

厦钨新能（688778.SH）-2024年中报点评

钴酸锂销量稳步提升，Q2 盈利能力环比改善

优于大市

核心观点

公司 2024H1 实现归母净利润 2.39 亿元，同比-6%。公司 2024H1 实现营收 63.00 亿元，同比-22%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比-6%；毛利率为 9.51%、同比+1.86pct。公司 2024Q2 实现营收 30.01 亿元，同比-34%、环比-9%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比-8%、环比+15%；毛利率为 11.62%、同比+3.74pct、环比+4.02pct。

公司 Q2 钴酸锂销量稳步增长，正极盈利能力显著改善。2024H1 消费电子市场稳步复苏，带动钴酸锂需求持续增长。动力电池市场中镍高电压三元材料认可度持续提升，但三元材料整体仍承受磷酸铁锂较大竞争压力。公司 2024H1 正极销量 4.48 万吨，同比+57%；其中钴酸锂销量 1.84 万吨、同比+30%，三元正极销量 2.63 万吨，同比+109%。公司三元正极与钴酸锂市场份额，均实现稳中有升。我们估计公司 2024Q2 正极销量 2.05 万吨，环比-16%；其中钴酸锂销量 1.00 万吨、环比+19%，三元正极销量 1.04 万吨，环比-35%。我们估计 2024Q2 公司正极单吨扣非净利润约 0.57 万元，环比提升约 0.15 万元。公司钴酸锂正极销量占比持续提升，助推盈利能力稳步改善。

公司海外项目布局进展顺利。公司法国合资 4 万吨三元正极材料项目稳步推进，工厂建设前期筹备工作顺利进行。8 月 2 日，公司公告全资子公司欧洲厦钨新能与 Orano PCAM 在法国新设合资公司法国厦钨新能科技（厦钨新能持股 49%）。合资公司拟投资建设 4 万吨三元前驱体项目，项目总投资额预计为 31.6 亿元（含税）。

公司材料产品持续迭代升级，并不断拓展应用领域。三元正极方面，公司新一代 Ni 6 系高电压材料预计 2024H2 量产；高镍三元材料在多个海外客户项目进入量产或认证阶段。钴酸锂正极方面，公司 4.53V 产品已通过多个终端项目认证、并开始小批量出货；4.55V 钴酸锂开发进度符合客户需求、目前处于小试阶段。此外，公司积极拓展产品新应用场景，在无人机等低空领域，公司下一代三元材料项目在客户计划周期内实现技术升级，完成小试定型。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；三元需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于三元动力电池占比低迷造成的三元正极需求增速较缓，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.92/7.43/8.95 亿元（原预测 2024-2025 年为 8.61/9.93 亿元），同比+12%/+26%/+20%，EPS 为 1.41/1.77/2.13 元，动态 PE 为 21/17/14 倍。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,751	17,311	13,210	15,235	17,079
(+/-%)	84.7%	-39.8%	-23.7%	15.3%	12.1%
净利润(百万元)	1121	527	592	743	895
(+/-%)	101.8%	-52.9%	12.1%	25.7%	20.4%
每股收益(元)	2.66	1.25	1.41	1.77	2.13
EBIT Margin	5.2%	3.8%	5.0%	5.5%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	6.0%	6.5%	7.8%	8.8%
市盈率 (PE)	11.2	23.8	21.2	16.9	14.0
EV/EBITDA	10.9	16.9	16.0	13.7	12.4
市净率 (PB)	1.50	1.42	1.37	1.31	1.24

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

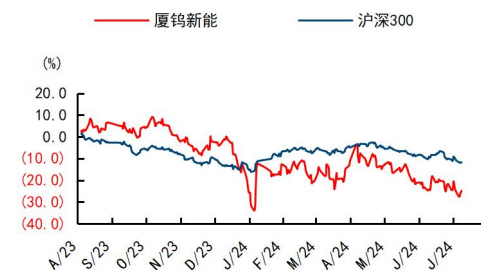
证券分析师：王蔚祺 010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：李全 021-60375434
liquan2@guosen.com.cn
S0980524070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.80 元
总市值/流通市值	12539/12539 百万元
52 周最高价/最低价	45.77/25.32 元
近 3 个月日均成交额	58.42 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

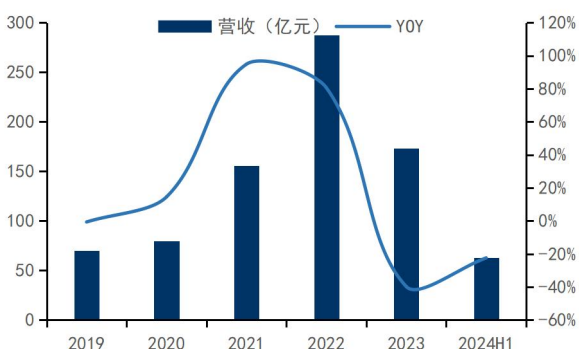
相关研究报告

- 《厦钨新能（688778.SH）-2023 年三季度点评-正极销量环比提升，盈利能力表现稳定》——2023-10-25
- 《厦钨新能（688778.SH）-2022 年报及 2023 年一季报点评-三元销量快速提升，多元业务协同发展》——2023-04-25
- 《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》——2022-10-30
- 《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

公司 2024H1 实现营收 63.00 亿元，同比-22%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比-6%；实现扣非归母净利润 2.20 亿元，同比-3%；毛利率为 9.51%、同比+1.86pct；净利率为 3.78%、同比+0.64pct。

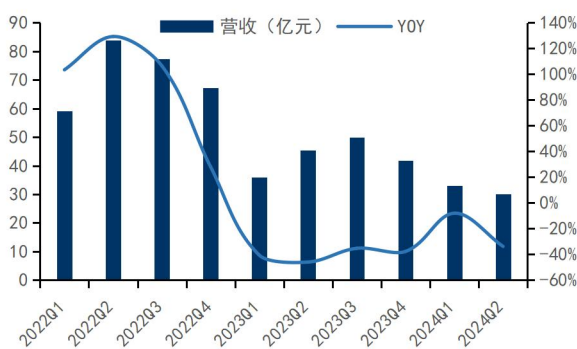
公司 2024Q2 实现营收 30.01 亿元，同比-34%、环比-9%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比-8%、环比+15%；实现扣非归母净利润 1.17 亿元，同比-9%、环比+14%；毛利率为 11.62%、同比+3.74pct、环比+4.02pct；净利率为 4.26%、同比+1.19pct、环比+0.91pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



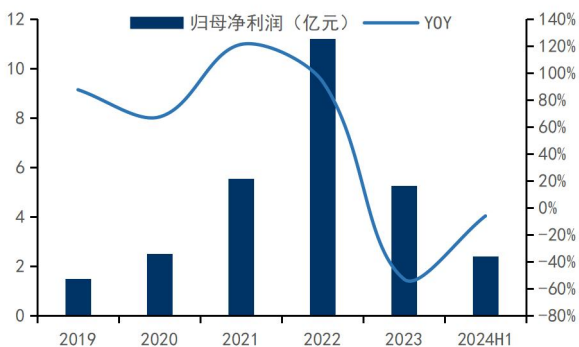
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（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：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

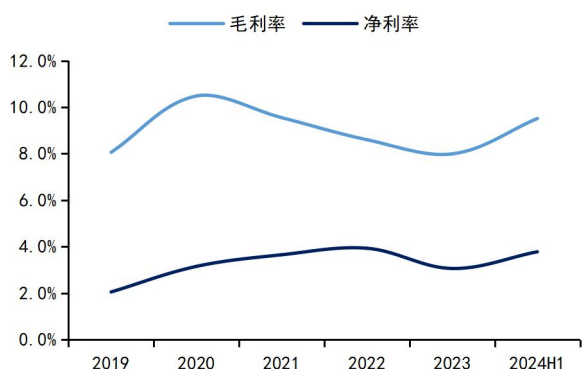


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比略有增长。公司 2024H1 期间费用率为 5.30%，同比+0.63pct；其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.28%/1.40%/3.29%/0.32%，同比+0.11/+0.22/+0.56/-0.26pct。

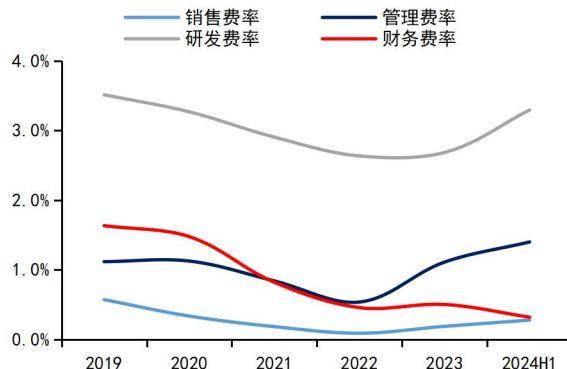
2024Q2 公司期间费用率为 6.05%，同比+2.33pct、环比+1.44pct。公司 2024Q2 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.34%/1.62%/4.01%/0.08%，同比+0.16/+0.50/+1.57/+0.10pct，环比+0.11/+0.42/+1.37/-0.46pct。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024Q2 末存货共计 25.31 亿元, 较 2024Q1 末增加 4.50 亿元。公司 2024H1 计提资产减值损失 0.61 亿元, 其中 Q2 计提资产减值损失 0.39 亿元。公司 2024H1 冲回信用减值损失 0.41 亿元, 其中 Q2 冲回信用减值损失 0.09 亿元。

公司 Q2 钴酸锂销量稳步增长, 三元正极与钴酸锂市场份额稳步提升。2024H1 消费电子市场需求稳步复苏, 带动钴酸锂需求持续增长。动力电池市场中镍高电压三元材料认可度持续提升, 但三元材料整体仍承受磷酸铁锂较大竞争压力。公司 2024H1 正极销量为 4.48 万吨, 同比+57%; 其中钴酸锂销量 1.84 万吨、同比+30%, 三元正极销量 2.63 万吨, 同比+109%。公司钴酸锂与三元市场份额均实现稳中有升。我们估计公司 2024Q2 正极销量约为 2.05 万吨, 环比-16%; 其中钴酸锂销量 1.00 万吨、环比+19%, 三元正极销量 1.04 万吨, 环比-35%。展望后续, 消费电子市场与新能源车市场逐步进入旺季, 公司正极销量有望实现稳步增长。

公司 Q2 正极盈利能力显著改善。我们估计 2024Q2 公司正极单吨扣非净利润约为 0.57 万元, 环比提升 0.15 万元。公司钴酸锂正极销量占比持续提升, 助推盈利能力稳步改善。

公司海外项目布局进展顺利。公司法国合资 4 万吨三元正极材料项目稳步推进, 工厂建设前期筹备工作顺利进行。8 月 2 日, 公司公告全资子公司欧洲厦钨新能与 Orano PCAM 在法国新设合资公司法国厦钨新能科技(厦钨新能持股 49%)。合资公司拟投资建设 4 万吨三元前驱体项目, 项目总投资额预计为 31.6 亿元(含税)。

公司材料产品持续更新迭代, 并不断拓展应用领域。三元正极方面, 公司新一代 Ni 6 系高电压材料预计 2024H2 量产; 高镍三元材料在多个海外客户项目进入量产或认证阶段; 新开发的超高功率材料顺利进入量产阶段。钴酸锂正极方面, 公司 4.53V 产品已通过多个终端项目认证、并开始小批量出货; 4.55V 钴酸锂开发进度符合客户需求、目前处于小试阶段。补锂材料方面, 公司高稳定性补锂材料已完成开发并小批量供货; 多款高容量补锂材料配合客户稳定开发。

此外, 公司积极拓展产品新应用场景, 在无人机等低空领域, 公司下一代三元材料项目在客户计划周期内实现技术升级, 完成小试定型; 机器人领域, 公司重点开发高能量密度的钴酸锂和高性价比的三元材料。

投资建议：维持“优于大市”评级

基于三元动力电池占比低迷造成的三元正极需求增速较缓，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.92/7.43/8.95 亿元（原预测 2024-2025 年为 8.61/9.93 亿元），同比+12%/+26%/+20%，EPS 为 1.41/1.77/2.13 元，动态 PE 为 21/17/14 倍。

表1：可比公司估值表（2024 年 8 月 7 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688778	厦钨新能	29.80	125.39	1.41	1.77	2.13	21.20	16.87	14.01	优于大市
300073	当升科技	29.51	149.47	2.01	2.36	2.86	14.68	12.50	10.32	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1017	1200	1000	1000	1000	营业收入	28751	17311	13210	15235	17079
应收款项	4955	3499	3257	3757	4211	营业成本	26278	15927	11806	13596	15233
存货净额	3352	1964	2171	2504	2807	营业税金及附加	37	39	34	37	41
其他流动资产	1262	657	472	544	609	销售费用	26	33	42	50	56
流动资产合计	11052	7833	7420	8326	9151	管理费用	155	192	192	213	234
固定资产	3816	4678	4970	5086	5867	研发费用	757	465	476	494	512
无形资产及其他	280	378	362	347	332	财务费用	132	87	30	33	45
其他长期资产	131	196	132	152	171	投资收益	5	7	5	0	0
长期股权投资	100	397	397	397	397	资产减值及公允价值变动	(252)	(102)	(55)	(50)	(30)
资产总计	15380	13481	13282	14309	15918	其他收入	121	88	54	50	50
短期借款及交易性金融负债	697	33	866	1433	2225	营业利润	1240	560	635	811	977
应付款项	5134	3674	2347	2347	2628	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	165	58	58	67	75	利润总额	1241	559	635	811	977
流动负债合计	6002	3770	3271	3847	4929	所得税费用	111	29	41	65	78
长期借款及应付债券	871	705	705	705	705	少数股东损益	9	2	2	3	4
其他长期负债	157	167	167	167	167	归属于母公司净利润	1121	527	592	743	895
长期负债合计	1028	872	872	872	872	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7030	4642	4143	4719	5801	净利润	1121	527	592	743	895
少数股东权益	151	258	260	263	267	资产减值准备	(252)	(102)	(55)	(50)	(30)
股东权益	8200	8582	8879	9327	9850	折旧摊销	302	359	383	419	474
负债和股东权益总计	15380	13481	13282	14309	15918	公允价值变动损失	0	0	(4)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	132	87	30	33	45
每股收益	2.66	1.25	1.41	1.77	2.13	营运资本变动	(3036)	1888	(1114)	(897)	(535)
每股红利	0.36	0.70	0.70	0.88	1.06	其它	304	(92)	86	86	79
每股净资产	19.84	21.01	21.72	22.79	24.04	经营活动现金流	(1561)	2580	(113)	302	883
ROIC	28%	12%	11%	12%	12%	资本开支	(651)	(1145)	(660)	(520)	(1240)
ROE	13%	6%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(344)	(339)	65	(20)	(18)
毛利率	9%	8%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(995)	(1485)	(595)	(540)	(1258)
EBIT Margin	5%	4%	5%	6%	6%	权益性融资	3446	5	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	8%	8%	9%	负债净变化	5	(698)	832	568	792
收入增长	85%	-40%	-24%	15%	12%	支付股利、利息	(183)	(150)	(294)	(296)	(372)
净利润增长率	102%	-53%	12%	26%	20%	其它融资现金流	518	(532)	832	568	792
资产负债率	46%	34%	31%	33%	36%	融资活动现金流	3135	(931)	508	239	376
息率	1.2%	2.3%	2.4%	3.0%	3.6%	现金净变动	579	165	(200)	0	0
P/E	11.19	23.77	21.20	16.87	14.01	货币资金的期初余额	425	1017	1200	1000	1000
P/B	1.50	1.42	1.37	1.31	1.24	货币资金的期末余额	1017	1200	1000	1000	1000
EV/EBITDA	10.87	16.94	15.98	13.66	12.42	企业自由现金流	(2021)	1723	(773)	(221)	(379)
						权益自由现金流	(2136)	942	31	316	372

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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中所提及的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