

海外客户放量，增速亮眼
买入(首次)

2021年01月26日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

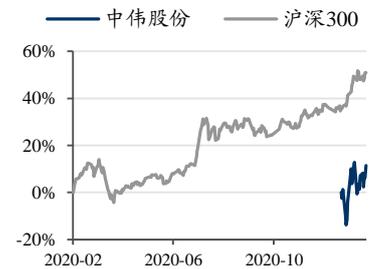
ruanqy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5311 | 7632 | 13837 | 18788 |
| 同比(%) | 73% | 44% | 81% | 36% |
| 归母净利润(百万元) | 180 | 409 | 720 | 1039 |
| 同比(%) | 187% | 127% | 76% | 44% |
| 每股收益(元/股) | 0.32 | 0.72 | 1.26 | 1.82 |
| P/E(倍) | 304.76 | 134.01 | 76.01 | 52.76 |

投资要点

- **公司预告20年归母净利润3.9-4.3亿元，同比增长156%-189%，略好于预期。**公司发布业绩预告公告，预计20年实现收入73-78亿，同比增37%-47%，与此前预告一致；归母净利润3.9-4.3亿元，同比增长117%-139%，高于此前3.6-4亿业绩预计；扣非归母净利润3.1-3.5亿元，同比增长156%-189%，略高于此前3-3.4亿预期。
- **季度看，Q4环比基本持平。**公司Q4收入预计22-27亿，环比增4%-28%；归母净利润预计达1.1-1.5元，同比增长-13~+19%；扣非后归母净利润达-26%~+7%。进入3季度公司已满产，4季度公司销量环比微增，而原材料价格迅速上涨，公司产品调价所有滞后，Q4利润环比持平或微降。
- **20年海外客户放量，公司销量大幅提升，市占率第一。**20年国内三元前驱体产量近30万吨，同比增5%，受疫情影响增速放缓，但公司凭借lg-特斯拉项目，预计出货量达到7万吨，同比增50%，市占率超过20%，国内第一；另外预计公司四氧化三钴销量近2万吨，20年公司前期合计出货量9万吨左右，同比增55%+，主要受益于前三大客户lg、厦门钨业、巴莫需求拉动，其中lg为公司第一大客户，占公司出货量比重30-40%，20年采购量翻番。目前公司湖南及贵州基地年产能达到13万吨，单月排产超过1万吨，今年Q2新产能投放，年底产能将超过20万吨，预计21年公司全年销量有望达到15万吨，同比增65%+。
- **客户结构优化及成本控制效果显著，公司单吨盈利提升明显。**我们测算20年公司单吨利润近4000元/吨(扣非)，同比增77%；进入3季度，公司新增产能放量，规模化优势凸显，单吨利润超过4500元/吨。公司单吨盈利高于行业，主要原因：一是优秀的产品结构及客户结构，公司高镍、单晶产品技术领先，是LG化学、SK的前驱体主供，20年3月通过特斯拉验证成为指定供应商；二是，成本管控能力，公司产品合格率高、贵州基地低价电费降低制造成本等，后续公司还将布局资源循环，以降低成本。我们预计未来1-2年内，公司单吨利润有望维持4000元/吨。
- **盈利预测和投资评级：**公司为国内第一大前驱体厂商，技术优势突出，且绑定下游优质客户，销量大幅提升。我们预计公司20-22年归母净利润4.1/7.2/10.4亿，同比增长127%/76%/44%，EPS为0.72/1.26/1.82元，对应PE为134x/76x/53x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 96.20 |
| 一年最低/最高价 | 68.79/103.80 |
| 市净率(倍) | 22.72 |
| 流通A股市值(百万元) | 4121.21 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 4.23 |
| 资产负债率(%) | 66.86 |
| 总股本(百万股) | 569.65 |
| 流通A股(百万股) | 42.84 |

相关研究

- 1、《中伟股份(300919):技术加成，客户优势明显，前驱体龙头启航》2020-12-23

公司预告 20 年归母净利润 3.9-4.3 亿元，同比增长 156%-189%，略好于预期。公司发布业绩预增公告，预计 20 年实现收入 73-78 亿，同比增 37%-47%，与此前预告一致；归母净利润 3.9-4.3 亿元，同比增长 117%-139%，高于此前 3.6-4 亿业绩预计；扣非归母净利润 3.1-3.5 亿元，同比增长 156%-189%，略高于此前 3-3.4 亿预期。

季度看，Q4 环比基本持平。公司 Q4 收入预计 22-27 亿，环比增 4%~28%；归母净利润预计达 1.1-1.5 元，同比增长-13%~19%；扣非后归母净利润达-26%~7%。进入 3 季度公司已满产，4 季度公司销量环比微增，而原材料价格迅速上涨，公司产品调价所有滞后，Q4 利润环比持平或微降。

图 1：中伟股份公司分季度业绩拆分

| | 2020Q4 | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 |
|-------------|------------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 2223-2723 | 2,121.4 | 1,387.1 | 1,568.5 |
| 毛利率 | | 0.00% | 14.19% | 11.67% |
| 归母净利润(百万) | 110-150 | 126.2 | 91.5 | 62.7 |
| 净利率 | 5.26% | 5.95% | 6.59% | 3.99% |
| 扣非归母净利润(百万) | 88.5-128.5 | 120.30 | 64.38 | 36.83 |
| 扣非归母净利率 | 4.39% | 5.67% | 4.64% | 2.35% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

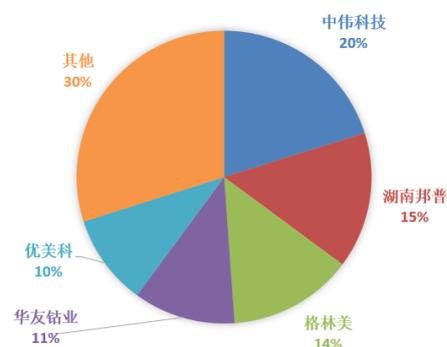
20 年海外客户放量，公司销量大幅提升，市占率第一。20 年国内三元前驱体产量近 30 万吨，同比增 5%，受疫情影响增速放缓，但公司凭借 Ig-特斯拉项目，预计出货量达到 7 万吨，同比增 50%，市占率超过 20%，国内第一；另外预计公司三氧化二钴销量近 2 万吨，20 年公司前期图合计出货量 9 万吨左右，同比增 55%+，主要受益于前三大客户 Ig、厦门钨业、巴莫需求拉动，其中 Ig 为公司第一大客户，占公司出货量比重 30-40%，20 年采购量翻番。目前公司湖南及贵州基地年产能达到 13 万吨，单月排产超过 1 万吨，今年 Q2 新产能投放，年底产能将超过 20 万吨，预计 21 年公司全年销量有望达到 15 万吨，同比增 65%+。

图 2: 三元前驱体竞争格局

图 2019年三元前驱体行业竞争格局



图 2020年三元前驱体行业竞争格局



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

客户结构优化及成本控制效果显著，公司单吨盈利提升明显。我们测算 20 年公司单吨利润近 4000 元/吨（扣非），同比增 77%；进入 3 季度，公司新增产能放量，规模化优势凸显，单吨利润超过 4500 元/吨。公司单吨盈利高于行业，主要原因：一是优秀的产品结构及客户结构，公司高镍、单晶产品技术领先，是 LG 化学、SK 的前驱体主供，20 年 3 月通过特斯拉验证成为指定供应商；二是，成本管控能力，公司产品合格率高、贵州基地低价电费降低制造成本等，后续公司还将布局资源循环，以降低成本。我们预计未来 1-2 年内，公司单吨利润有望维持 4000 元/吨。

图 3: 公司单吨前驱体利润测算

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E |
|------------|-------|------------|------------|------------|
| 销量 (万吨) | 1.68 | 2.81 | 5.56 | 8.80 |
| -同比 | | 67% | 98% | 58% |
| 扣非净利润 | 11.70 | 43.82 | 121.27 | 340.00 |
| 单吨利润 (万/吨) | 0.07 | 0.16 | 0.22 | 0.39 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 公司客户结构

图 公司19年客户结构

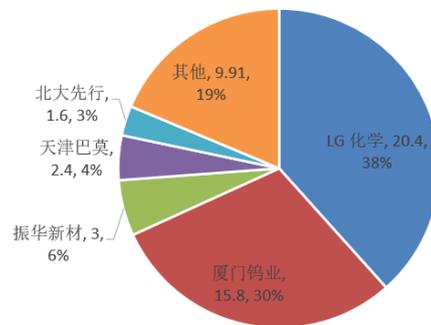
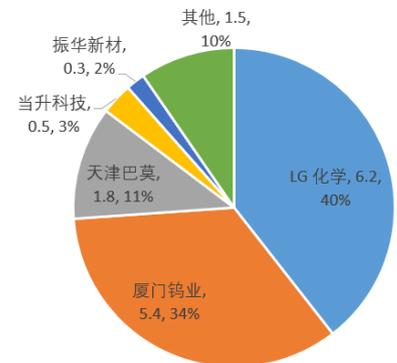


图 公司20Q1客户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 公司为国内第一大前驱体厂商, 技术优势突出, 且绑定下游优质客户, 销量大幅提升。我们预计公司 20-22 年归母净利润 4.1/7.2/10.4 亿, 同比增长 127%/76%/44%, EPS 为 0.72/1.26/1.82 元, 对应 PE 为 134x/76x/53x, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策及销量不及预期

中伟股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 3,878 | 5,803 | 8,637 | 11,397 | 营业收入 | 5,311 | 7,632 | 13,837 | 18,788 |
| 现金 | 951 | 763 | 1,384 | 1,879 | 减:营业成本 | 4,657 | 6,671 | 12,046 | 16,395 |
| 应收账款 | 811 | 1,167 | 2,115 | 2,872 | 营业税金及附加 | 16 | 22 | 40 | 55 |
| 存货 | 1,040 | 1,489 | 2,690 | 3,661 | 营业费用 | 74 | 99 | 180 | 244 |
| 其他流动资产 | 916 | 2,169 | 2,090 | 2,511 | 管理费用 | 289 | 382 | 664 | 855 |
| 非流动资产 | 2,285 | 2,564 | 2,738 | 2,812 | 财务费用 | 90 | 49 | 69 | 28 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 19 | 3 | 10 | 8 |
| 固定资产 | 1,702 | 1,987 | 2,216 | 2,296 | 加:投资净收益 | -22 | 5 | 0 | 0 |
| 在建工程 | | | | | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 277 | 280 | 274 | 268 | 营业利润 | 212 | 482 | 848 | 1,223 |
| 其他非流动资产 | 307 | 298 | 248 | 247 | 加:营业外净收支 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 资产总计 | 6,164 | 8,367 | 11,375 | 14,209 | 利润总额 | 212 | 481 | 847 | 1,222 |
| 流动负债 | 3,319 | 5,224 | 7,707 | 9,782 | 减:所得税费用 | 32 | 72 | 127 | 183 |
| 短期借款 | 779 | 2,121 | 2,117 | 2,180 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 837 | 1,199 | 2,166 | 2,947 | 归属母公司净利润 | 180 | 409 | 720 | 1,039 |
| 其他流动负债 | 1,702 | 1,904 | 3,424 | 4,654 | EBIT | 302 | 531 | 917 | 1251 |
| 非流动负债 | 731 | 731 | 731 | 731 | EBITDA | 411 | 662 | 1,073 | 1,427 |
| 长期借款 | 150 | 150 | 150 | 150 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 581 | 581 | 581 | 581 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 4,050 | 5,955 | 8,437 | 10,513 | 每股收益(元) | 0.32 | 0.72 | 1.26 | 1.82 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(元) | 4.12 | 4.23 | 5.16 | 6.49 |
| 发行在外股份(百万股) | | | | | ROIC(%) | 10.0% | 9.8% | 15.2% | 17.8% |
| 归属母公司股东权益 | 2,114 | 2,412 | 2,938 | 3,696 | ROE(%) | 8.5% | 17.0% | 24.5% | 28.1% |
| 负债和股东权益 | 6,164 | 8,367 | 11,375 | 14,209 | 毛利率(%) | 12.3% | 12.6% | 12.9% | 12.7% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 3.4% | 5.4% | 5.2% | 5.5% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 65.7% | 71.2% | 74.2% | 74.0% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 73% | 44% | 81% | 36% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 187% | 127% | 76% | 44% |
| | | | | | P/E | 304.76 | 134.01 | 76.01 | 52.76 |
| | | | | | P/B | 25.92 | 22.72 | 18.65 | 14.83 |
| | | | | | EV/EBITDA | 136 | 84 | 52 | 39 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

