

量利双升大超预期，铁锂龙头继续高歌猛进
买入（维持）

2022年01月12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

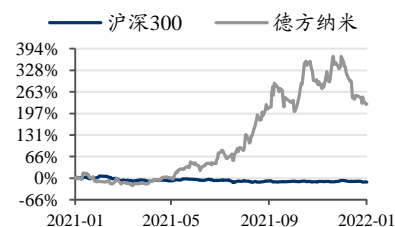
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	942	5446	12934	18624
同比 (%)	-11%	478%	137%	44%
归母净利润 (百万元)	-28	802	1528	2125
同比 (%)	-128%	2924%	91%	39%
每股收益 (元/股)	-0.32	8.99	17.13	23.82
P/E (倍)	n.a	50.84	26.68	19.19

投资要点

- 公司预计 2021Q4 归母净利润 5.16-5.86 亿元，环比大增 373.2%-437.4%，大超市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 7.6-8.3 亿元，同比增长 2776.06%-3022.54%，其中 2021Q4 归母净利润 5.16-5.86 亿元，同比增长 3097.56%-3504.30%，环比增长 373.2%-437.4%，大超市场预期。
- Q4 出货量环比大增 60+%，叠加盈利水平显著提升，业绩大幅增长。我们预计公司 Q4 铁锂正极出货 3.5~3.8 万吨，环比增长 65%+，同比增长 270%+，主要由于公司 3 万吨技改增量已于 Q4 陆续投产贡献增量。我们预计 21 年公司铁锂正极出货 9 万吨+，同比大增 200%。盈利能力方面，我们预计公司 2021Q4 磷酸铁锂单吨盈利 1.5~1.6 万元/吨，环比大增近 2 倍，盈利提升更多来自于规模化生产降本及行业供不应求带来议价能力的提升。我们预计 Q4 单吨利润有望近 1 万/吨。21 年全年公司单吨利润超 0.85 万/吨，我们预计 22 年将维持。
- 电动车及储能需求旺盛，铁锂渗透率仍进一步提升，22 年铁锂正极供需维持紧平衡。21 年由于特斯拉、比亚迪切换铁锂电池，同时储能市场爆发，铁锂正极行业产量超 40 万吨，同比增 190%+。22 年我们预计国内动力电池中铁锂份额将从 50%进一步提升至 60%，且储能需求继续翻倍以上增长，对应正极需求有望翻番至 80 万吨，而行业新增产能有限，供需基本维持平衡。我们预计 22Q1 铁锂正极价格仍将随碳酸涨价而提升，后续将以稳定为主，22 年龙头盈利水平仍可维持高位。
- 公司产能持续扩张，我们预计 22 年将连续翻番增长。我们预计 2022 年年底公司产能达 33 万吨，叠加规划 44 万吨锰铁锂产能 2023-2024 年投产，总产能规划达 77 万吨。公司深度绑定宁德时代，独供亿纬锂能，2021 年成功突破比亚迪，正式供货，2022 年公司订单饱满，Q1 淡季不淡，产能完全打满，随着新产能逐步释放，我们预计全年出货有望超 23 万吨，同比增 155%+，权益出货量有望达到 20 万吨。后续海外电池厂或将布局铁锂路线，公司有望配套。
- 公司锰铁锂布局行业领先，竞争力进一步强化。磷酸锰铁锂 2022H2 有望小批量出货，2023 年 10 万吨产能释放，有望大规模量产。公司新型磷酸锰铁锂电池能量密度可提升约 20%，循环寿命达 3000-5000 次，目前均已通过下游客户的小批量验证。此外，2.5 万吨补锂剂我们预计将于 2023 年量产，可进一步强化公司技术优势。
- 投资建议：考虑铁锂需求高增，且公司为铁锂龙头企业，产能快速扩张，我们上修 2021-2023 年归母净利润至 8.02/15.28/21.25 亿元（原本预测值为 3.85/8.59/12.52 亿元），同比增长 2924%/91%/39%，对应 PE51/27/19X，给予 2022 年 45 倍 PE，目标价 771 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	457.08
一年最低/最高价	106.28/678.0
市净率(倍)	17.13
流通 A 股市值(百万元)	24890.36

基础数据

每股净资产(元)	26.69
资产负债率(%)	55.10
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)：2021 年三季报点评：铁锂龙头销量再上台阶，单吨利润持续提升》2021-10-29
- 2、《德方纳米 (300769) 2021 年中报点评：下游景气度持续，公司量利齐升》2021-08-29
- 3、《德方纳米 (300769)：铁锂重启航，龙头蓄势待发》2021-06-01

1 / 5

东吴证券研究所

公司预计 2021Q4 归母净利润 5.16-5.86 亿元，环比大增 373.2%-437.4%，大超市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 7.6-8.3 亿元，同比增长 2776.06%-3022.54%，其中 2021Q4 归母净利润 5.16-5.86 亿元，同比增长 3097.56%-3504.30%，环比增长 373.2%-437.4%，大超市场预期。2021 全年扣非归母净利润 7.3-8 亿元，同比增长 1262.05%-1373.48%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 5.09-5.79 亿元，环比增长 381.44%-447.61%。

表 1：公司分季度盈利情况（百万元）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		996.7	764.8	509.7	367.4
-同比		356.34%	284.25%	224.07%	17.02%
毛利率		23.42%	24.58%	17.40%	10.57%
归母净利润(百万)	516-586	109.0	84.4	50.7	-17.2
-同比	3098%-3504%	-2546.39%	-737.11%	678.57%	-147.56%
归母净利率		10.94%	11.04%	9.94%	-4.68%
扣非归母净利润(百万)	509-579	105.8	81.1	33.79	-18.54
-同比	2847%-3225%	-621.65%	-427.06%	4127.89%	-255.30%
扣非归母净利率		10.61%	10.60%	6.63%	-5.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q4 出货量环比大增 60%，叠加盈利水平显著提升，业绩大幅增长。我们预计公司 Q4 铁锂正极出货 3.5~3.8 万吨，环比增长 65%+，同比增长 270%+，主要由于公司 3 万吨技改增量已于 Q4 陆续投产贡献增量，21 年底产能已达到 15 万吨。我们预计 21 年公司铁锂正极出货 9 万吨+，同比大增 200%。盈利能力方面，我们预计公司 2021Q4 磷酸铁锂单吨盈利 1.5~1.6 万元/吨，环比大增近 2 倍，其中低价原材料库存收益贡献部分增量，但盈利提升更多来自于规模化生产降本及行业供不应求带来议价能力的提升。我们预计剔除库存收益影响，Q4 单吨利润有望近 1 万/吨。21 年全年公司单吨利润超 0.85 万/吨（20 年为亏损 0.2 万/吨），盈利显著提升，我们预计 22 年将维持。

电动车及储能需求旺盛，铁锂渗透率仍进一步提升，22 年铁锂正极供需维持紧平衡。21 年由于特斯拉、比亚迪切换铁锂电池，同时储能市场爆发，铁锂正极行业产量超 40 万吨，同比增 190%+，远超行业增速。22 年我们预计国内动力电池中铁锂份额将从 50%进一步提升至 60%，且储能需求继续翻倍以上增长，对应正极需求有望翻番至 80 万吨，而行业新增产能有限，供需基本维持平衡。行业价格方面，原材料碳酸锂从底部 5 万/吨涨至 21 年底 25 万/吨，对铁锂正极成本上涨 5 万/吨，叠加磷、电价等成本上涨，铁锂正极成本上涨 6 万/吨，而价格从 3 万元/吨+涨至 10 万元/吨，充分传导成本上涨，并提升议价能力。我们预计 22Q1 铁锂正极价格仍将随碳酸涨价而提升，后续将以稳定为主，22 年龙头盈利水平仍可维持高位。

公司产能持续扩张，我们预计 22 年将连续翻番增长。截至 2021Q3 公司产能 12 万

吨，3万吨技改增量 Q4 逐步投产贡献增量；此外亿纬锂能合资 10 万吨、宁德时代合资 8 万吨我们预计分别于 2022 年 Q2、Q3 投产，2022 年年底公司产能达 33 万吨，叠加规划 44 万吨锰铁锂产能 2023-2024 年投产，总产能规划达 77 万吨。公司深度绑定宁德时代，独供亿纬锂能，2021 年成功突破比亚迪，正式供货，2022 年公司订单饱满，Q1 淡季不淡，产能完全打满，随着新产能逐步释放，我们预计全年出货有望超 23 万吨，同比增 155%+，权益出货量有望达到 20 万吨。后续海外电池厂或将布局铁锂路线，公司有望配套。

表 2：公司产能规划（万吨）

生产基地	产能规划	2018年底	2019年底	2020年底	2021年底	2022年底	2023年底
广东佛山	3.0	1.7	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0
曲靖德方	7.0			2.0	7.0	7.0	7.0
曲靖麟铁	10.0			2.0	2.0	10.0	10.0
亿纬合资	10.0					10.0	10.0
技改增量	3.0				3.0	3.0	3.0
磷酸锰铁锂	44.0						44.0
合计	77.0	1.7	2.5	6.5	15.0	33.0	77.0

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司锰铁锂布局行业领先，竞争力进一步强化。磷酸锰铁锂保持铁锂稳定性同时提升能量密度，我们预计其有望成为传统铁锂和中端三元的升级方向，目前已经送样测算，2022H2 有望小批量出货，2023 年 10 万吨产能释放，有望大规模量产。公司新型磷酸锰铁锂具有更高的电压平台，配合补锂剂使用电池能量密度可提升约 20%，循环寿命达 3000-5000 次，目前均已通过下游客户的小批量验证。此外，2.5 万吨补锂剂我们预计将于 2023 年量产，可进一步提高铁锂正极的循环寿命和能量密度，强化公司技术优势。

盈利预测与投资评级：考虑铁锂需求高增，且公司为铁锂龙头企业，产能快速扩张，我们上修 2021-2023 年归母净利润至 8.02/15.28/21.25 亿元（原本预测值为 3.85/8.59/12.52 亿元），同比增长 2924%/91%/39%，对应 PE51/27/19X，给予 2022 年 45 倍 PE，目标价 771 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

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	3,632	9,490	13,710	营业收入	942	5,446	12,934	18,624
现金	1,169	545	1,293	1,862	减:营业成本	845	3,840	9,441	13,968
应收账款	261	1,388	3,313	4,796	营业税金及附加	7	41	97	139
存货	250	1,137	2,797	4,137	销售费用	21	109	259	372
其他流动资产	264	264	1,363	1,846	管理费用	78	261	621	782
非流动资产	1,767	3,701	5,866	7,810	财务费用	12	36	116	63
长期股权投资	19	19	19	19	研发费用	52	174	414	521
固定资产	718	2,366	4,844	7,001	资产减值损失	2	82	126	76
无形资产	208	198	187	177	加:投资净收益	-10	5	5	5
其他非流动资产	822	1,118	816	613	其他收益	44	35	40	40
资产总计	3,782	7,334	15,356	21,520	营业利润	-39	943	1,906	2,747
流动负债	1,490	4,425	11,222	15,599	加:营业外净收支	-4	-1	-1	-1
短期借款	305	2,113	5,629	7,359	利润总额	-43	942	1,905	2,746
应付账款	444	1,052	2,587	3,827	减:所得税费用	-8	132	267	384
其他流动负债	740	1,260	3,006	4,413	少数股东损益	-6	8	110	236
非流动负债	101	101	101	101	归属母公司净利润	-28	802	1,528	2,125
长期借款	20	20	20	20	EBIT	-27	979	2,021	2,810
其他非流动负债	81	81	81	81	EBITDA	52	1,144	2,387	3,416
负债合计	1,591	4,527	11,324	15,700	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	82	90	200	436	每股收益(元)	-0.32	8.99	17.13	23.82
归属母公司股东权益	2,109	2,717	3,832	5,384	每股净资产(元)	23.53	30.45	42.95	60.34
负债和股东权益	3,782	7,334	15,356	21,520	发行在外股份(百万股)	89	89	89	89
					ROIC (%)	-1.5%	17.0%	18.0%	18.3%
					ROE (%)	-1.3%	29.5%	39.9%	39.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率 (%)	10.4%	29.5%	27.0%	25.0%
经营活动现金流	96	-107	286	2,021	销售净利率 (%)	-3.7%	14.9%	12.7%	12.7%
投资活动现金流	-584	-2,095	-2,525	-2,545	资产负债率 (%)	42.1%	61.7%	73.7%	73.0%
筹资活动现金流	1,337	1,578	2,988	1,093	收入增长率 (%)	-10.6%	478.1%	137.5%	44.0%
现金净增加额	848	-625	749	569	净利润增长率 (%)	-128.4%	2924.4%	90.5%	39.1%
折旧和摊销	80	165	365	606	P/E	n.a	50.84	26.68	19.19
资本开支	758	2,100	2,530	2,550	P/B	19.34	15.01	10.64	7.58
营运资本变动	38	-1,196	-1,954	-1,080	EV/EBITDA	787	36	17	12

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>

