

德方纳米 (300769.SZ)

高价原材料负担出清，龙头重新起航

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,954	22,557	25,399	27,634	34,460
增长率 yoy (%)	425.9	355.3	12.6	8.8	24.7
归母净利润 (百万元)	825	2,380	724	2,213	3,179
增长率 yoy (%)	3006.2	188.4	-69.6	205.8	43.7
ROE (%)	20.6	22.6	6.5	16.8	19.8
EPS 最新摊薄 (元)	4.75	13.70	4.16	12.73	18.30
P/E (倍)	34.5	11.9	39.3	12.9	8.9
P/B (倍)	9.2	3.2	3.0	2.5	2.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

事件: 公司于近日发布 2022 年年报与 2023 年一季度报, 2022 年公司实现营收 225.57 亿元, 同比增长 355.3%, 实现归属上市公司股东净利润 23.80 亿元, 同比增长 188.36%, 实现扣非归属上市公司股东净利润 23.19 亿元, 同比增长 191.70%, 全年表现符合预期。23 年一季度受原材料价格迅速回落影响, 相关资产计提减值准备合计达 7.19 亿元影响业绩表现, 单季度实现营收 49.45 亿元, 同比上升 46.56%, 实现归属上市公司股东净利润 -7.17 亿元, 同比下降 194.17%。

车储景气支撑磷酸铁锂出货, 碳酸锂价格波动扰动盈利水平。 2022 年, 全球电动车市场在新冠疫情反复扰动下仍然韧性十足, 叠加电化学储能加速放量, 锂电池出货量延续高增趋势, 根据 EVTank 数据, 全球锂电池总出货 957.7GWh, 同比增长 70.3%; 而在碳酸锂价格大幅上行的背景下, 性价比愈发突出的磷酸铁锂出货占比显著提升, 国内动力汽车锂电池磷酸铁锂占比已达 62.36%。下游需求景气带动公司产销两旺, 全年生产正极材料 18.55 万吨, 产能利用率达 90.88%, 外销 17.23 万吨, 同比增长 88.88%。

而对于材料成本占比超 90% 的正极材料而言, 碳酸锂价格的大幅波动显著影响其盈利水平, 2022 年在供需紧缺的状态下, 电池级碳酸锂价格一度涨至约 60 万元/吨的历史高价, 沉重的成本负担也让正极环节盈利承压, 公司全年实现毛利率/净利率 20.05%/10.67%, 同比下滑 14.73/12.33 个 pct, 全年单吨盈利约为 1.35 万元。虽然在供给端产能释放, 下游观望情绪发酵采购意愿下滑的影响下, 碳酸锂价格已从 22 年年底迅速回落至目前约 18 万元/吨, 但大量的高价存货让公司在 23 年一季度陷入盈利低谷。结合公司业绩、市场行情, 我们预计一季度德方纳米约出货 4 万吨, 单吨生产成本约为 12.4 万元, 测算对应碳酸锂执行成本为 40 万元/吨以上, 叠加磷酸铁锂现货价格迅速下行, 单季度公司毛利率为 0%, 计提资产减值损失后, 净利率为 -18.36%。

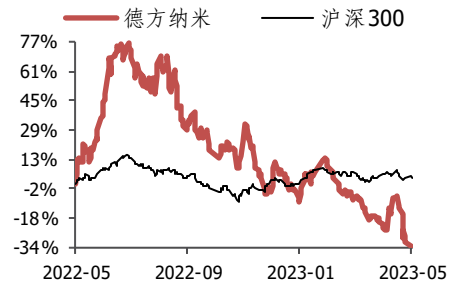
锂电材料迎来大化工时代, 产品、成本、客户缺一不可。 在各大厂商积极投建新产能的带动下, 锂电池四大主材料已逐步进入供过于求的新周期, 经营状态将从小规模、高毛利转变为大规模、低毛利的“大化工”模式。根据 GGII 统计, 2022 年磷酸铁锂规划新增产能至少在 525 万吨以上, 按照 1GWh 对应 2000 吨磷酸铁锂材料测算, 去年新规划产能需要 2.6TWh 电池需求才能消

增持 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 5 月 5 日收盘价 (元)	155.80
总市值 (百万元)	27,072.66
流通市值 (百万元)	24,175.09
总股本 (百万股)	173.77
流通股本 (百万股)	155.17
近 3 月日均成交额 (百万元)	801.93

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

化。而对于日渐白热化的行业竞争，我们认为竞争并不是单纯的产能堆砌，下游锂电池行业仍处于技术快速发展变革的阶段，锂电产业链各环节均有严格的客户认证壁垒，终端的储能与电动车更是对于成本及安全要求严格。当下市场对于磷酸铁锂降本增效、产品升级的诉求依旧十分强烈，兼备成本、客户优势，同时能持续迭代升级产品的厂商将有望持续保持可观的出货增速与市场份额。

困难时刻已过，铁锂龙头强者恒强。公司凭借其“自热蒸发液相合成纳米磷酸铁锂技术”打造了深厚的护城河，该工艺生产的磷酸铁锂颗粒较小、比容量大，能有效提升电池的倍率性能与低温性能，反应过程能在常温常压环境下进行，生产成本低，即便在原材料成本严峻的去年，公司产品毛利率横向对比仍然领先于业内其他厂商。出色的产品性价比让公司深度绑定宁德时代、亿纬锂能、比亚迪等龙头电池厂商，保障出货效率，2022年继续保持国内TOP2的磷酸铁锂出货量。公司在建产能达19万吨，新产品磷酸锰铁锂与正极补锂剂产业化落地领跑行业，曲靖德方年产11万吨新型磷酸盐系正极材料项目已于2022年9月底开始试生产，预计将从2023年二季度开始规模放量，年产5000吨的补锂剂项目也于23年一季度正式投产，新产能与新产品正蓄势待发。碳酸锂价格剧烈波动的影响已在一季度出清，公司经营从沉重的经营成本中得到解放，稳定的原材料价格也将驱动下游补库开工。公司是磷酸铁锂行业的“六边形全能战士”，龙头地位稳固，乐观看好业绩与盈利逐步修复，出货与市占率持续成长。

投资建议：预计公司2023-2025年实现营收分别为254.0亿元、276.34亿元和344.60亿元，实现归母净利润分别为7.24亿元、22.13亿元和31.79元，同比增长-69.6%、205.8%、43.7%。对应EPS分别为4.16、12.73、18.30，当前股价对应的PE倍数分别为39X、13X、19X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：产能扩张不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5489	18307	19968	23177	28779
现金	1866	3513	5775	6625	9242
应收票据及应收账款	1322	4367	5793	6768	7896
其他应收款	18	28	45	21	69
预付账款	299	270	683	150	1001
存货	1562	5133	4643	5600	7050
其他流动资产	422	4997	3029	4013	3521
非流动资产	3485	10787	10901	11984	14411
长期投资	21	98	175	252	329
固定资产	2123	4027	4966	5701	7261
无形资产	198	385	431	488	540
其他非流动资产	1143	6278	5329	5544	6281
资产总计	8974	29094	30869	35161	43190
流动负债	4545	14243	15562	18256	22970
短期借款	996	4691	5362	6536	6896
应付票据及应付账款	2668	7179	8477	9946	14034
其他流动负债	880	2373	1723	1774	2040
非流动负债	407	4192	4091	3642	3996
长期借款	161	2478	2246	1862	2183
其他非流动负债	247	1714	1846	1780	1813
负债合计	4952	18435	19654	21897	26966
少数股东权益	934	1846	1852	1874	1902
股本	89	174	278	278	278
资本公积	1814	5414	5309	5309	5309
留存收益	1196	3487	4172	6227	9206
归属母公司股东权益	3087	8813	9363	11390	14322
负债和股东权益	8974	29094	30869	35161	43190

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-616	-6136	3535	2240	5336
净利润	829	2407	729	2234	3207
折旧摊销	197	343	412	515	650
财务费用	40	220	488	371	338
投资损失	6	4	6	7	6
营运资金变动	-1810	-9955	2063	-673	1380
其他经营现金流	123	845	-164	-214	-246
投资活动现金流	-919	-3587	-530	-1602	-3080
资本支出	827	2556	1238	1127	3198
长期投资	-52	-1070	-77	-77	-77
其他投资现金流	-40	39	785	-398	194
筹资活动现金流	1747	10741	-743	212	361
短期借款	691	3695	671	1174	360
长期借款	140	2317	-232	-384	322
普通股增加	-0	85	104	0	0
资本公积增加	144	3599	-104	0	0
其他筹资现金流	772	1045	-1182	-578	-321
现金净增加额	213	1018	2262	850	2617

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4954	22557	25399	27634	34460
营业成本	3529	18035	21996	23047	28464
营业税金及附加	23	73	76	111	118
销售费用	32	45	76	83	103
管理费用	177	591	711	829	999
研发费用	164	432	508	691	775
财务费用	40	220	488	371	338
资产和信用减值损失	0	-224	889	138	207
其他收益	34	56	41	45	44
公允价值变动收益	1	8	2	2	3
投资净收益	-6	-4	-6	-7	-6
资产处置收益	5	-2	1	1	1
营业利润	967	2832	855	2617	3739
营业外收入	2	5	2	3	4
营业外支出	19	11	11	14	12
利润总额	950	2826	846	2607	3730
所得税	121	418	116	372	523
净利润	829	2407	729	2234	3207
少数股东损益	4	27	6	21	28
归属母公司净利润	825	2380	724	2213	3179
EBITDA	1162	3511	1506	3369	4621
EPS (元/股)	4.75	13.70	4.16	12.73	18.30

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	425.9	355.3	12.6	8.8	24.7
营业利润 (%)	2576.7	193.0	-69.8	206.2	42.9
归属母公司净利润 (%)	3006.2	188.4	-69.6	205.8	43.7
获利能力					
毛利率 (%)	28.8	20.0	13.4	16.6	17.4
净利率 (%)	16.7	10.7	2.9	8.1	9.3
ROE (%)	20.6	22.6	6.5	16.8	19.8
ROIC (%)	18.8	14.9	5.1	11.4	13.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.2	63.4	63.7	62.3	62.4
净负债比率 (%)	-11.7	54.3	30.7	25.3	10.4
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.2	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	6.3	7.9	5.0	4.4	4.7
应付账款周转率	4.9	6.6	5.5	4.4	4.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.75	13.70	4.16	12.73	18.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.54	-35.31	20.34	12.89	30.71
每股净资产 (最新摊薄)	17.77	50.72	53.88	65.55	82.42
估值比率					
P/E	34.5	11.9	39.3	12.9	8.9
P/B	9.2	3.2	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	39.5	15.1	33.7	15.1	10.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686