

2021年08月27日

龙头量利齐升，产能扩张提速
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	16089	29513	41321
同比(%)	40%	116%	83%	40%
归母净利润(百万元)	420	1129	2228	3346
同比(%)	134%	169%	97%	50%
每股收益(元/股)	0.74	1.98	3.91	5.87
P/E(倍)	219.76	81.79	41.44	27.60

投资要点

- **2021H1 归母净利润 4.88 亿元，同比增长 217%，处于业绩预告中值，符合市场预期。**2021 年 H1 公司营收 83.56 亿元，同比增长 182.71%；归母净利润 4.88 亿元，同比增长 216.57%；扣非净利润 4.26 亿元，同比增长 320.9%；2021 年上半年毛利率为 12.47%，同比下降 0.38pct；2021 年上半年归母净利润率为 5.84%，同比增加 0.62pct。
- **分业务看，前驱体材料收入高增，境内客户贡献主要增量。**21 年上半年公司锂电正极前驱体材料收入 83.56 亿元，同比上升 182.71%，毛利率 12.47%，同比上升 0.2pct，其中三元前驱体收入 64.64 亿元，同比上升 208.33%，毛利率 12.45%，同比下降 0.45pct；四氧化三钴收入 16.07 亿元，同比上升 103.34%，毛利率 12.01%，同比上升 2.04pct。分区域看，公司中国大陆收入 63.92 亿元，同比大增 257.48%，贡献主要增量，韩国收入 17.46 亿元，同比增加 50.43%，占比达 21%，我们预计对应 2-3 万吨出货。
- **公司绑定国际头部电池企业，龙头量利齐升。**公司 2021 年上半年三元前驱体及四氧化三钴合计产量达 8.2 万吨，前驱体产能利用率达 110%+；2021 年上半年销售量约 8 万吨，我们预计公司 Q2 出货 4.32 万吨，环比增长 17%，Q3 新产能落地，我们预计出货环比大幅提升，我们预计公司全年出货量有望达到 18 万吨以上，同比翻番；分客户看，我们预计公司直接配套 LG 5-6 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，配套宁德时代 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，我们预计全年出货超 2 万吨。2021 年上半年上游原材料价格进入上涨通道，我们预计公司受益于规模效应及部分低价库存收益，全年单吨净利有望维持 5000 元/吨以上，且随着下半年一体化产能落地，单吨净利有进一步上升空间。
- **扩产提速，21-22 年大量产能加速落地，出货量目标连续翻番。**截止 2021 年 6 月 30 日，公司总产能达 16.5 万吨，在建产能 5 万吨，公司预计 2021 年底产能将超 20 万吨，较年初翻番，我们预计 21 年全年出货有望达到 18 万吨以上，同比翻番。
- **布局冶炼产能，强化一体化布局，进一步降低成本。**公司向产业链上游延伸，实现镍、钴中间品湿法加工硫酸镍、硫酸钴以及锂离子电池循环回收，与前驱体产业形成良好的产业链协同优势。公司在宁乡基地配套建设镍钴资源、电池循环回收项目，在贵州西部产业基地建立循环产业园，在南部产业基地规划建设硫酸镍、硫酸钴配套产能，叠加红土镍矿冶炼高冰镍含镍金属 3 万吨项目，公司打通了镍到前驱体制造环节，弥补公司在上游资源的短板，进一步巩固成本优势。
- **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，考虑到公司产能扩张加速，龙头竞争力强化，上半年业绩亮眼，我们上调 21-23 年归母净利至 11.3/22.3/33.5 亿(原预测 10.4/20.5/27.6 亿)，同比增长 169%/97%/50%，对应现价 PE 分别为 82x/41x/28x，给予 22 年 60xPE，对应目标价 235 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	162.09
一年最低/最高价	66.00/203.78
市净率(倍)	21.49
流通 A 股市值(百万元)	8150

基础数据

每股净资产(元)	7.54
资产负债率(%)	72.93
总股本(百万股)	569.65
流通 A 股(百万股)	53.02

相关研究

- 1、《中伟股份(300919)：定增加码前驱体一体化，龙头竞争力再强化》2021-06-25
- 2、《中伟股份(300919)：产能扩张加速，高镍龙头地位稳固》2021-04-26
- 3、《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

2021H1 归母净利润 4.88 亿元，同比增长 217%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 83.56 亿元，同比增长 182.71%；归母净利润 4.88 亿元，同比增长 216.57%；扣非净利润 4.26 亿元，同比增长 320.9%；2021 年上半年毛利率为 12.47%，同比下降 0.38pct；2021 年上半年归母净利率为 5.84%，同比增加 0.62pct。公司此前预告归母净利润 4.6-5.1 亿元，中报处于业绩预告中值，符合市场预期。

21 年 Q2 归母净利润 2.76 亿元，同比增长 202%，符合市场预期。2021 年 Q2 公司实现营收 46.66 亿元，同比增加 236.41%，环比增长 26.47%；归母净利润 2.76 亿元，同比增长 202.15%，环比增长 30.62%，扣非归母净利润 2.29 亿元，同比增长 256.04%，环比增长 16.49%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 11.6%，同比下降 2.59pct，环比下降 1.98pct；归母净利率 5.92%，同比下降 0.67pct，环比增长 0.19pct；Q2 扣非归母净利率 4.91%，同比提升 0.27pct，环比下降 0.42pct。

表 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	4,666.3	3,689.5	2,362.6	2,121.4	1,387.1	1,568.5
-同比	236.41%	135.23%				
毛利率	11.60%	13.58%			14.19%	11.67%
归母净利润(百万)	276.3	211.5	139.8	126.2	91.5	62.7
-同比	202.15%	237.63%				
归母净利率	5.92%	5.73%	5.92%	5.95%	6.59%	3.99%
扣非归母净利润 (百万)	229.2	196.8	125.41	120.30	64.38	36.83
-同比	256.04%	434.28%				
扣非归母净利率	4.91%	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

分业务看，前驱体材料收入高增，境内客户贡献主要增量。21 年上半年公司锂电正极前驱体材料收入 83.56 亿元，同比上升 182.71%，毛利率 12.47%，同比上升 0.2pct，其中三元前驱体收入 64.64 亿元，同比上升 208.33%，毛利率 12.45%，同比下降 0.45pct；四氧化三钴收入 16.07 亿元，同比上升 103.34%，毛利率 12.01%，同比上升 2.04pct。分区域看，公司中国大陆收入 63.92 亿元，同比大增 257.48%，贡献主要增量，韩国收入 17.46 亿元，同比增加 50.43%，占比达 21%，我们预计对应 2-3 万吨出货。

表 2: 中伟股份分业务拆分情况

	2021上半年				2020下半年		2020上半年	
	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
三元前驱体	64.64	208%	12.45%	-0.45pct	35.77	13.31%	20.96	12.9%
四氧化三钴	16.07	103%	12.01%	2.04pct	6.52	13.49%	7.90	9.97%
受托加工	0.78	-	-	-	-	-	-	-
其他	2.07	-	-	-	-	-	-	-
总收入	83.56	183%	12.47%	0.2pct	44.84	13.71%	29.56	12.27%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 中伟股份分区域拆分情况

	2021年H1		2020年H2	2020年H1
	营业收入 (亿)	同比	营业收入 (亿)	营业收入 (亿)
中国大陆	63.92	257.48%	32.27	17.88
港澳台地区	0.00	-	-	-
韩国	17.46	50.43%	12.56	11.61
其他国家	2.17	-	-	-
总收入	83.56	182.71%	44.84	29.56

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 4: 中伟股份主要子公司经营情况

公司名称	2021H1		
	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率
湖南中伟	44.15	1.64	4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司绑定国际头部电池企业, 龙头量利齐升。公司 2021 年上半年三元前驱体及四氧化三钴合计产量达 8.2 万吨, 其中三元前驱体 7.1 万吨, 四氧化三钴 1.1 万吨, 前驱体产能利用率达 110%+; 2021 年上半年销售量约 8 万吨, 我们预计公司 Q2 出货 4.32 万吨, 环比增长 17%, 其中三元前驱体预计出货 3.7-3.9 万吨, 环比增 20%+, 持续满产满销, Q3 新产能落地, 出货环比我们预计大幅提升, 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 LG 5-6 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, 我们预计配套 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, 我们预计全年

出货超 2 万吨。盈利方面，我们预计公司 Q2 单吨净利达 0.6 万元/吨以上，环增 10%，单吨扣非净利达 0.53 万元/吨，环比持平。2021 年上半年上游原材料价格进入上涨通道，我们预计公司受益于规模效应及部分低价库存收益，全年单吨净利有望维持 5000 元/吨以上，且随着下半年一体化产能落地，单吨净利有进一步上升空间。

表 5: 21H1 公司产能及产量拆分

	产能	在建产能	产能利用率	产量
锂电正极前驱体材 (吨)	70450	50000	116.24%	81894
-三元前驱体 (吨)	58250	45000	120.95%	70455
-四氧化三钴 (吨)	12200	5000	93.76%	11438

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 6: 公司产品单吨利润测算 (含三元前驱体及四氧化三钴)

	2018	2019	2020	2021Q1	21Q2
销量 (万吨)	2.81	5.56	9.09	3.68	4.32
同比	67%	98%	63%		
毛利率	11.4%	12.3%	13.1%	13.6%	11.6%
扣非净利润 (百万)	44	121	347	197	229
单吨利润 (万/吨)	0.16	0.22	0.38	0.54	0.53

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

扩产提速，21-22 年大量产能加速落地，出货量目标连续翻番。截止 2021 年 6 月 30 日，公司总产能达 16.5 万吨（14 万吨三元前驱体、2.5 万吨四氧化三钴），在建产能 5 万吨，此外，公司西部基地 6 万吨 IPO 募投项目、南部基地 18 万吨再融资募投项目及中部基地 3.5 万吨前驱体材料及循环回收项目稳步推进中，公司预计 2021 年底产能将超 20 万吨，较年初翻番，我们预计 21 年全年出货有望达到 18 万吨以上，同比翻番；随着南部基地、中部基地产能 2022 年陆续建成投产，我们预计 2022 年年底产能达 35 万吨+，22 年全年出货我们预计 35 万吨左右，其中三元前驱体 32 万吨+，仍可维持 100% 增长，高镍前驱体龙头地位稳固。公司预计 2023 年产能将超过 50 万吨，达到此前 2025 年产能目标，扩产加速支撑公司后续高增长。

表 7: 公司投产计划整理 (亿元)

日期	方式	项目	产能	投资 (亿元)
2021年6月24日	非公开发行	广西中伟新能源科技有限公司北部湾产业基地三元项目 (一期)	三元前驱体产能18万吨/年, 硫酸镍溶液产能11万金吨/年, 硫酸钴溶液1万金吨/年	59.9
2021年5月17日	合作框架协议	宁乡经济技术开发区项目	年产3.5万吨锂电前驱体材料及配套镍钴资源、电池循环回收	13
2021年4月7日	自有资金及银行贷款	红土镍矿冶炼高冰镍项目 (一期)	年产高冰镍含镍金属3万吨 (一期1万吨)	2.43亿美元
2021年1月20日	合作框架协议	北部湾产业基地项目 (一期)	年产15万吨前驱体和7万吨金属镍钴及其综合循环回收设施	100
2020年12月17日	IPO	高性能锂离子电池三元正极材料前驱体西部基地项目	年产6万吨三元前驱体	14

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

布局冶炼产能, 强化一体化布局, 进一步降低成本。公司向产业链上游延伸, 实现镍、钴中间品湿法加工硫酸镍、硫酸钴以及锂离子电池循环回收, 与前驱体产业形成良好的产业链协同优势。公司投资建设印尼 3 万吨红土镍矿火法冶炼项目及北部湾产业基地 11 万金吨硫酸镍、1 万金吨硫酸钴配套产能, 加速延伸上游冶炼环节。21 年硫酸镍需求旺盛, 目前硫酸镍报价较电解镍升水 15%左右, 公司布局硫酸镍产能将有效降低原材料成本。公司在宁乡基地配套建设镍钴资源、电池循环回收项目, 在贵州西部产业基地建立循环产业园, 在南部产业基地规划建设硫酸镍、硫酸钴配套产能, 叠加红土镍矿冶炼高冰镍含镍金属 3 万吨项目, 公司打通了镍到前驱体制造环节, 弥补公司在上游资源的短板, 进一步巩固成本优势。

费用率同比下降, 费用控制良好。2021 年 H1 公司期间费用合计 4.42 亿元, 同比增长 95.92%, 费用率为 5.29%, 同比下降 2.34pct。2021Q2 期间费用合计 2.3 亿元, 环比增 8.33%, 期间费用率为 4.93%, 环比下降 0.83pct; 销售费用 0.09 亿元, 销售费用率 0.19%, 同比增 0pct, 环比下降 0.09pct; 管理费用 0.49 亿元, 管理费用率 1.05%, 同比下降 1.08pct, 环比下降 0.04pct; 财务费用 0.28 亿元, 财务费用率 0.59%, 同比下降 0.59pct, 环比增 0.02pct; 研发费用 1.44 亿元, 研发费用率 3.09%, 同比下降 0.25pct, 环比下降 0.72pct。公司 2021Q2 计提资产减值损失-0.02 亿元, 计提信用减值损失-0.02 亿元。

表 8: 季度费用率

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20H2	21Q1	21Q2
销售费用	13.14	13.14	-0.69	10.30	8.94
-销售费用率	0.84%	0.95%	-0.02%	0.28%	0.19%
管理费用	28.31	29.60	98.13	40.07	48.94
-管理费用率	1.80%	2.13%	2.19%	1.09%	1.05%
研发费用	65.12	46.35	158.63	140.88	144.38
-研发费用率	4.15%	3.34%	3.54%	3.82%	3.09%
财务费用	13.55	16.41	34.30	20.94	27.59
-财务费用率	0.86%	1.18%	0.76%	0.57%	0.59%
期间费用	120.12	105.50	290.38	212.19	229.85
-期间费用率	7.66%	7.61%	6.48%	5.75%	4.93%
资产减值损失	-5.51	-2.91	-2.17	-28.35	-2.21
信用减值损失	-1.48	0.75	-6.00	-9.10	-1.91

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

原材料库存增加, 资本开支大幅增长。2021 年 H1 公司存货为 30.91 亿元, 较年初增长 111.74%, 主要系原材料达 12.45 亿, 较年初增长 343%, 我们预计主要为原材料备货所致; 应收账款 26.12 亿元, 较年初增长 112.24%; 2021 年 H1 公司经营活动净现金流为 0.17 亿元, 同比上升 10.15%; 投资活动净现金流出 14.76 亿元, 同比上升 495.36%; 资本开支为 13.97 亿元, 同比上升 293.73%; 账面现金为 36.25 亿元, 较年初增长 33.67%, 短期借款 19.71 亿元, 较年初增长 168.49%。

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, 考虑到公司产能扩张加速, 龙头竞争力强化, 上半年业绩亮眼, 我们上修 21-23 年归母净利至 11.3/22.3/33.5 亿 (原预测 10.4/20.5/27.6 亿), 同比增长 169%/97%/50%, 对应现价 PE 分别为 82x/41x/28x, 给予 22 年 60xPE, 对应目标价 235 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 原材料价格波动超市场预期, 销量及政策不及预期。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,548	11,344	18,121	28,284	营业收入	7,440	16,089	29,513	41,321
现金	2,712	1,609	3,484	8,264	减:营业成本	6,462	13,879	25,356	35,228
应收账款	1,231	2,663	4,885	6,839	营业税金及附加	27	59	107	150
存货	1,460	3,135	5,728	7,958	营业费用	26	137	177	248
其他流动资产	958	3,603	3,465	4,468	管理费用	156	261	316	442
非流动资产	3,316	4,197	5,046	5,360	财务费用	64	0	0	0
固定资产	2,081	2,722	3,331	3,906	加:投资净收益	-27	7	0	0
无形资产	407	457	497	535	营业利润	468	1,284	2,533	3,803
其他非流动资产	828	1,018	1,218	918	加:营业外净收支	8	-1	-1	-1
资产总计	9,864	15,541	22,635	33,643	利润总额	476	1,283	2,532	3,802
流动负债	4,680	9,533	15,000	23,566	减:所得税费用	55	154	304	456
短期借款	794	1,806	898	3,981	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	934	2,006	3,665	5,091	归属母公司净利润	420	1,129	2,228	3,346
其他流动负债	2,952	5,721	10,437	14,494	EBITDA	686	1,463	2,765	4,089
非流动负债	1,347	1,347	1,347	1,347	EPS	0.74	1.98	3.91	5.87
长期借款	841	841	841	841					
其他非流动负债	506	506	506	506	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	6,027	10,881	16,347	24,914	每股收益(元)	0.74	1.98	3.91	5.87
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	6.74	8.18	11.04	15.32
归属母公司股东权益	3,837	4,661	6,287	8,730	发行在外股份(百万股)	570	570	570	570
负债和股东权益	9,864	15,541	22,635	33,643	ROIC(%)	13.4%	15.5%	27.8%	24.7%
					ROE(%)	11.0%	24.2%	35.4%	38.3%
					毛利率(%)	13.1%	13.7%	14.1%	14.7%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.6%	7.0%	7.5%	8.1%
经营活动现金流	464	-757	3,932	3,733	资产负债率(%)	61.1%	70.0%	72.2%	74.1%
投资活动现金流	-937	-1,053	-1,080	-600	收入增长率(%)	40%	116%	83%	40%
筹资活动现金流	1,963	707	-1,510	2,180	净利润增长率(%)	134%	169%	97%	50%
现金净增加额	1,490	-1,103	1,342	5,313	P/E	219.76	81.79	41.44	27.60
折旧和摊销	154	179	232	286	P/B	24.07	19.81	14.69	10.58
资本开支	1,046	1,060	1,080	600	EV/EBITDA	137	64	34	23
营运资本变动	-190	-2,071	1,450	82					

数据来源: wind, 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>