

公司研究

盈利好转，磷酸铁锂龙头启航

——德方纳米（300769.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：德方纳米发布 2020 年年报及 2021 年一季报：公司 2020 年收入 9.42 亿元，同比下降 10.62%；归母净利润-2,840.16 万元（在此前业绩预告区间内），同比下降 128.36%；扣非归母净利润-6281.20 万元，同比下降 204.77%。公司 2021 年 Q1 收入 5.1 亿元，同比增长 224.07%；归母净利润 5,068.72 万元，同比增长 678.57%；扣非归母净利润 3,378.67 万元，同比增长 4,127.89%。

点评：

公司 2020 年产销不及预期，2021Q1 业绩超预期。公司 2020 全年销售磷酸铁锂 3.07 万吨，同比增长 31.2%。2020 年 H1，全行业开工率下降，导致公司主营产品磷酸铁锂全年销量虽有增长，但不及预期。此外，受疫情影响，曲靖磷铁和曲靖德方投产均延后。从产能端看，截至 2021 年 4 月底，公司磷酸铁锂年产能约 8 万吨，随着下半年定增募投项目投产，2021 年底公司产能有望达到 12 万吨。加上 1 月份公告的 8 万吨产能投资，到 2024 年公司磷酸铁锂产能预计为 20 万吨。

2020 年盈利能力下滑，但 2021Q1 已明显好转。2020H1 磷酸铁锂产品价格降幅明显，致使当期产品获利能力明显下降；2020Q4 磷酸铁锂需求好转，但同时碳酸锂等原材料涨价，盈利能力仍处低位。2020 年公司磷酸铁锂销售均价 3.34 万元/吨（含税），同比下降 1.50 万元/吨（含税），下降幅度超过 30%。毛利率 10.2%，同比下降 10.9pct。2021 年 Q1 磷酸铁锂价格有所上升，公司毛利率提升为 17.4%，比 2020 年毛利率提升 7.04pct。

2020 年期间费用率增加，2021 年 Q1 大幅改善。公司 2020 年销售费用率为 2.23%，同比-0.28pct，主要系销售费用中的物流费调整到营业成本；管理费用率为 8.24%，同比+4.36pct，主要系新建生产基地员工数量增加以及进行股份支付；财务费用率为 1.25%，同比+0.22pct；研发费用率为 5.47%，同比+0.81pct，主要系研发人员规模上升。随着 21 年新增产能的投产，公司的期间费用率将有所改善，2021 年 Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.77%/4.61%/0.7%/3.66%，与 2020 全年相比，分别 -1.46pct/-3.63pct/-0.55pct/-1.81pct。

盈利预测、估值与评级：德方纳米是国内磷酸铁锂材料龙头企业，是宁德时代磷酸铁锂正极材料核心供应商，未来将充分受益于汽车电动化和储能行业的高速发展。考虑到磷酸铁锂价格上涨，公司盈利能力好转，我们上调公司 2021-2022 年净利润预测为 2.25/3.43 亿元（上调 63%/44%），新增 2023 年预测 4.78 亿元，2021 年 4 月 27 日收盘价对应 PE53/35/25X，上调评级至“买入”评级。

风险提示：技术路线变更风险、政策风险、竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,054	942	3,454	4,713	6,401
营业收入增长率	0.04%	-10.62%	266.60%	36.46%	35.82%
净利润（百万元）	100	-28	225	343	478
净利润增长率	2.07%	-128.36%	-	52.70%	39.32%
EPS（元）	2.34	-0.32	2.51	3.83	5.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.57%	-1.35%	9.63%	12.81%	15.15%
P/E	57	-	53	35	25
P/B	6.0	5.6	5.1	4.5	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-27；2019 年末股本 0.43 亿股，2020 年由于增发及转增原因股本变为 0.90 亿股

买入（上调）

当前价：132.93 元

作者

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

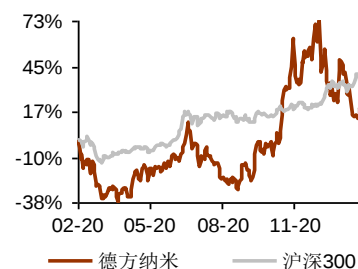
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.90
总市值(亿元):	119.13
一年最低/最高(元):	67.95/195.16
近 3 月换手率:	76.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.72	-1.59	83.40
绝对	20.55	-0.76	84.23

资料来源：Wind

相关研报

携手宁德时代新建产能，股权激励绑定员工利益——德方纳米（300769.SZ）重大事项点评（2021-01-19）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,054	942	3,454	4,713	6,401
营业成本	830	845	2,936	4,046	5,494
折旧和摊销	46	64	141	200	254
税金及附加	6	7	20	29	42
销售费用	27	21	71	85	112
管理费用	46	78	149	189	253
研发费用	49	52	138	179	237
财务费用	11	12	-40	-48	-56
投资收益	-9	-10	0	0	0
营业利润	117	-39	270	420	579
利润总额	114	-43	267	416	575
所得税	13	-8	40	71	92
净利润	101	-35	227	345	483
少数股东损益	1	-6	2	3	5
归属母公司净利润	100	-28	225	343	478
EPS(元)	2.34	-0.32	2.51	3.83	5.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	289	96	237	793	1,241
净利润	100	-28	225	343	478
折旧摊销	46	64	141	200	254
净营运资金增加	-39	-455	231	-237	-478
其他	182	515	-360	487	988
投资活动产生现金流	-493	-584	-975	-725	-500
净资本支出	-354	-758	-850	-650	-450
长期投资变化	19	19	0	0	0
其他资产变化	-158	154	-125	-75	-50
融资活动现金流	371	1,337	-139	111	140
股本变化	11	47	0	0	0
债务净变化	38	195	-305	0	0
无息负债变化	162	675	1,200	1,302	1,868
净现金流	166	848	-878	179	882

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.3%	10.4%	15.0%	14.2%	14.2%
EBITDA 率	20.0%	6.8%	12.0%	12.6%	12.4%
EBIT 率	14.1%	-1.6%	7.9%	8.4%	8.4%
税前净利润率	10.8%	-4.6%	7.7%	8.8%	9.0%
归母净利润率	9.5%	-3.0%	6.5%	7.3%	7.5%
ROA	5.9%	-0.9%	4.6%	5.3%	5.4%
ROE (摊薄)	10.6%	-1.3%	9.6%	12.8%	15.1%
经营性 ROIC	15.5%	-0.9%	10.0%	13.1%	20.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	42%	51%	58%	64%
流动比率	1.43	1.35	1.03	0.98	1.05
速动比率	1.28	1.19	0.80	0.75	0.82
归母权益/有息债务	7.29	6.49	116.51	133.63	157.49
有形资产/有息债务	11.84	10.82	229.98	309.85	424.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,709	3,782	4,903	6,551	8,902
货币资金	300	1,169	291	470	1,352
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	230	261	694	1,105	1,546
应收票据	0	0	345	471	640
其他应收款 (合计)	12	7	65	89	120
存货	99	250	510	795	1,221
其他流动资产	296	264	327	359	401
流动资产合计	941	2,016	2,316	3,435	5,537
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	19
固定资产	325	718	1,052	1,318	1,479
在建工程	132	674	926	1,009	967
无形资产	124	208	253	298	341
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	121	89	164	164	164
非流动资产合计	768	1,767	2,587	3,116	3,364
总负债	721	1,591	2,486	3,788	5,656
短期借款	130	305	0	0	0
应付账款	126	444	776	1,271	2,024
应付票据	259	530	1,173	1,805	2,698
预收账款	93	0	173	236	320
其他流动负债	0	14	14	14	14
流动负债合计	660	1,490	2,259	3,498	5,282
长期借款	0	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	73	198	261	346
非流动负债合计	61	101	227	290	374
股东权益	988	2,191	2,418	2,763	3,246
股本	43	90	90	90	90
公积金	522	1,687	1,709	1,715	1,715
未分配利润	383	355	557	894	1,372
归属母公司权益	948	2,109	2,333	2,676	3,154
少数股东权益	40	82	84	87	92

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.51%	2.23%	2.05%	1.80%	1.75%
管理费用率	4.36%	8.24%	4.30%	4.00%	3.95%
财务费用率	1.03%	1.25%	-1.16%	-1.02%	-0.87%
研发费用率	4.66%	5.47%	4.00%	3.80%	3.70%
所得税率	11%	19%	15%	17%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	6.75	1.07	2.64	8.85	13.85
每股净资产	22.18	23.53	26.04	29.86	35.19
每股销售收入	24.66	10.51	38.54	52.59	71.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	57	-	53	35	25
PB	6.0	5.6	5.1	4.5	3.8
EV/EBITDA	28.9	234.1	29.0	19.9	13.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE