活动现金流净额为 32 亿元，资本开支为 5.11 亿元，同比上升 263.39%，账面现金为 77.06 亿元，较年初增长 2384.11%，短期借款 22.09 亿元，较年初增长 168.39%。

盈利预测与投资建议：考虑到公司突破产能瓶颈迅速上量，且具备客户及成本优势，我们预计 2022-2024 年公司归母净利 13.2/18.17/21.35 亿元，同比增长 274%/38%/18%，对应 PE 为 13/10/8 倍，给予公司 2023 年 15 倍，目标价 319.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧。

万润新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,391	20,950	38,069	40,737	营业总收入	2,229	13,986	32,561	37,104
货币资金及交易性金融资产	310	2,139	3,152	1,261	营业成本(含金融类)	1,534	11,746	29,074	33,131
经营性应收款项	1,720	15,510	27,383	31,052	税金及附加	10	95	197	212
存货	304	2,497	5,925	6,819	销售费用	12	42	98	111
合同资产	0	0	0	0	管理费用	85	210	423	482
其他流动资产	56	805	1,610	1,606	研发费用	80	280	554	594
非流动资产	2,274	3,406	4,609	5,527	财务费用	21	89	178	209
长期股权投资	24	24	34	44	加:其他收益	4	32	75	85
固定资产及使用权资产	1,314	2,199	3,086	3,748	投资净收益	-7	-28	-33	0
在建工程	597	837	1,137	1,377	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	139	146	153	160	减值损失	-44	-45	-50	-55
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	14	23	25
长期待摊费用	2	2	1	0	营业利润	441	1,498	2,064	2,431
其他非流动资产	199	199	199	199	营业外净收支	-55	1	1	1
资产总计	4,665	24,356	42,678	46,264	利润总额	386	1,499	2,064	2,431
流动负债	2,742	14,439	31,128	32,792	减:所得税	33	195	268	316
短期借款及一年内到期的非流动负债	835	7,869	11,477	11,723	净利润	353	1,304	1,796	2,115
经营性应付款项	751	4,061	13,748	14,355	减:少数股东损益	0	-16	-21	-20
合同负债	864	1,762	4,361	4,970	归属母公司净利润	353	1,320	1,817	2,135
其他流动负债	292	747	1,542	1,745	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.14	15.49	21.32	25.06
非流动负债	350	750	750	750	EBIT	469	1,614	2,216	2,574
长期借款	156	556	556	556	EBITDA	546	1,794	2,533	2,976
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.19	16.02	10.71	10.71
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	15.82	9.44	5.58	5.76
其他非流动负债	193	193	193	193	收入增长率(%)	223.84	527.34	132.81	13.95
负债合计	3,093	15,189	31,879	33,542	归母净利润增长率(%)	890.36	274.28	37.68	17.53
归属母公司股东权益	1,487	9,098	10,751	12,695					
少数股东权益	85	69	48	27					
所有者权益合计	1,572	9,167	10,799	12,722					
负债和股东权益	4,665	24,356	42,678	46,264					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-366	-10,471	-698	-409	每股净资产(元)	23.27	106.77	126.17	148.97
投资活动现金流	-391	-1,325	-1,529	-1,294	最新发行在外股份(百万股)	85	85	85	85
筹资活动现金流	920	13,625	3,230	-198	ROIC(%)	20.86	13.93	9.54	9.36
现金净增加额	163	1,828	1,003	-1,901	ROE-摊薄(%)	23.71	14.51	16.90	16.82
折旧和摊销	77	180	317	402	资产负债率(%)	66.30	62.36	74.70	72.50
资本开支	-491	-1,296	-1,487	-1,284	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.34	13.45	9.77	8.31
营运资本变动	-837	-11,819	-3,064	-3,403	P/B(现价)	8.95	1.95	1.65	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

