

688778.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 61.47

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(22.6)	(9.4)	(28.5)	(8.6)
相对上证综指	(29.6)	(10.0)	(30.7)	(17.3)

发行股数 (百万)	300.55
流通股 (百万)	94.41
总市值 (人民币 百万)	18,474.85
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	134.98
主要股东	
厦门钨业股份有限公司	50.26

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 5 月 5 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备: 电池

证券分析师: 李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518070001

联系人: 武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121070028

厦钨新能

年报业绩符合预期, 三元材料销量显著增长

公司发布 2022 年年报, 全年实现盈利 11.21 亿元, 同比大幅增长 93.66%, 三元材料出货量显著增长, 布局多种新型产品; 维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **2022 年盈利同比增长 93.66%, 符合预期:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营业收入 287.51 亿元, 同比增长 80.55%; 盈利 11.21 亿元, 同比增长 93.66%; 扣非盈利 9.79 亿元, 同比增长 91.08%。根据公司年报测算, 2022Q4 实现营收 67.22 亿元, 同比增长 19.78%, 盈利 2.62 亿元, 同比增长 45.64%; 扣非盈利 2.06 亿元, 同比增长 51.55%。公司此前发布快报, 预计 2022 年盈利 11.21 亿元, 公司业绩符合预期。
- **出货量大幅增长, 三元材料增速明显:** 公司受益于 3C 消费、动力、贮氢合金等市场的快速发展, 出货量实现稳步提升, 全年实现材料销量 8.36 万吨, 其中锂电正极材料 7.96 万吨, 氢能材料销量 0.4 万吨。分产品来看, 钴酸锂全年实现产量 3.39 万吨, 同比减少 24.10%, 销量 3.32 万吨, 同比减少 26.42%, 收入 143.43 亿元, 同比增长 24.94%, 毛利率 6.69%, 同比减少 1.51 个百分点; 三元材料实现产量 4.77 万吨, 同比增长 79.99%, 销量 4.64 万吨, 同比增长 71.32%, 收入 136.55 亿元, 同比增长 239.35%, 毛利率 10.21%, 同比减少 2.81 个百分点; 贮氢合金材料实现产量 0.39 万吨, 同比减少 3.72%, 销量 0.4 万吨, 同比增长 3.6%, 收入 5.98 亿元, 同比增长 67.09%, 毛利率 11.91%, 同比减少 1.19 个百分点。
- **布局多种新型产品, 产能逐步释放:** 公司磷酸盐系正极材料采用固相和液相结合方法, 产品性能优异, 改善了低温性能, 目前已启动项目建设; 公司开发的钠电材料稳定性好, 获得客户好评。此外, 2022 年公司新增产能逐步落地, 将进一步增长公司竞争力。

估值

- 结合公司公告与行业近期原材料快速下跌情况, 我们将公司 2023-2025 年预测每股收益调整至 4.73/6.43/8.07 元 (原预测 2023-2025 年摊薄每股收益为 5.97/8.15/-元), 对应市盈率 13.0/9.6/7.6 倍; 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 产业链需求不达预期; 原材料价格出现不利波动; 疫情影响超预期; 新能源汽车产业政策不达预期; 新能源汽车产品力不达预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	15,566	28,751	27,387	32,196	37,385
增长率(%)	94.8	84.7	(4.7)	17.6	16.1
EBITDA(人民币 百万)	928	1,548	1,969	2,630	3,258
归母净利润(人民币 百万)	555	1,121	1,423	1,931	2,426
增长率(%)	121.7	101.8	27.0	35.7	25.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.85	3.73	4.73	6.43	8.07
原先预测摊薄每股收益(人民币)			5.97	8.15	-
变动(%)			(20.8)	(21.1)	-
市盈率(倍)	33.3	16.5	13.0	9.6	7.6
市净率(倍)	4.9	2.3	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA(倍)	31.0	16.2	8.8	7.2	3.9
每股股息 (人民币)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	同比(%)
营业收入	15,924.02	28,751.31	80.55
营业成本	14,390.60	26,277.85	82.60
毛利润	1,533.42	2,473.46	61.30
营业税金及附加	24.15	37.14	53.79
管理费用	132.72	154.98	16.77
销售费用	29.86	26.32	(11.86)
营业利润	641.09	1,239.75	93.38
资产减值	(74.96)	(149.81)	/
财务费用	127.11	131.92	3.78
投资收益	11.21	5.50	(50.94)
营业外收入	1.51	6.24	313.25
营业外支出	6.44	5.28	(18.01)
利润总额	636.16	1,240.71	95.03
所得税	44.76	110.83	147.61
少数股东损益	12.79	9.33	(27.05)
归属于母公司的净利润	578.61	1,120.55	93.66
基本每股收益(元)	2.76	4.18	51.45
毛利率(%)	9.55	8.60	0.95 个百分点
净利率(%)	3.65	3.93	(0.28 个百分点)

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,566	28,751	27,387	32,196	37,385
营业收入	15,566	28,751	27,387	32,196	37,385
营业成本	14,079	26,278	24,955	28,930	33,430
营业税金及附加	23	37	36	32	37
销售费用	29	26	27	32	37
管理费用	131	155	137	161	187
研发费用	452	757	685	773	860
财务费用	128	132	130	143	159
其他收益	47	121	100	100	100
资产减值损失	(75)	(150)	(100)	(50)	(50)
信用减值损失	(91)	(102)	150	(50)	(50)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	5	10	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	618	1,240	1,578	2,135	2,684
营业外收入	2	6	10	10	10
营业外支出	6	5	8	1	1
利润总额	613	1,241	1,580	2,144	2,693
所得税	45	111	142	193	242
净利润	568	1,130	1,437	1,951	2,450
少数股东损益	13	9	14	20	25
归母净利润	555	1,121	1,423	1,931	2,426
EBITDA	928	1,548	1,969	2,630	3,258
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.85	3.73	4.73	6.43	8.07

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,800	11,052	12,306	19,946	18,296
货币资金	425	1,017	5,477	6,439	7,477
应收账款	2,954	4,955	2,653	6,291	4,094
应收票据	0	0	0	0	0
存货	2,795	3,352	3,580	5,260	5,884
预付账款	17	17	15	22	21
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	609	1,712	581	1,934	820
非流动资产	3,717	4,328	5,267	5,629	6,021
长期投资	0	100	100	100	100
固定资产	2,796	3,637	4,049	4,518	4,967
无形资产	242	280	289	297	304
其他长期资产	678	311	829	714	650
资产合计	10,516	15,380	17,573	25,574	24,317
流动负债	5,191	6,002	6,512	12,137	9,970
短期借款	6	70	1,181	3,014	739
应付账款	3,485	2,096	3,450	3,783	5,504
其他流动负债	1,700	3,837	1,882	5,340	3,728
非流动负债	1,533	1,028	1,269	1,694	155
长期借款	1,383	871	1,116	1,539	0
其他长期负债	150	157	154	155	155
负债合计	6,724	7,030	7,782	13,832	10,124
股本	252	301	301	301	301
少数股东权益	56	151	165	184	209
归属母公司股东权益	3,736	8,200	9,627	11,558	13,984
负债和股东权益合计	10,516	15,380	17,573	25,574	24,317

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	568	1,130	1,437	1,951	2,450
折旧摊销	241	302	372	463	526
营运资金变动	(159)	(3,036)	2,606	(2,886)	2,795
其他	(218)	43	130	127	152
经营活动现金流	432	(1,561)	4,546	(345)	5,923
资本支出	(556)	(651)	(1,320)	(820)	(920)
投资变动	(196)	(350)	0	0	0
其他	11	6	10	10	10
投资活动现金流	(741)	(995)	(1,310)	(810)	(910)
银行借款	(788)	(449)	1,356	2,257	(3,815)
股权融资	1,361	3,335	4	0	0
其他	(115)	249	(135)	(141)	(160)
筹资活动现金流	457	3,135	1,225	2,116	(3,975)
净现金流	148	579	4,461	962	1,038

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	94.8	84.7	(4.7)	17.6	16.1
营业利润增长率(%)	122.3	100.8	27.2	35.3	25.7
归属于母公司净利润增长率(%)	121.7	101.8	27.0	35.7	25.6
息税前利润增长率(%)	86.4	81.3	28.3	35.7	26.1
息税折旧前利润增长率(%)	64.2	66.8	27.2	33.6	23.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	121.7	101.8	27.0	35.7	25.6
获利能力					
息税前利润率(%)	4.4	4.3	5.8	6.7	7.3
营业利润率(%)	4.0	4.3	5.8	6.6	7.2
毛利率(%)	9.5	8.6	8.9	10.1	10.6
归母净利润率(%)	3.6	3.9	5.2	6.0	6.5
ROE(%)	14.9	13.7	14.8	16.7	17.3
ROIC(%)	9.8	11.3	17.0	16.1	29.9
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
净负债权益比	0.3	0.1	(0.3)	(0.1)	(0.4)
流动比率	1.3	1.8	1.9	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.9	2.2	1.7	1.5	1.5
应收账款周转率	7.4	7.3	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	6.6	10.3	9.9	8.9	8.1
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
管理费用率(%)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
研发费用率(%)	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3
财务费用率(%)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.8	3.7	4.7	6.4	8.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	(5.2)	15.1	(1.1)	19.7
每股净资产(最新摊薄)	12.4	27.3	32.0	38.5	46.5
每股股息	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.3	16.5	13.0	9.6	7.6
P/B(最新摊薄)	4.9	2.3	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	31.0	16.2	8.8	7.2	3.9
价格/现金流(倍)	42.8	(11.8)	4.1	(53.6)	3.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371