

厦钨新能 (688778.SH)

强烈推荐 (维持)

三季度销量略低于预期, 单吨盈利可持续性得到验证

周期/金属及材料  
当前股价: 89.21 元

10月26日公司发布第三季度报告: 公司2022年前三季度实现营业收入220亿元, 同比+114%, 实现归母净利润8.6亿元, 同比+115%, 实现扣非归母净利润7.7亿元, 同比+105%。三季度实现归母净利润3.27亿元, 同比/环比分别+121%/+0.3%, 扣非净利润3.16亿元, 同比/环比分别+118%/+1.9%。

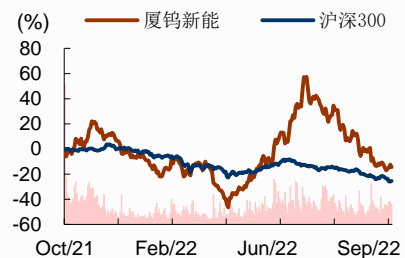
基础数据

总股本(万股)	30055
已上市流通股(万股)	9441
总市值(亿元)	268
流通市值(亿元)	84
每股净资产(MRQ)	13.8
ROE(TTM)	20.2
资产负债率	68.1%
主要股东	厦门钨业股份有限公司
主要股东持股比例	50.26%

□ Q3销量主要受钴酸锂拖累, 三元正极仍维持高增速。三季度公司三元正极销量约1.57万吨, 环比增幅近20%, 钴酸锂正极销量约0.67万吨, 环比下降超20%, 正极合计销量约2.24万吨, 环比基本持平, 三元正极出货占比提升至70%, 上半年为54%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	45	-14
相对表现	-6	50	13



资料来源: 公司数据、招商证券

□ Q3单吨盈利较上半年提升明显, 环比二季度基本持平, 可持续性得到验证。三季度单吨净利润、扣非净利润预计分别约1.46、1.41万元, 较上半年的1.33和1.14万元均有较大幅度提升。今年二季度以来, 公司凭借内部产品结构优化, 以及高性价比和差异化的中镍高电压三元产品, 保持了盈利能力在较高水平, 且公司保持“低库存、快周转”经营策略, 几无库存收益。

□ 期间费用率环比下降。期间费用率为3.28%, 同比-1.83pct, 环比-0.2pcts。其中: 销售费用率为0.07%, 同比-0.16pct, 环比持平; 管理费用率为0.61%, 同比-0.27pct, 环比+0.05pct; 研发费用率为2.12%, 同比-1.04pcts, 环比-0.46pct; 财务费用率为0.48%, 同比-0.36pct, 环比+0.21pcts。

相关报告

- 《厦钨新能(688778): Q2业绩超预期, 单吨盈利大幅提升》2022-07-16
- 《厦钨新能(688778): 高电压技术打造差异化竞争优势》2022-05-22

□ 产能布局提速, 宁德基地加码7万吨三元正极项目。该项目建设完成后, 宁德基地将达到年产9.5万吨的产能, 加上海璟9#车间项目和海璟1.5万吨扩产项目, 明后两年公司规划总产能11.5万吨。另外, 公司已经在四川基地启动了首期磷酸铁锂项目, 总体规划10万吨年产能, 预计明年将部分投产。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计2022-24年归母净利润12.2/17.9/21.7亿元, 对应市盈率22/15/12倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 新能源车销量不及预期、技术路线变动、原材料价格大幅波动、新项目建设不及预期等。

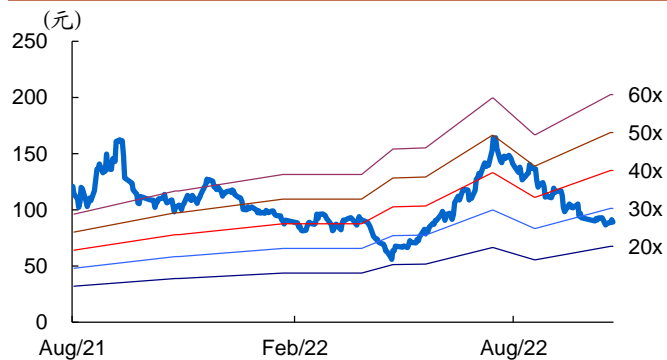
刘文平 S1090517030002  
liuwenping@cmschina.com.cn  
刘伟浩 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn  
赖如川 研究助理  
lairuchuan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7990	15566	25166	36322	45012
同比增长	15%	95%	62%	44%	24%
营业利润(百万元)	278	618	1355	1983	2402
同比增长	154%	122%	119%	46%	21%
归母净利润(百万元)	251	555	1223	1791	2170
同比增长	67%	122%	120%	46%	21%
每股收益(元)	0.83	1.85	4.07	5.96	7.22
PE	107.0	48.3	21.9	15.0	12.4
PB	15.3	7.2	5.5	4.0	3.0

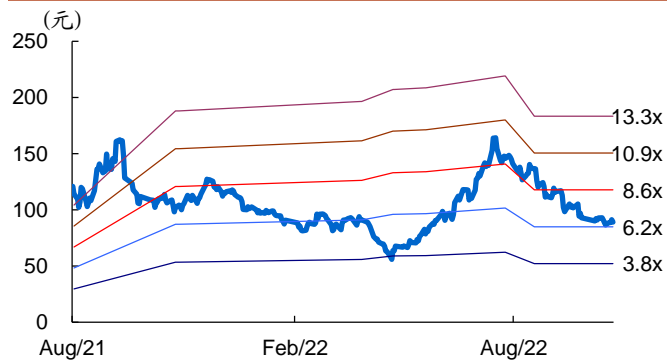
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 厦钨新能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 厦钨新能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《厦钨新能 (688778): Q2 业绩超预期, 单吨盈利大幅提升》2022-07-16
- 2、《行业深度报告: 高电压三元优势渐显》2022-06-06
- 3、《厦钨新能 (688778): 高电压技术打造差异化竞争优势》2022-05-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3200	6800	10641	15050	18502
现金	278	425	500	500	500
交易性投资	0	201	201	201	201
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1235	2954	4743	6846	8484
其它应收款	44	18	29	41	51
存货	1214	2795	4510	6511	8087
其他	429	407	659	951	1178
<b>非流动资产</b>	3022	3717	4635	5870	7392
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	2379	2796	3739	4995	6537
无形资产商誉	248	242	218	196	177
其他	391	678	678	678	678
<b>资产总计</b>	<b>6222</b>	<b>10516</b>	<b>15276</b>	<b>20920</b>	<b>25893</b>
<b>流动负债</b>	3122	5191	8777	12588	15341
短期借款	1043	6	924	1293	1336
应付账款	1644	4782	7737	11172	13876
预收账款	2	10	17	25	30
其他	434	392	99	99	99
<b>长期负债</b>	1294	1533	1533	1533	1533
长期借款	1135	1383	1383	1383	1383
其他	159	150	150	150	150
<b>负债合计</b>	<b>4417</b>	<b>6724</b>	<b>10310</b>	<b>14121</b>	<b>16875</b>
股本	189	252	301	301	301
资本公积金	1372	2740	2740	2740	2740
留存收益	187	744	1841	3632	5802
少数股东权益	57	56	84	126	176
归属于母公司所有者权益	1748	3736	4882	6673	8843
<b>负债及权益合计</b>	<b>6222</b>	<b>10516</b>	<b>15276</b>	<b>20920</b>	<b>25893</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	397	432	757	1332	2071
净利润	252	568	1251	1832	2220
折旧摊销	197	238	276	358	469
财务费用	114	123	126	160	173
投资收益	(1)	(11)	(58)	(58)	(58)
营运资金变动	(161)	(460)	(860)	(987)	(757)
其它	(4)	(27)	23	27	25
<b>投资活动现金流</b>	(333)	(741)	(1142)	(1542)	(1942)
资本支出	(333)	(556)	(1200)	(1600)	(2000)
其他投资	1	(185)	58	58	58
<b>筹资活动现金流</b>	161	457	460	209	(129)
借款变动	(119)	(837)	663	369	44
普通股增加	19	63	49	0	0
资本公积增加	422	1368	0	0	0
股利分配	0	0	(126)	0	0
其他	(160)	(136)	(126)	(160)	(173)
<b>现金净增加额</b>	<b>225</b>	<b>148</b>	<b>75</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	7990	15566	25166	36322	45012
营业成本	7152	14079	22779	32890	40851
营业税金及附加	14	23	36	53	65
营业费用	27	29	47	68	84
管理费用	90	131	151	218	270
研发费用	261	452	629	908	1125
财务费用	118	128	126	160	173
资产减值损失	(78)	(165)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	27	47	47	47	47
投资收益	1	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	278	618	1355	1983	2402
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	18	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	263	613	1351	1979	2397
所得税	11	45	100	146	178
少数股东损益	1	13	28	41	50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251</b>	<b>555</b>	<b>1223</b>	<b>1791</b>	<b>2170</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	95%	62%	44%	24%
营业利润	154%	122%	119%	46%	21%
归母净利润	67%	122%	120%	46%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.5%	9.5%	9.5%	9.4%	9.2%
净利率	3.1%	3.6%	4.9%	4.9%	4.8%
ROE	15.4%	20.3%	28.4%	31.0%	28.0%
ROIC	9.8%	14.3%	21.6%	23.7%	22.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.0%	63.9%	67.5%	67.5%	65.2%
净负债比率	38.9%	15.6%	15.1%	12.8%	10.5%
流动比率	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.9	2.0	2.0	1.9
存货周转率	6.9	7.0	6.2	6.0	5.6
应收账款周转率	8.4	7.4	6.5	6.3	5.9
应付账款周转率	5.0	4.4	3.6	3.5	3.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.83	1.85	4.07	5.96	7.22
每股经营净现金	1.32	1.44	2.52	4.43	6.89
每股净资产	5.82	12.43	16.24	22.20	29.42
每股股利	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	107.0	48.3	21.9	15.0	12.4
PB	15.3	7.2	5.5	4.0	3.0
EV/EBITDA	62.5	37.5	20.9	14.7	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**杜开欣：**招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。