

2021年04月26日

产能扩张加速，高镍龙头地位稳固  
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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7440	14354	23747	33103
同比(%)	40%	93%	65%	39%
归母净利润(百万元)	420	1039	1701	2408
同比(%)	134%	147%	64%	42%
每股收益(元/股)	0.74	1.82	2.99	4.23
P/E(倍)	135.66	54.85	33.48	23.66

投资要点

- 21年Q1归母净利润2.12亿元，同比增长238%，接近业绩预告中值，符合市场预期。2021年Q1公司营收36.9亿元，同比增长135.2%，环比增长56.22%；归母净利润2.12亿元，同比增长237.6%，环比增长51.29%，此前预告归母净利2-2.3亿元，接近业绩预告中值，符合市场预期；扣非净利润1.97亿元，同比增长434.3%，环比增长56.89%。盈利能力方面，21Q1毛利率为13.58%，同比增加1.91pct；净利率为5.73%，同比增加1.74pct。
- 公司三元前驱体产能扩张加速，绑定国际头部电池企业，龙头地位稳固。公司Q1三元前驱体出货3.1万吨，四氧化三钴出货量约0.58万吨，环比增长10%，前驱体产能利用率达110%，持续满产满销。公司在建产能加速落地，公司IPO6万吨前驱体项目中，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，今年预计新增10万吨前驱体产能，21年底公司预计产能超过23万吨。我们预计公司全年出货量有望达到18万吨以上，同比翻番，其中三元前驱体16万吨+，同比+120%
- 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5400元/吨左右。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，且公司规模效应提升，全年看公司单吨利润有望维持5000元/吨以上。
- 资本开支大幅增长，存货、经营性应收项目增加。截止2021Q1公司存货为22.17亿，较年初增长51.85%，主要由于产销规模增长，导致存货备货增加；应收账款21.42亿，较年初增长73.84%；预付账款3.77亿元，较年初增长194.53%。2021Q1公司经营活动净现金流出4.88亿，同比增长197.56%；投资活动净现金流出7.61亿，同比增长2354.84%；资本开支为6.51亿，同比上升393.18%，账面现金为31.68亿，较年初增长16.81%。在建工程6.65亿元，较年初增长9.56%。
- 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，以及高冰镍项目推进超预期，我们将21-23年归母净利润由10.4/15.5/20.55亿，上调至10.4/17.0/24.1亿，同比增长147%/64%/42%，对应现价PE分别为55x/33x/24x，给予21年68xPE，对应目标价124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)	100.00
一年最低/最高价	66.00/104.60
市净率(倍)	14.05
流通A股市值(百万元)	4283.81

基础数据

每股净资产(元)	7.12
资产负债率(%)	69.02
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年年报点评：业绩符合预期，前驱体量利齐升》2021-04-09
- 2、《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
- 3、《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

21年 Q1 归母净利润 2.12 亿元，同比增长 238%，接近业绩预告中值，符合市场预期。2021 年 Q1 公司营收 36.9 亿元，同比增长 135.2%，环比增长 56.22%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 237.6%，环比增长 51.29%，此前预告归母净利 2-2.3 亿元，接近业绩预告中值，符合市场预期；扣非净利润 1.97 亿元，同比增长 434.3%，环比增长 56.89%。盈利能力方面，21Q1 毛利率为 13.58%，同比增加 1.91pct；净利率为 5.73%，同比增加 1.74pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	3,689.5	2,362.6	2,121.4	1,387.1	1,568.5
-同比	135.23%				
毛利率	13.58%			14.19%	11.67%
归母净利润(百万)	211.5	139.8	126.2	91.5	62.7
-同比	237.63%				
归母净利率	5.73%	5.92%	5.95%	6.59%	3.99%
扣非归母净利润 (百万)	196.76	125.41	120.30	64.38	36.83
-同比	434.28%				
扣非归母净利率	5.33%	5.31%	5.67%	4.64%	2.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司三元前驱体产能扩张加速，绑定国际头部电池企业，龙头地位稳固。公司 Q1 三元前驱体出货 3.1 万吨，四氧化三钴出货量约 0.58 万吨，环比增长 10%，前驱体产能利用率达 110%，持续满产满销。公司在建产能加速落地，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，今年预计新增 10 万吨前驱体产能，21 年底公司预计产能超过 23 万吨。我们预计公司全年出货量有望达到 18 万吨以上，同比翻番，其中三元前驱体 16 万吨+，同比+120%；分客户看，我们预计公司直接配套 LG5-6 万吨前驱体，同比翻番，通过巴莫等正极厂商配套特斯拉 3-4 万吨，湖南邦普产能有限，宁德时代加大前驱体外采，预计配套 2-3 万吨，此外三星等大客户起量，为公司带来新增量；四氧化三钴绑定 ATL、三星等厂商，全年出货预计超 2 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。

规模化生产及一体化布局，21 年公司单吨盈利提升明显。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 5400 元/吨左右，环比提升 10%+。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，且公司规模效应提升，全年看公司单吨利润有望维持 5000 元/吨以上。

图 2: 公司产品单吨利润测算

	2018	2019	2020	2021Q1
销量 (万吨)	2.81	5.56	9.09	3.68
同比	67%	98%	63%	
毛利率	11.4%	12.3%	13.1%	13.6%
扣非净利润 (百万)	44	121	347	197
单吨利润 (万/吨)	0.16	0.22	0.38	0.54

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 亿纬锂能业务拆分情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
锂原电池	14.91	-21.2%	41.9%	-2.1pct	8.44	41.7%	6.47	42.2%
锂离子电池	66.70	47.6%	26.1%	2.3pct	41.40	27.3%	25.30	24.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司布局上游镍资源, 打通硫酸镍加工环节, 进一步降低成本。**公司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, 单吨投资达 0.81 亿美元, 远远低于行业平均水平, 成本优势强大。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。

**费用率同比下降, 费用控制良好。**2021 年 Q1 公司期间费用合计 2.12 亿元, 同比增长 76.64%, 费用率为 5.75%, 同比下降 1.91pct。2020 年销售费用 0.26 亿元, 销售费用率 0.3%, 同比降 0.6pct; 管理费用 1.56 亿元, 管理费用率 5.73%, 同比增 0.29pct; 财务费用 0.64 亿元, 财务费用率 0.86%, 同比降 0.84pct; 研发费用 2.7 亿元, 研发费用率 3.63%, 同比增 0.33pct。公司计提资产减值损失 0.11 亿; 计提信用减值损失 0.07 亿。

图 4: 公司分季度费用情况 (百万元)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20H2	21Q1
销售费用	13.14	13.14	-0.69	10.30
-销售费用率	0.84%	0.95%	-0.02%	0.28%
管理费用	28.31	29.60	98.13	40.07
-管理费用率	1.80%	2.13%	2.19%	1.09%
研发费用	65.12	46.35	158.63	140.88
-研发费用率	4.15%	3.34%	3.54%	3.82%
财务费用	13.55	16.41	34.30	20.94
-财务费用率	0.86%	1.18%	0.76%	0.57%
期间费用	120.12	105.50	290.38	212.19
-期间费用率	7.66%	7.61%	6.48%	5.75%
资产减值损失	-5.51	-2.91	-2.17	-28.35
信用减值损失	-1.48	0.75	-6.00	-9.10

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**资本开支大幅增长, 存货、经营性应收项目增加。**截止 2021Q1 公司存货为 22.17 亿, 较年初增长 51.85%, 主要由于产销规模增长, 导致存货备货增加; 应收账款 21.42 亿, 较年初增长 73.84%; 预付账款 3.77 亿元, 较年初增长 194.53%。2021Q1 公司经营净现金流出 4.88 亿, 同比增长 197.56%, 主要系公司销售规模快速增长使得存货、经营性应收项目大幅增加所致; 投资活动净现金流出 7.61 亿, 同比增长 2354.84%; 资本开支为 6.51 亿, 同比上升 393.18%, 账面现金为 31.68 亿, 较年初增长 16.81%。在建工程 6.65 亿元, 较年初增长 9.56%。

**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, 以及高冰镍项目推进超预期, 我们将 21-23 年归母净利润由 10.4/15.5/20.55 亿, 上调至 10.4/17.0/24.1 亿, 同比增长 147%/64%/42%, 对应现价 PE 分别为 55x/33x/24x, 给予 21 年 68xPE, 对应目标价 124 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
<b>流动资产</b>	6,548	10,201	14,878	22,904	<b>营业收入</b>	7,440	14,354	23,747	33,103
现金	2,712	1,435	2,882	6,621	减:营业成本	6,462	12,263	20,479	28,397
应收账款	1,231	2,376	3,930	5,479	营业税金及附加	27	52	86	120
存货	1,460	2,770	4,626	6,415	营业费用	26	122	142	199
其他流动资产	958	3,318	2,975	3,770	管理费用	156	232	269	290
<b>非流动资产</b>	3,316	3,561	3,700	3,739	研发费用	270	500	800	1,200
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	64	70	58	59
固定资产	2,081	2,335	2,533	2,581	资产减值损失	17	11	16	16
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	79.0692	71	38	10
其他非流动资产	828	818	768	768	资产处置收益	-0.0473	0	0	0
<b>资产总计</b>	9,864	13,762	18,578	26,643	<b>营业利润</b>	468	1,182	1,934	2,833
<b>流动负债</b>	4,680	7,819	11,393	17,702	加:营业外净收支	8	-1	-1	-1
短期借款	794	989	0	1,911	<b>利润总额</b>	476	1,181	1,933	2,832
应付账款	934	1,772	2,960	4,104	减:所得税费用	55	142	232	425
其他流动负债	2,952	5,058	8,433	11,687	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	1,347	1,347	1,347	1,347	<b>归属母公司净利润</b>	420	1,039	1,701	2,408
长期借款	841	841	841	841	EBIT	840	1,584	2,374	3,313
其他非流动负债	506	506	506	506	EBITDA	686	1,418	2,183	3,103
<b>负债合计</b>	6,027	9,167	12,740	19,049	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.74	1.82	2.99	4.23
归属母公司股东权益	3,837	4,595	5,837	7,595	每股净资产(元)	6.74	8.07	10.25	13.33
<b>负债和股东权益</b>	9,864	13,762	18,578	26,643	发行在外股份(百万股)	570	570	570	570
					ROIC(%)	13.4%	17.2%	28.4%	23.8%
					ROE(%)	11.0%	22.6%	29.1%	31.7%
					毛利率(%)	13.1%	14.6%	13.8%	14.2%
					销售净利率(%)	5.6%	7.2%	7.2%	7.3%
					资产负债率(%)	61.1%	66.6%	68.6%	71.5%
					收入增长率(%)	40%	93%	65%	39%
					净利润增长率(%)	134%	147%	64%	42%
					P/E	135.66	54.85	33.48	23.66
					P/B	14.86	12.40	9.77	7.51
					EV/EBITDA	85	41	27	19

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>