

振华新材 (688707) \ 电力设备与新能源

22年业绩符合预期，高镍钠电全面发力

投资评级: **买入 (维持评级)**
行业: **电池**
投资建议: **买入 (维持评级)**
当前价格: 35.21元
目标价格: 68.20元

事件:

公司发布年报，2022年实现营收139.36亿元，同比+152.69%；归母净利润12.72亿元，同比+208.36%；扣非净利润12.47亿元，同比+209.55%。公司归母及扣非净利润处于此前业绩预告中枢，符合市场预期。

三元产品营收高增，产能扩张迅速

2022年公司来源于三元正极材料的销售收入为135亿元，占全部收入的比例97%，销量同比增长34%；销量增加，产品结构优化，叠加原材料价格上涨，三元正极材料收入同比增长158%。此外，公司积极进行产能扩充，22年底已形成年产5万吨正极材料生产能力，除义龙二期及沙文二期外，当前在建项目有沙文二期（新建+扩建）、沙文一期（技改）、义龙三期，义龙三期达产后，公司将新增年产10万吨正极材料生产能力。

产品布局全面，高镍产品打开增长空间

公司在深耕NCM一次颗粒大单晶技术，已实现涵盖中镍、中高镍及高镍全系列一次颗粒大单晶镍钴锰酸锂三元正极材料的产业化生产及销售。报告期内，高镍8系三元正极材料持续稳定放量，实现收入50.75亿元，同比增长143.3%；超高镍9系三元正极材料2022年实现了十吨级以上出货；6系及5系持续稳定输出，凭借稳定可靠的技术性能得到下游市场广泛认可。

前瞻布局钠电，占据行业先发优势

公司基于三元材料的技术积累，前瞻布局钠电层状氧化物正极材料，通过与三元材料并线生产降低产品成本，已实现十吨级销售，并在持续出货中，各项性能指标均处于行业前列，市场推广进展顺利，客户反馈较好，在技术、成本与性能的优势支撑下，具有广阔的发展前景。

盈利预测、估值与评级

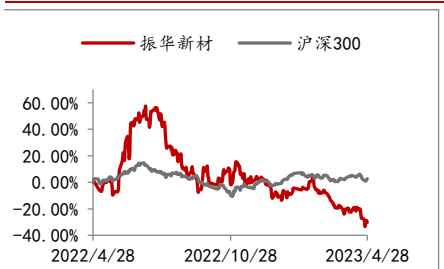
考虑正极材料新建产能集中释放致竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司2023-2025年营收分别为182.54/224.95/280.30亿元（23-24年原值为188.21/246.86亿元），分别同比增长30.99%/23.24%/24.61%；归母净利润分别为15.12/18.22/22.47亿元（23-24年原值为16.19/21.96亿元），分别同比增长18.82%/20.50%/23.33%，三年CAGR为20.87%；EPS分别为3.41/4.11/5.07元/股，对应PE为11/9/7倍。参照可比公司相对估值及绝对估值结果，我们给予公司23年20倍PE，目标价68.2元。维持“买入”评级。

风险提示: 钠电性能不及预期；原材料降本进程不及预期；行业竞争加剧。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	442.93/278.74
流通A股市值 (百万元)	9,814
每股净资产 (元)	9.39
资产负债率 (%)	59.22
一年内最高/最低 (元)	83.83/33.22

股价相对走势



分析师: 贺朝晖
执业证书编号: S0590521100002
邮箱: hezh@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,515	13,936	18,254	22,495	28,030
增长率 (%)	432.07%	152.69%	30.99%	23.24%	24.61%
EBITDA (百万元)	664	1,691	2,015	2,432	2,933
归母净利润 (百万元)	413	1,272	1,512	1,822	2,247
增长率 (%)	343.34%	208.36%	18.82%	20.50%	23.33%
EPS (元/股)	0.93	2.87	3.41	4.11	5.07
市盈率 (P/E)	38.64	12.53	10.55	8.75	7.10
市净率 (P/B)	5.45	3.90	2.92	2.24	1.74
EV/EBITDA	33.44	12.22	9.92	8.21	6.81

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年4月28日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,471	1,899	913	1,125	1,402	营业收入	5,515	13,936	18,254	22,495	28,030
应收账款+票据	1,738	4,393	8,228	10,140	12,635	营业成本	4,710	12,029	15,776	19,423	24,185
预付账款	54	36	460	567	707	税金及附加	17	24	103	127	158
存货	1,520	1,825	8,189	10,082	12,554	营业费用	18	12	15	19	24
其他	111	41	1,160	1,430	1,782	管理费用	220	327	428	573	798
流动资产合计	4,894	8,195	18,950	23,344	29,079	财务费用	78	97	131	177	175
长期股权投资	35	56	65	74	83	资产减值损失	13	-11	-37	-46	-57
固定资产	1,767	2,367	2,456	2,668	2,840	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	51	109	223	171	120	投资净收益	9	24	10	10	10
无形资产	101	216	180	144	108	其他	-31	-14	-27	-35	-47
其他非流动资产	104	128	128	128	128	营业利润	462	1,446	1,746	2,105	2,598
非流动资产合计	2,058	2,877	3,053	3,186	3,279	营业外净收益	2	11	4	4	4
资产总计	6,952	11,072	22,003	26,530	32,357	利润总额	464	1,457	1,751	2,109	2,602
短期借款	521	720	3,003	3,205	3,459	所得税	51	185	239	288	355
应付账款+票据	1,553	3,780	9,921	12,215	15,209	净利润	413	1,272	1,512	1,822	2,247
其他	1,348	1,209	2,528	3,119	3,896	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,422	5,709	15,452	18,538	22,563	归属于母公司净利润	413	1,272	1,512	1,822	2,247
长期带息负债	580	1,236	1,048	830	586	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	24	38	38	38	38	成长能力					
非流动负债合计	603	1,274	1,086	868	624	营业收入	432.07%	152.69%	30.99%	23.24%	24.61%
负债合计	4,025	6,983	16,537	19,406	23,188	EBIT	450.57%	186.93%	21.08%	21.49%	21.43%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	1,111.68%	154.49%	19.19%	20.67%	20.59%
股本	443	443	443	443	443	归母净利润	343.34%	208.36%	18.82%	20.50%	23.33%
资本公积	2,127	2,127	2,127	2,127	2,127	获利能力					
留存收益	357	1,519	2,895	4,554	6,599	毛利率	14.59%	13.68%	13.58%	13.66%	13.72%
股东权益合计	2,927	4,089	5,465	7,124	9,170	净利率	7.48%	9.13%	8.28%	8.10%	8.01%
负债和股东权益总计	6,952	11,072	22,003	26,530	32,357	ROE	14.09%	31.11%	27.66%	25.57%	24.50%
						ROIC	18.05%	47.56%	33.49%	20.71%	21.46%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	57.89%	63.07%	75.16%	73.15%	71.66%
净利润	413	1,272	1,512	1,822	2,247	流动比率	1.43	1.44	1.23	1.26	1.29
折旧摊销	123	137	133	146	156	速动比率	0.94	1.10	0.59	0.61	0.62
财务费用	78	97	131	177	175	营运能力					
存货减少	-463	-305	-6,364	-1,893	-2,472	应收账款周转率	3.44	4.38	2.43	2.43	2.43
营运资金变动	-560	-371	-4,282	-1,297	-1,687	存货周转率	3.10	6.59	1.93	1.93	1.93
其它	506	327	6,357	1,887	2,465	总资产周转率	0.79	1.26	0.83	0.85	0.87
经营活动现金流	96	1,157	-2,512	840	884	每股指标(元)					
资本支出	-305	-830	-300	-270	-240	每股收益	0.93	2.87	3.41	4.11	5.07
长期投资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.22	2.61	-5.67	1.90	2.00
其他	8	-11	-2	-2	-2	每股净资产	6.61	9.23	12.34	16.08	20.70
投资活动现金流	-297	-841	-302	-272	-242	估值比率					
债权融资	-526	856	2,095	-16	11	市盈率	38.64	12.53	10.55	8.75	7.10
股权融资	111	0	0	0	0	市净率	5.45	3.90	2.92	2.24	1.74
其他	1,968	-994	-267	-340	-376	EV/EBITDA	33.44	12.22	9.92	8.21	6.81
筹资活动现金流	1,553	-138	1,828	-356	-365	EV/EBIT	41.02	13.29	10.62	8.74	7.20
现金净增加额	1,351	177	-986	212	277						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695