

振华新材（688707）2022 年半年报点评

业绩符合市场预期，钠电正极已小批量出货

买入（维持）

2022 年 08 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,515	11,647	16,644	20,397
同比	432%	111%	43%	23%
归属母公司净利润（百万元）	413	1,232	1,519	2,004
同比	343%	199%	23%	32%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.93	2.78	3.43	4.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	60.25	20.17	16.37	12.40

投资要点

■ **2022 年 H1 公司实现归母净利润 6.66 亿元，同比增长 340.92%，符合市场预期。**22 年 H1 公司营收 54.4 亿元，同比增长 161.09%，归母净利润 6.66 亿元，同比增长 340.92%；22 年 Q2 实现营收 28.61 亿元，同比增加 160.81%，环比增长 10.93%，归母净利润 3.24 亿元，同比增长 336.33%，环比下降 5.5%，业绩符合市场预期。

■ **出货量稳步增长，受益于产品结构改善及库存收益，单吨利润维持高位。**我们预计公司 22 年 H1 三元正极出货 2.1 万吨左右，其中 Q2 出货预计达 1 万吨左右，受疫情影响环比略降，随着新增产能释放，全年三元正极出货有望达 5 万吨+，同增 50%+。盈利方面，受高镍占比提升及库存收益影响，公司 22H1 单吨净利达 3 万元/吨+，其中 22Q2 单吨净利润预计达 3.1-3.2 万元左右，受益于产品结构改善及库存收益，单吨利润仍维持高位；随着碳酸锂及前驱体低价库存逐渐消耗，我们预计全年单吨净利润维持 2 万元左右。

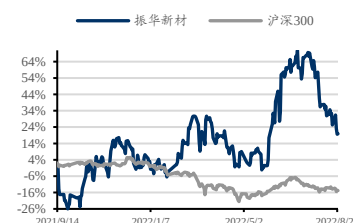
■ **产能建设加速，钠电正极已实现小批量出货。**截至 22 年 H1 公司正极产能达 5 万吨，沙文二期募投及技改项目（合计 2.6 万吨）以及义龙二期扩建项目我们预计 2022Q4 实现投产，22 年底公司产能增至 8.3 万吨；公司 2022H2 起对沙文一期产能实行技改，我们预计 2023Q1 完成，公司规划新增 10 万吨高镍产能，预计 2024-2025 年分批投产。此外，公司基于大单晶技术积淀，自主研发层状氧化物钠离子电池正极材料，已进入中试阶段，并向国内主流厂商进行吨级送样，具备产业化条件。公司钠电池正极克容量、循环寿命等指标处于行业先进水平，可兼容三元正极已有产线生产，目前已具备百吨级产能。另外，公司和红星电子合作布局前驱体回收，持股 34%，未来可提升盈利能力。

■ **存货小幅下降，经营性现金流大幅增加。**22 年 H1 末公司存货为 14.28 亿元，较年初下降 6.06%；应收账款 19.3 亿元，较年初增长 100.11%；期末公司合同负债 1.51 亿元，较年初增长 394.01%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 1.52 亿元，同比上升 825.89%；投资活动净现金流净额为-4.96 亿元，同比下降 416.51%；资本开支为 3.99 亿元，同比上升 315.64%；账面现金为 9.97 亿元，较年初下降 32.2%，短期借款 6.96 亿元，较年初增长 33.57%。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持对公司 2022-2024 年归母净利润 12.32/15.19/20.04 亿元的预测，同比增长 199%/23%/32%，对应 PE 为 20x/16x/12x。我们给予 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 86 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，产能投放不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.12
一年最低/最高价	34.06/83.83
市净率(倍)	7.14
流通 A 股市值(百万元)	4,350.06
总市值(百万元)	24,857.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.86
资产负债率(% ,LF)	55.36
总股本(百万股)	442.93
流通 A 股(百万股)	77.51

相关研究

《振华新材(688707)：单晶三元龙头，横向布局钠电静待放量》
2022-06-07

2022 年 H1 公司实现归母净利润 6.66 亿元，同比增长 340.92%，业绩预告中值，符合市场预期。2022 年 H1 公司营收 54.4 亿元，同比增长 161.09%；归母净利润 6.66 亿元，同比增长 340.92%；扣非净利润 6.56 亿元，同比增长 347.04%；毛利率为 18.69%，同比增加 3.26pct；净利率为 12.24%，同比增加 4.99pct。此前公司预告中报净利 6.5-7 亿元，本次业绩处于业绩预告中值，符合市场预期。

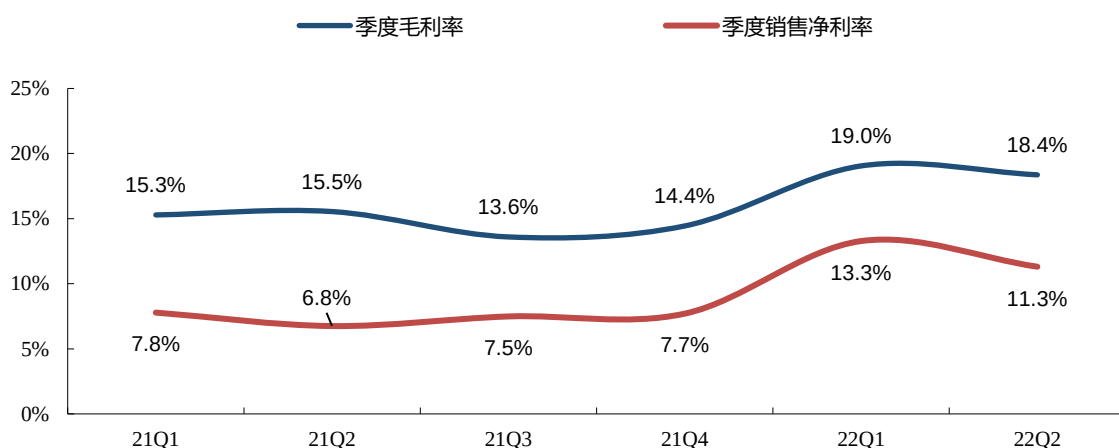
2022 年 Q2 归母净利润 3.24 亿元，环比微降，符合市场预期。2022 年 Q2 公司实现营收 28.61 亿元，同比增加 160.81%，环比增长 10.93%；归母净利润 3.24 亿元，同比增长 336.33%，环比下降 5.5%，扣非归母净利润 3.18 亿元，同比增长 341.59%，环比下降 6.06%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 18.36%，同比增长 2.82pct，环比下降 0.68pct；归母净利率 11.31%，同比增长 4.55pct，环比下降 1.97pct；Q2 扣非净利率 11.11%，同比提升 4.55pct，环比下降 2.01pct。

图1：公司季度经营情况（百万元）

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	2,861.1	2,579.1	1,971.5	1,459.8	1,097.0	986.6
-同比	160.81%	161.40%	459.39%	402.35%	0.00%	0.00%
毛利率	18.36%	19.05%	14.44%	13.60%	15.55%	15.29%
归母净利润(百万)	323.6	342.4	152.1	109.5	74.2	76.9
-同比	336.33%	345.35%	509.25%	511.62%		
归母净利率	11.31%	13.28%	7.71%	7.50%	6.76%	7.79%
扣非归母净利润(百万)	317.8	338.3	149.29	106.93	71.98	74.81
-同比	341.59%	352.29%	525.48%			
扣非归母净利率	11.11%	13.12%	7.57%	7.32%	6.56%	7.58%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

出货量稳步增长，受益于产品结构改善及库存收益，单吨利润维持高位。我们预计公司 22 年 H1 三元正极出货 2.1 万吨左右，其中 Q2 出货预计达 1 万吨左右，受疫情影响环比略降，随着新增产能释放，全年三元正极出货有望达 5 万吨+，同增 50%+。盈利方面，受高镍占比提升及库存收益影响，公司 22H1 单吨净利达 3 万元/吨+，其中 22Q2 单吨净利润预计达 3.1-3.2 万元左右，受益于产品结构改善及库存收益，单吨利润仍维持高位；随着碳酸锂及前驱体低价库存逐渐消耗，我们预计全年单吨净利润维持 2 万元左右。

图3：公司产品结构变化

高镍8系三元材料	2022H1	2021年度	2020年度	2019年度
销售额 (亿元)	18.34	20.86	0.56	0.18
占主营业务收入比例	35.45%	38.08%	5.37%	0.75%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

产能建设加速，钠电正极已实现小批量出货。截至 22 年 H1 公司正极产能达 5 万吨，沙文二期募投及技改项目（合计 2.6 万吨）以及义龙二期扩建项目我们预计 2022Q4 实现投产，22 年底公司产能增至 8.3 万吨；公司 2022H2 起对沙文一期产能实行技改，我们预计 2023Q1 完成，公司规划新增 10 万吨高镍产能，预计 2024-2025 年分批投产。此外，公司基于大单晶技术积淀，自主研发层状氧化物钠离子电池正极材料，已进入中试阶段，并向国内主流厂商进行吨级送样，具备产业化条件。公司钠电池正极克容量、循环寿命等指标处于行业先进水平，可兼容三元正极已有产线生产，目前已具备百吨级产能。另外，公司和红星电子合作布局前驱体回收，持股 34%，未来可提升盈利能力。

图4: 公司产能规划 (万吨)

基地	产品	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
沙文一期	5系、6系三元	1.4	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	1.4	1.4	1.4
	钴酸锂、复合三元材料	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
沙文二期	低钴/无钴、钴酸锂、复合三元材料	2.6					2.6	2.6	2.6	2.6
义龙一期	5系、6系、8系三元	2.7	0.7	2	2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
义龙二期	高镍8系、超高镍9系三元	2				1.3	2	2	2	2
义龙三期	高镍三元	10							5	10
理论产能		18.9	1.7	3	3	5	8.3	8.9	13.9	18.9
-三元产能			1.6	2.9	2.9	4.8	5.5	6.1	11.1	16.1
-其他产能					0.1	0.2	2.8	2.8	2.8	2.8
有效产能						4.0	5.5	8.6	11.4	16.4

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司费用控制良好, 期间费用率基本维持稳定。2022H1 期间费用合计 2.3 亿元, 同比增长 85%, 期间费用率为 4.2%; 2022Q2 期间费用合计 1.28 亿元, 同比增长 103.52%, 环比增 26.6%, 期间费用率为 4.49%, 同比下降 1.26pct, 环比增 0.56pct; 销售费用 0.04 亿元, 销售费用率 0.13%, 同比下降 0.31pct, 环比增 0.01pct; 管理费用 0.21 亿元, 管理费用率 0.73%, 同比下降 0.59pct, 环比增 0.05pct; 财务费用 0.27 亿元, 财务费用率 0.95%, 同比下降 1.14pct, 环比增 0.19pct; 研发费用 0.77 亿元, 研发费用率 2.68%, 同比增 0.78pct, 环比增 0.31pct。公司 2022Q2 计提资产减值损失 0.09 亿元, 同比增 8.61%; 计提信用减值损失 0.28 亿元, 同比增 124.29%, 环比增 132.04%。

图5: 公司费用率情况

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	4.51	4.84	5.63	2.98	3.13	3.69
-销售费用率	0.46%	0.44%	0.39%	0.15%	0.12%	0.13%
管理费用	13.89	14.48	16.06	26.00	17.35	20.81
-管理费用率	1.41%	1.32%	1.10%	1.32%	0.67%	0.73%
研发费用	23.30	20.85	30.11	75.17	61.19	76.63
-研发费用率	2.36%	1.90%	2.06%	3.81%	2.37%	2.68%
财务费用	20.06	22.91	18.33	16.57	19.73	27.24
-财务费用率	2.03%	2.09%	1.26%	0.84%	0.76%	0.95%
期间费用	61.75	63.08	70.14	120.73	101.40	128.38
-期间费用率	6.26%	5.75%	4.80%	6.12%	3.93%	4.49%
资产减值损失	12.62	-8.39	0.00	8.87	0.00	-9.11
信用减值损失	-13.19	-12.59	-3.32	-11.75	-12.17	-28.23

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

存货小幅下降, 经营性现金流大幅增加。22 年 H1 末公司存货为 14.28 亿元, 较年初下降 6.06%; 应收账款 19.3 亿元, 较年初增长 100.11%; 期末公司合同负债 1.51 亿元, 较年初增长 394.01%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 1.52 亿元, 同比上

升 825.89%；投资活动净现金流净额为-4.96 亿元，同比下降 416.51%；资本开支为 3.99 亿元，同比上升 315.64%；账面现金为 9.97 亿元，较年初下降 32.2%，短期借款 6.96 亿元，较年初增长 33.57%。

投资建议：我们维持对公司 2022-2024 年归母净利润 12.32/15.19/20.04 亿元的预测，同比增长 199%/23%/32%，对应 PE 为 20x/16x/12x。我们给予 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 86 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，产能投放不及预期。

振华新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,894	8,210	11,638	14,215	营业总收入	5,515	11,647	16,644	20,397
货币资金及交易性金融资产	1,471	1,165	1,674	2,060	营业成本(含金融类)	4,710	9,680	14,172	17,279
经营性应收款项	1,792	3,751	5,193	6,363	税金及附加	17	37	52	64
存货	1,520	3,182	4,659	5,681	销售费用	18	35	47	53
合同资产	0	0	0	0	管理费用	70	122	158	173
其他流动资产	111	111	111	112	研发费用	149	245	316	347
非流动资产	2,058	2,879	3,510	4,374	财务费用	78	95	159	192
长期股权投资	35	35	45	55	加:其他收益	10	12	17	20
固定资产及使用权资产	1,767	2,461	2,955	3,661	投资净收益	9	17	25	31
在建工程	51	151	251	351	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	101	128	155	202	减值损失	-28	-47	-47	-47
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	462	1,415	1,745	2,303
其他非流动资产	102	102	102	102	营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	6,952	11,089	15,148	18,588	利润总额	464	1,416	1,746	2,304
流动负债	3,422	6,414	9,089	10,703	减:所得税	51	184	227	299
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,363	2,665	3,800	4,349	净利润	413	1,232	1,519	2,004
经营性应付款项	1,553	3,191	4,672	5,697	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	31	19	28	35	归属母公司净利润	413	1,232	1,519	2,004
其他流动负债	475	538	588	623	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	2.78	3.43	4.52
非流动负债	603	603	603	603	EBIT	531	1,528	1,899	2,480
长期借款	580	580	580	580	EBITDA	654	1,738	2,208	2,877
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.59	16.89	14.85	15.28
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.48	10.58	9.12	9.82
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	432.07	111.18	42.91	22.55
负债合计	4,025	7,017	9,692	11,307	归母净利润增长率(%)	343.34	198.63	23.26	31.95
归属母公司股东权益	2,927	4,072	5,456	7,281					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,927	4,072	5,456	7,282					
负债和股东权益	6,952	11,089	15,148	18,588					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	96	-411	575	1,429	每股净资产(元)	6.61	9.19	12.32	16.44
投资活动现金流	-297	-1,011	-914	-1,228	最新发行在外股份(百万股)	443	443	443	443
筹资活动现金流	1,553	1,116	839	174	ROIC(%)	12.04	21.82	19.26	19.58
现金净增加额	1,351	-306	500	375	ROE-摊薄(%)	14.09	30.26	27.84	27.52
折旧和摊销	123	209	309	397	资产负债率(%)	57.89	63.28	63.98	60.83
资本开支	-298	-1,029	-929	-1,249	P/E(现价&最新股本摊薄)	60.25	20.17	16.37	12.40
营运资本变动	-560	-2,040	-1,473	-1,206	P/B(现价)	8.49	6.10	4.56	3.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

