

# 德方纳米 (300769.SZ)

## 三季度利润环增，多维创新强化技术优势

### 核心观点：

- 三季度利润环比增长，铁锂龙头产销两旺。**公司三季报披露，21Q1-Q3 营收 22.71 亿元，同比+295.18%；归母净利润 2.44 亿元，同比+2280.45%；扣非净利润 2.21 亿元，同比+598.4%，毛利率 22.46%，同比+12.21pct；其中 2021Q3 公司单季度主营收入 9.97 亿元，环比+30.32%，归母净利润 1.09 亿元，环比+29.14%，扣非净利润 1.06 亿元，环比+30.44%，毛利率 23.42%，环比-1.16pct。营收及利润环比增长主要系公司磷酸铁锂产品量价齐升所致，三季度公司排产提升的同时根据订单计划提前备货，存货账面金额达 8.99 亿元，伴随 Q4 加快产品交付，业绩有望持续环比高增。
- 深度合作龙头客户，加速扩产拥抱景气周期。**公司 9 月公告扩产磷酸铁锂前驱体 20 万吨，为后续磷酸铁锂继续扩产打下配套基础。公司与宁德时代合资的宜宾德方时代 8 万吨、与亿纬锂能合资建设的德方亿纬 10 万吨项目有序推进，深度合作龙头大客户推动产能建设，有望持续受益磷酸铁锂景气周期。
- 推进磷酸锰铁锂+补锂剂产能建设，多维度创新强化技术生命力。**公司独有的液相法技术成本优势领先行业，拟投建 10 万吨磷酸锰铁锂正极材料适配高电压平台，结合年产 2.5 万吨补锂添加剂项目，两者复合使用后可提升电池能量密度 20%，预计 2023 年大规模量产引领技术迭代。凭借前瞻研发能力和优质产品，公司积极探索在磷酸铁锂电芯出口之外的正极材料“二次国际化”的可能性，催化盈利拐点到来。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 为 4.24、9.07、10.04 元/股，综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值，给予公司 22 年 75 倍的市盈率，对应合理价值 680.50 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。**磷酸铁锂应用不及预期；中游价格下跌超预期。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,054	942	4,522	9,045	9,769
增长率 (%)	0.0	-10.6	380.0	100.0	8.0
EBITDA (百万元)	159	20	562	1,099	1,106
归母净利润 (百万元)	100	-28	378	810	895
增长率 (%)	2.1	-128.4	-	114.1	10.6
EPS (元/股)	2.34	-0.32	4.24	9.07	10.04
市盈率 (P/E)	48.61	-	148.63	69.43	62.78
ROE (%)	10.6	-1.3	15.2	24.6	21.4
EV/EBITDA	29.56	710.94	98.72	49.55	48.73

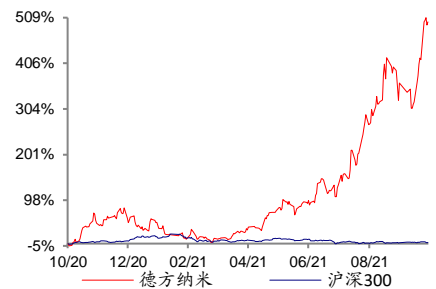
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	629.99 元
合理价值	680.50 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-01

### 相对市场表现



### 分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

### 分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jjchengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 德方纳米 (300769.SZ) :二 2021-08-31  
 季度环比高增，扩大工艺与技术领先
- 德方纳米 (300769.SZ) :一 2021-04-29  
 季度盈利环比修复，独创工艺开拓“二次国际化”
- 德方纳米 (300769.SZ) :合 2021-01-21  
 作宁德时代扩产，迎接需求和盈利拐点

联系人： 蒋淑霞

jiangshuxia@gf.com.cn

## 盈利预测与投资建议

**2022年后磷酸铁锂全球渗透率有望加速提升，海外车企强化需求增长动力。**

比亚迪、国内新势力等全面切换铁锂车型，特斯拉将在全球范围内推动标续车型切换铁锂电池，将推动2022年以后磷酸铁锂渗透率的大幅提升，而随着大众、雷诺、宝马、戴姆勒、福特、塔塔等国际品牌明确铁锂定点，海外渗透率也将从2023年开始逐步向国内收敛，进一步催化磷酸铁锂需求增长。

公司专注于磷酸铁锂材料业务，盈利预测假设如下：

(1) 根据中报披露，截至2021年8月公司已累计完成12万吨产能建设，2021年产能投建快于预期，同时与宁德时代、亿纬锂能的合资产能有序推进。预计2021-2023年底名义产能可达12万吨、30万吨和35万吨，受益于磷酸铁锂技术迎合新能源乘用车平价趋势，以北汽新能源为代表的国内主流车企和以特斯拉、小鹏、哪吒汽车等新势力车企、戴姆勒/大众/福特等传统国际车企逐步转向磷酸铁锂应用，后续有望以低成本优势结合CTP等结构创新打造更多爆款车型。在需求增长动力强化的行业背景下，公司扩产+技改双线并行，22年投产有望相应提速，因此我们上调出货量预期，预计2021-2023销量可实现9万吨、20万吨和27万吨。

(2) 2021年需求快速增长导致行业供给缺口明显增大，而公司凭借产能规模优势有望提高议价权，且原材料价格持续上涨传导，2021年单价预计增长70%。根据Wind，截至2021年10月底，国内磷酸铁锂报价达到税前8.7万元，相比2021年初增长了126%，相比9月底增长10%，随着供需紧张状况在2022年延续，但22年下半年行业释放一部分新产能对报价或有扰动，预计全年均价下跌10%，2023年考虑行业产能大批量投产，单价预计下跌20%。

(3) 2019年以来碳酸锂跌价带来原材料成本明显下降，2020年四季度以来原材料价格又进入上行通道，而正极材料行业定价以加工费加成模式为主，公司通过规模化采购优势有望控制2021年原材料成本增幅60%。考虑销售额增加带来的规模效应以及良品率提升，制造费用持续下降，至2020年后新建产能逐步从佛山转移至曲靖和此次建设投资的宜宾项目，制造费用的主要来源电费将明显下降，随着云南和宜宾项目产能提升，公司整体单位制造费用将下降加速，同时云南、宜宾用工成本较低，将推动单位人力成本下降，因此预计2021-2023年整体单位成本分别+44%、-11%、-19%。

(4) 考虑下游需求景气度提升与公司管理优化，预计产销率可接近100%。

表1: 公司磷酸铁锂材料业务盈利预测

纳米磷酸铁锂	2016	2016	2017	2018	2020	2021E	2022E	2023E
产能(吨)	10509	17445	22764	25476	38580	120000	300000	350000
YOY	175.03%	66.00%	30.49%	11.91%	51.44%	211.04%	150.00%	16.67%
佛山德方	10509	17445	22764	25476	28580	30000	30000	30000
曲靖德方						30000	30000	30000
曲靖德方新增						40000	40000	40000
曲靖磷铁一期					10000	10000	10000	10000
曲靖磷铁二期						10000	10000	10000

宜宾江安一期							80000	80000
曲靖-亿纬锂能合资							100000	100000
曲靖-独立5万吨								50000
产能利用率	79.84%	96.29%	100.39%	94.42%	84.12%	75.00%	66.67%	77.14%
产量(吨)	8389.89	16798.23	22853.70	24053.71	32454.67	90000.00	200000.00	270000.00
产销率	88.22%	67.11%	73.52%	97.11%	94.59%	100.00%	100.00%	100.00%
销量(吨)	5858.46	11273.37	16802.69	23359.28	30700.00	90000.00	200000.00	270000.00
YOY	94.59%	92.43%	49.05%	39.02%	31.43%	193.16%	122.22%	35.00%
均价(万元/吨)	8.69	7.11	6.03	4.29	2.96	5.02	4.52	3.62
YOY	12.99%	-18.19%	-15.16%	-28.85%	-31.08%	70.00%	-10.00%	-20.00%
单位成本(万元/吨)	6.27	5.45	4.80	3.38	2.65	3.83	3.42	2.77
YOY	31.71%	-13.09%	-11.98%	-29.45%	-21.55%	44.37%	-10.70%	-19.02%
营业收入(百万元)	508.82	801.02	1012.86	1001.87	907.45	4522.47	9044.95	9768.54
YOY	119.87%	57.43%	26.45%	-1.09%	-9.42%	398.37%	100.00%	8.00%
直接材料费(百万元)	265.86	459.25	619.24	602.62	609.37	2858.27	5716.55	6173.87
单位材料成本(万元/吨)	4.54	4.07	3.69	2.58	1.98	3.18	2.86	2.29
YOY	54.15%	-10.23%	-9.53%	-30.00%	-23.31%	60.00%	-10.00%	-20.00%
直接人工(百万元)	16.55	22.34	26.46	27.58	40.15	105.94	211.88	257.43
单位人工成本(万元/吨)	0.28	0.20	0.16	0.12	0.13	0.12	0.11	0.10
YOY	-9.41%	-29.85%	-20.56%	-25.00%	-16.26%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
制造费用(百万元)	84.90	132.73	160.26	155.95	194.79	485.38	916.83	1052.06
单位制造费用(万元/吨)	1.45	1.18	0.95	0.67	0.63	0.54	0.46	0.39
YOY	-3.69%	-18.76%	-19.00%	-30.00%	-21.39%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
营业成本(百万元)	367.35	614.33	805.96	790.50	815.04	3449.59	6845.25	7483.36
毛利(百万元)	141.47	186.69	206.90	211.37	92.41	1072.88	2199.69	2285.18
毛利率	27.80%	23.31%	20.43%	21.10%	10.18%	23.72%	24.32%	23.39%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司作为磷酸铁锂材料龙头, 2021年起销量快速提升同时盈利能力显著修复, 受益于新能源汽车平价趋势, 预计2021-2023年EPS为4.24、9.07、10.04元/股。考虑磷酸铁锂需求增长显著, 磷酸铁前驱体供需缺口扩大, 而公司产能扩张规模领先, 独有液相法技术摆脱磷酸铁供给束缚, 有望进一步扩大竞争优势, 综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值, 给予公司2022年市盈率75倍, 对应合理价值680.50元/股, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值表(收盘价根据2021年10月29日)

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)					P/E				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
300750.SZ	宁德时代	639.22	2.06	2.25	4.74	8.15	11.33	51.53	284.10	134.85	78.47	56.43
002812.SZ	恩捷股份	291.74	1.06	1.26	2.72	4.53	6.44	47.86	231.54	107.28	64.34	45.29
603659.SH	璞泰来	177.79	1.50	1.48	2.36	3.40	4.65	56.92	120.13	75.30	52.29	38.22
300073.SZ	当升科技	88.74	-0.48	0.78	1.81	2.33	3.05	-	113.77	49.07	38.01	29.12
688388.SH	嘉元科技	172.00	1.43	0.81	2.26	3.88	5.61	39.68	212.35	76.13	44.33	30.66

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 盈利预测根据 Wind 一致预测。

## 风险提示

**磷酸铁锂应用不及预期。**磷酸铁锂电池具有高安全性和长使用寿命的优点，但相对三元电池能量密度较低，若相关技术升级不及预期，可能影响磷酸铁锂电池的接受度，使得乘用车等应用领域切入进度不及预期。

**中游价格下跌超预期。**在补贴标准下降过程中，新能源汽车全产业链价格都承受一定压力，而电池作为成本占比最大的零部件将承担较大的价格压力。如果面临供需失衡等带来的价格超预期下跌，将严重影响行业盈利水平。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>941</b>	<b>2,016</b>	<b>2,468</b>	<b>4,973</b>	<b>5,733</b>
货币资金	300	1,169	767	1,843	2,363
应收及预付	234	325	1,008	2,017	2,178
存货	99	250	378	750	820
其他流动资产	308	271	314	363	371
<b>非流动资产</b>	<b>768</b>	<b>1,767</b>	<b>2,567</b>	<b>3,347</b>	<b>4,107</b>
长期股权投资	19	19	19	19	19
固定资产	325	718	1,418	2,098	2,758
在建工程	132	674	774	874	974
无形资产	124	208	208	208	208
其他长期资产	168	148	148	148	148
<b>资产总计</b>	<b>1,709</b>	<b>3,782</b>	<b>5,034</b>	<b>8,319</b>	<b>9,840</b>
<b>流动负债</b>	<b>660</b>	<b>1,490</b>	<b>2,297</b>	<b>4,503</b>	<b>4,904</b>
短期借款	130	305	50	50	50
应付及预收	478	974	2,014	4,002	4,365
其他流动负债	52	210	233	451	490
<b>非流动负债</b>	<b>61</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>
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	61	81	81	81	81
<b>负债合计</b>	<b>721</b>	<b>1,591</b>	<b>2,399</b>	<b>4,604</b>	<b>5,006</b>
股本	43	90	89	89	89
资本公积	506	1,670	1,670	1,670	1,670
留存收益	399	371	749	1,559	2,454
归属母公司股东权益	948	2,109	2,487	3,296	4,192
少数股东权益	40	82	149	419	643
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,709</b>	<b>3,782</b>	<b>5,034</b>	<b>8,319</b>	<b>9,840</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,054</b>	<b>942</b>	<b>4,522</b>	<b>9,045</b>	<b>9,769</b>
营业成本	830	845	3,450	6,845	7,483
营业税金及附加	6	7	23	45	49
销售费用	27	21	136	271	293
管理费用	46	78	226	452	488
研发费用	49	52	226	452	488
财务费用	11	12	98	-10	2
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-9	-10	-23	-45	-49
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>-39</b>	<b>522</b>	<b>1,260</b>	<b>1,307</b>
营业外收支	-3	-4	-5	-5	-5
<b>利润总额</b>	<b>114</b>	<b>-43</b>	<b>517</b>	<b>1,255</b>	<b>1,302</b>
所得税	13	-8	72	176	182
<b>净利润</b>	<b>101</b>	<b>-35</b>	<b>445</b>	<b>1,079</b>	<b>1,119</b>
少数股东损益	1	-6	67	270	224
<b>归属母公司净利润</b>	<b>100</b>	<b>-28</b>	<b>378</b>	<b>810</b>	<b>895</b>
EBITDA	159	20	562	1,099	1,106
EPS (元)	2.34	-0.32	4.24	9.07	10.04

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>289</b>	<b>96</b>	<b>789</b>	<b>2,073</b>	<b>1,477</b>
净利润	101	-35	445	1,079	1,119
折旧摊销	62	80	100	120	140
营运资金变动	112	50	209	776	162
其它	13	1	35	98	56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-493</b>	<b>-584</b>	<b>-928</b>	<b>-995</b>	<b>-954</b>
资本支出	-354	-758	-905	-950	-905
投资变动	-142	171	0	0	0
其他	3	2	-23	-45	-49
<b>筹资活动现金流</b>	<b>371</b>	<b>1,337</b>	<b>-263</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
银行借款	135	304	-255	0	0
股权融资	448	1,206	0	0	0
其他	-213	-173	-8	-3	-3
<b>现金净增加额</b>	<b>166</b>	<b>848</b>	<b>-402</b>	<b>1,075</b>	<b>521</b>
期初现金余额	36	202	1,169	767	1,843
期末现金余额	202	1,050	767	1,843	2,363

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	0.0%	-10.6%	380.0%	100.0%	8.0%
营业利润增长	3.8%	-133.4%	-	141.2%	3.7%
归母净利润增长	2.1%	-128.4%	-	114.1%	10.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.3%	10.4%	23.7%	24.3%	23.4%
净利率	9.6%	-3.7%	9.8%	11.9%	11.5%
ROE	10.6%	-1.3%	15.2%	24.6%	21.4%
ROIC	7.7%	-1.9%	14.7%	22.2%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.2%	42.1%	47.6%	55.3%	50.9%
净负债比率	73.0%	72.6%	91.0%	123.9%	103.5%
流动比率	1.43	1.35	1.07	1.10	1.17
速动比率	1.27	1.14	0.90	0.93	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.25	0.90	1.09	0.99
应收账款周转率	4.57	3.61	4.56	4.56	4.56
存货周转率	10.64	3.77	11.96	12.06	11.91
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.34	-0.32	4.24	9.07	10.04
每股经营现金流	6.75	1.07	8.84	23.24	16.56
每股净资产	22.18	23.53	27.87	36.94	46.98
<b>估值比率</b>					
P/E	48.61	-	148.63	69.43	62.78
P/B	5.14	7.11	22.61	17.05	13.41
EV/EBITDA	29.56	710.94	98.72	49.55	48.73

## 广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

李航：资深分析师，毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

曹瑞元：高级分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。