

## 电力设备

2022 年 12 月 15 日

## 厦钨新能 (688778)

——设立合资子公司投建前驱体产能，完善产业链布局

报告原因：有信息公布需要点评

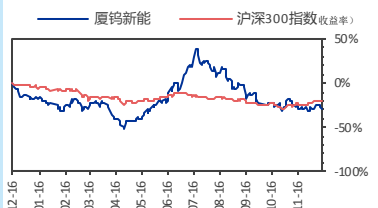
买入（维持）

市场数据：		2022 年 12 月 14 日
收盘价（元）		84.87
一年内最高/最低（元）		168/56.23
市净率		3.2
息率（分红/股价）		0.59
流通 A 股市值（百万元）		8012
上证指数/深证成指		3176.53/11321.81

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2022 年 09 月 30 日
每股净资产（元）		26.48
资产负债率%		49.77
总股本/流通 A 股（百万）		301/94
流通 B 股/H 股（百万）		-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《厦钨新能（688778）点评：业绩符合预期，单吨盈利稳健》 2022/10/26

《厦钨新能（688778）深度：钴酸锂正极龙头，高电压三元业务腾飞》 2022/09/19

## 证券分析师

王霖 A0230522070002  
wanglin@swsresearch.com  
朱栋 A0230522050001  
zhudong@swsresearch.com  
王子越 A0230522110001  
wangzy@swsresearch.com

## 联系人

王霖  
(8621)23297818x  
wanglin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**事件：**公司发布公告，拟与盛屯矿业、厦门沧盛投资在贵州省福泉市合资设立福泉厦钨新能源建设年产 40000 吨三元前驱体项目，计划投资总金额 116455 万元，公司在合资子公司中持股 65%。

## 投资要点：

- **合资设立控股子公司，向上游原材料延伸。**本次公司与盛屯矿业、沧盛投资合资成立控股子公司并投资建设三元前驱体生产线，有助于公司加强与产业链上游的合作，稳固原材料供应渠道，提升公司前驱体自供比例。公司合作方中，盛屯矿业的主营业务为有色金属资源的开发利用，在本次投资合作的基础上，公司与盛屯矿业签署协议，由盛屯矿业及其权益子公司向合资公司长期供应制造三元前驱体所需的原料，保障了合资公司的供应链稳定性。根据公司公告，由合资公司为实施主体的年产 40000 吨三元前驱体产线建设项目，预计在 25 年一季度投产；我们认为，项目建设完成后将提升公司前驱体自供比例，完善公司在上游资源端的布局。
- **公司与上游资源方合作加速，产业链布局逐步完善。**除了本次与盛屯矿业的合作之外，在 11 月 23 日，公司公告拟与中色国际贸易有限公司在安徽铜陵合资设立子公司，投建年产 6 万吨锂电正极材料前驱体（含 2 万吨四氧化三钴、4 万吨三元前驱体）生产线。其中，公司在合资子公司中持股比例为 43%，合作方中色国贸持股比例 57%，中色国贸的主要股东为中国有色矿业集团，在上游资源端具备较强实力。我们认为，公司近期在加速推进与产业链上游的合作，通过设立参股或者控股子公司的方式，完善在资源端的布局，提升公司未来原材料供应的稳定性，增强公司中长期的竞争力。
- **公司高电压技术领先，产能投建加速。**公司中镍高电压技术领先，新款 4.4V 高电压 6 系三元材料在今年大批量供应客户，并且在积极推进新一代 7 系高电压产品的研发。目前公司在加速产能扩建，预计 23 年将新建成 4.5 万吨三元材料产能和 2 万吨磷酸铁锂产能；此外，公司还规划了在宁德基地投建 7 万吨三元材料产能，预计 25 年 8 月前投产；并且计划在四川雅安建设磷酸铁锂二期 20000 万吨/年产线，预计 24 年 4 月投产。我们预计随着公司新增产能的投放，公司将开拓更多头部客户，助力公司业务中长期的持续发展。
- **投资分析意见：**公司高电压技术领先，与上游资源端的合作加速。公司新增产能的逐步释放，有望推动公司业绩保持快速增长。我们维持对公司 22/23/24 年实现归母净利润预测分别为 12.18/18.99/26.19 亿元 对应 12 月 14 日收盘价 PE 为 21/13/10 倍 维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游配套车型销量不及预期、产能投建不及预期、新技术迭代风险。

## 财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	15,566	22,030	29,880	34,930	38,100
同比增长率（%）	94.8	113.6	92.0	16.9	9.1
归母净利润（百万元）	555	859	1,218	1,899	2,619
同比增长率（%）	121.7	115.3	119.3	56.0	37.9
每股收益（元/股）	2.21	2.86	4.05	6.32	8.71
毛利率（%）	9.6	8.7	8.2	9.9	12.2
ROE（%）	14.9	10.8	14.6	19.1	21.6
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,990	15,566	29,880	34,930	38,100
其中: 营业收入	7,990	15,566	29,880	34,930	38,100
减: 营业成本	7,152	14,079	27,435	31,455	33,447
减: 税金及附加	14	23	43	51	55
主营业务利润	824	1,464	2,402	3,424	4,598
减: 销售费用	27	29	30	35	53
减: 管理费用	90	131	149	192	229
减: 研发费用	261	452	747	943	1,181
减: 财务费用	118	128	97	126	165
经营性利润	328	725	1,379	2,128	2,970
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-30	-91	-85	-90	-110
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-47	-75	-56	-30	-50
加: 投资收益及其他	28	58	107	90	83
营业利润	278	618	1,345	2,098	2,893
加: 营业外净收入	-15	-5	0	0	0
利润总额	263	613	1,345	2,098	2,893
减: 所得税	11	45	99	155	214
净利润	252	568	1,246	1,943	2,679
少数股东损益	1	13	28	44	60
归属于母公司所有者的净利润	251	555	1,218	1,899	2,619
全面摊薄总股本	189	252	301	301	301
每股收益 (元)	1.36	2.65	4.05	6.32	8.71

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。