

分析师: 牟国洪  
登记编码: S0730513030002  
mough@ccnew.com 021-50586980

## 业绩短期承压, 一季度出货增长

——厦钨新能(688778)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

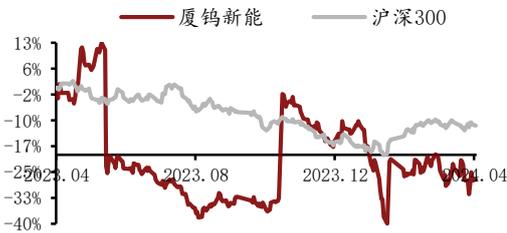
#### 市场数据(2024-04-22)

收盘价(元)	32.71
一年内最高/最低(元)	72.38/26.79
沪深 300 指数	3,530.90
市净率(倍)	1.59
流通市值(亿元)	137.63

#### 基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	20.59
每股经营现金流(元)	1.20
毛利率(%)	7.60
净资产收益率_摊薄(%)	1.28
资产负债率(%)	38.06
总股本/流通股(万股)	42,077.10/42,077.10
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《厦钨新能(688778)中报点评: 主营产品销量下降, 业绩短期仍承压》 2023-09-01

《厦钨新能(688778)年报点评: 业绩符合预期, 产品线逐次丰富》 2023-04-27

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 23 日

事件: 公司公布 2023 年年度报告。

#### 投资要点:

- **公司业绩短期承压。**2023 年, 公司实现营收 173.11 亿元, 同比下降 39.79%; 营业利润 5.60 亿元, 同比下降 54.80%; 归母净利润 5.27 亿元, 同比下降 52.93%; 扣非后净利润 4.65 亿元, 同比下降 52.44%; 经营活动产生的现金流净额 25.80 亿元; 基本每股收益 1.25 元, 加权平均净资产收益率 6.30%; 利润分配预案为拟每 10 股派发现金红利 7.0 元(含税), 本年度公司现金分红金额在 2023 年度归母净利润中占比 55.72%, 公司业绩短期承压。其中, 公司第四季度实现营收 41.88 亿元, 同比下降 33.32%, 环比下降 16.25%; 净利润 1.15 亿元, 同比下降 49.61%, 环比下降 27.05%。2023 年, 公司非经常损益合计 6161 万元, 其中政府补助 7498 万元。公司主营业务为新能源材料的研发、生产和销售, 主要产品包括钴酸锂、三元材料和氢能材料, 广泛用于新能源汽车、3C 消费电子、储能等领域。储能等领域。
- **消费数码类锂电池需求预计恢复增长。**钴酸锂正极材料下游主要为以智能手机为代表的 3C 消费类电子, 受全球经济复苏不及预期影响, 全球智能手机出货下滑, 结合 IDC 统计显示: 2022 年, 全球智能手机出货 12.06 亿部, 同比下滑 11.02%; 2023 年出货 11.63 亿部, 同比下降 3.54%, 在连续 8 个季度同比下降后, 于 2023 年第三季度和第四季度同比恢复正增长, 其中 2024 年第四季度同比增长 8.59%; 2024 年第一季度出货 2.89 亿部, 同比增长 7.74%。ICD 最新预测, 2024 年全球智能手机出货将恢复增长, 全年出货预计 12.0 亿部。
- **三元材料需求受益于动力和储能锂电池增长, 行业竞争加剧。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2023 年我国新能源汽车合计销售 944.81 万辆, 同比增长 37.48%, 合计占 31.45%; 其中新能源汽车合计出口 120.3 万辆, 同比增长 77.6%。2024 年 1-3 月, 我国新能源汽车销售 208.90 万辆, 同比增长 31.76%, 合计占比 31.10%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池和其他电池产量持续增长。2023 年我国动力电池和其他电池合计产量 778.10GWh, 同比增长 42.5%; 其中出口 152.6GW。2024 年 1-2 月, 我国动力和其他电池合计产量 108.8GWh, 同比增长 29.5%; 其中出口 16.6GWh。2023 年 12 月中央经济工作会议明确要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展, 2024 年延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策; 动力

电池上游原材料价格回落有助于动力电池降价及提升新能源汽车性价比，总体预计 2024 年我国新能源汽车仍将保持两位数增长，我国动力电池产量和电池上游正极材料需求将增加。高工锂电统计显示：2022 年，我国正极材料出货 190 万吨，同比增长 68.14%；2023 年出货 248 万吨，同比增长 30.53%，其中磷酸铁锂材料占比 66.53%、三元材料占比 26.21%、钴酸锂占比 3.39%。近年锂电产业链细分领域大幅扩产，2023 年以来产能持续释放，多因素导致三元材料行业价格下降且竞争加剧。

- **公司各主营产品业绩承压，预计 2024 年恢复增长。**2023 年，公司主营产品业绩承压，一方面产能显著释放导致主营产品行业均价下降，同时行业竞争加剧导致部分产品销量下滑，具体而言：公司钴酸锂销售 34590 吨，同比增长 4.15%，出货量蝉联第一；三元材料销售 37404.32 吨，同比下降 19.39%，但随着下游客户新项目量产导入，第四季度产能利用率已恢复至较好水平；氢能材料 3716.41 吨，同比下降 7.66%。2023 年按产品收入来看，钴酸锂实现营收 88.63 亿元，同比下降 38.21%；三元材料营收 77.55 亿元，同比下降 43.21%；氢能材料营收 5.19 亿元，同比下降 13.17%。结合公司行业地位、细分领域行业需求、细分领域行业均价及竞争态势，总体预计公司 2024 年业绩恢复增长，其中钴酸锂销量将持续增长。
- **公司持续加大研发投入，稳步推荐前沿技术研发。**近年来，公司研发投入在公司营收中占比维持在 2.7% 左右，2022 年研发投入 7.57 亿元，占比 2.63%；2023 年研发投入 4.65 亿元，同比下降 38.65%，占比 2.68%，研发投入下降主要系原材料价格下降，研发费用的材料成本降低。高电压钴酸锂方面，4.5V 钴酸锂产品已批量生产并供货，4.53V 已通过多家客户认证处于小批量生产阶段；高功率钴酸锂方面，陆续开发出高电压高倍率钴酸锂，正积极研发更高能量密度的高功率钴酸锂产品。三元材料方面，Ni9 系高镍三元材料在海外车厂体系认证顺利；针对低空飞行器及无人机领域开发的高功率高电压三元产品已实现量产，月产销数百吨并持续增长，下一代产品高功率输出下的持续循环能力大幅改善，目前已通过客户样品认证，预计应用于下一代低空飞行功能电池终端，前景广阔。氢能材料方面，公司第三代车载贮氢合金稳定供应给国际知名车企混合动力新车型。同时，公司稳步推进前沿技术研发，正极补锂材料方面，各款高性能产品得到客户认可，正加速产品推广进度。固态电池正极材料方面，公司聚焦于正极材料与固态电解质的匹配问题，在卤化物和硫化物全固态电池均实现初期量产，积极配合国内外客户开发适用于硫化物全固态的高镍单晶正极材料，在低应变掺杂和均匀化离子导体包覆技术上取得重大突破，实现百公斤级样品供货；固态电解质方面，公司通过结构改善，成功开发出第二代低残碱、高比表的锂镧锆氧 LLZO，应用在正极材料包覆、正负极添加剂。持续研发投入及新产品逐步放量为公司长期业绩提供了保障。
- **公司海外积极布局。**2023 年 5 月，公司下属子公司欧洲厦钨新能与 Orano CAM 和 Orano PCAM 分别签署了合资协议，拟在法国共同出资设立电池正极材料合资公司和前驱体合资公司，两家合资

公司初始注册资本均为 2,000 万欧元，其中电池正极材料合资公司由欧洲厦钨新能出资 51%、Orano CAM 出资 49%，前驱体合资公司由欧洲厦钨新能出资 49%、Orano PCAM 出资 51%。Orano CAM 和 Orano PCAM 是 Orano 集团的下属公司，拥有电池回收技术，该集团是法国一家专注于核能行业和低碳可再生能源的上市公司，已有 50 多年的历史。

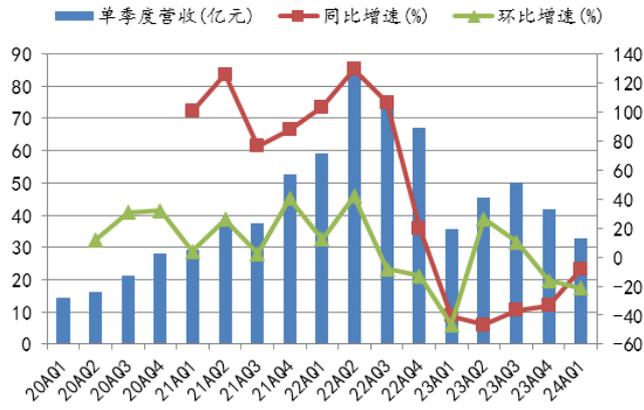
- **公司盈利能力回落，预计 2024 年总体稳中略升。**2023 年，公司销售毛利率 7.99%，同比回落 0.61 个百分点；2024 年第一季度销售毛利率为 7.60%，环比第四季度回落 0.46 个百分点。2023 年主营产品盈利显示：钴酸锂为 8.45%，同比提升 1.76 个百分点；三元材料为 6.86%，同比回落 3.35 个百分点；氢能材料为 13.37%，同比提升 1.46 个百分点。展望 2024 年，正极材料上游原材料价格总体承压，正极材料行业竞争加剧，结合公司行业地位，总体预计 2024 年盈利总体稳中略升。
- **公司一季度业绩仍承压，主营产品销量显著增长。**2024 年第一季度，公司实现营收 32.99 亿元，同比下降 8.02%；归母净利润 1.11 亿元，同比下降 3.71%；扣非后净利润 1.03 亿元，同比增长 4.28%；经营活动产生的现金流净额 5.04 亿元，同比下降 25.51%；基本每股收益 0.26 元。2024 年一季度，公司继续贯彻大客户战略，三元材料销量 1.59 万吨，同比增长 249.47%，主要系公司高电压三元材料性价比优势明显持续放量；钴酸锂销量 0.84 万吨，同比增长 62.50%，稳居市场龙头。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2024-2025 年摊薄后的每股收益分别为 1.51 元与 2.00 元，按 4 月 22 日 32.71 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 21.68 倍与 16.38 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；智能手机出货不及预期；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28,751	17,311	17,763	19,581	21,720
增长比率（%）	80.55	-39.79	2.61	10.24	10.92
净利润（百万元）	1,121	527	635	840	1,068
增长比率（%）	93.66	-52.93	20.37	32.38	27.04
每股收益(元)	2.66	1.25	1.51	2.00	2.54
市盈率(倍)	12.28	26.09	21.68	16.38	12.89

资料来源：中原证券，携宁

图 1：公司单季度营收及增速



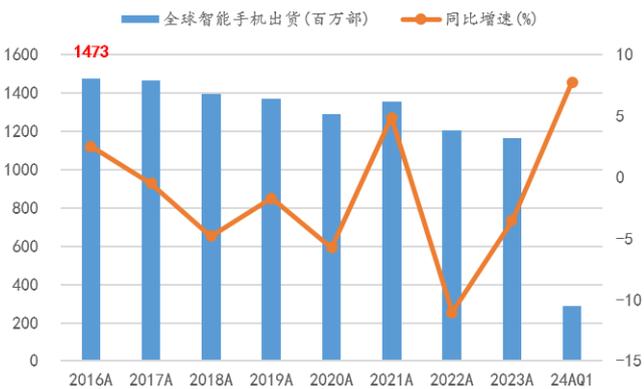
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



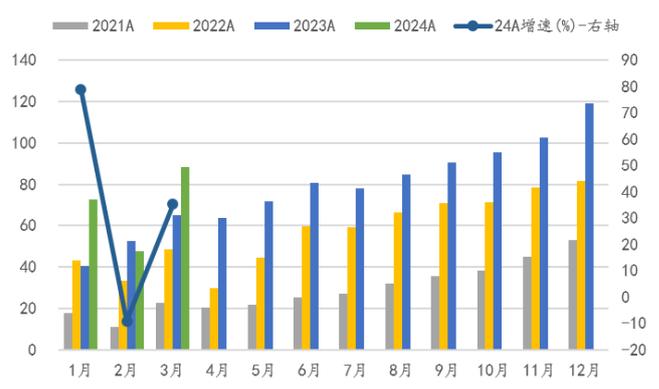
资料来源：中原证券，Wind

图 3：全球智能手机出货及增速



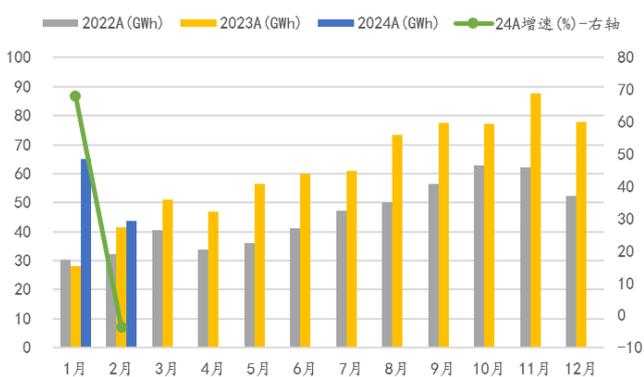
资料来源：中原证券，IDC

图 4：我国新能源汽车销售及增速



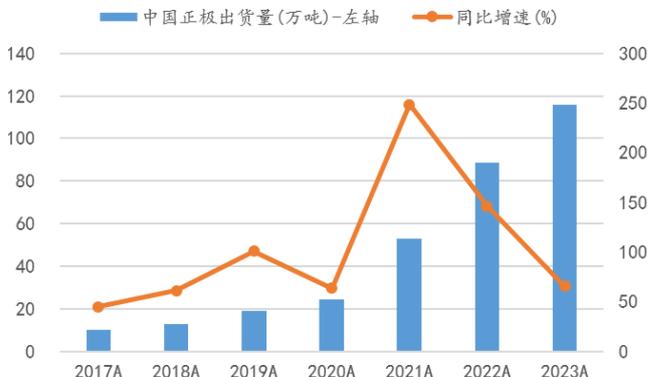
资料来源：中原证券，中汽协

图 5：我国动力电池和其他电池产量及增速



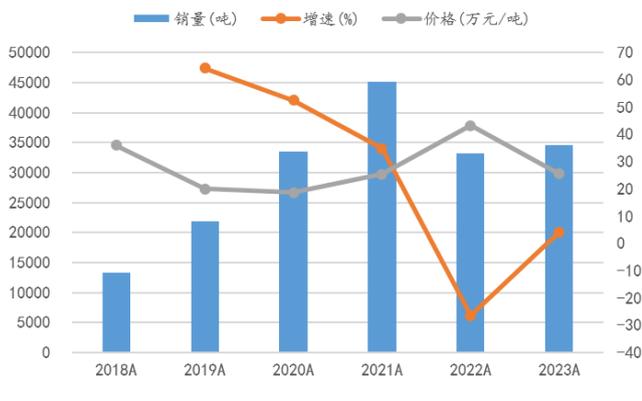
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中原证券(注：2024年1月统计口径变为动力和其他电池，增速为联盟公布值)

图 6：我国正极材料出货及增速



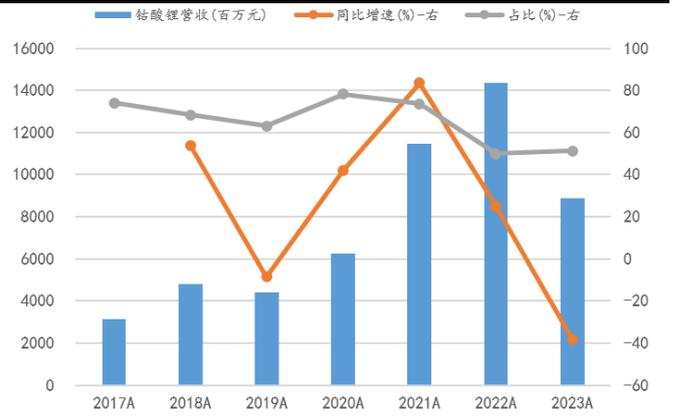
资料来源：中原证券，高工锂电

图 7：公司钴酸锂销量、增速及价格



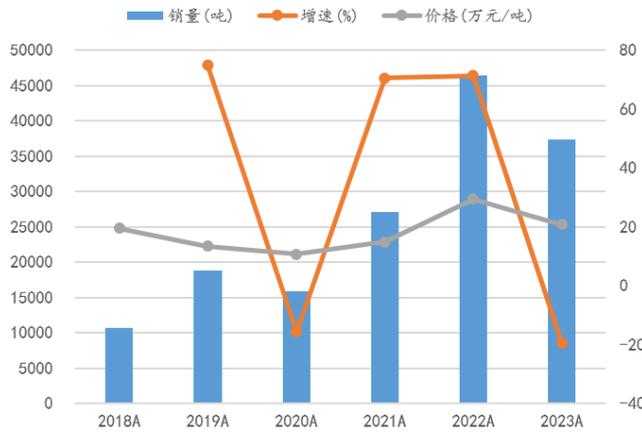
资料来源：中原证券，公司公告

图 8：公司钴酸锂营收、增速及占比



资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 9：公司三元材料销量、增速及价格



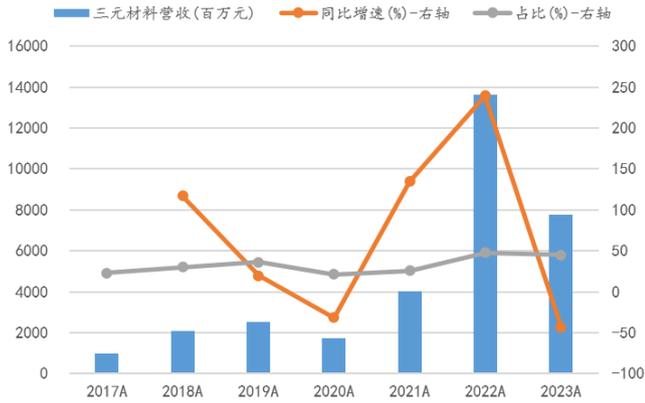
资料来源：中原证券，公司公告

表 1：正极材料及产业链相关材料价格(万元/吨)概况

	2022 年 均价	2023 年 均价	同比增 速 (%)	2024 年以来 (至 4. 18) 均价	较 2023 年均 价增速 (%)	2024. 4. 18.
电池级碳酸锂(万元/吨)	49.17	26.12	-46.89	10.34	-60.39	11.10
三元 523(万元/吨)	33.83	21.38	-36.80	13.00	-39.19	13.10
磷酸铁锂(万元/吨)	15.78	9.07	-42.49	4.22	-53.45	4.34
钴酸锂(万元/吨)	48.71	26.83	-44.92	17.37	-35.26	17.40

资料来源：中原证券，百川盈孚（注：均价根据百川盈孚高频报价计算得出，非实际成交均价）

图 10: 公司三元材料营收、增速及占比



资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 11: 碳酸锂价格曲线



资料来源: 中原证券, 百川盈孚

图 12: 钴酸锂价格曲线



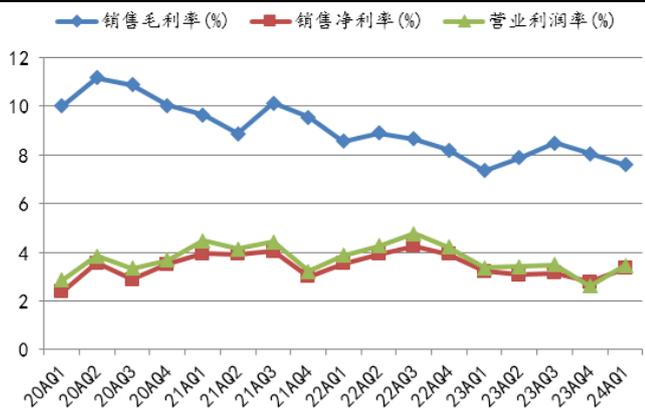
资料来源: 中原证券, 百川盈孚

图 13: 正极材料价格曲线



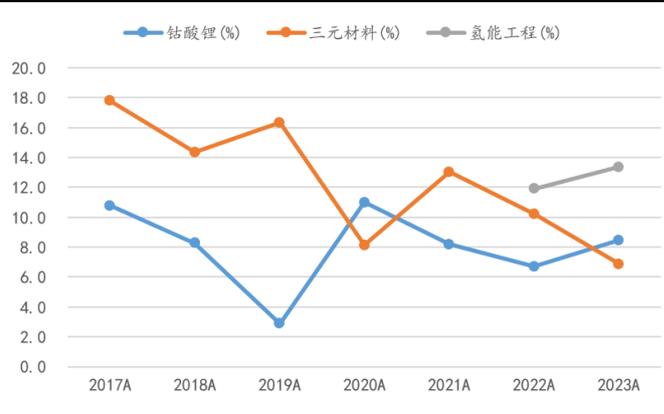
资料来源: 中原证券, 百川盈孚

图 14: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 15: 公司主营产品盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>11,052</b>	<b>7,833</b>	<b>7,940</b>	<b>8,679</b>	<b>9,901</b>
现金	1,017	1,200	1,262	1,458	1,964
应收票据及应收账款	4,955	3,499	3,409	3,662	4,061
其他应收款	6	6	20	0	23
预付账款	17	10	15	13	15
存货	3,352	1,964	2,103	2,251	2,548
其他流动资产	1,706	1,155	1,133	1,296	1,291
<b>非流动资产</b>	<b>4,331</b>	<b>5,648</b>	<b>6,416</b>	<b>7,293</b>	<b>7,982</b>
长期投资	100	397	596	844	1,067
固定资产	3,637	3,500	4,116	4,509	4,908
无形资产	280	378	445	528	603
其他非流动资产	314	1,374	1,259	1,412	1,405
<b>资产总计</b>	<b>15,384</b>	<b>13,481</b>	<b>14,356</b>	<b>15,972</b>	<b>17,883</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,002</b>	<b>3,770</b>	<b>3,928</b>	<b>4,585</b>	<b>5,319</b>
短期借款	70	0	-5	5	-17
应付票据及应付账款	5,134	3,674	3,802	4,454	5,206
其他流动负债	798	95	132	126	130
<b>非流动负债</b>	<b>1,031</b>	<b>872</b>	<b>872</b>	<b>872</b>	<b>872</b>
长期借款	871	705	705	705	705
其他非流动负债	160	167	167	167	167
<b>负债合计</b>	<b>7,033</b>	<b>4,642</b>	<b>4,800</b>	<b>5,457</b>	<b>6,191</b>
少数股东权益	151	258	260	264	268
股本	301	421	420	420	420
资本公积	6,142	6,022	5,992	5,992	5,992
留存收益	1,761	2,138	2,883	3,839	5,011
归属母公司股东权益	8,200	8,582	9,296	10,251	11,424
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,384</b>	<b>13,481</b>	<b>14,356</b>	<b>15,972</b>	<b>17,883</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,561</b>	<b>2,580</b>	<b>1,439</b>	<b>1,675</b>	<b>1,941</b>
净利润	1,130	529	637	844	1,072
折旧摊销	306	369	547	584	698
财务费用	120	106	34	34	34
投资损失	-5	-7	-9	-7	-9
营运资金变动	-3,351	1,496	118	105	40
其他经营现金流	239	87	111	116	106
<b>投资活动现金流</b>	<b>-995</b>	<b>-1,485</b>	<b>-1,307</b>	<b>-1,454</b>	<b>-1,380</b>
资本支出	-651	-1,145	-1,117	-1,214	-1,166
长期投资	-347	-344	-199	-248	-223
其他投资现金流	2	5	9	7	9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,135</b>	<b>-931</b>	<b>-69</b>	<b>-24</b>	<b>-55</b>
短期借款	64	-70	-5	10	-22
长期借款	-513	-166	0	0	0
普通股增加	49	120	-1	0	0
资本公积增加	3,280	-120	-30	0	0
其他筹资现金流	255	-695	-34	-34	-34
<b>现金净增加额</b>	<b>588</b>	<b>183</b>	<b>62</b>	<b>197</b>	<b>506</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>28,751</b>	<b>17,311</b>	<b>17,763</b>	<b>19,581</b>	<b>21,720</b>
营业成本	26,278	15,927	16,267	17,810	19,632
营业税金及附加	37	39	30	34	41
营业费用	26	33	27	28	35
管理费用	155	192	178	173	217
研发费用	757	465	462	517	574
财务费用	132	87	94	102	87
资产减值损失	-150	-179	-110	-115	-105
其他收益	121	83	71	85	95
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	5	7	9	7	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,240</b>	<b>560</b>	<b>676</b>	<b>894</b>	<b>1,134</b>
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	5	6	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>1,241</b>	<b>559</b>	<b>675</b>	<b>893</b>	<b>1,133</b>
所得税	111	29	37	49	61
<b>净利润</b>	<b>1,130</b>	<b>529</b>	<b>637</b>	<b>844</b>	<b>1,072</b>
少数股东损益	9	2	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,121</b>	<b>527</b>	<b>635</b>	<b>840</b>	<b>1,068</b>
EBITDA	1,672	1,005	1,418	1,688	2,015
EPS (元)	2.99	1.25	1.51	2.00	2.54

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	80.55	-39.79	2.61	10.24	10.92
营业利润 (%)	93.38	-54.80	20.55	32.33	26.87
归属母公司净利润 (%)	93.66	-52.93	20.37	32.38	27.04
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	8.60	7.99	8.42	9.05	9.61
净利率 (%)	3.90	3.05	3.57	4.29	4.92
ROE (%)	13.67	6.15	6.83	8.20	9.35
ROIC (%)	12.53	6.29	7.99	9.26	10.03
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.72	34.43	33.44	34.17	34.62
净负债比率 (%)	84.23	52.51	50.23	51.90	52.96
流动比率	1.84	2.08	2.02	1.89	1.86
速动比率	1.27	1.51	1.44	1.36	1.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.21	1.20	1.28	1.29	1.28
应收账款周转率	7.22	4.10	5.14	5.54	5.63
应付账款周转率	9.39	7.29	7.36	7.90	7.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.66	1.25	1.51	2.00	2.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.71	6.13	3.42	3.98	4.61
每股净资产 (最新摊薄)	19.49	20.39	22.09	24.36	27.15
<b>估值比率</b>					
P/E	12.28	26.09	21.68	16.38	12.89
P/B	1.68	1.60	1.48	1.34	1.20
EV/EBITDA	14.30	16.15	9.34	7.74	6.22

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；  
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；  
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。