

德方纳米 (300769)

2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 股权激励彰显信心

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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 刘晓恬

执业证书: S0600523070005
liuxt@dwzq.com.cn

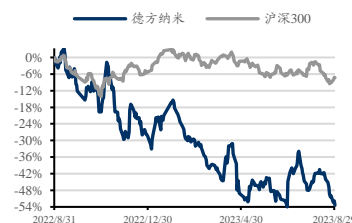
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	22,557	24,404	22,807	27,672
同比	355%	8%	-7%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	2,380	19	1,793	2,520
同比	188%	-99%	9546%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	8.52	0.07	6.42	9.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.92	1,397.80	14.49	10.31

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **Q2 亏损幅度收窄, 业绩位于预告上限:** 23H1 营收 89 亿, 同增 18%, 归母净利-10 亿, 同降 182%; Q2 营收 39 亿, 同环比-6%/+20%, 归母净利-3 亿, 同环比-163%/+54%。Q2 毛利率-5.6%, 同环比-28/-6pct, 归母净利率-8%, 同环比-21/+6pct, 位于预告上限, 符合市场预期。
- **Q2 出货环增 34%, 6 月起满产满销。** H1 公司出货 9.34 万吨, 其中 Q2 出货 5.3 万吨, 同增 53%, 环增 34%, 权益出货约 4.8 万吨。现有铁锂产能 26.5 万吨, 4-5 月产能利用率较低, 6 月已恢复至满产水平, H2 预计满产满销, 预计 23 年出货量近 25 万吨, 同增 50%, 对应权益出货 22 万吨左右, 叠加锰铁锂开始放量, 预计权益总出货达 23 万吨左右。
- **Q2 碳酸锂减值仍有影响, Q3 单位盈利边际向好。** H1 铁锂营收 89 亿, 同增 18%, 毛利率-2.46%, 同降 30pct, H1 铁锂均价 10.8w (含税), Q2 约 8.4w, 环降 40%。预计 Q2 铁锂单吨亏损 0.76 万, 考虑为 4 月锂跌价致产品价格快速下跌, 库存成本高企。5 月碳酸锂反弹至 30 万, 而价格传导滞后, 未加低价库存。且 4 月去库存开工率下滑, 生产成本提高, 锰铁锂部分转固及前期支出显著提升成本。5 月产能利用率回升, 6 月盈利预计已恢复至 0.2 万/吨+。Q3 加工费预计维持稳定, H2 随着碳酸锂影响消除、产能利用率提升, 单位盈利恢复至正常, 全年预计基本盈亏平衡。
- **股权激励落地, 新增费用有限。** 公司计划授予 279 万股限制性股票, 占总股本 1%, 首次授予要求 2023 年营收 ≥ 230 亿、23-24 年累计营收 ≥ 506 亿、23-25 年累计营收 ≥ 837 亿, 或 2023-2025 年销量 ≥ 23/34/48 万吨, 同增 35%/48%/40%。本次授予覆盖董事、高管及核心员工, 利于保障核心管理层稳定性, 共享高成长。根据预测, 股权激励总成本约 1 亿元, 23-26 年分别摊 0.14/0.5/0.25/0.1 亿元。
- **23H1 经营现金流同比高增, 资本开支缩减。** 23H1 费用率 6.8%, 同降 0.4pct, 其中 Q2 费用率 6.9%, 环比基本持平。Q2 末存货 23 亿元, 较 Q1 末下降 9%, 合同负债 248 亿, 较 Q1 末下降 42%。H1 经营性净现金流 1.8 亿, 同降 106%, 资本开支 9.7 亿, 同比下降 40%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司为铁锂龙头, 盈利有望边际向好, 我们维持 23-25 年归母净利预测为 0.19/17.93/25.2 亿元, 同增 -99%/+9546%/+41%, 对应 1398x/14x/10xPE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期、原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.06
一年最低/最高价	90.00/335.80
市净率(倍)	3.34
流通 A 股市值(百万元)	23,121.78
总市值(百万元)	25,986.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.83
资产负债率(% ,LF)	64.04
总股本(百万股)	279.24
流通 A 股(百万股)	248.46

相关研究

《德方纳米(300769): 2023 年中报业绩预告点评: Q2 碳酸锂减值影响盈利, 预计 Q3 逐步恢复正常》

2023-07-17

《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》

2023 年 H1 公司营收 88.92 亿元，同比增长 17.67%，符合市场预期。2023 年 H1 公司营收 88.92 亿元，同比增长 17.67%；归母净利润-10.44 亿元，同比下降 181.55%；扣非净利润-10.75 亿元，同比下降 185.52%；23H1 毛利率为-2.46%，同比下降 30.27pct；销售净利率为-14.25%，同比下降 31.19pct，公司此前预告 23H1 归母净利润-11.7~-10.4 亿元，业绩位于预告上限，符合市场预期。

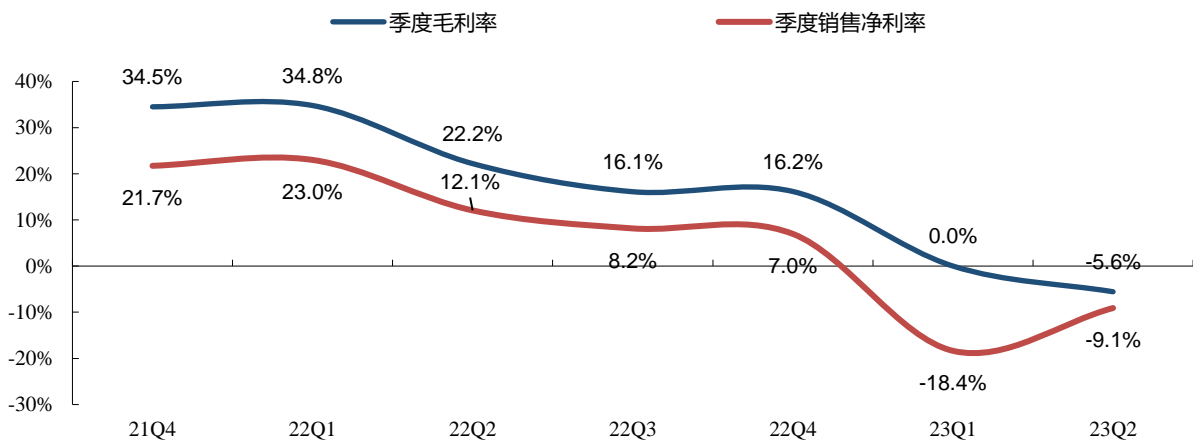
2023 年 Q2 归母净利润-3.27 亿元，同环比下降 53%/29%，亏损幅度收窄。2023 年 Q2 公司实现营收 39.48 亿元，同比下降 5.62%，环比下降 20.17%；归母净利润-3.27 亿元，同比下降 163%，环比增长 54.48%，扣非归母净利润-3.39 亿元，同比下降 167.59%，环比增长 53.98%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为-5.56%，同比下降 27.75pct，环比下降 5.57pct；归母净利率-8.27%，同比下降 20.66pct，环比增长 6.24pct；23Q2 扣非净利率-8.58%，同比下降 20.56pct，环比提升 6.3pct。

图1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	3,947.6	4,944.7	8,141.1	6,859.2	4,182.9	3,373.9
-同比	-5.62%	46.56%	216.70%	588.18%	446.91%	561.88%
毛利率	-5.56%	0.01%	16.16%	16.11%	22.19%	34.78%
归母净利润(百万)	-326.5	-717.3	552.5	547.6	518.3	761.7
-同比	-163.00%	-194.17%	-0.71%	402.36%	514.00%	1402.77%
归母净利率	-8.27%	-14.51%	6.79%	7.98%	12.39%	22.58%
扣非归母净利润 (百万)	-338.64	-735.91	541.64	520.62	500.99	755.54
-同比	-167.59%	-197.40%	-1.41%	392.12%	517.73%	2136.20%
扣非归母净利率	-8.58%	-14.88%	6.65%	7.59%	11.98%	22.39%

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

Q2 出货环增 34%，6 月起满产满销。H1 公司出货 9.34 万吨，其中 Q2 出货 5.3 万吨，同增 53%，环增 34%，权益出货约 4.8 万吨。现有铁锂产能 26.5 万吨，4-5 月产能利用率较低，6 月已恢复至满产水平，H2 预计满产满销，预计 23 年出货量近 25 万吨，同增 50%，对应权益出货 22 万吨左右，叠加锰铁锂开始放量，预计权益总出货达 23 万吨左右。

23Q2 碳酸锂减值仍有影响，Q3 单位盈利边际向好。H1 铁锂营收 89 亿，同增 18%，毛利率-2.46%，同降 30pct，H1 铁锂均价 10.8w（含税），Q2 约 8.4w，环降 40%。预计 Q2 铁锂单吨亏损 0.76 万，考虑为 4 月锂跌价致产品价格快速下跌，库存成本高企。5 月锂反弹至 30 万，而价格传导滞后，未加低价库存。且 4 月去库存开工率下滑，生产成本提高，锰铁锂部分转固及前期支出显著提升成本。5 月产能利用率回升，6 月盈利预计已恢复至 0.2 万/吨+。Q3 加工费预计维持稳定，H2 随着碳酸锂影响消除、产能利用率提升，单位盈利恢复至正常，全年预计基本盈亏平衡。

图3：公司分业务营业收入（亿元）

	2023H1				2022		2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同比 (pct)	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
磷酸铁锂	88.77	18%	-2.46%	-30.27	225.37	20.1%	150.14	16.2%	75.23	27.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：子公司拆分

公司名称	2023H1				2022			
	营收 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利率	净利润-同比	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
佛山德方	12.61	-41.8%	1.08	8.6%	1.8%	60.80	3.68	6.1%
曲靖德方	55.80	-2.6%	6.15	11.0%	-31.4%	169.06	18.99	11.2%
曲靖麟铁	10.09	1.3%	3.80	37.7%	2106.8%	25.28	0.72	2.8%
曲靖德枋亿纬	36.41	932814.4%	4.52	12.4%	4873.6%	47.75	0.39	0.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锰铁锂进度行业领先、补锂剂推进顺利。锰铁锂已通过下游客户认证并通过部分车企批量认证，现有有效产能 11 万吨，8 万吨设备调试中，当前已小批量出货，预计 H2 装车，24 年大批量生产。补锂剂已获得多家客户项目认证，目前具备 5k 吨产能，23 年有效产能 2k 吨，预计 24 年大批量供货。

股权激励落地，新增费用有限。计划授予 279 万股限制性股票，占总股本 1%，首次授予要求 23 年营收 ≥ 230 亿元、23-24 年累计营收 ≥ 506 亿元、23-25 年累计营收 ≥ 837 亿元，或 23-25 年销量 ≥ 23/34/48 万吨，同增 35%/48%/40%。本次授予覆盖董事、高管及核心员工，利于保障核心管理层稳定性，共享高成长。根据预测，股权激励总成

本约 1 亿元，23-26 年分别摊 0.14/0.5/0.25/0.1 亿元。

期间费用率同比下降，公司费用控制良好。2023Q2 期间费用合计 2.71 亿元，同比下降 6.34%，环比降 19.52%，期间费用率为 6.86%，同比减少 0.05pct，环比增 0.05pct；销售费用 0.1 亿元，销售费用率 0.24%，同比增 0.01pct，环比增 0.04pct；管理费用 0.9 亿元，管理费用率 2.28%，同比降 1.13pct，环比降 0.13pct；财务费用 0.78 亿元，财务费用率 1.99%，同比增 0.97pct，环比增 0.44pct；研发费用 0.93 亿元，研发费用率 2.35%，同比增 0.09pct，环比降 0.3pct。公司 2023Q2 转回资产减值损失 0.27 亿元，转回信用减值损失 0.1 亿元。

图5：公司季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	8.96	9.63	11.87	14.73	9.92	9.55
-销售费用率	0.27%	0.23%	0.17%	0.18%	0.20%	0.24%
管理费用	113.59	142.87	139.63	194.86	119.30	90.20
-管理费用率	3.37%	3.42%	2.04%	2.39%	2.41%	2.28%
研发费用	100.21	94.21	141.51	96.42	130.68	92.59
-研发费用率	2.97%	2.25%	2.06%	1.18%	2.64%	2.35%
财务费用	30.90	42.47	72.27	74.01	76.66	78.49
-财务费用率	0.92%	1.02%	1.05%	0.91%	1.55%	1.99%
期间费用	253.67	289.17	365.29	380.02	336.55	270.84
-期间费用率	7.52%	6.91%	5.33%	4.67%	6.81%	6.86%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-224.35	-810.88	27.11
信用减值损失	-4.96	-56.53	-79.73	-20.65	91.58	9.51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

23H1 经营现金流同比高增，资本开支缩减。2023 年 H1 公司存货为 22.66 亿元，较 Q1 末下降 9%；应收账款 24.48 亿元，较年初增长-43.93%；期末公司合同负债 2.48 亿元，较 Q1 末下降 42%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 1.8 亿元，同比下降 106.4%；投资活动净现金流净额为-10.18 亿元，同比上升 38.89%；资本开支为 9.74 亿元，同比下降 60.09%；账面现金为 24.38 亿元，较年初减少 30.6%，短期借款 34.48 亿元，较年初下降 26.5%。

盈利预测与投资评级：考虑公司为铁锂龙头，盈利有望边际向好，我们维持 2023-2025 年归母净利预测为 0.19/17.93/25.2 亿元，同增 -99%/+9546%/+41%，对应 1398x/14x/10xPE，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

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	24,353	17,781	24,237	营业总收入	22,557	24,404	22,807	27,672
货币资金及交易性金融资产	3,513	10,982	5,712	9,705	营业成本(含金融类)	18,035	22,015	19,063	23,146
经营性应收款项	9,084	6,711	6,223	7,551	税金及附加	73	79	74	90
存货	5,133	6,031	5,223	6,342	销售费用	45	49	46	50
合同资产	0	0	0	0	管理费用	591	635	570	553
其他流动资产	577	629	623	639	研发费用	432	488	456	443
非流动资产	10,787	13,280	15,280	16,973	财务费用	220	183	152	105
长期股权投资	98	108	118	128	加:其他收益	56	61	46	44
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	9	11
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	22	2,410	3,250
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	37,633	33,061	41,209	利润总额	2,826	24	2,412	3,257
流动负债	14,243	22,373	15,913	21,520	减:所得税	418	4	362	488
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,904	8,446	3,821	6,856	净利润	2,407	21	2,050	2,768
经营性应付款项	7,179	9,306	8,058	9,784	减:少数股东损益	27	2	257	248
合同负债	592	771	667	810	归属母公司净利润	2,380	19	1,793	2,520
其他流动负债	568	3,851	3,367	4,069	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.52	0.07	6.42	9.03
非流动负债	4,192	4,192	4,192	4,192	EBIT	3,050	1,139	2,597	3,389
长期借款	2,478	2,478	2,478	2,478	EBITDA	3,431	1,758	3,607	4,707
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.05	9.79	16.41	16.35
租赁负债	796	796	796	796	归母净利率(%)	10.55	0.08	7.86	9.11
其他非流动负债	918	918	918	918	收入增长率(%)	355.30	8.19	-6.55	21.33
负债合计	18,435	26,565	20,105	25,712	归母净利润增长率(%)	188.36	-99.22	9,545.68	40.54
归属母公司股东权益	8,813	9,219	10,851	13,144					
少数股东权益	1,846	1,848	2,105	2,353					
所有者权益合计	10,659	11,067	12,956	15,497					
负债和股东权益	29,094	37,633	33,061	41,209					

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	8,185	3,016	4,629	每股净资产(元)	50.72	33.01	38.86	47.07
投资活动现金流	-3,587	-3,100	-2,999	-2,992	最新发行在外股份(百万股)	279	279	279	279
筹资活动现金流	10,741	2,384	-5,297	2,346	ROIC(%)	20.61	4.54	10.31	12.61
现金净增加额	1,018	7,469	-5,280	3,983	ROE-摊薄(%)	27.01	0.20	16.53	19.17
折旧和摊销	381	619	1,010	1,318	资产负债率(%)	63.36	70.59	60.81	62.39
资本开支	-2,552	-3,098	-2,998	-2,993	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.92	1,397.80	14.49	10.31
营运资本变动	-9,955	2,781	-154	-677	P/B(现价)	1.83	2.82	2.39	1.98

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>