

分析师: 牟国洪  
 登记编码: S0730513030002  
 mough@ccnew.com 021-50586980

## 全年业绩基本符合预期, 关注高镍和钠电正极

### ——振华新材(688707)公司点评报告

#### 证券研究报告-公司点评报告

**增持(维持)**

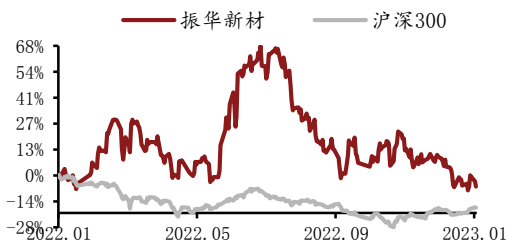
#### 市场数据(2023-01-11)

收盘价(元)	44.68
一年内最高/最低(元)	79.96/43.70
沪深 300 指数	4,010.03
市净率(倍)	5.18
流通市值(亿元)	126.29

#### 基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	8.63
每股经营现金流(元)	0.55
毛利率(%)	15.21
净资产收益率_摊薄(%)	26.32
资产负债率(%)	60.96
总股本/流通股(万股)	44,293.48/28,264.81
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《振华新材(688707)季报点评: 业绩符合预期, 钠电正极稳步推进》 2022-11-03

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 01 月 12 日

**事件:** 近日, 公司公布 2022 年年度业绩预增公告。

#### 投资要点:

- **公司全年业绩基本符合预期。**公司公布业绩预增公告: 公司预计 2022 年度归母净利润为 12.2-13.0 亿元, 同比增长 195.70-215.09%; 扣非后净利润为 12.0-12.8 亿元, 同比增长 197.77-217.62%。经测算: 公司第四季度归母净利润为 2.14-2.94 亿元, 同比增长 40.68-93.29%。公第四季度业绩略低预期, 2022 年全年业绩总体基本符合预期, 业绩增长受益于量价齐升。目前, 公司主营锂电池正极材料的研发、生产和销售, 产品包括中镍、中高镍、高镍、超高镍在内的多种型号一次颗粒大单晶 NCM, 同时积极推进钠电正极材料。
- **我国新能源汽车高速增长, 带动动力电池及材料需求增长。**2021 年我国新能源汽车合计销售 350.72 万辆, 同比增长 165.17%, 占比 13.36%; 2022 年 1-11 月为 605.86 万辆, 同比增长 103.56%, 占比 24.94%, 且月度销量和占比总体持续新高。伴随新能源汽车销售增长, 2021 年我国动力电池装机 155.02GWh, 同比增长 143.63%; 2022 年 1-11 月, 我国新能源汽车动力电池合计装机 258.85GWh, 同比增长 100.71%, 其中三元材料装机占比 38.30%, 动力电池已成为锂电池最主要增长点, 对应材料需求也将大幅增长。同时, 伴随上游锂资源价格上涨, 2022 年正极细分材料价格总体呈现上涨(详见表 1)态势。近期锂辉石价格见顶回落, 氢氧化锂及三元材料价格相继短期见顶, 结合 2023 年新能源汽车销售增速将回落, 短期氢氧化锂、三元正极材料价格仍将承压, 总体预计 2023 年三元正极材料均价也将承压。
- **公司锂电正极材料业绩总体持续高增长, 关注高镍及钠电正极材料出货。**公司锂电正极材料业绩总体持续增长, 由 2014 年的 2.27 亿元大幅增至 2021 年的 54.78 亿元, 其中 2021 年同比大幅增长 428.54%, 主要系新能源汽车动力电池高增长, 带动公司产品销量增长, 特别是高镍三元材料收入占比大幅提升, 高镍 8 系 NCM 三元材料营收占比由 2020 年的 5.37% 大幅提升至 2021 年的 38.08%, 2022 年上半年占比为 35.45%。截止 2022 年 6 月底, 公司锂电池正极材料年产能为 5 万吨, 同时可调整产线兼容钠离子电池正极材料生产, 预计 2022 年底具备 7.6 万吨产能。值得一提的是, 公司新产品研发及产业化效果显著, 中高镍低钴产品开始大批量出货外, 公司超高镍 9 系三元材料、钠离子电池正极材料市场推广应用进展顺利, 并已实现十吨级销售, 其中钠电正极是公司第二

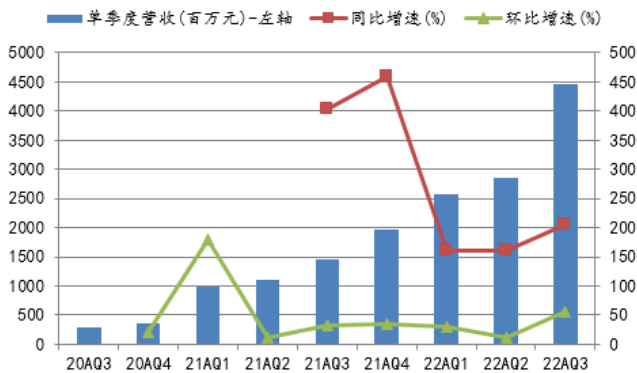
代产品，选择层状氧化物路线，压实密度在 3.0-3.4 之间，客户反馈较好，预计最先用于两轮车和中低续航里程的电动车。

- **公司盈利能力提升，预计全年总体将提升。**2022 年前三季度，公司销售毛利率 15.21%，同比提升 0.54 个百分点，主要系产品结构优化；第三季度毛利率为 10.97%，环比第二季度回落 7.39 个百分点。2021 年公司主营业务锂电正极材料毛利率为 14.56%。伴随义龙二期 2 万吨/年锂离子正极材料项目运行投产，公司规模效应将进一步显现，同时公司原材料成本控制有效，且高附加值产品有序放量，预计全年公司盈利总体将提升。
- **关于非公开发行股票进展。**2022 年 11 月 20 日，公司公布向特定对象发行 A 股股票募集说明书预案：本次发行对象不超过 35 名，拟发行不超过 1.33 亿股，募集资金总额不超过 60 亿元，主要投向正极材料生产线建设项目(义龙三期)和补充流动资金。义龙三期项目建设期为 3 年，项目建成后：将新增年产 10 万吨正极材料生产线，主要用于生产高镍三元正极材料，并兼容中镍、中高镍三元正极材料、钠离子电池正极材料的生产。
- **给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2022-2023 年摊薄后的 EPS 分别为 2.85 元与 3.41 元，按 1 月 11 日 44.68 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 15.67 倍与 13.10 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；市场拓展不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,037	5,515	14,555	18,767	22,514
增长比率(%)	-57.32	432.07	163.92	28.94	19.97
净利润(百万元)	-170	413	1,263	1,511	1,671
增长比率(%)	-602.16	343.34	206.06	19.66	10.57
每股收益(元)	-0.38	0.93	2.85	3.41	3.77
市盈率(倍)	—	47.97	15.67	13.10	11.85

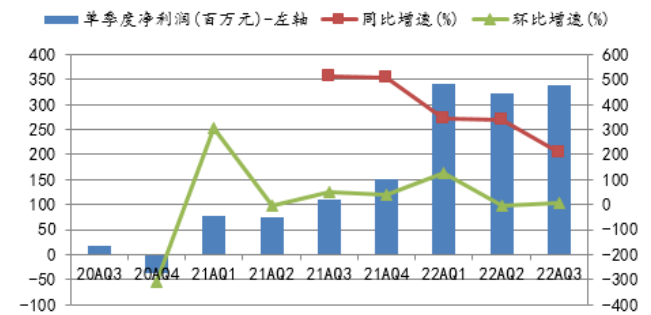
资料来源：中原证券

图 1：公司单季度营收及增速



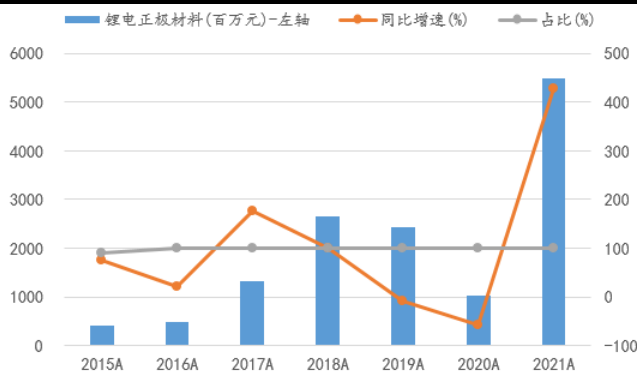
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



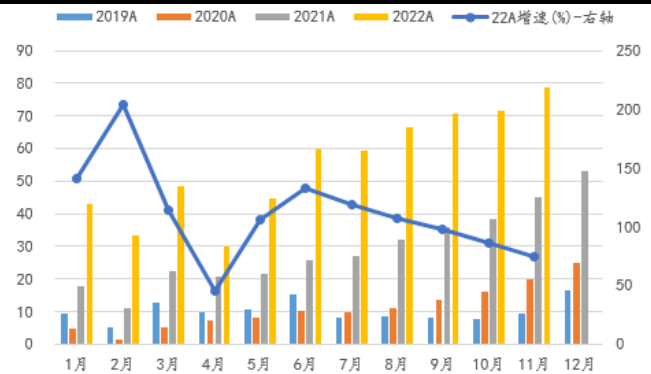
资料来源：中原证券，Wind

图 3：公司锂电材料营收、增速及占比



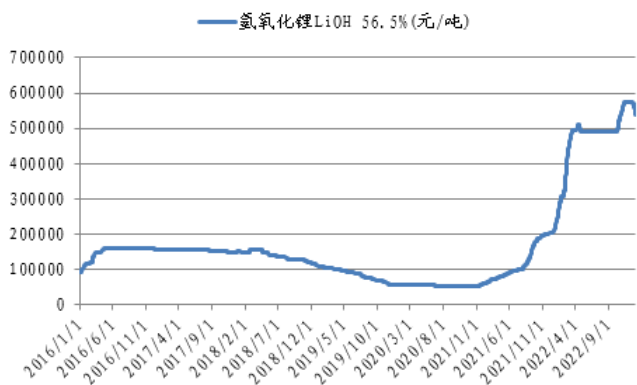
资料来源：中原证券，Wind

图 4：我国新能源汽车销售及增速



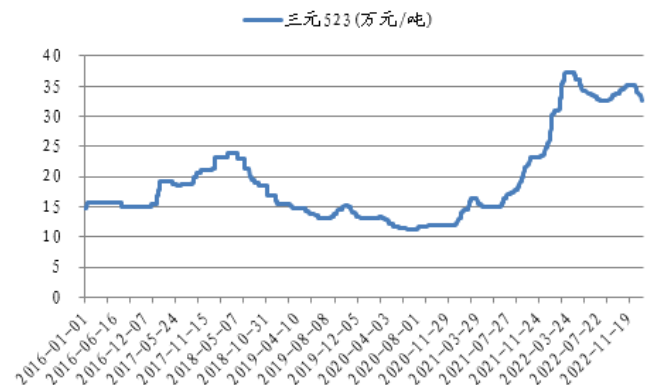
资料来源：中原证券，中汽协，工信部

图 5：氢氧化锂价格曲线



资料来源：中原证券，百川资讯

图 6：三元材料价格曲线



资料来源：中原证券，百川资讯

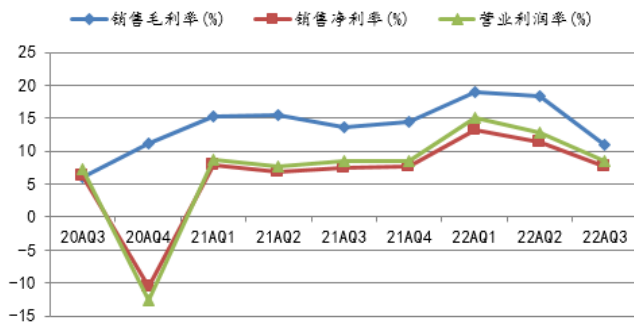
表 1: 行业主要正极材料价格概况

	2021 年均价	2022 年均价	较 2021 年均价 增速(%)	2023.1.11.
三元 523(万元/吨)	17.73	33.83	90.81	32.50

资料来源: 中原证券, 百川资讯

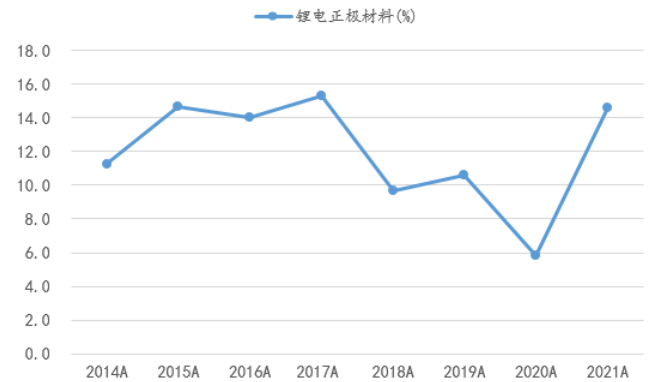
(注: 均价根据百川资讯高频报价计算得出, 非实际成交均价)

图 7: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 8: 公司主营产品盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

表 2: 公司非公开发行募集资金投向概况

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟募集资金投资(万元)
1	正极材料生产线建设项目(义龙三期)	624,535	450,000
2	补充流动资金	150,000	150,000
	合计	774,535	600,000

资料来源: 中原证券, 公司公告

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,342</b>	<b>4,894</b>	<b>19,184</b>	<b>6,001</b>	<b>28,753</b>
现金	297	1,471	1,095	1,148	2,354
应收票据及应收账款	476	1,099	7,273	804	10,516
其他应收款	0	0	6	-1	9
预付账款	65	54	489	413	633
存货	1,057	1,520	7,454	664	11,280
其他流动资产	446	749	2,868	2,974	3,961
<b>非流动资产</b>	<b>1,915</b>	<b>2,058</b>	<b>2,745</b>	<b>3,082</b>	<b>3,563</b>
长期投资	27	35	49	60	73
固定资产	1,663	1,767	2,616	2,985	3,518
无形资产	104	101	152	176	213
其他非流动资产	120	155	-73	-139	-241
<b>资产总计</b>	<b>4,256</b>	<b>6,952</b>	<b>21,929</b>	<b>9,084</b>	<b>32,316</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,815</b>	<b>3,422</b>	<b>17,236</b>	<b>2,872</b>	<b>24,426</b>
短期借款	496	521	680	773	899
应付票据及应付账款	1,212	1,553	15,071	556	21,924
其他流动负债	107	1,348	1,485	1,544	1,603
<b>非流动负债</b>	<b>1,162</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>603</b>
长期借款	1,131	580	580	580	580
其他非流动负债	31	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	<b>2,976</b>	<b>4,025</b>	<b>17,839</b>	<b>3,475</b>	<b>25,029</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	332	443	443	443	443
资本公积	1,003	2,127	2,127	2,127	2,127
留存收益	-56	357	1,519	3,038	4,717
归属母公司股东权益	1,280	2,927	4,089	5,608	7,287
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,256</b>	<b>6,952</b>	<b>21,929</b>	<b>9,084</b>	<b>32,316</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-191</b>	<b>96</b>	<b>410</b>	<b>485</b>	<b>1,767</b>
净利润	-170	413	1,263	1,511	1,671
折旧摊销	89	123	167	197	213
财务费用	66	79	27	33	38
投资损失	3	-9	-32	-32	-34
营运资金变动	-208	-560	-1,012	-1,221	-117
其他经营现金流	29	50	-3	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-297</b>	<b>-808</b>	<b>-492</b>	<b>-649</b>
资本支出	-157	-298	-826	-513	-670
长期投资	-22	0	-14	-11	-13
其他投资现金流	0	0	32	32	34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>280</b>	<b>1,553</b>	<b>22</b>	<b>60</b>	<b>88</b>
短期借款	294	25	160	92	126
长期借款	527	-551	0	0	0
普通股增加	0	111	0	0	0
资本公积增加	0	1,124	0	0	0
其他筹资现金流	-541	844	-138	-33	-38
<b>现金净增加额</b>	<b>-91</b>	<b>1,351</b>	<b>-376</b>	<b>53</b>	<b>1,206</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,037</b>	<b>5,515</b>	<b>14,555</b>	<b>18,767</b>	<b>22,514</b>
营业成本	976	4,710	12,425	16,235	19,544
营业税金及附加	12	17	45	60	72
营业费用	10	18	48	66	77
管理费用	68	70	182	242	290
研发费用	65	149	393	512	615
财务费用	50	78	87	-4	85
资产减值损失	-8	13	-10	-8	-8
其他收益	8	10	9	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	9	32	32	34
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-204</b>	<b>462</b>	<b>1,406</b>	<b>1,687</b>	<b>1,866</b>
营业外收入	1	2	14	12	12
营业外支出	2	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>-205</b>	<b>464</b>	<b>1,419</b>	<b>1,698</b>	<b>1,877</b>
所得税	-35	51	156	187	206
<b>净利润</b>	<b>-170</b>	<b>413</b>	<b>1,263</b>	<b>1,511</b>	<b>1,671</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-170</b>	<b>413</b>	<b>1,263</b>	<b>1,511</b>	<b>1,671</b>
EBITDA	-62	654	1,637	1,856	2,138
EPS (元)	-0.51	1.12	2.85	3.41	3.77

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-57.32	432.07	163.92	28.94	19.97
营业利润 (%)	-709.57	326.46	204.20	19.98	10.63
归属母公司净利润 (%)	-602.16	343.34	206.06	19.66	10.57
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	5.87	14.59	14.63	13.49	13.19
净利率 (%)	-16.36	7.48	8.68	8.05	7.42
ROE (%)	-13.25	14.09	30.88	26.94	22.93
ROIC (%)	-4.21	9.71	21.14	18.92	17.83
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	69.93	57.89	81.35	38.26	77.45
净负债比率 (%)	232.61	137.49	436.23	61.97	343.47
流动比率	1.29	1.43	1.11	2.09	1.18
速动比率	0.58	0.94	0.65	1.68	0.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.27	0.98	1.01	1.21	1.09
应收账款周转率	2.33	7.69	3.57	4.88	4.12
应付账款周转率	2.76	5.66	3.71	4.48	4.06
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-0.38	0.93	2.85	3.41	3.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.43	0.22	0.93	1.09	3.99
每股净资产 (最新摊薄)	2.89	6.61	9.23	12.66	16.45
<b>估值比率</b>					
P/E	—	47.97	15.67	13.10	11.85
P/B	15.47	6.76	4.84	3.53	2.72
EV/EBITDA	-22.45	34.83	12.70	11.23	9.24



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。