

厦钨新能 (688778.SH)

加码前向布局，产业链自主实现降本增效

事件: 公司发布公告, 拟与盛屯矿业、沧盛投资合资设立福泉厦钨新能源, 其中公司拟以现金出资 3.25 亿元, 持股 65%; 由福泉厦钨新能源投资 11.65 亿元建设年产 4 万吨三元前驱体生产线。项目建设周期为 27 个月, 预计 2025 年一季度投产。

合资设立子公司, 持续加快与产业链上游合作。 此次公司对外投资旨在通过加强与产业链上游的合作, 来锁定上游资源, 从而提升前驱体自供比例。其中, 公司合作方盛屯矿业致力于新能源电池所需有色金属资源的开发利用, 其可为合资公司提供丰富且具有价格优势的钴、镍资源, 保证合资公司的供应链稳定; 合作方沧盛投资在前驱体研发、生产管理和市场开拓等方面具备丰富人才储备, 亦有利于提升合资公司核心竞争力。此外, 11 月 23 日, 公司公告与中色国贸合资设立合资子公司, 投资建设年产 6 万吨锂电正极材料前驱体生产线, 公司 1 个月内两次前驱体重大投资公告, 表明公司坚定前驱体布局以促进正极业务降本增效的战略规划。

三元前驱体为三元正极关键原材料, 产业链自主促进降本增效。 三元前驱体为三元正极核心原材料, 占正极原材料成本超一半。三元前驱体的性能将直接决定三元正极材料核心理化性能, 即通过影响三元正极的粒径、形貌、元素配比、杂质含量, 进而直接影响锂电池能量密度、倍率性能、循环寿命等核心电化学性能。公司以往主要通过与中伟股份、格林美、帕瓦股份等上游原材料商签订战略合作协议, 来锁定三元前驱体供应资源。当前, 公司在前驱体方面除大力扩建产能外, 亦自主开发新型前驱体生产技术, 通过大量减少前驱体生产过程中含氮废水的产生, 来解决三元前驱体生产环节中由来已久的环保问题。此次控股子公司的设立, 将进一步提升公司在三元正极材料产业链上的自主程度, 从而推动三元正极业务的降本增效。

高电压三元标签企业, 产能投放拉动业绩弹性。 公司正极现有产能及规划产能丰富, 其中 2022 年三元正极材料投产 3 万吨, 年底名义产能达 6.8 万吨; 预计 2023 年下半年投产 4.5 万吨, 2023 年名义产能将达 11.3 万吨。公司主打高电压、高功率三元产品, 下游客户包括中创新航、松下、比亚迪、宁德时代等龙头企业。另外, 在磷酸铁锂方面, 公司与雅化锂业、沧雅投资合资建设年产 10 万吨磷酸铁锂生产线, 正极业务布局全面。公司规划产能的持续投放, 将带动公司营收水平的快速增长。

产品结构持续改善, 吨净利提升持续向好。 随着下游新能源车销量快速增长, 公司三元正极产能逐步释放, 当前主打产品已完成从消费电池到动力电池的切换。2021 年, 公司正极合计出货 7.2 万吨, 三元占 37.5%, 钴酸锂占 62.5%; 今年上半年, 三元出货占比已提升至 53.5%, 而钴酸锂占比为 46.5%, 三元占比超一半, 公司业务重心已从消费切换至动力。此外, 公司的吨净利水平持续提升, 从 2018 年的 0.33 万元/吨, 提升到了 2021 年的 0.77 万元/吨, 在今年上半年, 达到了 1.32 万元/吨。随着后续公司产销放量及吨净利的持续改善, 公司盈利水平有望进一步提升。

盈利预测: 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 314.7/389.9/457.5 亿元; 归母净利润分别为 12.9/20.5/27.3 亿元。维持“增持”评级。

风险提示: 新能源车行业发展不及预期; 行业竞争进一步加剧的风险。原材料价格变动风险; 公司产能建设不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,990	15,566	31,474	38,989	45,747
增长率 yoy (%)	14.5	94.8	102.2	23.9	17.3
归母净利润 (百万元)	251	555	1,289	2,046	2,728
增长率 yoy (%)	66.9	121.7	132.2	58.7	33.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.83	1.85	4.29	6.81	9.08
净资产收益率 (%)	13.9	15.0	26.1	29.5	28.3
P/E (倍)	99.8	45.0	19.4	12.2	9.2
P/B (倍)	14.3	6.7	5.1	3.6	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 16 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	电池
12 月 16 日收盘价(元)	83.20
总市值(百万元)	25,005.82
总股本(百万股)	300.55
其中自由流通股(%)	31.41
30 日日均成交量(百万股)	3.21

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

分析师 林卓欣

执业证书编号: S0680522120002

邮箱: linzhuoxin@gszq.com

相关研究

1、《厦钨新能 (688778.SH): 钴酸锂龙头, 携高电压三元乘风而起》2022-08-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3200	6800	14901	12863	19130	营业收入	7990	15566	31474	38989	45747
现金	278	425	2762	2862	3705	营业成本	7152	14079	28430	34735	40429
应收票据及应收账款	1235	2954	5526	4601	7207	营业税金及附加	14	23	48	61	72
其他应收款	44	18	229	52	240	营业费用	27	29	115	143	143
预付账款	78	17	434	33	426	管理费用	90	131	315	398	456
存货	1214	2795	5301	4591	6922	研发费用	261	452	944	1170	1372
其他流动资产	351	591	650	724	629	财务费用	118	128	180	196	157
非流动资产	3022	3717	5310	6334	7255	资产减值损失	-47	-75	0	0	0
长期投资	4	0	-4	-8	-12	其他收益	27	47	0	0	0
固定资产	2379	2796	3620	4397	5124	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	248	242	639	827	977	投资净收益	1	11	3	4	5
其他非流动资产	391	678	1055	1117	1167	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	6222	10516	20212	19196	26385	营业利润	278	618	1444	2290	3123
流动负债	3122	5191	13655	10759	15422	营业外收入	3	2	3	3	2
短期借款	1043	6	3932	2605	3037	营业外支出	18	6	7	8	10
应付票据及应付账款	1644	4782	8194	7660	10793	利润总额	263	613	1440	2285	3116
其他流动负债	436	402	1529	494	1593	所得税	11	45	144	228	374
非流动负债	1294	1533	1545	1408	1239	净利润	252	568	1296	2056	2742
长期借款	1135	1383	1387	1255	1085	少数股东损益	1	13	6	10	14
其他非流动负债	159	150	158	153	154	归属母公司净利润	251	555	1289	2046	2728
负债合计	4417	6724	15201	12167	16661	EBITDA	589	930	1768	2719	3569
少数股东权益	57	56	63	73	87	EPS (元/股)	0.83	1.85	4.29	6.81	9.08
股本	189	252	301	301	301						
资本公积	1372	2740	2740	2740	2740						
留存收益	188	743	1966	3876	6375						
归属母公司股东权益	1748	3736	4948	6957	9638						
负债和股东权益	6222	10516	20212	19196	26385						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	397	432	366	3041	1986
净利润	252	568	1296	2056	2742
折旧摊销	197	238	211	277	343
财务费用	118	128	180	196	157
投资损失	-1	-11	-3	-4	-5
营运资金变动	-248	-634	-1319	516	-1250
其他经营现金流	80	143	1	0	0
投资活动现金流	-333	-741	-1802	-1296	-1259
资本支出	333	556	1597	1027	925
长期投资	0	-186	4	4	4
其他投资现金流	1	-371	-201	-265	-330
筹资活动现金流	161	457	865	-387	-514
短期借款	-709	-1036	1019	-69	-199
长期借款	968	248	4	-132	-170
普通股增加	19	63	49	0	0
资本公积增加	422	1368	0	0	0
其他筹资现金流	-539	-185	-206	-186	-145
现金净增加额	226	147	-570	1358	213

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	14.5	94.8	102.2	23.9	17.3
营业利润 (%)	154.1	122.3	133.8	58.6	36.4
归属母公司净利润 (%)	66.9	121.7	132.2	58.7	33.3
获利能力					
毛利率 (%)	10.5	9.5	9.7	10.9	11.6
净利率 (%)	3.1	3.6	4.1	5.2	6.0
ROE (%)	13.9	15.0	26.1	29.5	28.3
ROIC (%)	8.7	11.6	13.1	19.4	19.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.0	63.9	75.2	63.4	63.1
净负债比率 (%)	127.3	36.0	61.6	22.2	10.6
流动比率	1.0	1.3	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.9	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	8.4	7.4	7.4	7.7	7.7
应付账款周转率	5.0	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.83	1.85	4.29	6.81	9.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.32	1.44	1.22	10.12	6.61
每股净资产 (最新摊薄)	5.82	12.43	16.30	22.98	31.90
估值比率					
P/E	99.8	45.0	19.4	12.2	9.2
P/B	14.3	6.7	5.1	3.6	2.6
EV/EBITDA	46.5	28.2	15.8	9.7	7.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 16 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com