

厦钨新能 (688778.SH) - 2022 年报及 2023 年一季报点评

三元销量快速提升, 多元业务协同发展

买入

核心观点

公司 2022 年实现净利润 11.21 亿元, 同比+94%; 2023Q1 实现净利润 1.16 亿元, 同比-46%。公司 2022 年实现营收 287.51 亿元, 同比+81%; 实现归母净利润 11.21 亿元, 同比+94%。公司 2023Q1 实现营收 35.86 亿元, 同比-41%, 环比-47%; 实现归母净利润 1.16 亿元, 同比-46%, 环比-56%。

公司正极销量持续提升, 三元正极占比显著增长。2022 年公司正极营收 279.98 亿元, 同比+80%; 正极总销量为 7.96 万吨, 同比+10%; 其中三元正极销量 4.64 万吨, 同比+71%、钴酸锂销量 3.32 万吨, 同比-26%。我们估计 2022Q4 公司正极销量为 1.7 万吨, 环比-24%; 2023Q1 公司正极销量近 1 万吨, 环比下滑超 40%。展望 2023 年, 伴随新能源车与消费电子终端需求的稳步回暖, 公司正极出货量有望达到 10 万吨左右, 同比增长近 30%。

公司 2022 年正极盈利能力同比提升明显。公司 2022 年正极吨净利约为 1.37 万元, 同比+0.6 万元, 主要受到高电压 6 系材料销售占比提升等因素影响。2022Q4 公司正极吨净利约为 1.35 万元, 环比-0.1 万元左右; 单吨扣非净利润为 1.03 万元, 环比下降近 0.4 万元。2023Q1 我们估算正极吨净利约为 1.05 万元, 环比-0.3 万元; 单吨扣非净利润约为 0.9 万元, 环比-0.1 万元。

公司新产品布局加速推进, 拓宽业务布局。三元正极方面, 公司高电压 Ni7 系材料成功运用于 4.45V 动力电池, Ni9 系材料进入到海外车厂体系认证。补锂剂方面, 公司与客户协同开发多款产品, 性能处于行业领先。磷酸盐系材料方面, 公司开发出具有高能量密度、高功率、优质低温性能的磷酸铁锂, 并且完成高压高能量密度磷酸锰铁锂研发, 获得核心客户高度认可。

公司氢能业务发展迅速, 有望贡献可观收益。公司 2022 年 12 月完成厦门钨业钨合金材料业务资产收购交易, 将其纳入合并财务报表范围。公司 2022 年氢能业务营收 5.98 亿元, 毛利率为 11.91%。公司新开发的第三代车载钨合金材料已完成量试导入, 实现批量生产; AB2 系列储氢材料技术储氢质量密度高、循环稳定性好, 终端产品进入分布式储氢、氢能助力车等领域。

风险提示: 电动车销量不及预期; 投产进度不及预期; 原材料价格大幅波动。

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 13.68/18.16/22.21 亿元 (原预测 2023-2024 年净利润为 18.10/22.97 亿元), 同比+22/33/22%, EPS 分别为 4.55/6.04/7.39 元, 当前 PE 为 14/10/8 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)	15,566	28,751	25,872	29,256	33,100
(+/-%)	94.8%	84.7%	-10.0%	13.1%	13.1%
净利润(百万元)	555	1121	1368	1816	2221
(+/-%)	121.7%	101.8%	22.1%	32.8%	22.3%
每股收益(元)	1.85	3.73	4.55	6.04	7.39
EBIT Margin	5.5%	5.2%	5.4%	6.8%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	14.6%	13.4%	14.1%	16.1%	16.9%
市盈率 (PE)	33.4	16.6	13.6	10.2	8.4
EV/EBITDA	23.2	14.2	12.8	9.5	8.0
市净率 (PB)	4.90	2.22	1.91	1.64	1.41

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

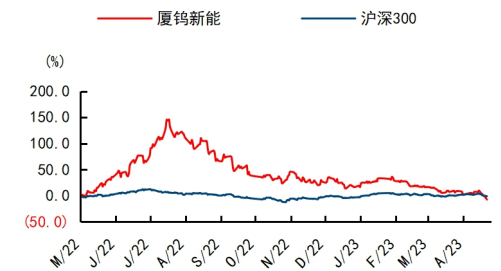
电力设备·电池

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	61.80 元
总市值/流通市值	18574/5834 百万元
52 周最高价/最低价	168.00/56.23 元
近 3 个月日均成交额	149.63 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

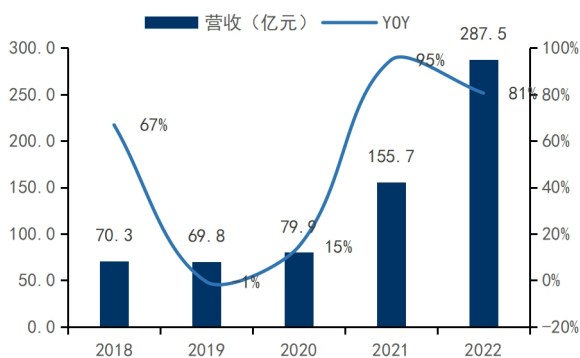
相关研究报告

- 《厦钨新能 (688778.SH) - 2022 年三季度业绩点评-正极出货稳步提升, 盈利能力表现稳定》——2022-10-30
- 《厦钨新能 (688778.SH) - 2022 年中报业绩点评-三元正极出货高速增长, 产品结构优化增厚利润》——2022-08-08
- 《厦钨新能-688778-深度报告: 钴酸锂正极龙头, 迈向三元和铁锂市场》——2021-11-08

公司 2022 年实现营收 287.51 亿元，同比+81%，其中 Q4 实现营收 67.22 亿元，同比+28%，环比-13%。公司 2022 年实现归母净利润 11.21 亿元，同比+94%，其中 Q4 实现归母净利润 2.62 亿元，同比+68%，环比-20%。公司 2022 年毛利率为 8.60%，同比-0.95pct；2022Q4 毛利率为 8.20%，同比-1.34pct，环比-0.47pct。

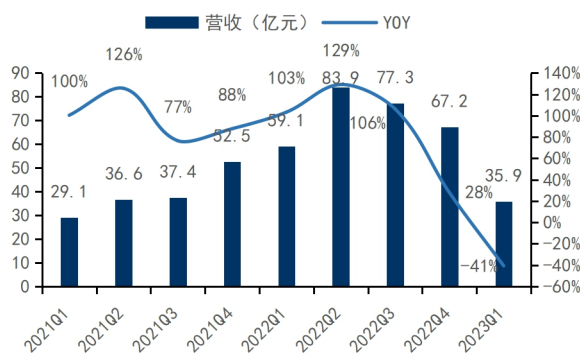
公司 2023Q1 实现营收 35.86 亿元，同比-41%，环比-47%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比-46%，环比-56%。公司 2023Q1 毛利率为 7.36%，同比-1.20pct，环比-0.84pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



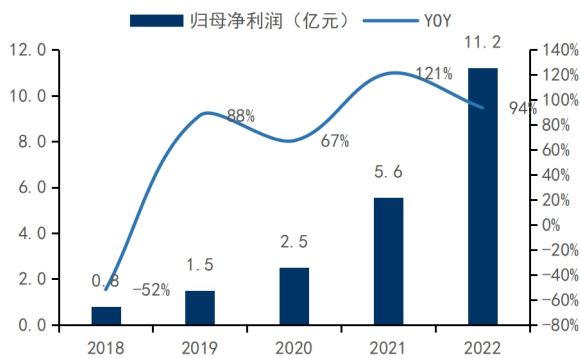
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



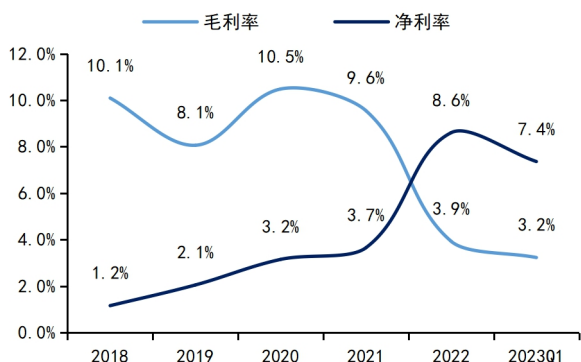
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2022 年期间费用率小幅下降。公司 2022 年期间费用率为 3.72%，同比-1.03pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.09%（-0.10pct）、0.54%（-0.29pct）、2.63%（-0.28pct）、0.46%（-0.32pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 5.85%，同比+1.17pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.16%（+0.05pct）、1.24%（+0.62pct）、3.11%（-0.13pct）、1.34%（+0.64pct）。

公司 2022 年底公司三元材料/钴酸锂库存为 0.23/0.14 万吨，存货为 33.52 亿元。2023Q1 末，公司存货降至 27.71 亿元。

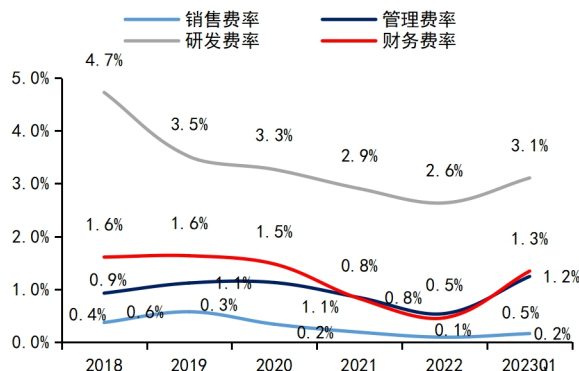
公司 2022 年计提资产减值损失 1.50 亿元，计提信用减值损失 1.02 亿元。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.55 亿元，冲回信用减值损失 1.01 亿元。

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



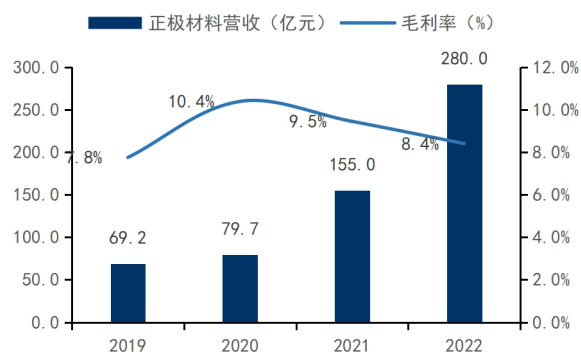
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司正极销量持续提升, 三元正极占比显著增长。2022 年公司正极营收 279.98 亿元, 同比+80%; 正极总销量为 7.96 万吨, 同比+10%; 其中三元正极销量 4.64 万吨, 同比+71%、钴酸锂销量 3.32 万吨, 同比-26%。我们估计 2022Q4 公司正极销量为 1.7 万吨, 环比-24%; 2023Q1 公司正极销量近 1 万吨, 环比下滑超 40%。

公司与行业内知名客户密切合作, 伴随客户规模增长实现销量提升。3C 锂电池领域, 公司与 ATL、三星 SDI、村田、珠海冠宇等客户密切合作; 动力电池领域, 公司与中创新航、松下、比亚迪、欣旺达、宁德时代建立稳定合作关系。

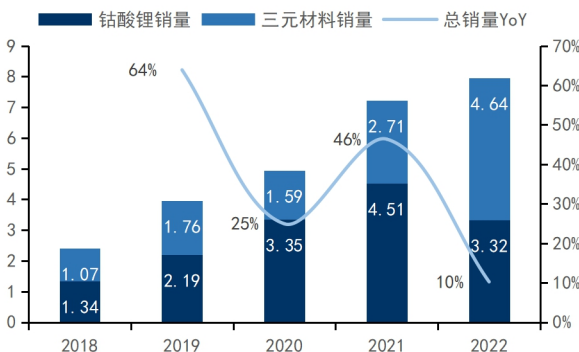
展望 2023 年, 伴随新能源车与消费电子终端需求的稳步回暖, 公司正极出货量有望达到 10 万吨左右, 同比增长近 30%。

图7: 公司正极材料营收及毛利率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司三元正极及钴酸锂销量 (万吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2022 年盈利能力同比提升明显。公司 2022 年正极吨净利约为 1.37 万元, 同比+0.6 万元, 主要受到高电压 6 系材料销售占比提升等因素影响。2022Q4 公司正极吨净利约为 1.35 万元, 环比-0.1 万元左右; 单吨扣非净利润为 1.03 万元, 环比下降近 0.4 万元。2023Q1 我们估算正极吨净利约为 1.05 万元, 环比-0.3 万元; 单吨扣非净利润约为 0.9 万元, 环比-0.1 万元。公司 2023Q1 产能利用率环比进一步下行, 造成盈利能力短期承压。

公司新产品布局加速推进，形成全方位供应体系。

- 1) **三元正极**：高电压 Ni7 系材料成功运用于 4.45V 动力电池，该产品能量密度与 Ni9 系持平，循环稳定性及存储性能接近 Ni6 系水平；Ni8 系材料开发实现技术突破，安全性能初步满足客户需求；Ni9 系材料通过多家电池客户测试，进入到海外车厂体系认证，已实现小批量生产。
- 2) **钴酸锂**：逐步解决了 4.5V 以上钴酸锂高温循环恶化的问题。
- 3) **补锂剂**：公司与客户协同开发了多款正极补锂材料，性能处于国内领先水平。
- 4) **钠电正极**：公司开发的高容量钠电正极材料稳定性良好，同时开展低成本、长循环优势的钠电正极材料开发。
- 5) **磷酸盐系材料**：磷酸铁锂方面，公司以液相法技术为核心并结合固相法，开发的产品具有高能量密度、高功率、优秀低温性能等。磷酸锰铁锂方面，公司开发出具有高电压和超高能量密度的产品，获得核心客户高度认可，并得到下游车厂加速推广和应用。

公司加快产业链协同，携手上游供应商保障原料供应。2022 年，公司与中色国贸合资设立中色正元，投资建设 6 万吨正极前驱体项目（2 万吨四氧化三钴+4 万吨三元前驱体）。同时公司还与与盛屯矿业、沧盛投资合资设立福泉厦钨（厦钨新能持股 65%），投资建设年产 4 万吨三元前驱体项目。公司不断拓展行业生态圈，通过与产业链上游企业进行合资建厂方式稳定公司原材料的供应保障。

公司氢能业务加速布局，有望贡献可观收益。公司 2022 年 12 月完成厦门钨业贮氢合金材料业务资产收购交易，将其纳入合并财务报表范围。公司 2022 年氢能业务营收 5.98 亿元，毛利率为 11.91%。公司新开发的第三代车载贮氢合金材料，成功运用于国际知名车企混合动力新车型。目前第三代车载贮氢合金材料已完成量试导入，实现批量生产；AB2 系列储氢材料技术储氢质量密度高、循环稳定性好，终端产品已进入如分布式储氢、氢能助力车、氢能叉车等固态储氢应用领域。

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 13.68/18.16/22.21 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 18.10/22.97 亿元），同比+22%/33%/22%，EPS 分别为 4.55/6.04/7.39 元，当前 PE 为 14/10/8 倍，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（2023 年 4 月 25 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
688778	厦钨新能	61.80	185.74	3.73	4.55	6.04	7.39	16.58	13.58	10.23	8.36	买入
688005	容百科技	62.04	279.73	3.00	3.77	4.83	6.18	20.67	16.47	12.85	10.04	买入
300073	当升科技	51.97	263.23	4.46	4.39	4.98	5.68	11.65	11.85	10.43	9.15	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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	425	1017	1000	1159	1519	营业收入	15566	28751	25872	29256	33100
应收款项	2954	4955	3615	4168	4716	营业成本	14079	26278	23396	26092	29432
存货净额	2795	3352	3048	3607	4081	营业税金及附加	23	37	52	64	70
其他流动资产	408	1262	936	1044	1177	销售费用	29	26	34	41	50
流动资产合计	6800	11052	9072	10453	11972	管理费用	131	155	181	216	238
固定资产	3310	3816	4854	5026	5773	研发费用	452	757	802	863	894
无形资产及其他	242	280	269	258	247	财务费用	128	132	49	59	41
其他长期资产	165	131	259	293	331	投资收益	11	5	10	10	10
长期股权投资	0	100	100	100	100	资产减值及公允价值变动	(165)	(252)	30	(40)	(40)
资产总计	10516	15380	14554	16130	18423	其他收入	213	373	100	190	190
短期借款及交易性金融负债	261	697	1042	600	600	营业利润	618	1240	1528	2040	2496
应付款项	4782	5134	2519	2947	3324	营业外净收支	(5)	1	0	0	0
其他流动负债	137	165	232	259	292	利润总额	613	1241	1528	2040	2496
流动负债合计	5191	6002	3793	3806	4216	所得税费用	45	111	145	204	250
长期借款及应付债券	1383	871	871	871	871	少数股东损益	13	9	15	20	25
其他长期负债	150	157	157	157	157	归属于母公司净利润	555	1121	1368	1816	2221
长期负债合计	1533	1028	1028	1028	1028	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	6724	7030	4821	4834	5244	净利润	555	1121	1368	1816	2221
少数股东权益	56	151	166	186	211	资产减值准备	(165)	(252)	30	(40)	(40)
股东权益	3736	8200	9567	11110	12968	折旧摊销	238	302	414	479	544
负债和股东权益总计	10516	15380	14554	16130	18423	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	128	132	49	59	41
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(159)	(3036)	(591)	(767)	(749)
每股收益	1.85	3.73	4.55	6.04	7.39	其它	(38)	304	25	109	96
每股红利	0.42	0.00	0.91	1.21	1.48	经营活动现金流	432	(1561)	1246	1597	2073
每股净资产	12.62	27.78	32.38	37.58	43.85	资本开支	(556)	(651)	(1440)	(640)	(1280)
ROIC	26%	28%	20%	22%	23%	其它投资现金流	(185)	(344)	(118)	(24)	(28)
ROE	15%	13%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(741)	(995)	(1558)	(664)	(1308)
毛利率	10%	9%	10%	11%	11%	权益性融资	1432	3446	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	7%	7%	负债净变化	(844)	5	345	(442)	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(3)	(183)	0	(274)	(363)
收入增长	95%	85%	-10%	13%	13%	其它融资现金流	(1092)	518	345	(442)	0
净利润增长率	122%	102%	22%	33%	22%	融资活动现金流	457	3135	295	(774)	(405)
资产负债率	64%	46%	33%	30%	28%	现金净变动	148	579	(17)	159	360
息率	0.7%	0.0%	1.5%	2.0%	2.4%	货币资金的期初余额	278	425	1017	1000	1159
P/E	33.45	16.58	13.58	10.23	8.36	货币资金的期末余额	425	1017	1000	1159	1519
P/B	4.90	2.22	1.91	1.64	1.41	企业自由现金流	314	(2021)	(343)	853	691
EV/EBITDA	23.19	14.23	12.84	9.52	8.04	权益自由现金流	(649)	(2136)	(43)	358	654

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 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 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。本报告仅供我公司客户使用，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