

德方纳米 (300769)

2023 年一季报点评：业绩低于市场预期，碳酸锂跌价影响显著

买入 (维持)

2023 年 04 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书：S0600121070056
liuxt@dwzq.com.cn

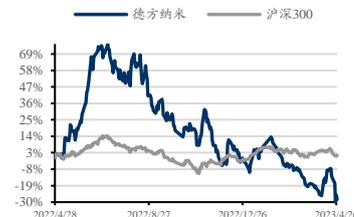
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	22,557	25,201	25,141	32,584
同比	355%	12%	-0.24%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	2,380	711	2,022	3,040
同比	188%	-70%	184%	50%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	13.70	4.09	11.64	17.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.08	47.15	16.58	11.03

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **23Q1 归母净利润为-7.17 亿元，大幅低于市场预期。**2023 年 Q1 公司实现营收 49.45 亿元，同比增加 46.56%，环比下降 39.26%；归母净利润-7.17 亿元，同比下降 194.17%，环比下降 229.83%，扣非归母净利润-7.36 亿元，同比下降 73.44%，环比下降 235.87%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 0.01%，同比下降 34.77pct，环比下降 16.15pct；归母净利率-14.51%，同比下降 37.08pct，环比下降 21.29pct。
- **23Q1 出货 4 万吨，同增 10%+、主要系公司价格策略及储能需求影响。**公司 Q1 出货 4 万吨，同增 10%+，环降 20%+，权益出货 3.5 万吨左右，主要系公司 22 年年末较同行降价幅度较慢，且调价幅度较低，影响了动力市场市占率，此外 3 月碳酸锂加速下跌，储能观望情绪强，订单延后，储能需求部分受到影响，公司 Q1 整体产能利用率较低，Q2 行业需求逐步复苏，预计 23 年铁锂出货量近 22-24 万吨，权益 18-20 万吨，叠加锰铁锂 3-5 万吨出货，全年权益出货预期 23-25 万吨，同比增 50%。
- **Q1 碳酸锂高价库存影响 10-15 亿左右利润，后续公司单吨有望恢复至正常水平。**公司 Q1 单价预计 14 万/吨 (含税)，单位成本预计 12.4 万/吨，毛利率 0%，主要系公司 1-2 月生产存货较多，3 月碳酸锂降价后集中交付，导致使用 1-2 月的高成本库存，且产能利用率较低提升生产成本。Q1 公司正极成本 12.4 万/吨，我们测算加工成本及其他原材料成本预计 1-2 万/吨左右，则对应碳酸锂成本 45-50 万/吨左右，与铁锂售价中碳酸锂计价预计存在 5-10 万/吨差价，影响 5 亿+利润，此外公司已计提 8 亿资产减值损失，整体影响利润预计 10-15 亿。加工费看，Q1 已进入底部区间，我们预计 Q2-Q4 公司单位盈利有望恢复至 0.5~0.6 万元/吨。
- **大幅计提减值损失、经营现金流短期承压。**Q1 期间费用合计 3.4 亿元，同环比+33%/-11%，期间费用率 7%，同环比-0.7/+2pct，计提资产减值损失 8 亿，系碳酸锂叠加影响。Q1 末公司存货 25 亿，较年初下降 51%；经营活动现金流-7.8 亿，同比下降 55%；投资活动净现金流-7.3 亿，同比降 37%；账面现金 28 亿，较年初下降 20%。
- **盈利预测和投资评级：**考虑铁锂正极加工费下行，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 7.1/20.2/30.4 亿元 (原预测 23-25 年为 20.0/28.2/39.4 亿元)，同比-70%/+184%/+50%，对应 PE 为 47/17/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、销量不及预期、碳酸锂价格下降等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	171.50
一年最低/最高价	164.26/498.96
市净率(倍)	3.38
流通 A 股市值(百万元)	26,534.46
总市值(百万元)	29,800.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	50.72
资产负债率(% ,LF)	63.36
总股本(百万股)	173.77
流通 A 股(百万股)	154.72

相关研究

《德方纳米(300769): 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 加码布局锰铁锂产能》

2023-04-03

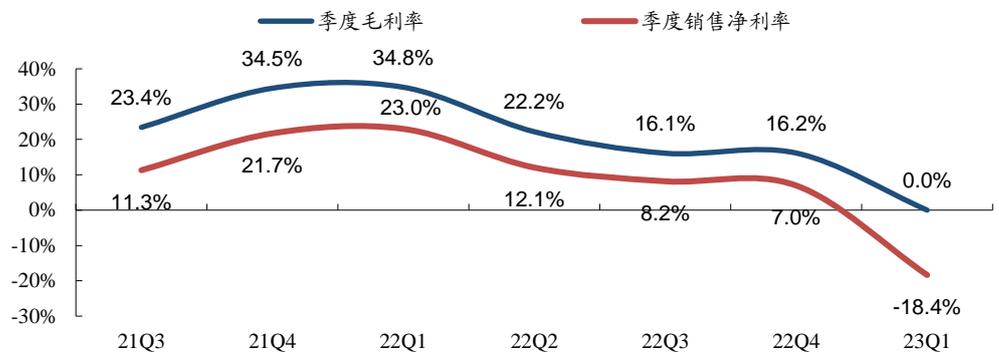
23Q1 归母净利润为-7.17 亿元，大幅低于市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 49.45 亿元，同比增加 46.56%，环比下降 39.26%；归母净利润-7.17 亿元，同比下降 194.17%，环比下降 229.83%，扣非归母净利润-7.36 亿元，同比下降 73.44%，环比下降 235.87%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 0.01%，同比下降 34.77pct，环比下降 16.15pct；归母净利润率-14.51%，同比下降 37.08pct，环比下降 21.29pct；23Q1 扣非净利率-14.88%，同比下降 37.28pct，环比下降 21.54pct。

图1: 分季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	4,944.7	8,141.1	6,859.2	4,182.9	3,373.9
-同比	46.56%	216.70%	588.18%	446.91%	561.88%
毛利率	0.01%	16.16%	16.11%	22.19%	34.78%
归母净利润(百万)	-717.3	552.5	547.6	518.3	761.7
-同比	-194.17%	-0.71%	402.36%	514.00%	1402.77%
归母净利率	-14.51%	6.79%	7.98%	12.39%	22.58%
扣非归母净利润(百万)	-735.9	541.6	520.62	500.99	755.54
-同比	-73.44%	-1.41%	392.12%	517.73%	2136.20%
扣非归母净利率	-14.88%	6.65%	7.59%	11.98%	22.39%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率与净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

23Q1 出货 4 万吨、同增 10%+、主要系公司价格策略及储能需求影响。公司 Q1 出货 4 万吨，同增 10%+，环降 20%+，权益出货 3.5 万吨左右，主要系公司 22 年年末较同行降价幅度较慢，且调价幅度较低，影响了动力市场市占率，此外 3 月碳酸锂加速下跌，储能电池观望情绪强，客户订单延后，储能需求部分受到影响，公司 Q1 整体产能利用率较低，Q2 行业需求逐步复苏，预计 23 年铁锂出货量近 22-24 万吨，权益 18-20 万吨，叠加锰铁锂 3-5 万吨出货，全年权益出货预期 23-25 万吨，同比增 50%。

Q1 碳酸锂高价库存影响 10-15 亿左右利润、后续公司单吨有望恢复至正常水平。

公司 Q1 单价预计 14 万/吨 (含税), 单位成本预计 12.4 万/吨, 毛利率 0%, 主要系公司 1-2 月生产存货较多, 3 月碳酸锂降价后集中交付, 导致使用 1-2 月的高成本库存, 且产能利用率较低提升生产成本。Q1 公司正极成本 12.4 万/吨, 我们测算加工成本及其他原材料成本预计 1-2 万/吨左右, 则对应碳酸锂成本 45-50 万/吨左右, 与铁锂售价中碳酸锂计价预计存在 5-10 万/吨差价, 影响 5 亿+利润, 此外公司已计提 8 亿资产减值损失, 整体影响利润预计 10-15 亿; 公司存货基本已按照 4 月预期价格进行减值, 计提较彻底, 且 Q1 末存货环比大幅下降 51%至 25 亿, 我们预计 Q2 起碳酸锂影响较小。加工费看, Q1 已进入底部区间, 同时公司工碳原料使用占比逐步提升, 单吨潜在降本 2-5k, 有望进一步强化成本优势, 我们预计 Q2-Q4 公司单位盈利有望恢复至 0.5~0.6 万元/吨。

锰铁锂补锂剂 2H 贡献增量、打开成长空间。锰铁锂进展顺利, 曲靖德方 11 万吨锰铁锂产能于 22 年 9 月底进入试生产阶段, 预计 23 年 Q2 开始出货, 全年出货预计 3-5 万吨, 预计贡献 3 亿+利润。此外公司布局正极补锂剂, 已规划 5 万吨产能, 现投产 5000 吨, 23H2 满产, 预计 23 年出货 1k-2k 吨, 23 年有望贡献 1 亿+利润。

Q1 期间费用率同比下降, 大幅计提资产减值损失。2023 年 Q1 公司期间费用合计 3.37 亿元, 同比增长 32.67%, 环降 11%, 费用率为 6.81%, 同比下降 0.71pct, 环增 2pct。2022 年销售费用 0.1 亿元, 销售费用率 0.2%, 同比降 0.06pct, 环增 0.02pct; 管理费用 1.19 亿元, 管理费用率 2.41%, 同比降 0.95pct, 环增 0.02pct; 财务费用 0.77 亿元, 财务费用率 1.55%, 同比增 0.63pct, 环增 0.64pct; 研发费用 1.31 亿元, 研发费用率 2.64%, 同比降 0.33pct, 环增 1.46pct。公司 2023 年 Q1 计提资产减值损失 8.11 亿元; 转回信用减值损失 0.92 亿元。

图3: 分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	8.96	9.63	11.87	14.73	9.92
-销售费用率	0.27%	0.23%	0.17%	0.18%	0.20%
管理费用	113.59	142.87	139.63	194.86	119.30
-管理费用率	3.37%	3.42%	2.04%	2.39%	2.41%
研发费用	100.21	94.21	141.51	96.42	130.68
-研发费用率	2.97%	2.25%	2.06%	1.18%	2.64%
财务费用	30.90	42.47	72.27	74.01	76.66
-财务费用率	0.92%	1.02%	1.05%	0.91%	1.55%
期间费用	253.67	289.17	365.29	380.02	336.55
-期间费用率	7.52%	6.91%	5.33%	4.67%	6.81%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-224.35	-810.88
信用减值损失	-4.96	-56.53	-79.73	-20.65	91.58

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

存货较年初减少, 经营现金流短期承压。2023 年 Q1 公司存货为 24.93 亿元, 较年初减少 51.43%; 应收账款 26.25 亿元, 较年初减少 39.87%; 期末公司合同负债 4.26 亿元, 较年初减少 27.99%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为-7.83 亿元, 同比下降 54.64%;

投资活动净现金流净额为-7.31 亿元，同比下降 36.87%；资本开支为 10.4 亿元，同比上升 92.54%；账面现金为 28.25 亿元，较年初减少 19.59%，短期借款 41.59 亿元，较年初减少 11.35%。

盈利预测和投资评级：考虑铁锂正极加工费下行，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 7.1/20.2/30.4 亿元（原预测 23-25 年为 20.0/28.2/39.4 亿元），同比-70%/+184%/+50%，对应 PE 为 47/17/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、销量不及预期等。

德方纳米三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,307	24,882	19,547	28,439	营业总收入	22,557	25,201	25,141	32,584
货币资金及交易性金融资产	3,513	11,340	6,295	11,424	营业成本(含金融类)	18,035	21,875	21,027	27,259
经营性应收款项	9,084	6,917	6,860	8,891	税金及附加	73	82	82	106
存货	5,133	5,993	5,761	7,468	销售费用	45	50	50	59
合同资产	0	0	0	0	管理费用	591	655	629	652
其他流动资产	577	631	631	655	研发费用	432	504	503	521
非流动资产	10,787	13,280	15,280	16,973	财务费用	220	181	140	102
长期股权投资	98	108	118	128	加:其他收益	56	63	50	52
固定资产及使用权资产	5,233	7,043	8,851	10,352	投资净收益	-4	10	10	13
在建工程	3,581	3,971	3,971	3,971	公允价值变动	8	0	10	10
无形资产	385	668	851	1,034	减值损失	-386	-1,005	-100	-100
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	223	223	222	221	营业利润	2,832	921	2,681	3,861
其他非流动资产	1,267	1,267	1,267	1,267	营业外净收支	-6	2	2	7
资产总计	29,094	38,162	34,827	45,412	利润总额	2,826	923	2,683	3,868
流动负债	14,243	22,244	16,811	24,381	减:所得税	418	139	402	580
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,904	8,392	3,482	7,128	净利润	2,407	785	2,280	3,288
经营性应付款项	7,179	9,247	8,889	11,523	减:少数股东损益	27	74	258	248
合同负债	592	766	736	954	归属母公司净利润	2,380	711	2,022	3,040
其他流动负债	568	3,839	3,704	4,776	每股收益-最新股本摊薄(元)	13.70	4.09	11.64	17.49
非流动负债	4,192	4,192	4,192	4,192	EBIT	3,050	2,034	2,850	3,988
长期借款	2,478	2,478	2,478	2,478	EBITDA	3,431	2,653	3,860	5,305
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.05	13.20	16.36	16.34
租赁负债	796	796	796	796	归母净利率(%)	10.55	2.82	8.04	9.33
其他非流动负债	918	918	918	918	收入增长率(%)	355.30	11.72	-0.24	29.61
负债合计	18,435	26,436	21,003	28,573	归母净利润增长率(%)	188.36	-70.13	184.43	50.33
归属母公司股东权益	8,813	9,806	11,646	14,412					
少数股东权益	1,846	1,920	2,179	2,427					
所有者权益合计	10,659	11,726	13,824	16,839					
负债和股东权益	29,094	38,162	34,827	45,412					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-6,136	8,700	3,533	5,197	每股净资产(元)	50.72	56.44	67.03	82.95
投资活动现金流	-3,587	-3,100	-2,998	-2,990	最新发行在外股份(百万股)	174	174	174	174
筹资活动现金流	10,741	2,227	-5,591	2,911	ROIC(%)	20.61	8.00	11.02	14.18
现金净增加额	1,018	7,827	-5,055	5,119	ROE-摊薄(%)	27.01	7.25	17.36	21.09
折旧和摊销	381	619	1,010	1,318	资产负债率(%)	63.36	69.27	60.31	62.92
资本开支	-2,552	-3,098	-2,998	-2,993	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.08	47.15	16.58	11.03
营运资本变动	-9,955	2,549	-199	-986	P/B (现价)	3.80	3.42	2.88	2.33

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>

