

分析师: 牟国洪
 登记编码: S0730513030002
 mough@ccnew.com 021-50586980

业绩符合预期, 产品线逐次丰富

——厦钨新能(688778)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2023-04-26)

发布日期: 2023年04月27日

收盘价(元)	64.51
一年内最高/最低(元)	164.20/61.80
沪深300指数	3,959.23
市净率(倍)	2.33
流通市值(亿元)	60.90

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	27.66
每股经营现金流(元)	2.25
毛利率(%)	7.36
净资产收益率_摊薄(%)	1.39
资产负债率(%)	38.10
总股本/流通股(万股)	30,055.07/9,440.63
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

事件: 公司公布2022年年度报告及2023年一季度报告。

投资要点:

- **公司2022年业绩符合预期。**2022年,公司实现营收287.71亿元,同比增长80.55%;净利润11.21亿元,同比增长93.66%;扣非后净利润9.79亿元,同比增长91.08%;经营活动产生的现金流净额-15.81亿元,同比下降533.08%;基本每股收益4.18元,加权平均净资产收益率18.25%,利润分配预案为拟每10股派发现金红利5.0元(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增4股,公司全年业绩符合预期。公司主营业务为新能源材料的研发、生产和销售,主要产品包括钴酸锂、三元材料和氢能材料,广泛用于新能源汽车、3C销售电子、储能等领域。
- **公司钴酸锂营收总体持续增长,预计2023年总体承压。**2017年以来,公司钴酸锂业务营收总体持续增长,其中2019年营收同比下滑8.5%,主要系行业价格大幅下降。2022年,公司钴酸锂实现营收143.43亿元,同比增长24.94%,主要为产品价格提升,在公司营收中占比49.89%;公司钴酸锂实现销量3.32万吨,同比下滑26.43%,主要系疫情影响下手机为主的消费终端需求低迷,IDC统计显示:2022年全球智能手机销售12.06亿部,同比下降11.02%;全球PC出货2.92亿台,同比下滑16.20%。3C销售总体处于平稳发展期,传统数码需求基本饱和,如考虑全球主要经济体通货膨胀及经济增长不确定性, IDC预测2023年智能手机出货总体不容乐观,预计低于12亿部;但可穿戴设备、AR/VR、消费级无人机等新兴消费电子发展迅速,为正极材料提供了新的需求增长空间。公司在钴酸锂领域具备显著行业地位和技术优势,出货量及全球市场占有率稳居第一,持续推出了高电压钴酸锂产品,2022年针对4.5V以上钴酸锂能量密度提升需求和快充性能两方面,针对材料性能进行改良,逐步解决了4.5V以上钴酸锂材料高温循环恶化的问题并已开始批量供货,未来公司将持续巩固钴酸锂市场龙头地位。结合市场需求及价格走势,总体预计2023年该产品业绩将承压。
- **公司三元材料持续高增长,预计2023年增速承压。**公司三元材料业绩持续高增长,2022年实现出货4.64万吨,同比增长71.32%,总体保持行业第一梯队地位;对应营收136.55亿元,同比大幅增长239.35%,营收占比提升到47.49%,营收连续两年实现翻倍增长,受益于量价齐升,2022年三元材料价格为29.43万元/吨,而2021年为14.86万元/吨。高工锂电统计显示:2022年,我国动力电池市场出货480GWh,其中磷酸铁锂动力出货291GWh,市

场占比 61%；三元动力出货 189GWh，占比 39%。预计 2023 年国内动力电池出货有望超 800GWh，考虑锂电产业链快速扩产及新能源汽车行业竞争加剧，动力正极材料领域机遇与挑战并存。公司相继推出了高倍率 Ni3 系、高电压型单晶 Ni5 系/Ni6 系、高电压单晶 7 系及 Ni8 系 NCM 三元材料、Ni9 系三元高镍材料等高端产品，在高电压和高功率三元材料等领域处于行业前列。结合行业需求、原材料价格走势及公司行业地位，总体预计 2023 年公司三元材料业绩增速将承压。

- **公司氢能材料量价齐升，市场前景广阔。**2022 年公司投资 1 亿元设立全资子公司氢能科技。2022 年 12 月，氢能科技以非公开协议方式完成厦门钨业有限公司贮氢合金材料业务资产收购。2022 年，公司氢能材料实现销售 4024 吨，同比增长 3.60%；对应收入 5.98 亿元，同比大幅增长 67.09%，显示氢能材料价格提升。氢能为全球最具潜力的清洁能源，随着制氢技术的不断进步及应用领域拓展，固态储氢材料也将受益，其发展趋势为持续提升重量储氢率，目前固态储氢整体处于示范的早期阶段。公司贮氢合金在国内位于领先地位，固态储氢材料也位居行业前列，长期将受益于行业发展。
- **公司磷酸铁锂等新产品将贡献业绩。**2009 年以来，公司针对磷酸铁锂低温性能差等痛点进行专项研发。在此基础上，公司于 2021 年在四川雅安开展磷酸铁锂产线建设，并计划在 2023 年实现项目一期投产，预计 2023 年将贡献部分业绩。电池首次充放电后部分锂离子形成 SEI 膜，以及内嵌负极无法脱出造成永久性锂损耗，造成电池容量不可逆下降。为弥补该部分锂离子，通常在正极或负极添加补锂剂，其中正极补锂剂更具应用前景。公司开发了多款正极补锂材料产品，性能总体处于国内领先水平，有望逐步贡献收入。
- **积极关注重点项目建设和市场拓展进展。**2022 年，公司已总体完成海璟基地年产 4 万吨锂离子电池材料产业化项目，该项目为首次公开发行并上市的募投项目。同时，后续积极关注如下重点项目建设进展，以及市场拓展情况：一是海璟基地年产 3 万吨锂离子电池材料扩产项目和综合车间项目。该项目在海璟基地年产 4 万吨基础上，在海璟基地新建设 9# 车间(年产能规划 3 万吨)项目和综合车间(年产能规划 1.5 万吨)项目。二是宁德 7 万吨锂离子电池正极材料(CD 车间)项目。该项目总投资 24.45 亿元，目前正进行土地总承包预算、现场勘地等工作，建成后公司宁德基地年产能将达到 9.5 万吨。三是四川雅安磷酸铁锂项目，包括固相法和液相法项目。其中固相法项目已顺利点火，后续将推进客户认证。四是与中色国贸合资设立中色正元。中色正元在安徽铜陵市，其中厦钨新能持股占比 43%，拟投资建设年产 6 万吨锂电正极材料前驱体生产线，其中包括 2 万吨四氧化三钴、4 万吨三元前驱体。五是与盛屯矿业、沧盛投资合资设立福泉厦钨，并于 2023 年 1 月注册成立，将投资建设年产 4 万吨三元前驱体生产线项目。
- **公司盈利能力回落，预计 2023 年总体改善。**2022 年，公司销售毛利率 8.60%，同比回落 0.95 个百分点。分产品毛利率显示：钴酸锂为 6.69%，同比回落 1.51 个百分点；三元材料为 10.21%，

同比回落 2.81 个百分点；氢能材料为 11.91%，同比减少 1.19 个百分点。公司产品毛利率总体回落，主要系上游原材料价格大幅上涨，行业议价能力总体相对较弱。展望 2023 年，一方面公司三元材料附加值相对较高，且业绩增速预计将高于钴酸锂；其次考虑上游原材料价格走势，结合公司行业地位，总体预计 2023 年盈利水平将改善。

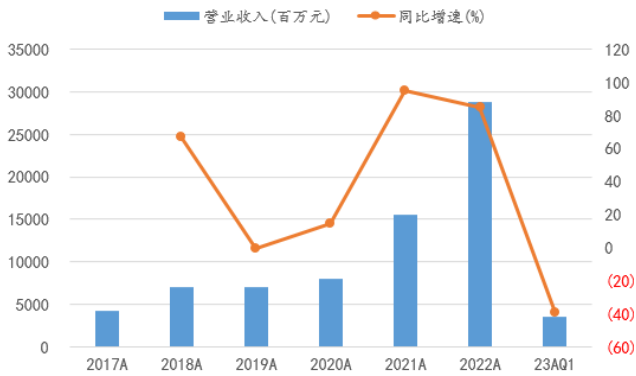
- **公司 2023 年一季度业绩承压。**2023 年一季度：公司实现营收 35.86 亿元，调整后同比下降 40.67%；净利润 1.16 亿元，同比下降 46.17%；扣非后净利润 9842 万元，同比下降 33.63%；经营活动产生的现金流净额 6.77 亿元，同比增长 1520.77%，基本每股收益 0.38 元/股。公司业绩下滑主要受终端消费需求下降影响，同时锂电正极材料产品销量下降，同时叠加原材料价格大幅下降，公司整体盈利能力出现一定下滑。
- **首次给予公司“增持”评级。**暂不考虑股本转增影响，预测公司 2023-2024 年摊薄后的每股收益分别为 4.51 元与 5.89 元，按 4 月 26 日 64.51 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 14.29 倍与 10.95 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；项目建设进度及市场拓展不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15,924	28,751	26,955	31,382	40,294
增长比率（%）	99.31	80.55	-6.25	16.43	28.40
净利润（百万元）	579	1,121	1,357	1,771	2,412
增长比率（%）	130.94	93.66	21.07	30.54	36.20
每股收益(元)	1.93	3.73	4.51	5.89	8.03
市盈率(倍)	33.51	17.30	14.29	10.95	8.04

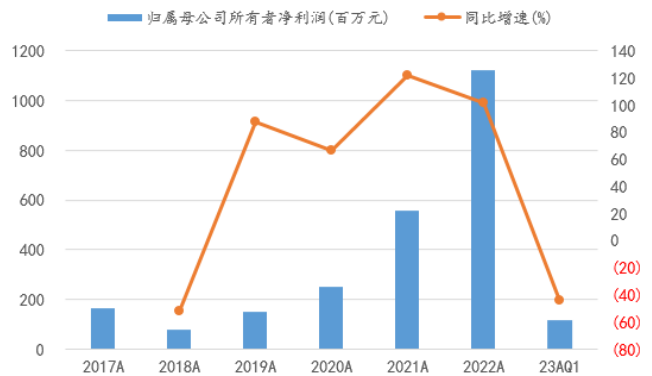
资料来源：中原证券

图 1：公司营收及增速



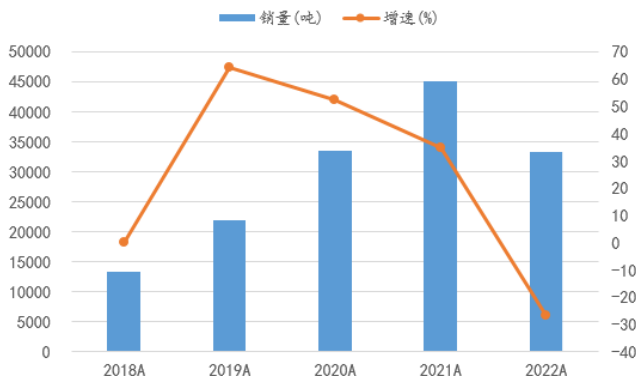
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司净利润及增速



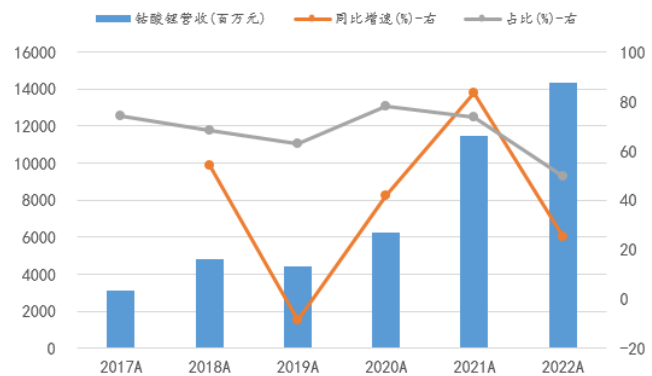
资料来源：中原证券，Wind

图 3：公司钴酸锂销量及增速



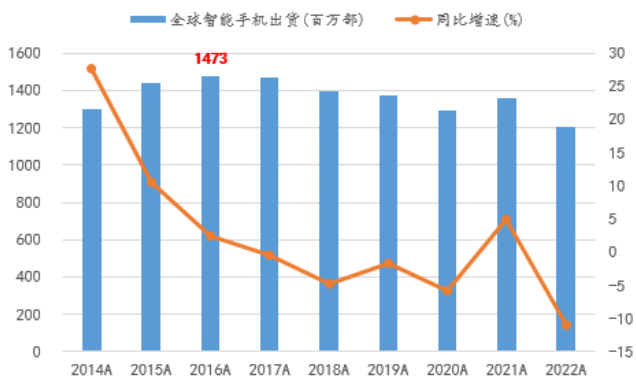
资料来源：中原证券，公司公告

图 4：公司钴酸锂营收、增速及占比



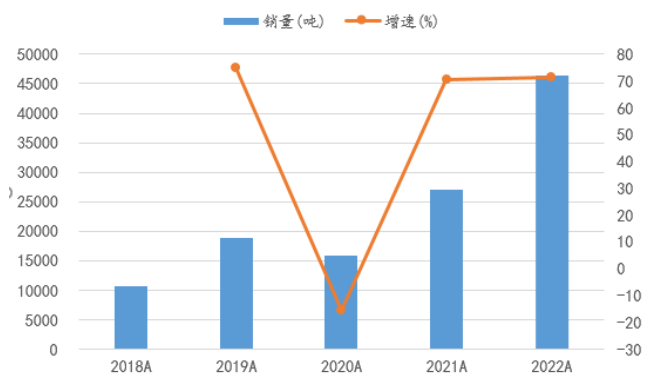
资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 5：全球智能手机出货及增速



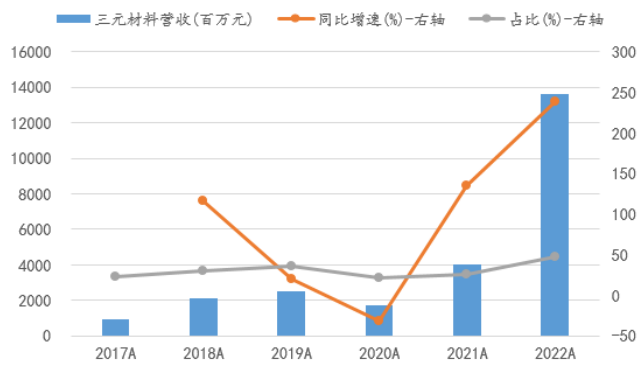
资料来源：中原证券，IDC

图 6：公司三元材料销量及增速



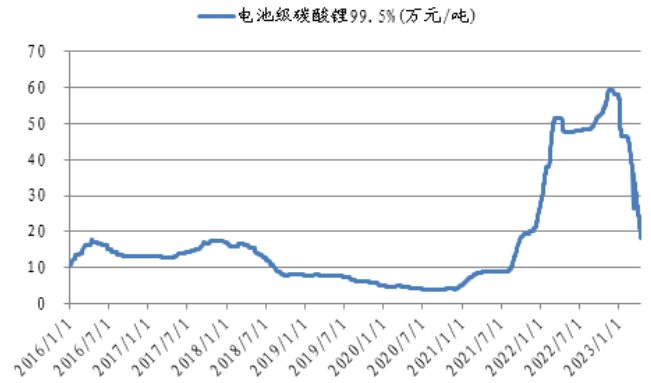
资料来源：中原证券，公司公告

图 7：公司三元材料营收、增速及占比



资料来源：中原证券，Wind

图 8：碳酸锂价格曲线



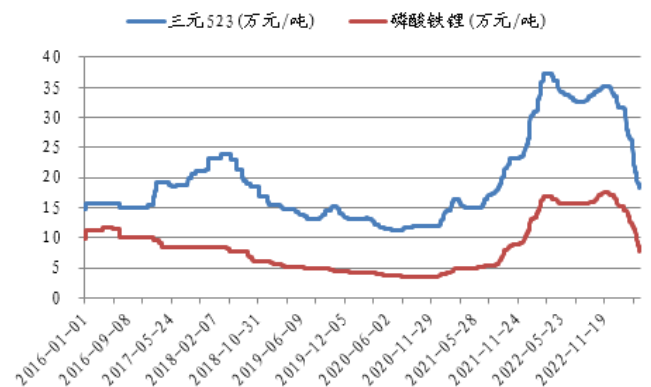
资料来源：中原证券，百川盈孚

图 9：钴酸锂价格曲线



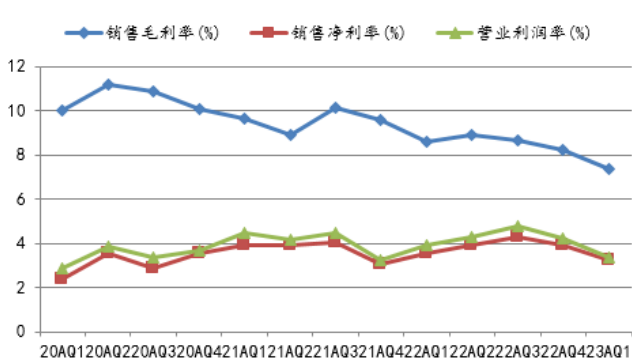
资料来源：中原证券，百川盈孚

图 10：正极材料价格曲线



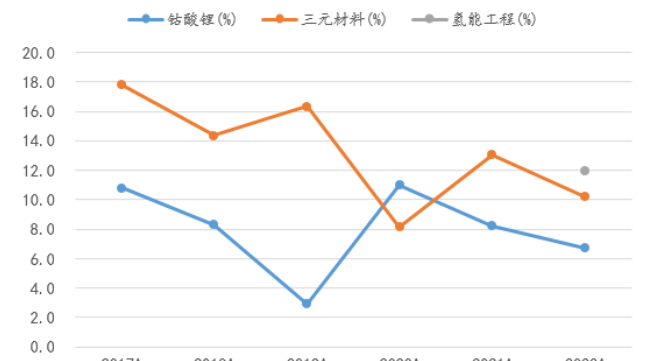
资料来源：中原证券，百川盈孚

图 11：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

图 12：公司主营产品盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,953	11,052	11,755	13,977	18,745
现金	429	1,017	5,393	2,497	7,578
应收票据及应收账款	3,012	4,955	2,233	6,299	4,551
其他应收款	18	6	57	-7	87
预付账款	20	17	25	24	34
存货	2,873	3,352	2,992	4,022	5,174
其他流动资产	602	1,706	1,055	1,143	1,321
非流动资产	3,726	4,328	4,750	5,083	5,327
长期投资	0	100	148	222	284
固定资产	2,803	3,637	4,073	4,465	4,692
无形资产	242	280	296	323	345
其他非流动资产	681	311	232	72	7
资产总计	10,679	15,380	16,506	19,060	24,072
流动负债	5,210	6,002	5,647	6,298	8,768
短期借款	6	70	-416	-628	-976
应付票据及应付账款	4,798	5,134	5,241	6,097	8,858
其他流动负债	405	798	822	828	887
非流动负债	1,533	1,028	1,028	1,028	1,028
长期借款	1,383	871	871	871	871
其他非流动负债	150	157	157	157	157
负债合计	6,743	7,030	6,675	7,326	9,796
少数股东权益	56	151	164	182	207
股本	252	301	301	301	301
资本公积	2,861	6,142	6,142	6,142	6,142
留存收益	767	1,761	3,228	5,114	7,631
归属母公司股东权益	3,880	8,200	9,666	11,552	14,069
负债和股东权益	10,679	15,380	16,506	19,060	24,072

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	361	-1,561	5,839	-1,685	6,396
净利润	591	1,130	1,370	1,789	2,436
折旧摊销	244	306	523	652	721
财务费用	124	120	34	19	7
投资损失	-11	-5	-5	-6	-8
营运资金变动	-733	-3,351	3,805	-4,256	3,132
其他经营现金流	146	239	112	117	107
投资活动现金流	-744	-995	-942	-980	-959
资本支出	-558	-651	-899	-913	-906
长期投资	-186	-347	-48	-74	-61
其他投资现金流	0	2	5	6	8
筹资活动现金流	534	3,135	-521	-231	-356
短期借款	-1,036	64	-486	-211	-349
长期借款	248	-513	0	0	0
普通股增加	63	49	0	0	0
资本公积增加	1,489	3,280	0	0	0
其他筹资现金流	-230	255	-34	-19	-7
现金净增加额	150	588	4,377	-2,896	5,081

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,924	28,751	26,955	31,382	40,294
营业成本	14,391	26,278	24,358	28,207	36,127
营业税金及附加	24	37	38	44	56
营业费用	30	26	27	31	40
管理费用	133	155	154	176	222
研发费用	471	757	728	847	1,068
财务费用	127	132	119	95	125
资产减值损失	-75	-150	-110	-115	-105
其他收益	48	121	81	94	121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	5	5	6	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	641	1,240	1,508	1,968	2,679
营业外收入	2	6	3	3	3
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	636	1,241	1,506	1,966	2,677
所得税	45	111	136	177	241
净利润	591	1,130	1,370	1,789	2,436
少数股东损益	13	9	14	18	24
归属母公司净利润	579	1,121	1,357	1,771	2,412
EBITDA	1,001	1,672	2,254	2,823	3,622
EPS (元)	2.76	4.18	4.51	5.89	8.03

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	99.31	80.55	-6.25	16.43	28.40
营业利润 (%)	130.74	93.38	21.63	30.50	36.16
归属母公司净利润 (%)	130.94	93.66	21.07	30.54	36.20
获利能力					
毛利率 (%)	9.63	8.60	9.63	10.12	10.34
净利率 (%)	3.63	3.90	5.03	5.64	5.99
ROE (%)	14.91	13.67	14.03	15.33	17.14
ROIC (%)	12.61	12.53	14.43	15.66	17.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.14	45.71	40.44	38.44	40.70
净负债比率 (%)	171.29	84.19	67.90	62.43	68.62
流动比率	1.33	1.84	2.08	2.22	2.14
速动比率	0.73	1.27	1.54	1.57	1.54
营运能力					
总资产周转率	1.88	2.21	1.69	1.76	1.87
应收账款周转率	7.50	7.22	7.50	7.36	7.43
应付账款周转率	6.10	9.39	7.40	8.28	7.81
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.93	3.73	4.51	5.89	8.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	-5.20	19.43	-5.61	21.28
每股净资产 (最新摊薄)	12.91	27.28	32.16	38.44	46.81
估值比率					
P/E	33.51	17.30	14.29	10.95	8.04
P/B	5.00	2.36	2.01	1.68	1.38
EV/EBITDA	27.20	14.30	6.69	6.30	3.41

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。