

德方纳米 (300769) 2021 年中报点评

下游景气度持续，公司量利齐升 买入（维持）

2021 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

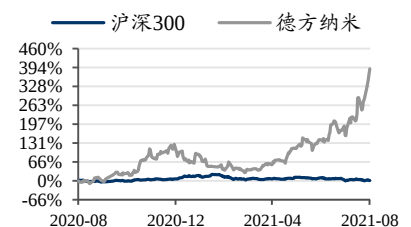
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	942	4085	8986	12805
同比（%）	-11%	334%	120%	42%
归母净利润（百万元）	-28	393	882	1263
同比（%）	-128%	1483%	124%	43%
每股收益（元/股）	-0.32	4.40	9.88	14.15
P/E（倍）	n.a	93.15	41.51	28.98

投资要点

- **2021 年 H1 归母净利润 1.35 亿元，扭亏为盈，符合市场预期。**2021 年 H1 公司营收 12.75 亿元，同比增长 257.69%；归母净利润 1.35 亿元，扣非净利润 1.15 亿元，扭亏为盈；2021 年上半年毛利率为 21.71%，同比上升 10.84pct；2021 年上半年销售净利率为 10.47%，同比增加 12.97pct。
- **2021 年 Q2 公司归母净利润达 0.84 亿元，环增 66.54%，符合市场预期。**2021 年 Q2 公司实现营收 7.65 亿元，同比增加 284.25%，环比增长 50.04%；归母净利润 0.84 亿元，环比增长 66.54%，扣非归母净利润 0.81 亿元，环比增长 140.04%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 24.58%，同比增长 21.76pct，环比增长 7.18pct；归母净利率 11.04%，同比增长 17.70pct，环比增长 1.10pct；Q2 扣非净利率 10.6%，同比提升 23.06pct，环比提升 3.97pct，盈利能力大幅改善。
- **业绩分拆看，磷酸铁锂快速放量，盈利能力大幅提升。**2021H1 纳米磷酸铁锂营收 1.25 亿元，同比上升 263.7%，毛利率为 21.7%，同比上升 10.77pct，公司将碳纳米管导电液业务进行了剥离出售。分子公司来看，佛山德方及曲靖德方随着产能顺利释放，营收同比大幅增加，其中佛山德方 2021H1 营收 11.8 亿元，净利润 0.75 亿元，对应销售净利率 6.4%，曲靖德方营收 5.6 亿元，净利润 0.6 亿元，对应销售净利率 10.8%。
- **供不应求下，公司量利齐升，盈利超市市场预期。**2021 年上半年公司生产磷酸铁锂 3.4 万吨，销售 3.11 万吨，同比增长 191.87%，其中我们预计公司 Q2 销售 1.8 万吨左右，环比增长 30%+，我们预计公司全年出货有望超 9 万吨，2022 年出货有望超 20 万吨，同比+67%+。盈利能力方面，公司上半年磷酸铁锂单吨净利我们预计达 0.35-0.4 万元/吨，其中 Q2 预计达 0.45-0.5 万元/吨，环比+50%以上，3 月份公司价格完全调涨，且曲靖新产能释放，电费低规模大，加工成本下降，公司盈利拐点显现。全年看，高景气度持续，我们预计公司盈利水平将持续。
- **产能扩张激进，成本优势突出，无惧新进入者挑战。**2021 年公司满产满销，公司现有产能 12 万吨/年，其中 4 万吨曲靖德方二期在报告期内建设完成，并于 2021 年 7 月进入试生产阶段，随着下半年产能释放，排产将再上台阶，我们预计全年出货量超 9 万吨，2022 年公司与宁德合资 8 万吨、亿纬合资 10 万吨我们预计陆续落地，2022 年出货有望超 20 万吨，同比+67%+，此外还有自主产能规划中。
- **投资建议：**考虑到公司下游景气度超市市场预期，我们将 2021 年-2023 年归母净利润上修至 3.9/8.8/12.6 亿元（原我们预期 3.85/5.8/8.1 亿元），同比增长 1483%/124%/43%，对应现价 PE 分别为 93x/42x/29x，给予 2022 年 55 倍 PE，目标价 543 元，“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、需求低于市场预期、政策不及市场预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	410.10
一年最低/最高价	71.56/410.10
市净率(倍)	16.96
流通 A 股市值(百万元)	22332.06

基础数据

每股净资产(元)	25.34
资产负债率(%)	51.08
总股本(百万股)	89.23
流通 A 股(百万股)	54.46

相关研究

- 1、《德方纳米 (300769)：铁锂重启航，龙头蓄势待发》
2021-06-01

2021 年 H1 归母净利润 1.35 亿元，扭亏为盈，符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 12.75 亿元，同比增长 257.69%；归母净利润 1.35 亿元，扣非净利润 1.15 亿元，扭亏为盈；2021 年上半年毛利率为 21.71%，同比上升 10.84pct；2021 年上半年销售净利率为 10.47%，同比增加 12.97pct。

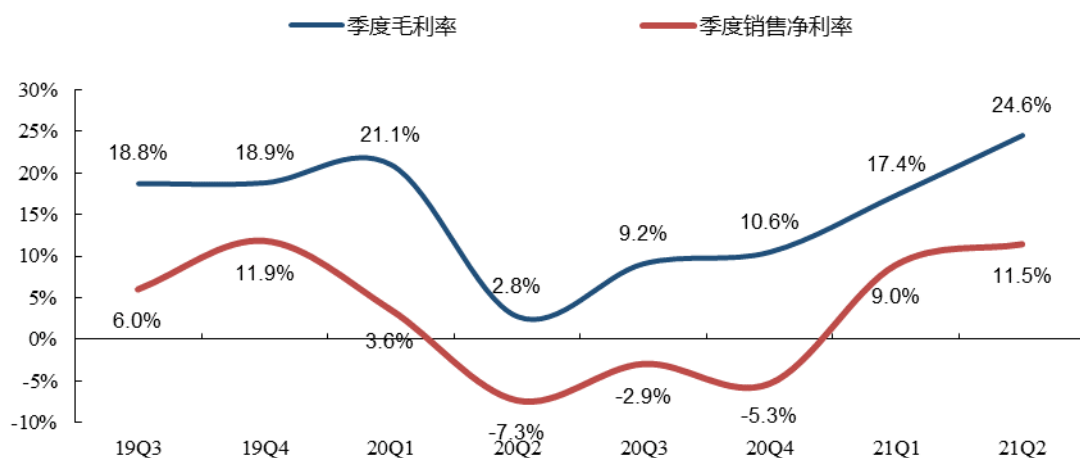
2021 年 Q2 公司归母净利润达 0.84 亿元，环增 66.54%，符合市场预期。2021 年 Q2 公司实现营收 7.65 亿元，同比增加 284.25%，环比增长 50.04%；归母净利润 0.84 亿元，环比增长 66.54%，扣非归母净利润 0.81 亿元，环比增长 140.04%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 24.58%，同比增长 21.76pct，环比增长 7.18pct；归母净利率 11.04%，同比增长 17.70pct，环比增长 1.10pct；Q2 扣非归母净利率 10.6%，同比提升 23.06pct，环比提升 3.97pct，盈利能力大幅改善。

表 1：公司分季度业绩拆分情况（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万元)	764.82	509.74	367.38	218.41	199.04	157.30
- 同比	284.25%	224.07%	17.02%	-22.70%	-15.91%	-28.79%
毛利率	24.58%	17.40%	10.57%	9.18%	2.82%	21.05%
归母净利润(百万元)	84.42	50.69	-17.21	-4.46	-13.25	6.51
- 同比	737.11%	678.57%	-147.56%	-126.13%	-159.11%	-73.43%
归母净利率	11.04%	9.94%	-4.68%	-2.04%	-6.66%	4.14%
扣非归母净利润（百万元）	81.10	33.79	-18.54	-20.28	-24.80	0.80
- 同比	427.06%	4127.89%	-255.30%	-265.57%	-228.78%	-95.16%
扣非归母净利率	10.60%	6.63%	-5.05%	-9.29%	-12.46%	0.51%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：德方纳米季度盈利能力（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩分拆看，磷酸铁锂快速放量，盈利能力大幅提升。2021H1 纳米磷酸铁锂营收 12.5 亿元，同比上升 263.7%，毛利率为 21.7%，同比上升 11.7pct，公司将碳纳米管导电液业务进行了剥离出售。分子公司来看，佛山德方及曲靖德方随着产能顺利释放，营收同比大幅增加，其中佛山德方 2021H1 营收 11.8 亿元，净利润 0.75 亿元，对应销售净利率 6.4%，曲靖德方营收 5.6 亿元，净利润 0.6 亿元，对应销售净利率 10.8%。

表 2：公司分业务营业收入（亿元）

	2021H1				2020H2		2020H1	
	营业收入 (百万元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同 比	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率
纳米磷酸 铁锂	1245.99	263.7%	21.7%	11.7pct	564.86	10.0%	342.59	10.9%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3：子公司拆分（万元）

公司名称	2021H1				2020H2		2020H1	
	营业收入 (百万元)	营收-同比	净利润(百 万元)	净利润-同 比	营业收入 (百万元)	净利润(百 万元)	营业收入 (百万元)	净利润(百 万元)
佛山市德方 纳米科技有 限公司	1178.89	13432.8%	75.40	12680.2pct	556.67	8.71	331	0.59
山东德方纳 米科技有限 公司	0.15	-115.8%	-0.20	-171.4pct	4.70	-0.97	9.11	0.28
曲靖市德方 纳米科技有 限公司	561.07	-4941.0%	60.69	1902.8pct	19.26	-11.59	0.00	3.03
曲靖市麟铁 科技有限公 司	182.45	-1803.2%	-4.20	-22.9pct	31.40	-10.71	0.00	-5.45
曲靖市德枋 亿纬有限公 司	0.00		0.00					

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

供不应求下，公司量利齐升，盈利超市场预期。2021 年上半年公司生产磷酸铁锂 3.4 万吨，销售 3.11 万吨，同比增长 191.87%，其中我们预计公司 Q2 销售 1.8 万吨左右，环比增长 30%+，我们预计公司全年出货有望超 9 万吨，2022 年出货有望超 20 万吨，同比+67%+。盈利能力方面，公司上半年磷酸铁锂单吨净利我们预计达 0.35-0.4 万元/吨，其中 Q2 预计达 0.45-0.5 万元/吨，环比+50%以上，主要受益于动力电池铁锂回潮、储能市场需求高涨下磷酸铁锂产能供不应求，叠加原材料碳酸锂涨价，铁锂价格从底部 3 万元+/吨，涨至 2021 年 8 月的 5 万元+/吨（碳酸锂涨价增加成本 1.2 万元/吨），3 月份公司价格完全调涨，且曲靖新产能释放，电费低规模大，加工成本下降，公司盈利拐点显现。全年看，高景气度持续，我们预计公司盈利水平将持续。

产能扩张激进，成本优势突出，无惧新进入者挑战。2021 年公司满产满销，公司现有产能 12 万吨/年，其中 4 万吨曲靖德方二期在报告期内建设完成，并于 2021 年 7 月进入试生产阶段，随着下半年产能释放，排产将再上台阶，我们预计全年出货量超 9 万吨，2022 年公司与宁德合资 8 万吨、亿纬合资 10 万吨我们预计陆续落地，2022 年出货有望超 20 万吨，同比+67%+，此外还有自主产能规划中。公司产品采用特有液相法，成本低，循环寿命高，公司深度绑定宁德时代，为宁德铁锂主供，占宁德需求超 50%；独供亿纬，今年成功突破比亚迪，正式供货。该三大客户铁锂市占率超 80%。后续海外电池厂或将布局铁锂路线，公司有望配套。

公司费用控制良好，销售、管理费用同环比下降。2021 年 H1 公司期间费用合计 1.31 亿元，同比增长 85.87%，费用率为 10.29%，同比降低 9.51pct。2021Q2 期间费用合计 0.81 亿元，同比增长 117.52%，环比增 63.89%，期间费用率为 10.65%，同比降 8.16pct，环比增 0.9pct；销售费用 0.05 亿元，销售费用率 0.67%，同比降 1.03pct，环比降 0.1pct；管理费用 0.34 亿元，管理费用率 4.5%，同比降 7.64pct，环比降 0.11pct；财务费用 0.11 亿元，财务费用率 1.45%，同比增 2.04pct，环比增 0.75pct；研发费用 0.31 亿元，研发费用率 4.02%，同比降 1.53pct，环比增 0.36pct。

表 5：德方纳米季度费用情况

单位：百万元	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30
单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	2.92	3.39	3.97	10.77	3.95	5.15
-销售费用率	1.86%	1.70%	1.82%	2.93%	0.77%	0.67%
管理费用	15.43	24.16	21.83	16.19	23.49	34.45
-管理费用率	9.81%	12.14%	9.99%	4.41%	4.61%	4.50%
研发费用	8.85	11.05	12.32	19.33	18.66	30.78
-研发费用率	5.62%	5.55%	5.64%	5.26%	3.66%	4.02%
财务费用	5.92	-1.17	2.76	4.31	3.59	11.07
-财务费用率	3.76%	-0.59%	1.26%	1.17%	0.70%	1.45%
期间费用	33.11	37.44	40.88	50.59	49.69	81.44
-期间费用率	21.05%	18.81%	18.72%	13.77%	9.75%	10.65%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.99	3.42	-0.08	-4.55	-3.17	-4.81

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营和投资现金流同比增长，账面现金显著增加。2021 年 H1 公司存货为 6.09 亿元，较年初增长 143.46%；应收账款 3.97 亿元，较年初增长 52.32%；2021 年公司经营活动净现金流为-6.85 亿元，同比下降 2169.82%，主要由于本报告期应收票据贴现减少及新增产能相关经营支出所致；投资活动净现金流为-4.68 亿元，同比增加 95.46%，主要由于公司产能扩张，相关工程设备款支出增加所致；资本开支为 4.35 亿元，同比上升 34.71%；账面现金为 2.99 亿元，较年初降低 74.45%，短期借款 4.55 亿元，较年初增长 49.11%。

投资建议：考虑到公司下游景气度超市场预期，我们将 2021 年-2023 年归母净利上修至 3.9/8.8/12.6 亿元（原我们预期 3.85/5.8/8.1 亿元），同比增长 1483%/124%/43%，对应现价 PE 分别为 93x/42x/29x，给予 2022 年 55 倍 PE，目标价 543 元，“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、需求低于市场预期、政策不及市场预期。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,016	3,988	8,570	12,644	营业收入	942	4,085	8,986	12,805
现金	1,169	1,528	2,704	4,354	减: 营业成本	845	3,084	6,829	9,859
应收账款	261	1,041	2,290	3,263	营业税金及附加	7	31	67	96
存货	250	914	2,023	2,920	销售费用	21	86	180	256
其他流动资产	336	505	1,553	2,107	管理费用	129	368	719	896
非流动资产	1,767	2,382	3,003	3,630	财务费用	12	3	-3	-5
长期股权投资	19	19	19	19	资产减值损失	2	56	94	2
固定资产	718	797	881	921	加: 投资净收益	-10	5	5	5
无形资产	208	198	187	177	其他收益	44	0	0	0
其他非流动资产	822	1,368	1,916	2,513	营业利润	-39	497	1,140	1,669
资产总计	3,782	6,370	11,573	16,274	加: 营业外净收支	-4	-1	-1	-1
流动负债	1,490	3,735	8,196	11,803	利润总额	-43	496	1,139	1,668
短期借款	305	0	0	0	减: 所得税费用	-8	70	159	234
应付账款	444	1,623	3,594	5,188	少数股东损益	-6	34	98	172
其他流动负债	740	2,111	4,602	6,615	归属母公司净利润	-28	393	882	1,263
非流动负债	101	101	101	101	EBIT	-27	501	1,137	1,664
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	52	595	1,246	1,787
其他非流动负债	81	81	81	81					
负债合计	1,591	3,836	8,297	11,905	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	82	116	214	386	每股收益 (元)	-0.32	4.40	9.88	14.15
归属母公司股东权益	2,109	2,418	3,061	3,983	每股净资产 (元)	23.53	27.10	34.31	44.64
负债和股东权益	3,782	6,370	11,573	16,274	发行在外股份 (百万股)	89.6	89.6	89.6	89.6
					ROIC (%)	-1.5%	30.0%	65.6%	108.7%
					ROE (%)	-1.3%	16.2%	28.8%	31.7%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率 (%)	10.4%	24.5%	24.0%	23.0%
经营活动现金流	96	1,456	2,136	2,730	销售净利率 (%)	-3.7%	10.5%	10.9%	11.2%
投资活动现金流	-584	-705	-725	-745	资产负债率 (%)	42.1%	60.2%	71.7%	73.2%
筹资活动现金流	1,337	-392	-235	-336	收入增长率 (%)	-10.6%	333.6%	120.0%	42.5%
现金净增加额	848	359	1,176	1,649	净利润增长率 (%)	-128.4%	1483.1%	124.4%	43.2%
折旧和摊销	80	95	109	123	P/E	n.a	93.15	41.51	28.98
资本开支	758	710	730	750	P/B	17.35	15.13	11.95	9.19
营运资本变动	38	880	961	1,109	EV/EBITDA	707	62	30	21

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>