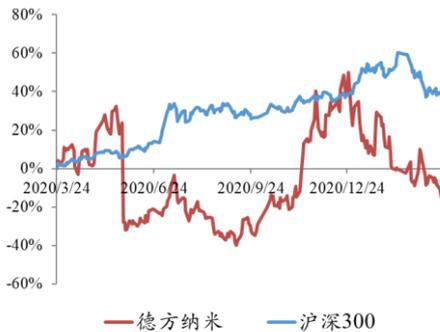


与亿纬锂能合资建厂，再次彰显产品竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-24

收盘价（元）	108.01
近12个月最高/最低（元）	189.90/68.10
总股本（百万股）	89.62
流通股本（百万股）	42.77
流通股比例（%）	47.73
总市值（亿元）	96.80
流通市值（亿元）	46.20



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源_行业研究_回暖趋势已现，磷酸铁锂春天到—新能源锂电池系列报告之二—磷酸铁锂》2020-09-15
- 《华安证券新能源_公司深度_德方纳米：磷酸铁锂强势回归，龙头扬帆起航》2020-09-28
- 《华安证券新能源_公司点评_德方纳米：业绩底部即将反转，毛利率逐步修复》2020-10-29
- 《华安证券新能源_公司点评_德方纳米：携下游客户积极扩产，股权激励彰显盈利信心》2021-01-18

主要观点：

● 事件

亿纬锂能公告与德方纳米签署《合资经营协议》，拟设合资公司建10万吨磷酸铁锂产能，投资总额20亿，12个月内量产；德方纳米将持有合资公司60%股权，亿纬锂能持股40%。

● 亿纬锂能为公司第二大客户，合资建厂彰显公司产品竞争力

亿纬锂能为公司第二大客户，18年营收占比17.5%，19年预计占比17.6%。亿纬锂能在动力方面有戴姆勒、现代起亚、小鹏、宝马、捷豹路虎等优质客户，同时积极布局储能、电动船舶等领域；20年磷酸铁锂装机0.646GWh，位于行业第四，铁锂产能规划超30GWh，对应超7万吨磷酸铁锂需求。继宁德时代之后，优质客户再次选择公司合资建厂充分彰显了公司产品在成本和性能上的强竞争力。

● 磷酸铁锂投资热度验证行业高景气度，供不应求价格高涨

磷酸铁锂投资热度高涨，电池厂频繁增资入股磷酸铁锂企业积极扩产，也有新入者准备进入，验证行业高景气度。预计21/22/23年需求量分别为24/38/55万吨，同比增长96%/61%/44%，25年需求将超100万吨。需求爆发导致供不应求，叠加原材料碳酸锂涨价推动，磷酸铁锂价格一路高涨，从20年8月3.4万/吨涨至近期4.85万/吨。

● 公司现有规划总产能近30万吨，业绩反转向上进行时

公司此前拥有佛山基地的3万吨产能，曲靖基地IPO项目的2-3万吨产能以及曲靖磷铁（持股60%）的2万吨产能，曲靖产能调试爬坡后共计8万吨产能；另有定增的4万吨和曲靖磷铁四川基地的8万吨在建，加上此次的10万吨，公司的总规划产能达到30万吨，较20年扩张近10倍，大幅领先同行。随着磷酸铁锂新产能放量，以及价格上涨盈利恢复，并考虑到21年Q1曲靖基地事故的影响，预计公司Q2业绩将显著提升，盈利弹性大。

● 投资建议：预计2020-22年归母净利润为-0.22/1.95/3.51亿，EPS为-0.25/2.18/3.91元，对应21/22的PE分别为50/28，维持“买入”评级。

● 风险提示：产品价格下降、产能释放进度及行业发展低于预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1054	956	3240	5290
收入同比（%）	0.0%	-9.3%	238.9%	63.3%
归属母公司净利润	100	-22	195	351
净利润同比（%）	2.1%	-122.0%	988.3%	79.6%
毛利率（%）	21.3%	8.5%	18.4%	19.9%
ROE（%）	10.6%	-0.9%	5.5%	6.5%
每股收益（元）	1.12	-0.25	2.18	3.91
P/E	101.92	—	49.56	27.60
P/B	10.77	3.93	2.75	1.78
EV/EBITDA	29.56	-450.99	24.46	12.60

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	941	1764	1864	2697	营业收入	1054	956	3240	5290
现金	300	1021	200	300	营业成本	830	875	2643	4235
应收账款	230	236	799	1304	营业税金及附加	6	5	16	26
其他应收款	12	10	36	58	销售费用	27	15	49	79
预付账款	4	9	26	42	管理费用	46	91	162	238
存货	99	192	507	696	财务费用	11	-7	-4	34
其他流动资产	296	296	296	296	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	768	1510	3717	7031	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	-9	0	0	0
固定资产	325	676	1998	4232	营业利润	117	-25	245	466
无形资产	124	215	301	381	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	299	599	1399	2399	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1709	3274	5581	9728	利润总额	114	-25	245	466
流动负债	660	710	1938	4110	所得税	13	-3	28	53
短期借款	130	0	191	1301	净利润	101	-22	217	413
应付账款	126	168	434	696	少数股东损益	1	0	22	62
其他流动负债	404	542	1312	2113	归属母公司净利润	100	-22	195	351
非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	159	-19	395	847
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	-0.25	2.18	3.91
其他非流动负债	61	61	61	61					
负债合计	721	771	1999	4171					
少数股东权益	40	40	62	124	主要财务比率				
股本	43	90	90	90	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	506	1693	1693	1693	成长能力				
留存收益	399	680	1737	3650	营业收入	0.0%	-9.3%	238.9%	63.3%
归属母公司股东权	948	2463	3520	5433	营业利润	3.8%	-121.5%	1074.6%	90.2%
负债和股东权益	1709	3274	5581	9728	归属于母公司净利	2.1%	-122.0%	988.3%	79.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	21.3%	8.5%	18.4%	19.9%
					净利率 (%)	9.5%	-2.3%	6.0%	6.6%
					ROE (%)	10.6%	-0.9%	5.5%	6.5%
					ROIC (%)	7.7%	-2.8%	5.6%	6.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	42.2%	23.5%	35.8%	42.9%
					净负债比率 (%)	73.0%	30.8%	55.8%	75.1%
					流动比率	1.43	2.49	0.96	0.66
					速动比率	1.27	2.20	0.69	0.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.29	0.58	0.54
					应收账款周转率	4.57	4.06	4.06	4.06
					应付账款周转率	6.57	5.21	6.08	6.08
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.12	-0.25	2.18	3.91
					每股经营现金流	3.22	1.34	5.49	12.58
					每股净资产	10.58	27.48	39.28	60.62
					估值比率				
					P/E	101.92	—	49.56	27.60
					P/B	10.77	3.93	2.75	1.78
					EV/EBITDA	29.56	-450.99	24.46	12.60

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收受任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。