

2020 年业绩快报及 2021 年一季度业绩预告 点评:需求爆发叠加单吨盈利提升, 业绩超预期

2021 年 03 月 23 日

买入 (维持)

| 盈利预测与估值 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5311 | 7440 | 14998 | 22440 |
| 同比 (%) | 73.1% | 40.1% | 101.6% | 49.6% |
| 归母净利润 (百万元) | 180 | 420 | 1039 | 1554 |
| 同比 (%) | 186.8% | 133.4% | 147.5% | 49.6% |
| 每股收益 (元/股) | 0.32 | 0.74 | 1.82 | 2.73 |
| P/E (倍) | 244.88 | 104.93 | 42.40 | 28.34 |

投资要点

- 2020 年归母净利润 4.20 亿, 处于业绩预告上限, 一季度表现亮眼, 超市场预期。** 公司业绩快报显示, 2020 年公司营收 74.40 亿元, 同增 40.07%; 归母净利润 4.20 亿元, 同增 133.65%, 此前预告归母净利 3.9-4.3 亿元, 处于业绩预告上限, 符合预期; 20 年净利率为 5.65%, 同增 2.26pct。公司预告一季度归母净利润 2.02-2.31 亿元, 同比 +222.28%-269.28%, 环比 34.98%-111.11%, 超市场预期。
- 公司 Q1 销量大超预期, 年中产能释放, 销量再上一台阶。** 目前公司三元前驱体产能约为 11 万吨, 四氧化三钴产能约为 2.5 万吨, 合计 13.5 万吨产能, 单季度产能 3.4 万吨, 而公司 Q1 实际三元前驱体出货量预计为 3.00 万吨-3.15 万吨, 四氧化三钴出货量预计为 0.55 万吨-0.65 万吨, 合计出货 3.6-3.7 万吨, 环比增长 10%左右, 产能利用率达到 110%+。Q1 公司销量大超预期, 主要受益于行业高景气度, 且公司份额进一步提升 23%。年中公司将新增 5-6 万吨三元前驱体产能, 下半年单季度产能将超 5 万吨, 我们预计公司全年出货量有望达到 17-18 万吨, 同比翻番, 其中三元前驱体 15 万吨, 四氧化三钴 2-3 万吨。
- 客户结构优质, 公司单吨盈利提升明显, 长期一体化强化成本优势。** 我们测算 20 年公司单吨利润近 4000 元/吨 (扣非), 同比增 77%; 21 年 Q1 随着公司新增产能放量, 规模化优势凸显, 叠加低价库存带来的收益, 单吨利润 6000 元/吨左右, 环比提升 30%+。全年看公司单吨利润有望维持 5000 元/吨左右。
- 绑定核心客户, 高质量的持续增长。** 公司为国内最大的前驱体生产商, 20 年三元前驱体销量 7 万吨, 主要客户为 lg, lg 的正极供应商天津巴莫, 当升科技, 振华新能源等。同时, 前驱体第二大厂商湖南邦普产能有限, 宁德时代加大前驱体外采, 为中伟带来增量。因此我们预计今年公司出货量有望翻番达到 17-18 万吨, 2025 年出货量将超 50 万吨, 份额有望提升至 30%。
- 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。考虑到高景气下公司量利齐升, 我们将公司 20-22 年归母净利润从 4.1/7.2/10.4 亿上调至 4.2/10.4/15.5 亿, 同比增长 133%/147%/50%, EPS 从 0.72/1.26/1.82 上调至 0.74/1.82/2.73 元, 对应 PE 为 105x/42x/28x, 给予 21 年 55xPE, 对应目标价 100 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 政策及销量不及预期。

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
 研究助理 岳斯瑶
 yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 77.30 |
| 一年最低/最高价 | 66.00/103.80 |
| 市净率(倍) | 18.22 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3311.38 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 4.24 |
| 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

- 《中伟股份 (300919) 20 年业绩预告点评: 海外客户放量, 增速亮眼》2021-01-28
- 《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

2020年归母净利润4.20亿，同比+133.65%，处于业绩预告上限，符合预期。公司业绩快报显示，2020年公司营收74.40亿元，同比增长40.07%；归母净利润4.20亿元，同比增长133.65%，此前预告归母净利3.9-4.3亿元，处于业绩预告上限，符合预期；盈利能力方面，2020年净利率为5.65%，同比增长2.26pct，主要受益于公司产品结构改善、产能利用率提升以及上游原材料价格上涨，公司净利率明显提升。

公司预告一季度归母净利润2.02-2.31亿元，同比+222%-269%，超市场预期。公司预告一季度归母净利润2.02-2.31亿元，同比+222.28%-269.28%，环比34.98%-111.11%，超市场预期。此外，公司公告设立计划湖南分公司、香港子公司，利用区位优势，进一步扩大公司布局。

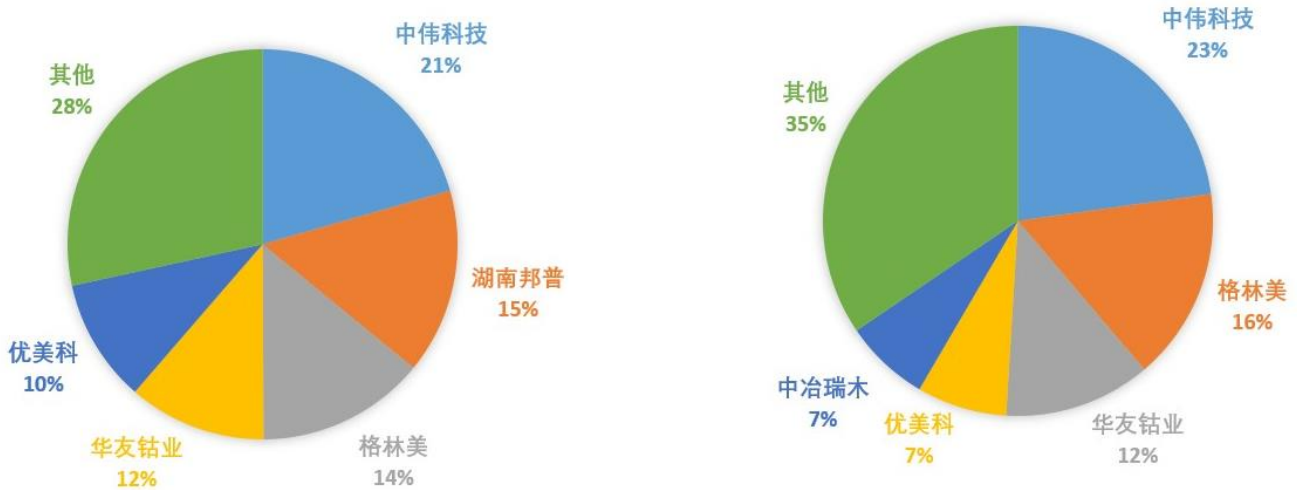
图1：公司分季度业绩拆分

| | 2021Q1 | 2020Q4 | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 |
|-------------|-----------------|--------------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | | 2,363 | 2,121.4 | 1,387.1 | 1,568.5 |
| -同比 | | | | | |
| 毛利率 | | | | 14.19% | 11.67% |
| 归母净利润(百万) | 201.93-231.38 | 139.8 | 126.2 | 91.5 | 62.7 |
| -同比 | 222.28%-269.28% | | | | |
| 净利率 | | 5.92% | 5.95% | 6.59% | 3.99% |
| 扣非归母净利润(百万) | | 88.49-128.49 | 120.30 | 64.38 | 36.83 |
| -同比 | | | | | |
| 扣非归母净利率 | | 3.98%-4.72% | 5.67% | 4.64% | 2.35% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司Q1销量大超预期，年中产能释放，销量再上一台阶。目前公司三元前驱体产能约为11万吨，四氧化三钴产能约为2.5万吨，合计13.5万吨产能，单季度产能3.4万吨，而公司Q1实际三元前驱体出货量预计为3.00万吨-3.15万吨，四氧化三钴出货量预计为0.55万吨-0.65万吨，合计出货3.6-3.7万吨，环比增长10%左右，产能利用率达到110%+。Q1公司销量大超预期，主要受益于行业高景气度，且公司份额进一步提升23%。年中公司将新增5-6万吨三元前驱体产能，下半年单季度产能将超5万吨，我们预计公司全年出货量有望达到17-18万吨，同比翻番，其中三元前驱体15万吨，四氧化三钴2-3万吨。此外公司在广西基地15万吨前驱体及7万吨循环回收产能，预计将从明年开始陆续投产，支撑公司后续高增长。

图2：我国三元前驱体市占率（左：2020年；右：2021年1-2月）



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

客户结构优质，公司单吨盈利提升明显，长期一体化强化成本优势。我们测算 20 年公司单吨利润近 4000 元/吨（扣非），同比增 77%；21 年 Q1 随着公司新增产能放量，规模化优势凸显，叠加低价库存带来的收益，单吨利润 6000 元/吨左右，环比提升 30%+。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。此外，2021 年 Q1 上游原材料价格跳涨，我们预计公司小幅受益于低价库存，全年看公司单吨利润有望维持 5000 元/吨左右。长期看公司，向上游布局镍资源和材料循环回收，一体化将进一步提高单吨利润。

图 3：公司前驱体单吨利润测算

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 21Q1E |
|------------|------|------------|------------|------------|-----------|
| 销量 (万吨) | 1.68 | 2.81 | 5.56 | 9 | 3.55-3.80 |
| -同比 | | 67% | 98% | 62% | |
| 扣非净利润 (百万) | 11.7 | 43.82 | 121.27 | 310-350 | |
| 单吨利润 (万/吨) | 0.07 | 0.16 | 0.22 | 0.34-0.39 | 近0.6 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

绑定核心客户，高质量持续增长。公司为国内最大的前驱体生产商，20 年三元前驱体销量 7 万吨，主要客户为 lg，lg 的正极供应商为天津巴莫，当升科技，振华新能源等，其中公司为 lg 直接和间接主供应商，我们预计公司满足 lg 超过 50% 动力三元前驱体需求。由于电动车高景气度，下游客户订单高增，lg 表示自制正极产能将从 4 万吨扩至 2025 年 15 万吨；天津巴莫受益于国产特斯拉 Model Y 放量，我们预计三元正极出货

量将翻番；当升科技受益于 SKI 高增长，我们预计 21 年出货量也将翻番。同时，前驱体第二大厂商湖南邦普产能有限，宁德时代加大前驱体外采，为公司带来增量。因此我们预计今年公司出货量有望翻番达到 17-18 万吨，2025 年出货量将超 50 万吨，份额有望提升至 30%。

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。考虑到高景气下公司量利齐升，我们将公司 20-22 年归母净利润从 4.1/7.2/10.4 亿上调至 4.2/10.4/15.5 亿，同比增长 133%/147%/50%，EPS 从 0.72/1.26/1.82 上调至 0.74/1.82/2.73 元，对应 PE 为 105x/42x/28x，给予 21 年 55xPE，对应目标价 100 元，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) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 3878 | 5679 | 9229 | 13382 | 营业收入 | 5,311 | 7,440 | 14,998 | 22,440 |
| 现金 | 951 | 744 | 1500 | 2244 | 减:营业成本 | 4,657 | 6,497 | 12,844 | 19,400 |
| 应收账款 | 811 | 1137 | 2292 | 3430 | 营业税金及附加 | 16 | 22 | 44 | 66 |
| 存货 | 1,040 | 1,451 | 2,868 | 4,332 | 营业费用 | 74 | 97 | 195 | 292 |
| 其他流动资产 | 1077 | 2,347 | 2,569 | 3,376 | 管理费用 | 98 | 104 | 135 | 148 |
| 非流动资产 | 2,285 | 2,564 | 2,738 | 2,812 | 研发费用 | 191 | 268 | 540 | 750 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 90 | 48 | 68 | 27 |
| 固定资产 | 1,702 | 1,987 | 2,216 | 2,296 | 资产减值损失 | 19 | 2 | 12 | 11 |
| 在建工程 | 194 | 194 | 144 | 144 | 加:投资净收益 | -22 | 5 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 277 | 280 | 274 | 268 | 其他收益 | 68 | 71 | 20 | 20 |
| 其他非流动资产 | 113 | 104 | 104 | 103 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6,164 | 8,243 | 11,967 | 16,194 | 营业利润 | 212 | 478 | 1,181 | 1,766 |
| 流动负债 | 3,319 | 5,093 | 8,058 | 11,151 | 加:营业外净收支 | 0 | -1 | 1 | -1 |
| 短期借款 | 779 | 2,070 | 2,099 | 2,159 | 利润总额 | 212 | 477 | 1,180 | 1,765 |
| 应付账款 | 837 | 1,168 | 2,309 | 3,488 | 减:所得税费用 | 32 | 57 | 142 | 212 |
| 其他流动负债 | 1,702 | 1,855 | 3,650 | 5,504 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 731 | 731 | 731 | 731 | 归属母公司净利润 | 180 | 420 | 1,039 | 1,554 |
| 长期借款 | 150 | 150 | 150 | 150 | EBIT | 303 | 526 | 1,249 | 1,794 |
| 其他非流动负债 | 581 | 581 | 581 | 581 | EBITDA | 411 | 657 | 1,405 | 1,970 |
| 负债合计 | 4,050 | 5,824 | 8,789 | 11,882 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.32 | 0.74 | 1.82 | 2.73 |
| 归属母公司股东权益 | 2,114 | 2,420 | 3,178 | 4,312 | 每股净资产(元) | 4.12 | 4.25 | 5.58 | 7.57 |
| 负债和股东权益 | 6,164 | 8,243 | 11,967 | 16,194 | 发行在外股份(百万股) | 513 | 570 | 570 | 570 |
| | | | | | ROIC(%) | 10.0% | 10.1% | 20.5% | 24.1% |
| | | | | | ROE(%) | 8.5% | 17.3% | 32.7% | 36.0% |
| | | | | | 毛利率(%) | 12.3% | 12.7% | 14.4% | 13.5% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 3.4% | 5.6% | 6.9% | 6.9% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 65.7% | 70.6% | 73.4% | 73.4% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 73.1% | 40.1% | 101.6% | 49.6% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 186.8% | 133.4% | 147.5% | 49.6% |
| | | | | | P/E | 244.88 | 104.93 | 42.40 | 28.34 |
| | | | | | P/B | 20.83 | 18.20 | 13.86 | 10.21 |
| | | | | | EV/EBITDA | 109 | 68 | 32 | 23 |

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>