

万润新能（688275）

动态点评：存货跌价影响显著，预计 H2 盈利边际向好

买入（维持）

2023 年 10 月 06 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

证券分析师 刘晓恬

执业证书：S0600523070005

liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	12,351	11,486	13,099	16,805
同比	454%	-7%	14%	28%
归属母公司净利润（百万元）	959	-475	471	587
同比	172%	-150%	199%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	7.60	-3.77	3.73	4.66
P/E（现价&最新股本摊薄）	8.92	-	18.17	14.56

关键词：#产能扩张

投资要点

- **营收同比高增长，Q2 亏损幅度扩大：**2023H1 公司实现营收 58 亿元，同增 70%，归母净利-8.39 亿元，同降 270%；扣非归母净利-8.5 亿元，同比下降 277%，存货跌价致 H1 计提资产减值损失 4.29 亿元。23Q2 实现营收 27 亿元，同环比+44%/-14%，归母净利-8.05 亿，同环比-408%/-2283%。Q2 毛利率-18.9%，同环比-39/-31pct，归母净利率-30.82%，同环比-45/-30pct，盈利能力下滑。
- **Q2 出货环比高增，锂价下跌致单位盈利显著下滑。**23H1 铁锂实现营收 57.2 亿元，销量预计 6.5 万吨+，同增 125%，其中 23Q2 铁锂出货 4 万吨+，环增 60%，23 年预计出货 17-20 万吨，同增近 90%。盈利看，Q2 铁锂均价 7.6 万元/吨，环比下降 46%，单吨盈利约-2 万元/吨，环比下滑 14%，系锂价下跌及去库存导致需求放缓，产品售价大幅下降，且锂价下跌带来库存减值，Q2 计提资产减值 2 亿元。考虑 H2 加工费基本稳定，且碳酸锂影响消除，单位盈利有望边际向好。
- **铁锂正极积极扩产，锰铁锂处试生产阶段。**目前公司磷酸铁锂产能约 24 万吨，随山东一期 H2 陆续投产，年底产能有望达 36 万吨，带动公司市占率提升。此外，公司钠电正极已实现量产出货，另有磷酸锰铁锂产品处于小批量试生产阶段，打造差异化竞争优势。
- **经营现金流同比下滑，资本开支大幅增长。**2023H1 公司期间费用率 7.3%，同增 1.9pct，其中 Q2 费用率 7.2%，环比下降 0.2pct。Q2 末存货 26 亿元，较 Q1 末增长 7%，合同负债 0.05 亿元，较 Q1 末下降 96%。23H1 经营性净现金流-17 亿元，同比下降 24%，资本开支 19 亿元，同比增长 274%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑铁锂单位盈利下滑，我们下调 2023-2025 年归母净利润至-4.75/4.71/5.87 亿元（原预测 2023-2024 年为 18.17/21.35 亿元），同比-150%/+199%/+25%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、市场竞争加剧、电动车销量不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.78
一年最低/最高价	67.35/228.38
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	1,991.60
总市值(百万元)	8,548.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	58.93
资产负债率(% ,LF)	62.18
总股本(百万股)	126.12
流通 A 股(百万股)	29.38

相关研究

《万润新能(688275)：2022 年第三季度点评：业绩符合市场预期，单位盈利有所下滑》

2022-10-28

《万润新能(688275)：铁锂正极材料龙头，迅速放量打开成长空间》

2022-10-13

万润新能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,625	16,317	16,717	19,049	营业总收入	12,351	11,486	13,099	16,805
货币资金及交易性金融资产	6,120	3,438	6,072	5,590	营业成本(含金融类)	10,245	11,136	11,655	15,122
经营性应收款项	3,603	9,766	7,473	9,433	税金及附加	33	34	39	49
存货	2,422	2,402	2,561	3,344	销售费用	38	52	56	67
合同资产	0	0	0	0	管理费用	149	230	236	252
其他流动资产	480	711	611	683	研发费用	435	436	458	538
非流动资产	7,234	8,186	9,210	9,949	财务费用	65	88	84	87
长期股权投资	84	84	94	104	加:其他收益	13	9	10	13
固定资产及使用权资产	3,397	4,103	4,811	5,293	投资净收益	(42)	(23)	(13)	0
在建工程	2,026	2,266	2,566	2,806	公允价值变动	1	0	10	10
无形资产	408	415	422	429	减值损失	(399)	(45)	(50)	(55)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	1	4	4
长期待摊费用	4	4	3	2	营业利润	963	(549)	531	664
其他非流动资产	1,314	1,314	1,314	1,314	营业外净收支	8	7	7	7
资产总计	19,859	24,503	25,927	28,998	利润总额	970	(542)	538	671
流动负债	8,079	6,342	7,340	9,881	减:所得税	16	(70)	70	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,465	100	100	691	净利润	954	(471)	468	584
经营性应付款项	5,110	4,142	5,056	6,412	减:少数股东损益	(5)	4	(3)	(4)
合同负债	262	1,670	1,748	2,268	归属母公司净利润	959	(475)	471	587
其他流动负债	242	430	436	510	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.60	(3.77)	3.73	4.66
非流动负债	3,057	3,457	3,457	3,457	EBIT	1,066	(403)	654	778
长期借款	2,398	2,798	2,798	2,798	EBITDA	1,262	(44)	1,150	1,359
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.05	3.04	11.02	10.02
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	7.76	(4.14)	3.59	3.49
其他非流动负债	657	657	657	657	收入增长率(%)	454.03	(7.01)	14.05	28.30
负债合计	11,136	9,799	10,797	13,338	归母净利润增长率(%)	171.90	(149.56)	199.04	24.79
归属母公司股东权益	8,590	14,568	14,996	15,530					
少数股东权益	132	136	134	130					
所有者权益合计	8,722	14,704	15,129	15,660					
负债和股东权益	19,859	24,503	25,927	28,998					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(2,551)	(5,722)	4,301	396	每股净资产(元)	100.81	136.76	140.78	145.80
投资活动现金流	(4,666)	(1,327)	(1,522)	(1,309)	最新发行在外股份(百万股)	126	126	126	126
筹资活动现金流	9,941	4,367	(154)	421	ROIC(%)	12.97	(2.25)	3.19	3.64
现金净增加额	2,724	(2,682)	2,624	(493)	ROE-摊薄(%)	11.16	(3.26)	3.14	3.78
折旧和摊销	197	359	496	581	资产负债率(%)	56.08	39.99	41.65	46.00
资本开支	(2,595)	(1,302)	(1,499)	(1,299)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.92	-	18.17	14.56
营运资本变动	(4,161)	(5,748)	3,077	(923)	P/B(现价)	0.67	0.50	0.48	0.46

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>