

# 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

买入

### 核心观点

**2022Q3 公司盈利 3.27 亿元,同比增长 121%,环比增长 0.3%。**公司公告 2022Q3 营收为 77.27 亿元,同比+106%,环比-8%;实现归母净利润 3.27 亿元,同比+121%,环比+0.3%。公司 2022 年前三季度营收为 220.30 亿元,同比+114%;实现归母净利润 8.59 亿元,同比+115%。

**公司正极出货量稳步增长。**2022 年前三季度公司正极销量达到 6.26 万吨,其中三元材料销量 3.72 万吨,同比+117%,钴酸锂销量 2.54 万吨,稳居龙头地位。2022Q3 公司正极总销量为 2.24 万吨,环比+1%;其中三元正极销量 1.57 万吨,环比+19%,钴酸锂销量 0.67 万吨,环比-25%。展望全年,公司正极销量有望接近 9 万吨。展望 2023 年,伴随下游客户销量稳步提升以及新增产能释放,公司正极销量有望达到近 15 万吨。

**公司盈利能力环比表现平稳。**2022Q3 公司正极单吨净利为 1.41 万元,环比+0.02 万元,公司凭借正极出货结构持续优化以及差异化的中镍高电压三元正极产品,使得盈利能力维持在较高水平。

**公司产能扩张有序,2022 年底产能有望达到近 11 万吨。**公司 2021 年底正极总产能近 8 万吨,2022H2 海璟二期 1 万吨、海璟三期 2 万吨三元材料项目有望投产,年底正极产能有望达到近 11 万吨。

**公司新产品体系进展顺利,积极向下游导入。**钴酸锂材料方面,公司 4.48V 产品在 2020 年量产并于 2021 年实现大批量供货,4.5V 产品已从 2022 年开始批量供应。三元材料方面,4.4V 高电压 6 系产品已于 2022 年开始批量供应,高电压 7 系产品正在积极推进研发,高镍 9 系已进入量试阶段。此外,公司还在磷酸锰铁锂、补锂剂、固态电池正极等材料体系领域广泛布局。

**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:上调盈利预测,维持“买入”评级。**基于客户放量推高公司出货量以及产品结构改善带来的盈利能力边际优化,我们上调原有盈利预测,预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 12.32/18.10/22.97 亿元(原预测 2022-2024 年为 11.84/17.70/21.63 亿元),同比增速分别为 122/47/27%,摊薄 EPS 分别为 4.10/6.02/7.64 元,当前股价对应 PE 分别为 20/14/11 倍,维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,990	15,566	31,200	40,760	43,320
(+/-%)	14.5%	94.8%	100.4%	30.6%	6.3%
净利润(百万元)	251	555	1232	1810	2297
(+/-%)	66.9%	121.7%	121.9%	46.9%	26.9%
每股收益(元)	1.00	2.21	4.10	6.02	7.64
EBIT Margin	5.6%	5.5%	5.1%	6.0%	7.1%
净资产收益率(ROE)	13.9%	14.6%	24.7%	26.3%	24.8%
市盈率(PE)	82.8	37.4	20.1	13.7	10.8
EV/EBITDA	39.2	25.2	18.1	13.2	10.4
市净率(PB)	11.50	5.47	4.96	3.61	2.68

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

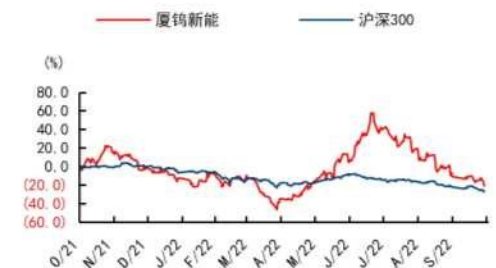
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	82.50 元
总市值/流通市值	24833/7755 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	263.92 百万元

#### 市场走势



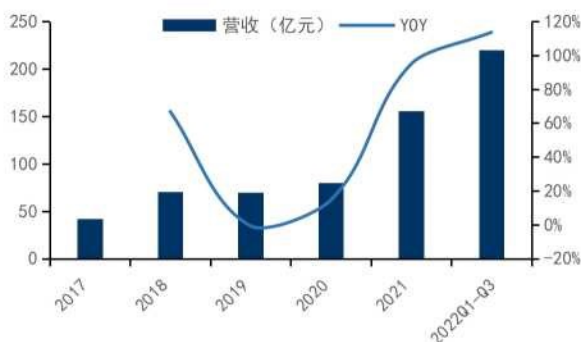
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

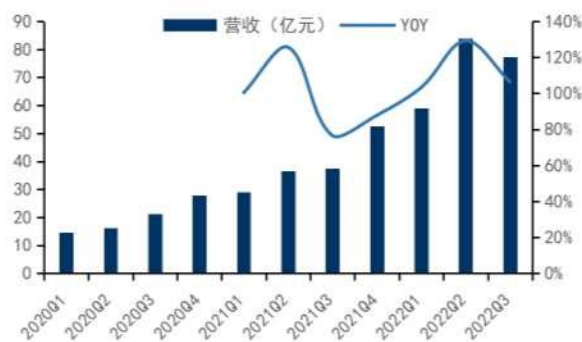
《厦钨新能(688778.SH)-2022年中报业绩点评-三元正极出货高速增长,产品结构优化增厚利润》——2022-08-08

《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

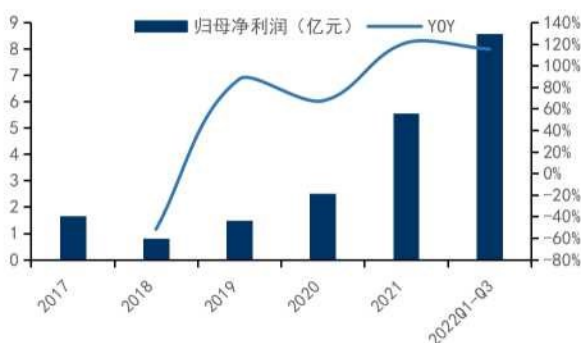
公司公告 2022Q3 营收为 77.27 亿元，同比+106%，环比-8%；实现归母净利润 3.27 亿元，同比+121%，环比+0.3%。公司 2022 年前三季度营收为 220.30 亿元，同比+114%；实现归母净利润 8.59 亿元，同比+115%。

**图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


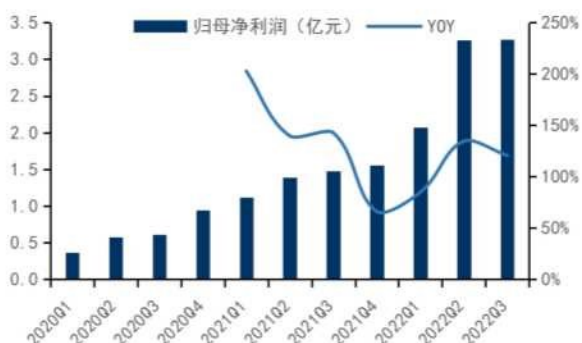
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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

**公司期间费用率稳步下降。**2022 年前三季度公司期间费用率为 3.73%，同比-1.01pct。公司 2022Q3 期间费用率为 3.28%，环比-0.20pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.07% (0.00pct)、0.61% (+0.04pct)、2.12% (-0.46pct)、0.48% (+0.21pct)。

公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.21 亿元，计提信用减值损失 0.29 亿元。

**公司正极出货量稳步增长。**2022 年前三季度公司正极销量达到 6.26 万吨，其中三元材料销量 3.72 万吨，同比+117%，钴酸锂销量 2.54 万吨，稳居龙头地位。2022Q3 公司正极总销量为 2.24 万吨，环比+1%；其中三元正极销量 1.57 万吨，环比+19%，钴酸锂销量 0.67 万吨，环比-25%。展望全年，公司正极销量有望接近 9 万吨。展望 2023 年，伴随下游客户销量稳步提升以及新增产能释放，公司正极销量有望达到近 15 万吨。

**公司盈利能力环比表现平稳。**2022Q3 公司正极单吨净利为 1.41 万元，环比+0.02 万元，公司凭借正极出货结构持续优化以及差异化的中镍高电压三元正极产品，使得盈利能力维持在较高水平。

**公司产能扩张有序，2022 年底产能有望达到近 11 万吨。**公司 2021 年底正极总产能近 8 万吨，2022H2 海璟二期 1 万吨、海璟三期 2 万吨三元材料项目有望投产，年底正极产能有望达到近 11 万吨。

**公司新产品体系进展顺利，积极向下游导入。**钴酸锂材料方面，公司 4.48V 产品在 2020 年量产并于 2021 年实现大批量供货，4.5V 产品已从 2022 年开始批量供应。三元材料方面，4.4V 高电压 6 系产品已于 2022 年开始批量供应，高电压 7 系产品正在积极推进研发，高镍 9 系已进入量试阶段。此外，公司还在磷酸锰铁锂、补锂剂、固态电池正极等材料体系领域广泛布局。

### 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

基于产品结构改善带来的盈利能力边际优化，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 12.32/18.10/22.97 亿元（原预测 2022-2024 年为 11.84/17.70/21.63 亿元），同比增速分别为 122/47/27%，摊薄 EPS 分别为 4.10/6.02/7.64 元，当前股价对应 PE 分别为 20/14/11 倍，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（2022 年 10 月 29 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (2021A)	PEG (2022E)	投资评级
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E			
688778	厦钨新能	82.50	247.95	2.21	4.10	6.02	7.64	37.37	20.12	13.70	10.79	14.87	0.20	买入
688005	容百科技	74.88	337.62	2.03	3.36	5.05	6.66	36.82	22.28	14.82	11.24	16.78	0.14	买入
300073	当升科技	58.11	294.33	2.15	4.10	4.68	5.99	26.98	14.18	12.41	9.71	11.55	0.12	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	278	425	300	300	300	<b>营业收入</b>	<b>7990</b>	<b>15566</b>	<b>31200</b>	<b>40760</b>	<b>43320</b>
应收款项	1235	2954	4188	5584	5934	营业成本	7152	14079	28529	37063	38998
存货净额	1214	2795	4616	6030	6409	营业税金及附加	14	23	47	61	65
其他流动资产	395	408	1141	1483	1560	销售费用	27	29	31	33	35
<b>流动资产合计</b>	<b>3200</b>	<b>6800</b>	<b>10474</b>	<b>13634</b>	<b>14442</b>	管理费用	90	131	181	228	230
固定资产	2670	3310	3912	5419	6298	研发费用	261	452	811	937	931
无形资产及其他	248	242	233	223	213	财务费用	118	128	72	160	200
其他长期资产	100	165	312	408	433	投资收益	1	11	5	0	10
长期股权投资	4	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(78)	(165)	(210)	(80)	(70)
<b>资产总计</b>	<b>6222</b>	<b>10516</b>	<b>14931</b>	<b>19683</b>	<b>21387</b>	其他收入	104	213	305	90	70
短期借款及交易性金融负债	1286	261	3193	4512	3495	营业利润	278	618	1420	2207	2802
应付款项	1644	4782	4638	6027	6328	营业外净收支	(15)	(5)	5	0	0
其他流动负债	190	137	569	738	775	<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>613</b>	<b>1425</b>	<b>2207</b>	<b>2802</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3122</b>	<b>5191</b>	<b>8400</b>	<b>11276</b>	<b>10599</b>	所得税费用	11	45	142	331	420
长期借款及应付债券	1135	1383	1383	1383	1383	少数股东损益	1	13	50	66	84
其他长期负债	159	150	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251</b>	<b>555</b>	<b>1232</b>	<b>1810</b>	<b>2297</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1294</b>	<b>1533</b>	<b>1533</b>	<b>1533</b>	<b>1533</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4417</b>	<b>6724</b>	<b>9933</b>	<b>12810</b>	<b>12132</b>	<b>净利润</b>	251	555	1232	1810	2297
少数股东权益	57	56	106	172	256	资产减值准备	(78)	(165)	(210)	(80)	(70)
股东权益	1748	3736	4891	6701	8998	折旧摊销	197	238	315	402	500
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6222</b>	<b>10516</b>	<b>14931</b>	<b>19683</b>	<b>21387</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	118	128	72	160	200
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(217)	(159)	(3523)	(1601)	(470)
每股收益	1.00	2.21	4.10	6.02	7.64	其它	245	(38)	326	307	344
每股红利	0.00	0.50	0.00	0.00	1.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>397</b>	<b>432</b>	<b>(1860)</b>	<b>838</b>	<b>2602</b>
每股净资产	7.18	15.07	16.63	22.87	30.79	资本开支	(333)	(556)	(907)	(1900)	(1370)
ROIC	18%	26%	30%	26%	26%	其它投资现金流	1	(185)	(142)	(96)	(16)
ROE	14%	15%	25%	26%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(333)</b>	<b>(741)</b>	<b>(1049)</b>	<b>(1995)</b>	<b>(1385)</b>
毛利率	10%	10%	9%	9%	10%	权益性融资	442	1432	49	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	7%	负债净变化	(163)	(844)	2932	1318	(1016)
EBITDA Margin	8%	7%	6%	7%	8%	支付股利、利息	0	(3)	(126)	0	0
收入增长	15%	95%	100%	31%	6%	其它融资现金流	(1131)	(1092)	2932	1318	(1016)
净利润增长率	67%	122%	122%	47%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>161</b>	<b>457</b>	<b>2784</b>	<b>1158</b>	<b>(1216)</b>
资产负债率	71%	64%	67%	65%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>225</b>	<b>148</b>	<b>(125)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	1.9%	货币资金的期初余额	51	278	425	300	300
P/E	82.84	37.37	20.12	13.70	10.79	货币资金的期末余额	278	425	300	300	300
P/B	11.50	5.47	4.96	3.61	2.68	企业自由现金流	73	314	(2674)	(1027)	1263
EV/EBITDA	39.16	25.19	18.13	13.24	10.37	权益自由现金流	(203)	(649)	194	155	77

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