

2021 年 04 月 09 日

业绩符合预期，前驱体量利齐升
买入（维持）

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

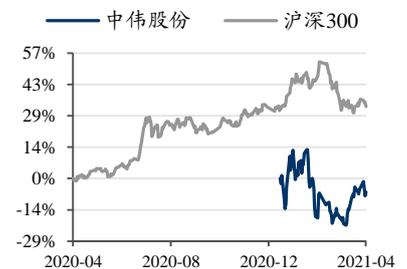
yuesy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 7440 | 14354 | 21746 | 30252 |
| 同比（%） | 40.1% | 92.9% | 51.5% | 39.1% |
| 归母净利润（百万元） | 420 | 1039 | 1554 | 2055 |
| 同比（%） | 133.6% | 147.3% | 49.5% | 32.3% |
| 每股收益（元/股） | 0.74 | 1.82 | 2.73 | 3.61 |
| P/E（倍） | 106.13 | 42.91 | 28.70 | 21.70 |

投资要点

- **2020 年归母净利润 4.2 亿，同比+134%，符合预期。**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%，符合预期；盈利能力方面，2020 年毛利率达 13.14%，同比增长 0.83pct，净利率为 5.65%，同比增长 2.26pct。
- **Q4 归母净利环比增长，符合预期。**20Q4 公司实现营收 23.63 亿元，环比增长 11.37%；归母净利润 1.40 亿元，环增 10.78%，扣非归母净利润 1.25 亿元，环比增长 4.25%。盈利能力方面，净利率 5.92%，环比下滑 0.03pct；扣非净利率 5.31%，环比下滑 0.36pct，整体业绩符合预期。
- **20 年公司三元前驱体及四氧化三钴均实现大幅增长。**20 年公司锂电材料业务销售收入 74.4 亿元，同比+40.07%，毛利率 13.14%，同比+0.83pct。20 年前驱体产量 9.2 万吨，同比增 57.5%，其中三元前驱体 7.3 万吨，四氧化三钴 1.9 万吨，并实现出货量 9 万吨，同比增长 64%。三元前驱体 20 年收入 56.73 亿元，同比+50.14%，实现毛利率 13.16%，同比-0.6pct；四氧化三钴 14.42 亿元，同比+7.43%，毛利率 11.56%，同比+4.04pct。
- **深度绑定国际头部电池企业，高质量持续增长。**公司与 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、振华新材、贝特瑞、天津巴莫、三星 SDI 等客户建立稳定关系。我们预计公司可满足 lg 电池超过 50% 以上的前驱体需求。我们预计今年公司出货量有望达到 17-18 万吨，同比翻番。
- **规模化生产及一体化加强，20 年公司单吨盈利提升明显。**我们测算 20 年公司单吨利润达 0.38 万元/吨（扣非），同比增 73%；21 年 Q1 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。
- **公司三元前产能扩张加速，龙头地位稳固。**20 年年末，公司具备约 11 万吨/年的三元前驱体产能、2.5 万吨/年四氧化三钴产能，在建产能加速落地，21 年底公司预计产能超过 20 万吨，预计 2025 年产能将超过 50 万吨，对应约 300GWh 电池需求，支撑公司后续高速增长。
- **投资建议：**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，我们基本维持此前盈利预测。我们预计公司 21-22 年归母净利润 10.4/15.5 亿，2023 年归母净利 20.55 亿，同比增长 147%/50%/32%，EPS 为 1.82/2.73/3.61 元，对应现价 PE 分别为 43x/29x/22x，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。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 79.71 |
| 一年最低/最高价 | 66.00/103.80 |
| 市净率(倍) | 11.83 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3414.62 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 6.74 |
| 资产负债率(%) | 61.10 |
| 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）：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》2021-03-23
- 2、《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

2020 年归母净利润 4.2 亿，同比+134%，符合预期。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%，符合预期；盈利能力方面，2020 年毛利率达 13.14%，同比增长 0.83pct，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，盈利能力大幅提升。

Q4 归母净利环比增长，符合预期。20Q4 公司实现营收 23.63 亿元，环比增长 11.37%；归母净利润 1.40 亿元，环比增长 10.78%，扣非归母净利润 1.25 亿元，环比增长 4.25%。盈利能力方面，净利率 5.92%，环比下滑 0.03pct；扣非净利率 5.31%，环比下滑 0.36pct，主要由于公司计提 0.11 亿元资产减值损失（主要为计提存货跌价准备）和 0.07 亿元的信用减值损失，整体业绩符合预期。

图 1：公司分季度业绩拆分

| | 2021Q1 | 2020Q4 | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 |
|-------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | | 2,362.6 | 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% | | | | |
| 归母净利率 | | 5.92% | 5.95% | 6.59% | 3.99% |
| 扣非归母净利润(百万) | | 125.41 | 120.30 | 64.38 | 36.83 |
| -同比 | | | | | |
| 扣非归母净利率 | | 5.31% | 5.67% | 4.64% | 2.35% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年公司三元前驱体及四氧化三钴均实现大幅增长。20 年公司锂电材料业务销售收入 74.4 亿元，同比+40.07%，毛利率 13.14%，同比+0.83pct。20 年前驱体产量 9.2 万吨，同比增 57.5%，其中三元前驱体 7.3 万吨，四氧化三钴 1.9 万吨，并实现出货量 9 万吨，同比增长 64%。分业务看，三元前驱体 20 年收入 56.73 亿元，同比+50.14%，我们预计销量 7.2 万吨，同比增 60%，实现毛利率 13.16%，同比-0.6pct；四氧化三钴 14.42 亿元，同比+7.43%，我们预计销量 1.8 万吨左右，同比增 80%，毛利率 11.56%，同比+4.04pct。

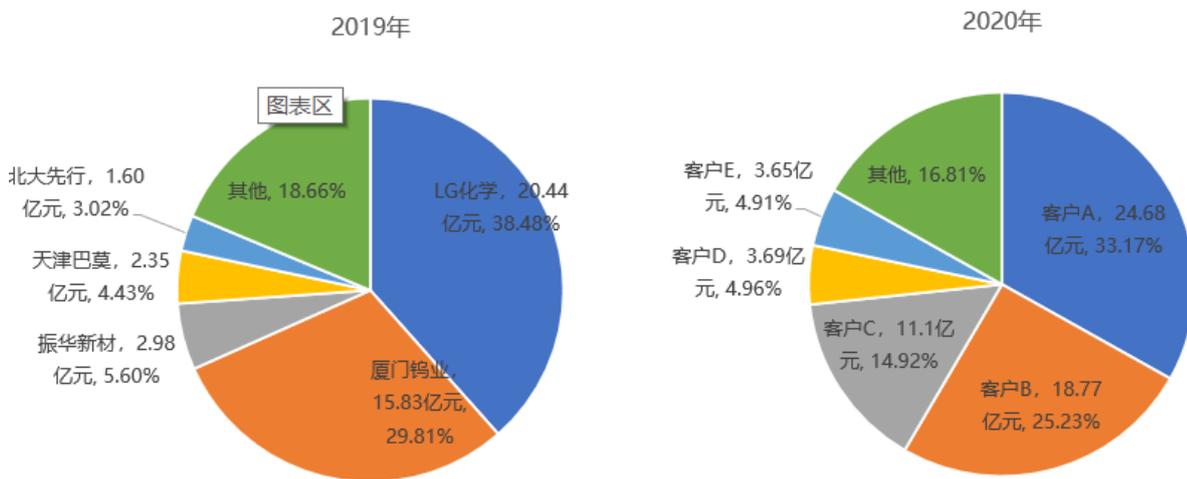
图 2：公司分业务经营情况

| | 2020年 | | | | | 2019年 | | | | |
|-------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| | 营业收入(亿) | 同比 | 占比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入(亿) | 同比 | 占比 | 毛利率 | 同比 |
| 三元前驱体 | 56.73 | 50.14% | 76.26% | 13.16% | -0.6pct | 37.79 | 74.15% | 71.14% | 13.76% | 1.39pct |
| 四氧化三钴 | 14.42 | 7.43% | 19.39% | 11.56% | 4.04pct | 13.43 | 193.71% | 25.28% | 7.52% | 1.41pct |
| 受托加工 | 1.46 | 175.67% | 1.96% | - | - | 0.53 | -64.84% | 1.00% | 40.97% | 8.36pct |
| 其他 | 1.78 | 29.93% | 2.40% | - | - | 1.37 | -52.84% | 2.58% | - | - |
| 总收入 | 74.40 | 40.07% | 100.00% | 13.14% | 0.83pct | 53.11 | 73.10% | 100.00% | 12.31% | 0.88pct |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深度绑定国际头部电池企业，高质量持续增长。公司与 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、振华新材、贝特瑞、天津巴莫、三星 SDI 等客户建立稳定合作关系。公司是 1g 电池最大前驱体供应商，20 年向韩国销售三元前驱体 3 万吨，占总出货量的 40%+，销售收入 23.24 亿元，占比 30%+，我们预计主要为直接配套 1g 自制正极，同时公司还通过天津巴莫等间接配套 1g，我们预计公司可满足 1g 电池超过 50% 以上的前驱体需求。由于电动车高景气度，下游客户订单高增，1g 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达到 17-18 万吨，同比翻番。

图 3：公司客户结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司分地区经营情况

| | 2020年 | | 2019年 | |
|--------|----------|---------|----------|---------|
| | 营业收入 (亿) | 同比 | 营业收入 (亿) | 同比 |
| 中国大陆 | 50.15 | 57.67% | 31.81 | 78.41% |
| 中国其他地区 | 0.06 | -81.65% | 0.31 | - |
| 韩国 | 24.17 | 15.29% | 20.97 | 88.41% |
| 其他国家 | 0.02 | -34.67% | 0.02 | 432.96% |
| 总收入 | 74.40 | 40.08% | 53.11 | 83.39% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

规模化生产及一体化加强，20年公司单吨盈利提升明显。我们测算20年公司单吨利润达0.38万元/吨（扣非），同比增73%；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。

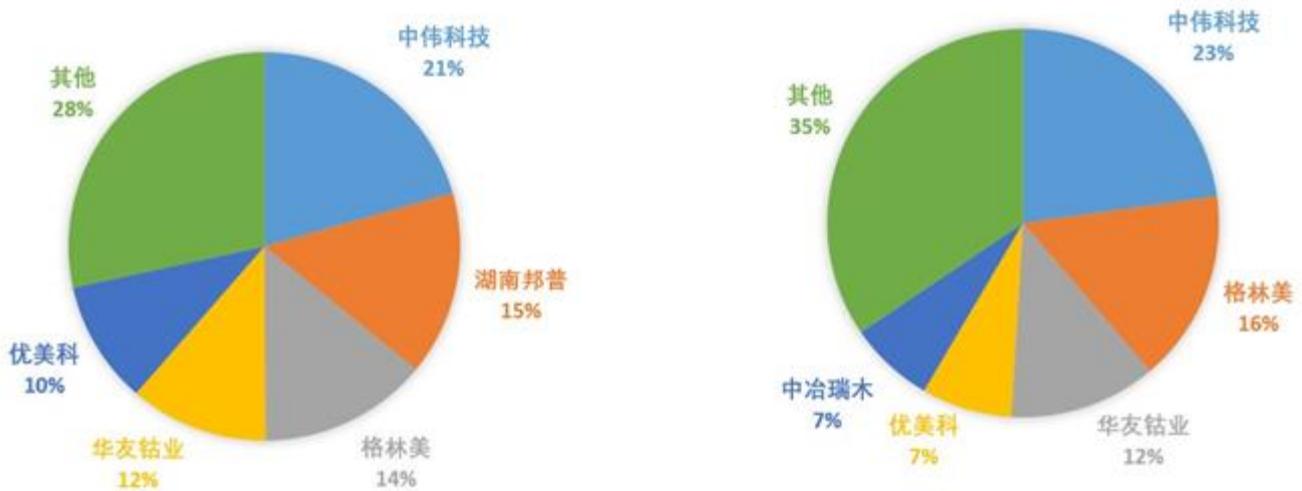
图5：公司产品单吨利润测算

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021Q1E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 销量 (万吨) | 1.68 | 2.81 | 5.56 | 9.09 | 3.55-3.8 |
| -同比 | | 67% | 98% | 63% | |
| 扣非净利润 (百万) | 12 | 44 | 121 | 347 | |
| 单吨利润 (万/吨) | 0.07 | 0.16 | 0.22 | 0.38 | 近0.6 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司三元前产能扩张加速，龙头地位稳固。20年年末，公司具备约11万吨/年的三元前驱体产能、2.5万吨/年四氧化三钴产能，在建产能加速落地，公司IPO 6万吨前驱体项目中，首期1.5万吨预计于21年Q2投产，4.5万吨预计在21年Q4建设完成；此外公司南部产业基地18万吨前驱体同步建设，21年底公司预计产能超过20万吨。此前公司公告，Q1三元前驱体出货量预计为3-3.15万吨，四氧化三钴出货量预计为0.55-0.65万吨，环比增长10%左右，产能利用率达110%+，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。公司预计2025年产能将超过50万吨，对应约300GWh电池需求，支撑公司后续高增长。

图 6: 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

公司公告 3 万吨高冰镍项目, 进一步布局上游资源, 长期将进一步降低成本。公司积极布局上游资源, 引入青山控股子公司上海菁茂投资有限公司作为公司 IPO 的战略投资者并签订战略合作协议, 预计 2021-2030 年总供应公司镍金属当量 30-100 万吨, 此外全资子公司中伟香港新能源计划与 RIGQUEZA 签署红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 3 万吨项目合资协议, 总投资约为 2.43 亿美元, 其中项目一期计划年产高冰镍含镍金属 1 万吨, 总投资约为 0.81 亿美元, 弥补公司在上游资源的短板。同时, 公司在贵州西部产业基地建立循环产业园, 预计 2021 年将实现镍钴冶炼产能 5 万金吨, 并在广西南部产业基地建设 7 万吨金属镍钴及其综合循环回收项目, 进一步有效降低原材料采购成本。长期看公司向上游布局镍资源和材料循环回收, 将进一步提高单吨利润, 提升改善核心竞争力及持续盈利能力。

全年费用整体控制良好, 研发费用率同比提升。2020 年公司期间费用合计 5.16 亿元, 同比增长 13.72%, 费用率为 6.94%, 同比下降 1.61pct。其中销售费用 0.3 亿元, 销售费用率 0.3%, 同比下降 1.1pct, 主要系根据新会计准则下运费等费用调整至主营业务成本所致; 管理费用 1.6 亿元, 管理费用率 2.1%, 同比下降 3.3pct; 财务费用 0.6 亿元, 财务费用率 0.9%, 同比下降 0.8pct, 主要系利息费用减少所致; 研发费用 2.7 亿元, 研发费用率 3.6%, 同比增加 0.3pct。

图 7: 公司季度费用率

| 单位: 百万元 | 2019 | 2020H1 | 2020H2 | 2020 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 74.31 | 26.28 | -0.69 | 25.60 |
| -销售费用率 | 1.40% | 0.89% | -0.02% | 0.34% |
| 管理费用 | 113.71 | 57.90 | 98.13 | 156.03 |
| -管理费用率 | 2.14% | 1.96% | 2.19% | 2.10% |
| 研发费用 | 175.47 | 111.47 | 158.63 | 270.11 |
| -研发费用率 | 3.30% | 3.77% | 3.54% | 3.63% |
| 财务费用 | 90.27 | 29.96 | 34.30 | 64.26 |
| -财务费用率 | 1.70% | 1.01% | 0.76% | 0.86% |
| 期间费用 | 453.76 | 225.62 | 290.38 | 516.00 |
| -期间费用率 | 8.54% | 7.63% | 6.48% | 6.94% |
| 资产减值损失 | -13.01 | -8.43 | -2.17 | -10.60 |
| 信用减值损失 | -5.77 | -0.73 | -6.00 | -6.74 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营性现金流大幅改善, 在手现金充裕。2020 年公司存货为 14.6 亿, 较年初增加 40.36%; 应收账款 12.31 亿, 较年初增长 51.79%, 主要系本年产能扩张销售规模增长所致。2020 年公司经营活动净现金流为 4.64 亿, 同比转正, 主要系公司严格控制存货增量, 加大贷款回笼力度, 加强票据回款质量所致; 投资活动净现金流出 9.37 亿, 同比增长 55.01%, 主要系公司为进一步扩大产能, 加大项目投资建设所致; 资本开支为 10.46 亿, 同比上升 103.52%。账面现金为 27.12 亿, 较年初增长 185.27%, 在手现金充裕。

投资建议: 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, 我们基本维持此前盈利预测。我们预计公司 21-22 年归母净利润 10.4/15.5 亿, 2023 年归母净利 20.55 亿, 同比增长 147%/50%/32%, EPS 为 1.82/2.73/3.61 元, 对应现价 PE 分别为 43x/29x/22x, 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) | | | | |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 6,548 | 10,201 | 13,814 | 21,061 | 营业收入 | 7,440 | 14,354 | 21,746 | 30,252 |
| 现金 | 2,712 | 1,435 | 2,742 | 6,050 | 减:营业成本 | 6,462 | 12,263 | 18,758 | 26,119 |
| 应收账款 | 1,231 | 2,376 | 3,599 | 5,007 | 营业税金及附加 | 27 | 52 | 79 | 110 |
| 存货 | 1,460 | 2,770 | 4,237 | 5,900 | 营业费用 | 26 | 122 | 130 | 182 |
| 其他流动资产 | 1,146 | 3,620 | 3,235 | 4,103 | 管理费用 | 156 | 187 | 159 | 181 |
| 非流动资产 | 3,316 | 3,561 | 3,700 | 3,739 | 研发费用 | 270 | 545 | 820 | 1,180 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 64 | 70 | 58 | 57 |
| 固定资产 | 2,081 | 2,335 | 2,533 | 2,581 | 资产减值损失 | 17 | 11 | 12 | 14 |
| 在建工程 | 607 | 607 | 557 | 557 | 加:投资净收益 | -27 | 7 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 407 | 408 | 399 | 390 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 221 | 211 | 211 | 211 | 资产处置收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 9,864 | 13,762 | 17,514 | 24,800 | 营业利润 | 468 | 1,182 | 1,767 | 2,419 |
| 流动负债 | 4,680 | 7,819 | 10,437 | 16,223 | 加:营业外净收支 | 12 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 794 | 989 | 0 | 1,697 | 利润总额 | 476 | 1,181 | 1,766 | 2,418 |
| 应付账款 | 934 | 1,772 | 2,711 | 3,775 | 减:所得税费用 | 55 | 142 | 212 | 363 |
| 其他流动负债 | 2,952 | 5,058 | 7,726 | 10,751 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 1,347 | 1,347 | 1,347 | 1,347 | 归属母公司净利润 | 420 | 1,039 | 1,554 | 2,055 |
| 长期借款 | 841 | 841 | 841 | 841 | EBIT | 532 | 1,252 | 1,825 | 2,476 |
| 其他非流动负债 | 506 | 506 | 506 | 506 | EBITDA | 686 | 1,418 | 2,016 | 2,687 |
| 负债合计 | 6,027 | 9,167 | 11,785 | 17,570 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.74 | 1.82 | 2.73 | 3.61 |
| 归属母公司股东权益 | 3,837 | 4,595 | 5,729 | 7,230 | 每股净资产(元) | 6.74 | 8.07 | 10.06 | 12.69 |
| 负债和股东权益 | 9,864 | 13,762 | 17,514 | 24,800 | 发行在外股份(百万股) | 570 | 570 | 570 | 570 |
| | | | | | ROIC(%) | 13.4% | 17.2% | 26.8% | 21.5% |
| | | | | | ROE(%) | 11.0% | 22.6% | 27.1% | 28.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 13.1% | 14.6% | 13.7% | 13.7% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 5.6% | 7.2% | 7.1% | 6.8% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 61.1% | 66.6% | 67.3% | 70.8% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 40.1% | 92.9% | 51.5% | 39.1% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 133.6% | 147.3% | 49.5% | 32.3% |
| | | | | | P/E | 106.13 | 42.91 | 28.70 | 21.70 |
| | | | | | P/B | 11.62 | 9.70 | 7.78 | 6.17 |
| | | | | | EV/EBITDA | 67 | 33 | 23 | 17 |

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>