

三元前驱体龙头纵横扩张

2022 年 01 月 11 日

➤ **事件概述。**公司近期签订诸多合作协议：1) 与厦门象屿签订协议：预计在 2022 年-2027 年将获得约 8 万吨镍金属量和 1.5 万吨钴金属量的镍、钴原材料供应。2) 与芬兰矿业集团签订协议：拟在 Hamina 市建设年产规模不超过 12 万吨的高镍三元前驱体生产基地，其中一期年产 2 万吨产能预计 2024 年建成投产，一期投资规模约 14.4 亿元。3) 与开阳县签订协议：投资约 100 亿元人民币，通过 33 个月的建设，拟建成年产 20 万吨磷酸铁及磷酸铁锂材料生产线一体化项目。

➤ **公司是三元前驱体龙头公司，优质客户带来壁垒。**公司 21H1 实现三元前驱体出货 7.05 万吨、四氧化三钴出货 1.15 万吨，根据上海有色网估计，公司 2021 年上半年三元前驱体市场占有率提升至 26%，四氧化三钴市场占有率提升至 25%，均居行业第一。公司客户覆盖 LG、特斯拉、宁德时代、ATL、三星、厦门钨业等国内外优质客户，带来客户壁垒；公司同时拥有多种牌号产品，可快速响应客户需求，拥有技术壁垒。

➤ **纵向扩张：产能快速释放，单吨盈利向上。**我们估计公司 21 年出货 20 万吨以上，22 年、23 年底预计达到 35 万吨、50 万吨产能。公司单吨盈利持续向上，我们估计 21 年达到 0.5-0.6 万元/吨，22 年有望持续向上，主要得益于：1) 高镍体系占比持续提升，公司 8 系产品占比从此前不到 10% 增长到 21 年的 35% 左右，未来有望进一步增加；2) 公司火法 6 万吨镍资源项目预计 22 年底至 23 年初陆续落地，同时公司还有贵州和广西镍钴循环回收产能等保证，一体化增厚单吨净利。

➤ **横向扩张：进军 LFP。**21 年 11 月 17 日，公司同贵州工业基金（贵州省财政厅下属基金）共同增资全资子公司中伟新能源和中伟兴阳储能，增资后中伟股份对两家公司持股比例均为 52%。21 年 12 月 1 日，公司同当升科技签订战略合作框架协议，在贵州投资建设总产能不低于 30 万吨/年磷酸铁、磷酸铁锂及相关磷资源开发、磷化工配套项目。21 年 12 月 10 日，公司与开阳县签订协议，投资 100 亿元建设 20 万吨磷酸铁及磷酸铁锂材料生产线一体化项目。火法 LFP 与前驱体生产工艺有相通之处，公司此前有部分 LFP 专利布局，且在成本控制和客户资源上有比较优势，借助贵州较低能源成本和丰富磷矿资源，有望后来居上。

➤ **投资建议：**公司是全球三元前驱体份额第一名，产能快速提升，单吨净利随一体化和高镍趋势也有望稳步上升，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 11.74、21.73、33.43 亿元（此前为 10.61、17.03、24.16 亿元），同比分别增长 179%、85%、54%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 69、37、24 倍。参考 CS 新能车当前 PE-TTM 为 99 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期；公司产能扩张进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7440	18812	30406	46458
增长率（%）	40.1	152.9	61.6	52.8
归属母公司股东净利润（百万元）	420	1174	2173	3343
增长率（%）	133.6	179.3	85.1	53.9
每股收益（元）	0.82	1.94	3.59	5.52
PE	164	69	37	24
PB	12.1	9.2	7.5	5.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2021 年 1 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

136.5 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

1. 中伟股份(300919):前驱体龙头加速扩产，一体化提升盈利能力

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7440	18812	30406	46458
营业成本	6462	16442	26434	40394
营业税金及附加	27	45	73	111
销售费用	26	41	67	102
管理费用	156	207	304	465
研发费用	270	658	1034	1580
EBIT	506	1418	2494	3806
财务费用	64	72	18	5
资产减值损失	-11	-10	-10	-10
投资收益	-27	0	0	0
营业利润	468	1329	2459	3784
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	476	1329	2459	3784
所得税	55	155	287	441
净利润	420	1174	2173	3343
归属于母公司净利润	420	1174	2173	3343
EBITDA	660	1754	2861	4222

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2023E
货币资金	2712	7205	8865	12421
应收账款及票据	1231	1539	2492	3557
预付款项	128	329	529	808
存货	1460	1792	2887	3863
其他流动资产	1018	892	1161	1664
流动资产合计	6548	11757	15934	22312
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2081	3257	3505	3707
无形资产	407	535	660	783
非流动资产合计	3316	4710	5183	5607
资产合计	9864	16467	21117	27920
短期借款	734	734	734	734
应付账款及票据	3523	3829	6156	9407
其他流动负债	423	550	700	909
流动负债合计	4680	5113	7590	11050
长期借款	841	841	841	841
其他长期负债	506	506	506	506
非流动负债合计	1347	1347	1347	1347
负债合计	6027	6460	8937	12397
股本	570	606	606	606
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3837	10007	12180	15522
负债和股东权益合计	9864	16467	21117	27920

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.07	152.86	61.63	52.79
EBIT 增长率	114.32	180.26	75.95	52.61
净利润增长率	133.65	179.34	85.11	53.87
盈利能力 (%)				
毛利率	13.14	12.60	13.06	13.05
净利润率	5.65	6.24	7.15	7.20
总资产收益率 ROA	4.26	7.13	10.29	11.97
净资产收益率 ROE	10.95	11.73	17.84	21.54
偿债能力				
流动比率	1.40	2.30	2.10	2.02
速动比率	1.06	1.88	1.65	1.60
现金比率	0.58	1.41	1.17	1.12
资产负债率 (%)	61.10	39.23	42.32	44.40
经营效率				
应收账款周转天数	60.37	30.00	30.00	28.00
存货周转天数	82.45	40.00	40.00	35.00
总资产周转率	0.75	1.14	1.44	1.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.94	3.59	5.52
每股净资产	6.74	16.52	20.11	25.63
每股经营现金流	0.81	2.14	4.25	7.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	164	69	37	24
PB	12.1	9.2	7.5	5.9
EV/EBITDA	68.95	49.15	29.55	19.18
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	420	1174	2173	3343
折旧和摊销	154	336	367	415
营运资金变动	-234	-301	-57	620
经营活动现金流	464	1298	2571	4467
资本开支	-1046	-1730	-840	-840
投资	100	0	0	0
投资活动现金流	-937	-1730	-840	-840
股权募资	1289	4997	0	0
债务募资	577	0	0	0
筹资活动现金流	1963	4925	-72	-72
现金净流量	1487	4493	1660	3556

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001