

# 德方纳米（300769.SZ）-2022 年年报点评

四季度盈利能力持续高位，补锂剂与磷酸铁锂放量在即

买入

## 核心观点

**公司 2022 年实现净利润 23.80 亿元，同比+188%。**公司 2022 年实现营收 225.57 亿元，同比+355%；实现归母净利润 23.80 亿元，同比+188%；毛利率为 20.05%，同比-8.72pct。公司 2022Q4 实现营收 81.41 亿元，同比+217%，环比+19%；实现归母净利润 5.53 亿元，同比-1%，环比+1%；毛利率为 16.16%，同比-18.34pct，环比+0.05pct。

**磷酸铁锂销量快速提升，产能扩张扎实推进。**2022 年公司磷酸铁锂营收 225.37 亿元，同比+358%；磷酸铁锂销量为 17.23 万吨，同比+89%。公司 2022Q4 磷酸铁锂销量有望达到 5.2 万吨以上，环比+4%以上，权益销量近 5 万吨。2022 年底公司磷酸铁锂产能扩张至 26.5 万吨，宜宾德方时代 8 万吨项目预计 2023Q1 投产，2023 年底公司有望达到 34.5 万吨。展望 2023 年，伴随公司产能提升以及储能等需求高速扩张，公司磷酸铁锂出货有望超过 30 万吨。

**公司规模效应与原材料高效管理增益盈利能力。**公司 2022 年磷酸铁锂正极毛利率为 20.07%，同比-8.73pct。公司 2022 年磷酸铁锂吨净利约为 1.40 万元，同比+0.5 万元以上；2022Q4 磷酸铁锂吨净利为 1.0-1.1 万元，环比基本稳定。若将 Q4 计提的资产减值损失加回，2022Q4 公司磷酸铁锂吨净利有望达到 1.5 万元，环比提升超 0.4 万元。

**公司补锂剂与新型磷酸盐项目进展顺利，有望在 2023 年贡献业绩。**新型磷酸盐方面，公司年产 11 万吨项目已于 2022 年 9 月底投产，现处于产能爬坡中。2023 年 3 月公司公告拟新建年产 11 万吨新型磷酸盐正极材料项目。补锂剂方面，公司曲靖德方创界一期 0.5 万吨项目已于 2023 年 2 月投产，后续仍有 4 万吨产能规划。

**公司发布向不特定对象发行可转债预案，拟募资 35 亿元，用于扩产和补充流动资金。**公司募集资金主要用于：1) 年产 11 万吨新型磷酸盐正极材料基地建设（3 月 30 日公告的新建项目）：项目总投资 26.5 亿元，拟使用募集资金 24.5 亿元；2) 补充流动资金，拟使用募集资金 10.5 亿元。

**风险提示：**电动车销量不及预期；行业竞争加剧风险；新产品投产不及预期。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**基于新能源车销量增速放缓及正极加工费同比下行的变化，我们下调盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 21.14/30.20/40.36 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 28.39/35.96 亿元），同比-11%/+43%/+34%，EPS 分别为 12.16/17.38/23.23 元，当前 PE 为 16/11/8 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 4,842   | 22,557 | 29,060 | 32,352 | 40,071 |
| (+/-%)       | 413.9%  | 365.9% | 28.8%  | 11.3%  | 23.9%  |
| 净利润(百万元)     | 801     | 2380   | 2114   | 3020   | 4036   |
| (+/-%)       | 2918.8% | 197.3% | -11.2% | 42.9%  | 33.6%  |
| 每股收益(元)      | 8.97    | 13.70  | 12.16  | 17.38  | 23.23  |
| EBIT Margin  | 20.7%   | 15.0%  | 11.0%  | 12.4%  | 13.1%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 25.8%   | 32.1%  | 16.7%  | 20.2%  | 22.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 21.11   | 13.83  | 15.57  | 10.90  | 8.15   |
| EV/EBITDA    | 18.7    | 14.0   | 13.6   | 10.8   | 8.8    |
| 市净率 (PB)     | 4.2     | 3.1    | 2.6    | 2.1    | 1.7    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

联系人：李全

010-88005313

021-60375434

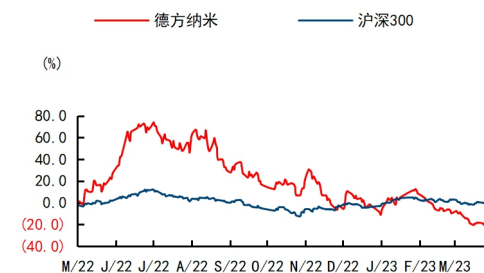
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 189.42 元        |
| 总市值/流通市值    | 32915/29307 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 614.90/186.25 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 633.82 百万元      |

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

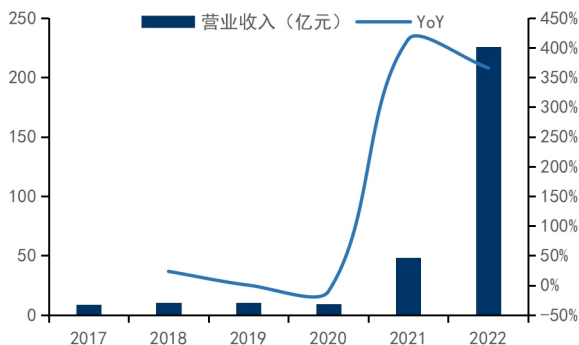
《德方纳米（300769.SZ）-2022 年三季度业绩点评-销量快速提升，一体化深化布局》——2022-10-30

《德方纳米（300769.SZ）-2022 年中报业绩点评-磷酸铁锂高增依旧，新业务布局加速推进》——2022-08-27

《德方纳米（300769.SZ）-工艺路线夯实成本优势，前瞻布局新型磷酸盐正极产品》——2022-04-26

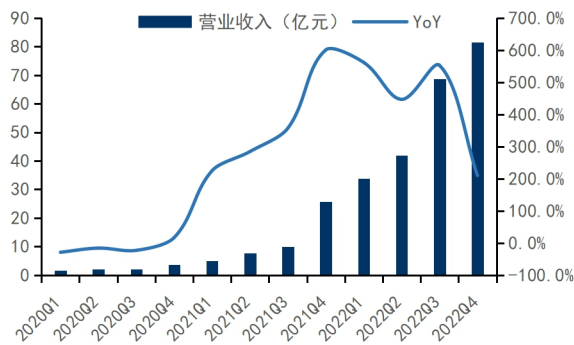
公司 2022 年实现营收 225.57 亿元，同比+355%；实现归母净利润 23.80 亿元，同比+188%；毛利率为 20.05%，同比-8.72pct。公司 2022Q4 实现营收 81.41 亿元，同比+217%，环比+19%；实现归母净利润 5.53 亿元，同比-1%，环比+1%；毛利率为 16.16%，同比-18.34pct，环比+0.05pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



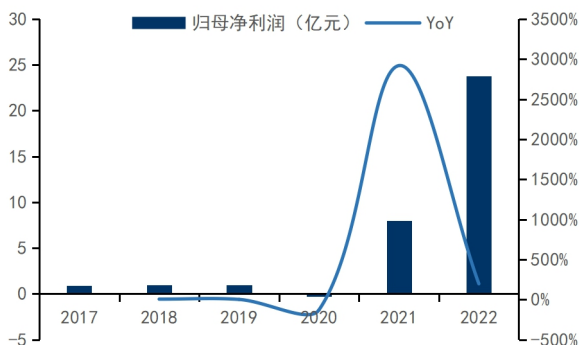
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



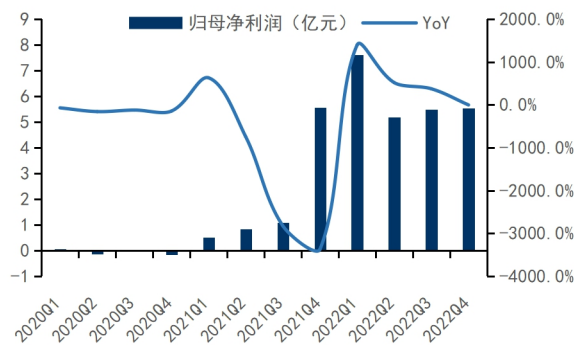
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



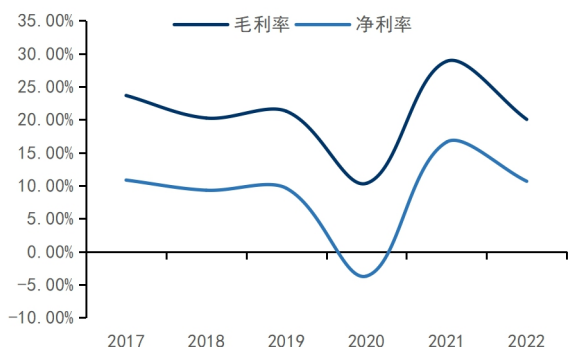
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司期间费用率同比显著下降。**公司 2022 年期间费用率为 5.71%，同比-2.82pct。公司 2022 年销售/管理/研发/财务费率分别为 0.20%（-0.46pct）、2.62%（-1.04pct）、1.92%（-1.47pct）、0.97%（+0.15pct）。

公司 2022 年末磷酸铁锂正极库存为 1.75 万吨；存货为 51.33 亿元，其中原材料/在产品/库存商品分别为 18.49/3.18/22.54 亿元。

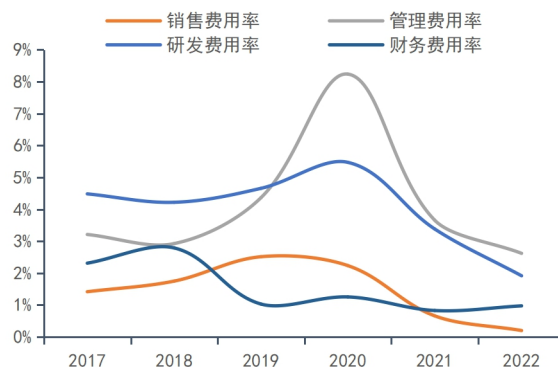
公司 2022 年末计提资产减值损失 2.24 亿元，主要系计提存货跌价准备；计提信用减值损失 1.62 亿元，同比增加 1.04 亿元。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



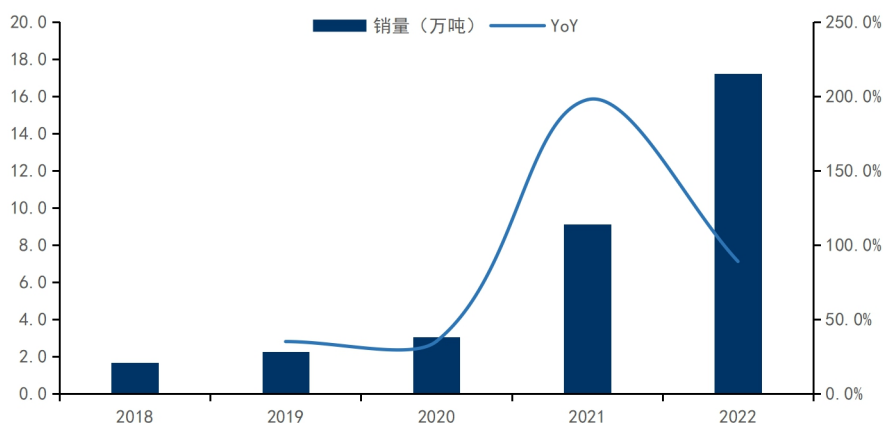
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**受益新能源车及储能需求增长，公司出货量持续提升。**2022 年公司磷酸铁锂营收 225.37 亿元，同比+358%；磷酸铁锂销量为 17.23 万吨，同比+89%。公司 2022Q4 磷酸铁锂销量有望达到 5.2 万吨以上，环比+4%以上，权益销量近 5 万吨。

**盈利能力来看，**公司 2022 年磷酸铁锂正极毛利率为 20.07%，同比-8.73pct。公司 2022 年磷酸铁锂吨净利约为 1.40 万元，同比+0.5 万元以上；2022Q4 磷酸铁锂吨净利为 1.0-1.1 万元，环比基本稳定。若将 Q4 计提的资产减值损失加回，2022Q4 公司磷酸铁锂吨净利有望达到 1.5 万元，环比提升超 0.4 万元。

**产能来看，**公司德枋亿纬 11 万吨项目在 2022 年 5 月投产，到 2022 年底公司磷酸铁锂产能扩张至 26.5 万吨。公司宜宾德方时代 8 万吨磷酸铁锂项目预计在 2023Q1 投产，届时公司磷酸铁锂产能将达到 34.5 万吨。展望 2023 年，伴随公司产能持续提升以及储能等场景需求高速扩张，公司磷酸铁锂出货有望超过 30 万吨。

图7：公司磷酸铁锂正极销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**新型磷酸盐方面**，公司年产 11 万吨项目已于 2022 年 9 月底投产，现处于产能爬坡中。2023 年 3 月 30 日，公司公告拟投资 25 亿元，在云南曲靖会泽县建设年产 11 万吨新型磷酸盐正极材料项目，建设周期为 2 年。公司持续加码新型磷酸盐产能布局，并积极推进客户验证。

**补锂剂方面**，公司曲靖德方创界一期 0.5 万吨项目已于 2023 年 2 月投产，后续仍有 4 万吨产能规划。公司补锂剂具有补锂效率高、补锂难度小、材料成本低、补锂安全度高等突出优势，可以大幅提升各类锂离子电池的循环性能和能量密度，公司先发优势明显。

**公司在一体化方面布局持续深入**。2022 年 10 月 28 日，公司公告拟与黑金能源出资约 25 亿元成立项目公司（德方持股 40%），在曲靖建设焦化联产锂电材料配套项目，项目分两期建设，一期建设焦煤炉气联产 16 万吨/年合成氨以及 56 万吨/年硝酸项目，项目二期主要建设一期配套焦化项目。项目建设总周期不超过 36 个月。此次布局进一步保障公司液相法生产磷酸铁锂所需要的原材料合成氨与硝酸的供应，进一步优化公司原材料成本。

**2023 年 3 月 30 日**，公司发布 2023 年向不特定对象发行可转债预案，拟募集资金 35 亿元，用于：1）年产 11 万吨新型磷酸盐正极材料基地建设（3 月 30 日公告的新建项目）：项目总投资 26.5 亿元，拟使用募集资金 24.5 亿元；2）补充流动资金，拟使用募集资金 10.5 亿元。

### 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

基于新能源车销量增速放缓及正极加工费同比下行的变化，我们下调盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 21.14/30.20/40.36 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 28.39/35.96 亿元），同比 -11/+43/+34%，EPS 分别为 12.16/17.38/23.23 元，当前 PE 为 16/11/8 倍，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表（2023 年 3 月 31 日）

| 代码     | 公司简称 | 股价     | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       | ROE<br>(2021A) | PEG<br>(2022E) | 投资评级 |
|--------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|------|
|        |      |        |           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |                |                |      |
| 688005 | 容百科技 | 68.40  | 308.40    | 2.03  | 3.00  | 3.77  | 4.83  | 33.64 | 22.79 | 18.16 | 14.17 | 16.78          | 0.15           | 买入   |
| 300073 | 当升科技 | 57.52  | 291.34    | 2.15  | 4.10  | 4.68  | 5.99  | 26.70 | 14.04 | 12.29 | 9.61  | 11.55          | 0.12           | 买入   |
| 688779 | 长远锂科 | 15.02  | 289.77    | 0.36  | 0.84  | 1.07  | 1.35  | 41.36 | 17.94 | 14.03 | 11.15 | 14.87          | 0.06           | 增持   |
| 300769 | 德方纳米 | 189.42 | 329.15    | 8.97  | 13.70 | 12.16 | 17.38 | 21.11 | 13.83 | 15.57 | 10.90 | 26.14          | 0.02           | 买入   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021        | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021         | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 1866        | 3513         | 2000         | 2000         | 2000         | 营业收入              | 4842         | 22557         | 29060         | 32352         | 40071         |
| 应收款项             | 1322        | 4367         | 3742         | 4432         | 5489         | 营业成本              | 3445         | 18035         | 24499         | 26864         | 33101         |
| 存货净额             | 1562        | 5133         | 5573         | 6382         | 7904         | 营业税金及附加           | 23           | 73            | 95            | 105           | 130           |
| 其他流动资产           | 389         | 5025         | 3675         | 4030         | 4965         | 销售费用              | 32           | 45            | 58            | 61            | 72            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5489</b> | <b>18307</b> | <b>15229</b> | <b>17103</b> | <b>20679</b> | 管理费用              | 177          | 591           | 697           | 744           | 882           |
| 固定资产             | 2392        | 7608         | 12320        | 14055        | 16737        | 研发费用              | 164          | 432           | 523           | 550           | 641           |
| 无形资产及其他          | 198         | 385          | 379          | 374          | 369          | 财务费用              | 40           | 220           | 260           | 279           | 285           |
| 其他长期资产           | 850         | 2696         | 2906         | 3235         | 4007         | 投资收益              | (6)          | (4)           | 3             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 21          | 98           | 98           | 98           | 98           | 资产减值及公允价值变动       | (58)         | (386)         | (310)         | (60)          | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>8949</b> | <b>29094</b> | <b>30932</b> | <b>34865</b> | <b>41889</b> | 其他收入              | 99           | 448           | 375           | 130           | 70            |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1091        | 5904         | 6178         | 6359         | 7641         | 营业利润              | 939          | 2832          | 2686          | 3758          | 5030          |
| 应付款项             | 2668        | 7179         | 3735         | 4279         | 5269         | 营业外净收支            | (17)         | (6)           | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 307         | 568          | 1234         | 1342         | 1650         | <b>利润总额</b>       | <b>922</b>   | <b>2826</b>   | <b>2686</b>   | <b>3758</b>   | <b>5030</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4545</b> | <b>14243</b> | <b>14053</b> | <b>15215</b> | <b>18568</b> | 所得税费用             | 118          | 418           | 403           | 564           | 754           |
| 长期借款及应付债券        | 160         | 2478         | 2478         | 2478         | 2478         | 少数股东损益            | 4            | 27            | 169           | 174           | 239           |
| 其他长期负债           | 247         | 1714         | 1714         | 1714         | 1714         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>801</b>   | <b>2380</b>   | <b>2114</b>   | <b>3020</b>   | <b>4036</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>407</b>  | <b>4192</b>  | <b>4192</b>  | <b>4192</b>  | <b>4192</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>4952</b> | <b>18435</b> | <b>18245</b> | <b>19407</b> | <b>22760</b> | 净利润               | 801          | 2380          | 2114          | 3020          | 4036          |
| 少数股东权益           | 934         | 1846         | 2016         | 2190         | 2429         | 资产减值准备            | 0            | (224)         | (250)         | 0             | 0             |
| 股东权益             | 3063        | 8813         | 10671        | 13268        | 16701        | 折旧摊销              | 167          | 284           | 580           | 834           | 1047          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8949</b> | <b>29094</b> | <b>30932</b> | <b>34865</b> | <b>41889</b> | 公允价值变动损失          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
|                  |             |              |              |              |              | 财务费用              | 40           | 220           | 260           | 279           | 285           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (457)        | (6337)        | 1101          | (893)         | (1505)        |
| 每股收益             | 8.97        | 13.70        | 12.16        | 17.38        | 23.23        | 其它                | (1155)       | (2239)        | 676           | 453           | 524           |
| 每股红利             | 1.00        | 1.47         | 2.43         | 3.48         | 4.65         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(644)</b> | <b>(6136)</b> | <b>4221</b>   | <b>3414</b>   | <b>4103</b>   |
| 每股净资产            | 44.80       | 61.35        | 73.01        | 88.96        | 110.09       | 资本开支              | (799)        | (2556)        | (5286)        | (2564)        | (3724)        |
| ROIC             | 24%         | 24%          | 14%          | 15%          | 17%          | 其它投资现金流           | (92)         | (1031)        | (207)         | (329)         | (772)         |
| ROE              | 26%         | 32%          | 17%          | 20%          | 22%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(891)</b> | <b>(3587)</b> | <b>(5493)</b> | <b>(2893)</b> | <b>(4496)</b> |
| 毛利率              | 29%         | 20%          | 16%          | 17%          | 17%          | 权益性融资             | 153          | 3435          | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 21%         | 15%          | 11%          | 12%          | 13%          | 负债净变化             | 1634         | 7615          | 274           | 181           | 1283          |
| EBITDA Margin    | 24%         | 16%          | 13%          | 15%          | 16%          | 支付股利、利息           | 0            | (90)          | (256)         | (423)         | (604)         |
| 收入增长             | 414%        | 366%         | 29%          | 11%          | 24%          | 其它融资现金流           | 1494         | 5298          | 274           | 181           | 1283          |
| 净利润增长率           | -2919%      | 197%         | -11%         | 43%          | 34%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>1747</b>  | <b>10741</b>  | <b>(242)</b>  | <b>(521)</b>  | <b>394</b>    |
| 资产负债率            | 55%         | 63%          | 59%          | 56%          | 54%          | <b>现金净变动</b>      | <b>213</b>   | <b>1018</b>   | <b>(1513)</b> | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 息率               | 0.5%        | 0.8%         | 1.3%         | 1.8%         | 2.5%         | 货币资金的期初余额         | 1169         | 1866          | 3513          | 2000          | 2000          |
| P/E              | 21.1        | 13.8         | 15.6         | 10.9         | 8.2          | 货币资金的期末余额         | 1866         | 3513          | 2000          | 2000          | 2000          |
| P/B              | 4.2         | 3.1          | 2.6          | 2.1          | 1.7          | 企业自由现金流           | (215)        | (5729)        | (895)         | 800           | 276           |
| EV/EBITDA        | 18.7        | 14.0         | 13.6         | 10.8         | 8.8          | 权益自由现金流           | 1384         | 1699          | (842)         | 743           | 1316          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032