

辅料价格上涨短期影响盈利，前驱体龙头份额持续提升

买入（维持）

2022年01月28日

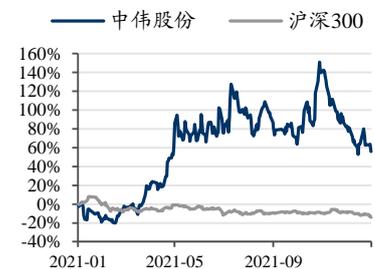
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
研究助理 岳斯瑶
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7440	18969	33059	43758
同比（%）	40.07%	154.97%	74.28%	32.37%
归母净利润（百万元）	420	939	2016	3028
同比（%）	133.65%	123.58%	114.55%	50.21%
每股收益（元/股）	0.69	1.55	3.33	5.00
P/E（倍）	187.49	83.85	39.08	26.02

投资要点

- **公司预计 2021Q4 归母净利润 1.43-1.97 亿元，环比下降 29%~49%，略低于市场预期。**公司预计 2021 年全年归母净利润 9.08-9.62 亿元，同比增长 116%~129%，其中 2021Q4 归母净利润 1.43-1.97 亿元，同比增长 2.03%-40.63%，环比下降 29%~49%，略低于市场预期。2021 全年扣非归母净利润 7.48-8.02 亿元，同比增长 116%-131%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.83-1.37 亿元，环比下滑 43%-65%。
- **2021Q4 出货量环比持平微增，全年市占率进一步提升，稳居全球第一。**受限电、辅料成本大涨的影响，我们预计 2021Q4 公司三元前驱体及四氧化三钴销量为 4.8-5 万吨，环比三季度持平微增。2021Q4 行业铁锂电池份额进一步提升，对三元增速有所影响，同时公司最大客户 LG 四季度部分项目有一定减产，叠加 2021Q4 限电限产影响产能，因此公司 2021Q4 出货量环比增速略有放缓。2021 年全年公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量约 17.6 万吨，同比增长 94%，市占率持续提升。
- **2021Q4 辅料涨价短期影响盈利，2022 年一体化将显著提升盈利水平。**我们预计 2021Q4 扣非单吨净利 0.25 万元/吨左右，环比下滑 50%，全年扣非单吨盈利 0.45 万元/吨左右。2021Q4 盈利显著下滑主要由于计提 0.8 亿元奖金，叠加辅料成本大幅上涨影响 0.9 亿元，若加回，扣非单吨利润近 6000 元/吨，环比增 5-10%。
- **国内外扩产提速，纵向一体化，横向拓展磷酸铁锂，全面发展。**公司 2021 年底产能超 20 万吨，较年初翻番；公司西部基地 6 万吨 IPO 募投项目、中部基地 3.5 万吨前驱体材料及循环回收项目、南部基地 18 万吨再融资募投项目稳步推进中，西部基地、中部基地产能 2022 年 Q1 陆续建成投产，我们预计 2022Q2 产能超 30 万吨，全年出货 30 万吨+，同比增长 70%+。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。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到辅料成本上涨致盈利短期承压，我们调整 2021-2023 年归母净利至 9.39/20.16/30.28 亿元（原预测 10.47/21.46/32.46 亿元），同比增长 124%/115%/50%，对应现价 PE 分别为 84x/39x/26x，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 199.8 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)	130.06
一年最低/最高价	66.00/214.77
市净率(倍)	8.26
流通 A 股市值(百万元)	19789.73

基础数据

每股净资产(元)	8.04
资产负债率(%)	77.86
总股本(百万股)	605.67
流通 A 股(百万股)	152.16

相关研究

- 1、《中伟股份（300919）：2021 年三季报点评：一体化产能对冲成本上涨，公司业绩符合预期》2021-10-28
- 2、《中伟股份（300919）：2021Q3 业绩预告点评：下游需求旺盛，公司业绩基本符合市场预期》2021-10-15
- 3、《中伟股份（300919）：龙头量利齐升，产能扩张提速》2021-08-27

公司预计 2021Q4 归母净利润 1.43-1.97 亿元，环比下降 29%~49%，略低于市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 9.08-9.62 亿元，同比增长 116%-129%，其中 2021Q4 归母净利润 1.43-1.97 亿元，同比增长 2.03%-40.63%，环比下降 29%~49%，略低于市场预期。2021 全年扣非归母净利润 7.48-8.02 亿元，同比增长 116%-131%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.83-1.37 亿元，环比下滑 43%-65%，其中年底费用密集计提，我们预计公司年终奖一次性计提 8000 万元、纯碱 2021Q4 异常上涨影响 9000 万元、及年末部分减值影响，若加回，我们预计 2021Q4 净利润达 3 亿元+，扣非归母净利润 2.5 亿元+，环比微增。

表 1: 公司盈利情况 (分季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万元)		5,517.7	4,666.3	3,689.5	2,362.6
-同比		160.09%	236.41%	135.23%	
毛利率		11.84%	11.60%	13.58%	12.80%
归母净利润(百万元)	143-197	277.4	276.3	211.5	139.9
-同比	2%~41%	119.86%	202.15%	237.63%	
归母净利率		5.03%	5.92%	5.73%	5.92%
扣非归母净利润 (百万元)	83-137	239.3	229.2	196.76	0.00
-同比			256.04%	434.28%	
扣非归母净利率		4.34%	4.91%	5.33%	0.00%

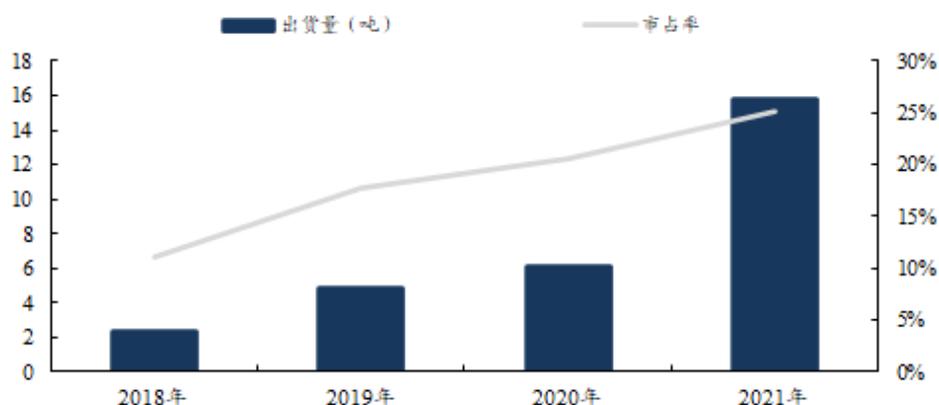
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q4 出货量环比持平微增，全年市占率进一步提升，稳居全球第一。受限电、辅料成本大涨的影响，我们预计 2021Q4 公司三元前驱体及四氧化三钴销量为 4.8-5 万吨，环比三季度持平微增。2021Q4 行业铁锂电池份额进一步提升，对三元增速有所影响，同时公司最大客户 LG 四季度部分项目有一定减产，叠加 2021Q4 限电限产影响产能，因此公司 2021Q4 出货量环比增速略有放缓。2021 年全年公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量约 17.6 万吨，同比增长 94%，市占率持续提升。根据鑫椏锂电，公司 2021Q4 三元前驱体出货量为 4.46 万吨，2021 年全年出货 15.8 万吨，出货量市占率达 25.2%，同比提升 4.6pct，受益于公司深度绑定 LG、特斯拉、当升、厦钨等客户的同时，积极拓展国内客户，包括进入宁德时代供应链，且份额逐步提升。我们预计 2022 年公司出货量超 30 万吨，同比增 70%+，其中三元前驱体 28 万吨+，四氧化三钴出货量 2.8 万吨+，受益于 LG 需求 50%+增长、SK 和当升科技翻番增长，同时在宁德时代的份额预计将继续提升。

2021Q4 辅料涨价短期影响盈利，2022 年一体化将显著提升盈利水平。我们预计 2021Q4 扣非单吨净利 0.25 万元/吨左右，环比下滑 50%，全年扣非单吨盈利 0.45 万元/

吨左右。2021Q4 盈利显著下滑主要由于计提 0.8 亿元奖金，叠加辅料成本大幅上涨影响 0.9 亿元，若加回，扣非单吨利润近 6000 元/吨，环比增 5-10%。其中，2021Q4 液碱成本平均上涨约 600-700 元/吨，单吨三元耗碱 3 吨，我们预计液碱上涨阶段性影响三元成本约 1800-2000 元/吨，但 12 月液碱已走低逐渐向正常价格 1100 元收敛，我们预计 2022 年 Q1 公司盈利将显著改善。此外，公司 Q1 西部一体化基地 6 万吨产能逐步释放，年中印尼基地镍资源一期项目 2 万吨调试、3 季度出产品，将进一步降低成本，我们仍预计公司 2022 年单吨利润有望提升至 6500 元/吨。

图 2：中伟股份三元前驱体出货量及市占率



数据来源：鑫椏资讯，东吴证券研究所

国内外扩产提速，纵向一体化，横向拓展磷酸铁锂，全面发展。公司 2021 年底产能超 20 万吨，较年初翻番；公司西部基地 6 万吨 IPO 募投项目、中部基地 3.5 万吨前驱体材料及循环回收项目、南部基地 18 万吨再融资募投项目稳步推进中，西部基地、中部基地产能 2022 年 Q1 陆续建成投产，我们预计 2022Q2 产能超 30 万吨，全年出货 30 万吨+，同比增长 70%+。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。同时，公司加大海外扩张，拟在芬兰建设规模不超 12 万吨三元前驱体产能，其中一期 2 万吨计划于 2024 年投产，主要配套欧洲当地电池。上游方面，公司印尼基地镍资源一期 2 万吨项目进展顺利，我们预计 2022 年 6 月进入调试阶段，Q3 开始出货，且二期项目同步展开；同时，公司与厦门象屿签订合作协议，预计在 2022 年-2027 年的 5 年期间，实现约 8 万吨镍金属量和 1.5 万吨钴金属量的镍、钴原材料供应合作，保证公司原材料供应，且双方将加大印尼镍资源开发。此外，公司拟布局磷酸铁锂产业链，拟在贵阳建年产 20 万吨磷酸铁及磷酸铁锂材料生产线一体化项目，同时在化工园区范围内配套建设磷矿制磷酸或黄磷、磷酸一铵，另配套矿区及磷矿开采，以匹配 20 万吨磷酸铁锂产品需求，一期有望于 2024 年投产。

盈利预测与投资评级：考虑到辅料成本上涨致盈利短期承压，我们调整 2021-2023 年归母净利至 9.39/20.16/30.28 亿元（原预测 10.47/21.46/32.46 亿元），同比增长 124%/115%/50%，对应现价 PE 分别为 84x/39x/26x，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 199.8 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	6548	12334	18029	23440	营业收入	7,440	18,969	33,059	43,758
现金	2712	948	1653	2188	减:营业成本	6,462	16,732	28,820	37,763
应收账款	1231	3140	5471	7242	营业税金及附加	27	69	120	159
存货	1460	3780	6510	8530	营业费用	26	161	198	263
其他流动资产	958	4077	3766	4675	管理费用	156	354	581	737
非流动资产	3,316	6,579	10,127	13,458	研发费用	270	613	1006	1276
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	64	94	159	190
固定资产	2,081	4,358	7,930	9,795	资产减值损失	17	19	24	18
在建工程	607	1,107	607	1,607	加:投资净收益	-27	5	5	5
无形资产	407	903	1379	1845	其他收益	77	140	140	140
其他非流动资产	828	1,318	818	1,818	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	9,864	18,913	28,156	36,898	营业利润	468	1072	2295	3498
流动负债	4,680	13,045	20,818	27,353	加:营业外净收支	8	19	19	19
短期借款	794	3,733	4,792	6,361	利润总额	476	1091	2314	3517
应付账款	934	2418	4165	5458	减:所得税费用	55	153	301	492
其他流动负债	2,952	6,893	11,861	15,535	少数股东损益	0	-1	-2	-3
非流动负债	1,347	1,347	1,347	1,347	归属母公司净利润	420	939	2016	3028
长期借款	841	841	841	841	EBIT	532	1166	2455	3688
其他非流动负债	506	506	506	506	EBITDA	686	1403	2907	4357
负债合计	6,027	14,392	22,165	28,701	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	-1	-3	-6	每股收益(元)	0.69	1.55	3.33	5.00
归属母公司股东权益	3,837	4,522	5,994	8,204	每股净资产(元)	6.74	7.47	9.90	13.54
负债和股东权益	9,864	18,913	28,156	36,898	发行在外股份(百万股)	569.65	605.67	605.67	605.67
					ROIC(%)	13%	11%	18%	21%
					ROE(%)	11%	21%	34%	37%
					毛利率(%)	13%	12%	13%	14%
					销售净利率(%)	6%	5%	6%	7%
					资产负债率(%)	61%	76%	79%	78%
					收入增长率(%)	40%	155%	74%	32%
					净利润增长率(%)	134%	124%	115%	50%
					P/E	187.49	83.85	39.08	26.02
					P/B	20.53	17.42	13.14	9.60
					EV/EBITDA	117.23	57.31	27.66	18.46

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>