

化工

磷酸铁锂渗透加速，公司乘风而起

2021 年 10 月 28 日

——德方纳米（300769）2021 年三季度报点评

公司评级：买入（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书：S1030511010004

电话：0755-23602217

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

研究助理：马铭宏

电话：18070288786

邮箱：mamh@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、德方纳米（300769.SZ）深度研究报告：

铁锂需求爆发，龙头产能释放在即

2021.07.30

2、德方纳米（300769）2021 半年报点评：

磷酸铁锂高渗透，公司盈利超预期

2021.08.30

核心观点：

- 1) 公司业绩符合预期，盈利能力及费用率稳定。2021 年前三季度，营收 22.71 亿元，同比增长 295.18%，归母净利润 2.44 亿元，同比增长 2280.45%，毛利率和净利率保持平稳，分别为 22.46% 和 10.83%。三季度单季，实现营收 9.97 亿元，同比增长 356.34%，环比增长 30.3%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 2546.39%，环比增长 29.1%。Q3 业绩延续了今年以来的迅猛增长势头，公司产能释放，迎量价齐升。
- 2) 磷酸铁锂持续渗透动力电池市场，龙头加快布局。磷酸铁锂重回动力电池主流，2021 年 1-9 月，国内三元动力电池装车量 47.08GWh，同比增长 45.6%；磷酸铁锂动力电池装车量 44.78GWh，同比增长 309.3%。7、8、9 月磷酸铁锂电池装车占比均高于 50%，其中 9 月磷酸铁锂占比高达 60.8%，公司从中受益颇丰。近期公司在曲靖加速布局打造磷酸铁锂产业中心，规划年产 20 万吨磷酸铁锂前驱体项目、年产 10 万吨新型磷酸盐系正极材料生产基地项目、年产 2.5 万吨补锂剂项目，公司将进一步稳固磷酸铁锂正极材料行业龙头地位，并尝试推出新型产品拓展盈利空间。
- 3) 盈利预测与投资评级：预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 4.3/7.0/10.0 亿元，同比增长 1621.6%/63.1%/42.1%，EPS 为 4.84/7.90/11.22 元，对应 PE 为 128/79/55 倍。我们认为磷酸铁锂电池在未来两到三年内将保持竞争力，渗透率有望维持在 50% 以上，同时看好储能行业在双碳政策加持下快速发展，磷酸铁锂打开增量空间。公司拥有独家生产技术，规划产能充足，深度绑定优质客户，维持“买入”评级。
- 4) 风险提示：产能持续扩张；新能源汽车行业发展不及预期；原材料价格上涨；市场竞争加剧。

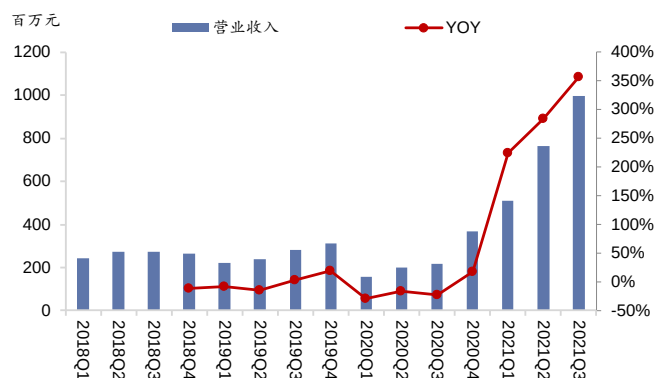
德方纳米（300769）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	57,081.88
流通市值（百万）	34,837.14
总股本（百万股）	89.23
流通股本（百万股）	54.46
日成交额（百万）	1,243.90
当日换手率（%）	3.56
第一大股东	吉学文
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

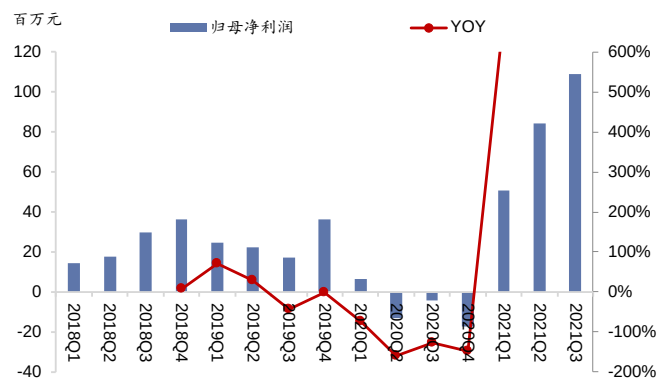
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	942.13	3810.00	7300.00	11070.00
收入同比	-10.62%	304.40%	91.60%	51.64%
净利润（百万元）	-28.40	432.15	704.80	1001.22
净利润同比	-128.4%	1621.6%	63.1%	42.1%
毛利率	10.36%	22.04%	21.05%	20.07%
净利率	-3.01%	11.34%	9.65%	9.04%
EPS（元）	-0.36	4.84	7.90	11.22
PE（倍）	—	128.4	78.7	55.4

Figure 1 德方纳米单季营业收入



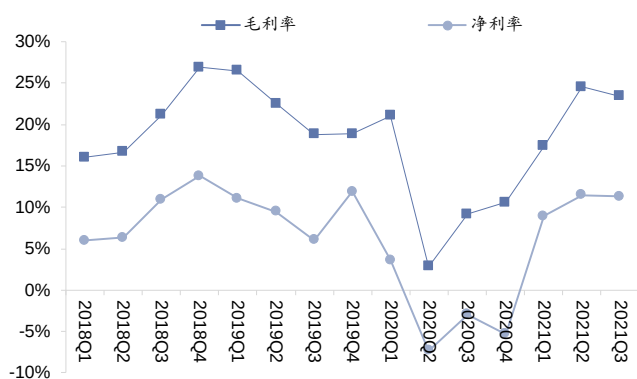
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 德方纳米单季归母净利润



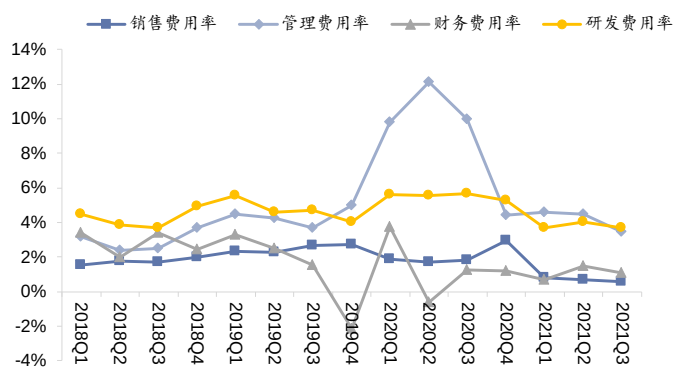
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 德方纳米单季毛利率及净利率



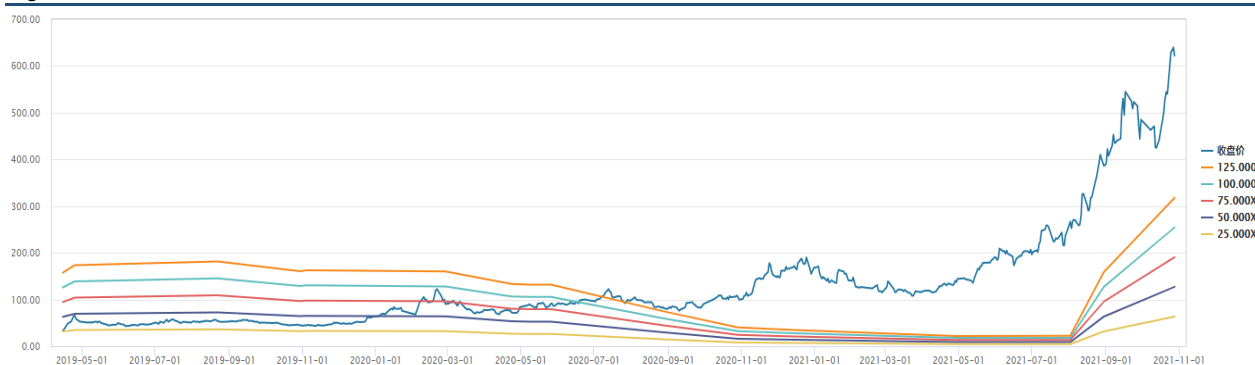
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 德方纳米单季费用率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 德方纳米历史估值



资料来源：Wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年经营情况调整部分假设：

预计 2021-2023 年的年末产能分别为 12/21/35 万吨,实际产能约为 10/18/28 万吨,市占率为 26%/28%/30%,磷酸铁锂渗透超预期,上调销量为 8/16/26 万吨,平均单吨售价为 4.7/4.5/4.2 (万元/吨),毛利率为 22%/21%/20%。

Figure 6 公司盈利预测

		2020A	2021E	2022E	2023E
纳米磷酸铁锂	营业收入 (百万元)	907.45	3760	7200	10920
	同比增速	-9.42%	314.3%	91.5%	51.7%
	毛利率	10.18%	22%	21%	20%
碳纳米管导电液	营业收入 (百万元)	33.51			
	同比增速	-29.94%	/	/	/
	毛利率	/			
其他业务	营业收入 (百万元)	1.17	50	100	150
	同比增速	-71.02%	/	100%	50%
	毛利率	/	25%	25%	25%
合计	营业收入 (百万元)	942.13	3810	7300	11070
	同比增速	-10.62%	304.4%	91.6%	51.6%
	毛利率	10.36%	22.04%	21.05%	20.07%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 38.1/73.0/110.7 亿元,同比增长 304.4%/91.6%/51.6%,归母净利润 4.3/7.0/10.0 亿元,同比增长 1621.6%/63.1%/42.1%,EPS 为 4.84/7.90/11.22 元。

1.2 投资建议

根据我们的预测,当前股价对应的德方纳米 2021-2023 年 PE 为 128/79/55 倍。我们认为磷酸铁锂电池在新能源汽车市场将保持竞争力,持续渗透,同时看好磷酸铁锂电池在储能领域打开市场空间。公司在纳米磷酸铁锂正极材料板块处于龙头地位,拥有独家生产技术,产能充足,深度绑定优质客户,竞争优势明显,维持“买入”评级。

二、风险提示

产能持续扩张：未来若干年内，公司将保持较大强度的资本开支，以扩张产能，满足下游市场的需求，并以此巩固公司行业龙头的地位。如果公司不能集约化建设新项目，或者新产能的产供销不能快速理顺，或者组织执行力不能胜任产能规模的扩张，都有可能对公司的稳健发展带来负面影响。

新能源汽车行业发展不及预期：如果新能源汽车销量不及预期，会影响锂电池产业链的发展，导致公司的产能扩张遇阻，从而提高公司的财务风险和经营风险。

原材料价格上涨：2020 年底以来碳酸锂价格和大宗化工原料价格上涨明显，一些紧俏原料甚至出现价格“跳涨”的局面。如果价格持续上涨且公司无法转嫁该部分成本，将削弱公司产品的盈利能力。同时，随着公司产能规模的不断提升，对原材料的需求大幅提升，如果公司不能建立稳定的供应链关系，有可能导致公司产供销计划混乱，从而影响公司的日常经营。

市场竞争加剧：随着磷酸铁锂市场需求的爆发，业内企业纷纷加快了扩产的步伐。同时，许多化工企业也跨界入局磷酸铁锂行业。随着新增产能的逐步释放，磷酸铁锂市场的竞争势必会加剧。如果公司不能在技术、成本等方面保持竞争优势，将会对公司的市场份额及毛利率产生不利影响。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）					营业总收入	942	3810	7300	11070
每股收益	-0.36	4.84	7.90	11.22	营业成本	845	2970	5763	8849
每股净资产	23.64	27.91	34.97	45.07	毛利率%	10.4%	22.0%	21.1%	20.1%
每股经营现金流	1.07	4.07	14.70	21.19	营业税金及附加	7	29	55	83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估（倍）					营业费用	21	30	55	77
P/E	-1727.78	128.42	78.74	55.43	营业费用率%	2.2%	0.8%	0.8%	0.7%
P/B	26.32	22.28	17.79	13.80	管理费用	78	171	307	443
P/S	59.17	14.57	7.60	5.01	管理费用率%	8.2%	4.5%	4.2%	4.0%
EV/EBITDA	220.85	68.35	42.93	30.00	研发费用	52	149	263	376
股息率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	5.5%	3.9%	3.6%	3.4%
盈利能力指标（%）					财务费用	12	30	44	52
毛利率	10.4%	22.0%	21.1%	20.1%	财务费用率%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%
净利率	-3.0%	11.3%	9.7%	9.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净资产收益率	-1.3%	17.4%	22.6%	24.9%	投资收益	-10	0	0	0
资产回报率	-0.8%	7.5%	7.8%	7.8%	营业利润	-39	526	977	1422
投资回报率	-0.5%	14.0%	17.8%	19.0%	营业外收支	-4	0	0	0
盈利增长（%）					利润总额	-43	526	977	1422
营业收入增长率	-10.6%	304.4%	91.6%	51.6%	所得税	-8	63	117	171
EBIT 增长率	-110.4%	3489.1%	64.8%	41.4%	有效所得税率%	18.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-128.4%	1621.6%	63.1%	42.1%	少数股东损益	-6	31	155	250
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-28	432	705	1001
资产负债率	42.1%	55.1%	62.5%	64.8%					
流动比率	1.35	1.25	1.24	1.27	资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.14	0.90	0.85	0.87	货币资金	1169	1200	1800	2800
现金比率	0.78	0.42	0.35	0.37	应收款项	261	731	1400	2123
经营效率指标（%）					存货	250	814	1579	2424
应收帐款周转天数	101.08	70.00	70.00	70.00	其它流动资产	335	847	1550	2315
存货周转天数	108.12	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	2016	3591	6329	9662
总资产周转率	0.25	0.66	0.81	0.86	长期股权投资	19	19	19	19
固定资产周转率	1.31	4.24	6.62	8.56	固定资产	718	899	1103	1293
					在建工程	674	824	1024	1274
					无形资产	208	298	388	478
					非流动资产合计	1767	2204	2703	3238
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	3782	5796	9032	12900
净利润	-28	432	705	1001	短期借款	305	478	478	509
少数股东损益	-6	31	155	250	应付账款	974	1953	3789	5818
非现金支出	82	229	331	470	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	17	31	42	其它流动负债	210	431	822	1253
营运资金变动	50	-346	90	127	流动负债合计	1490	2862	5089	7580
经营活动现金流	96	363	1312	1891	长期借款	20	220	420	620
资产	-758	-700	-900	-1100	其它长期负债	81	110	135	160
投资	171	0	0	0	非流动负债合计	101	330	555	780
其他	2	-11	0	0	负债总计	1591	3192	5644	8360
投资活动现金流	-584	-711	-900	-1100	实收资本	90	89	89	89
债权募资	145	374	200	231	归属于母公司所有者权益	2109	2491	3120	4022
股权募资	1206	0	0	0	少数股东权益	82	113	268	518
其他	-14	4	-11	-22	负债和所有者权益合计	3782	5796	9032	12900
融资活动现金流	1337	378	188	209					
现金净流量	848	31	600	1000					

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。