



Research and
Development Center

布局产业一体化，前驱体龙头加速成长

—中伟股份(300919)公司深度报告

2022年02月22日

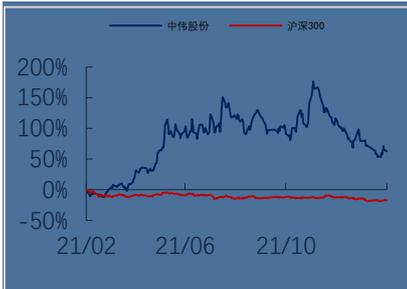
武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

S1500520090001

010-83326711

wuhao@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
中伟股份(300919)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	123.29
52周内股价波动区间(元)	209.68-66.88
最近一月涨跌幅(%)	23.29
总股本(亿股)	6.06
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	746.73

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

布局产业一体化，前驱体龙头加速成长

2022年02月22日

本期内容提要：

◆**锂电正极前驱体龙头，业绩增长强劲。**公司是国内前驱体行业龙头，2020年度公司三元前驱体市场占有率为23%，四氧化三钴市场占有率为26%。2017年至2020年营收复合增速约59%，归母净利润复合增速约186%。2021年前三季度实现营收138.74亿元，同比增长173.26%；实现归母净利润7.65亿元，同比增长173.04%。

◆**三元前驱体行业长坡厚雪，高镍三元有望加速应用。**GGII预计2025年全球三元前驱体市场空间160万吨，2021-2025 CAGR是29%，是长坡厚雪的赛道。我们认为随着高镍技术的成熟，成本上高镍相比中低镍有一定的性价比优势，从结构创新上4680大圆柱的应用有望带动三元电池能量提升，从下游市场上，欧美地区新能源车需求的增长有望拉动三元电池出货，高镍三元有望加速应用。

◆**产业链业务不断横向、纵向扩张。**公司从三元前驱体业务起家，近年来做强三元业务的同时，从横向上，涉足三元前驱体上游，增厚利润；从纵向上，涉足磷酸铁锂材料，全面服务于下游电池行业，有望打造第二增长曲线。

◆**盈利预测和估值。**我们预计公司2021-2023年实现营收221.12、436.83和633.28亿元，同比增长197.2%、97.5%和45.0%，归母净利9.26、21.14和37.70亿元，同比增长120.4%、128.3%和78.3%。当前市值对应2021-2023年PE分别为80.64、35.32和19.81倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

◆**风险因素：**新冠疫情等导致全球新能源车需求不及预期风险；产品技术路线风险；公司产能扩张不及预期风险。

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	5,311	7,440	22,112	43,683	63,328
同比(%)	73.1%	40.1%	197.2%	97.5%	45.0%
归属母公司净利润 (百万元)	180	420	926	2,114	3,770
同比(%)	184.8%	133.6%	120.4%	128.3%	78.3%
毛利率(%)	12.3%	13.1%	8.6%	9.2%	10.4%
ROE(%)	8.5%	11.0%	19.3%	30.6%	35.3%
EPS (摊薄) (元)	0.30	0.69	1.53	3.49	6.22
P/E	0.00	117.80	80.64	35.32	19.81
P/B	0.00	12.90	15.56	10.80	6.99
EV/EBITDA	-0.06	69.66	56.79	21.99	11.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 02 月 21 日收盘价

目 录

与市场不同之处	6
一、正极前驱体龙头，业绩增长强劲	6
二、前驱体龙头加速成长	10
2.1 绑定大客户，协同发展.....	10
2.2 技术驱动发展，产品结构持续优化.....	15
2.3 高镍三元有望加速应用，公司积极布局.....	17
2.4 产业链不断横向、纵向扩张.....	19
三、盈利预测及估值	22
四、风险因素	23

图 表 目 录

图表 1: 中伟股份发展历程.....	6
图表 2: 中伟股份股权结构(截止 2021 年三季度).....	6
图表 3: 公司高管人员等情况.....	7
图表 4: 公司重要子公司情况.....	7
图表 5: 公司 2021H1 分业务营收占比.....	8
图表 6: 公司营收和归母净利润增长情况.....	8
图表 7: 公司历年毛利率、净利率.....	8
图表 8: 公司历年费用率.....	8
图表 9: 公司股权激励情况.....	8
图表 10: 全球重要国家的新能源车补贴政策.....	9
图表 11: 全球重要汽车企业新能源战略.....	9
图表 12: 全球三元前驱体出货量情况.....	10
图表 13: 全球 2019 年三元前驱体出货占比.....	10
图表 14: 2019 年全球四氧化三钴市场格局.....	10
图表 15: 前驱体企业产能规划.....	11
图表 16: 国内重点三元前驱体企业产线投资情况.....	11
图表 17: 公司近几年前五大客户占比变化.....	11
图表 18: 公司前五大客户明细(2020 年 1-3 月份).....	11
图表 19: 前驱体公司前五大客户集中度情况(2020).....	12
图表 20: LG 化学在中伟股份的历年营收占比变化.....	13
图表 21: 2021 年 1-11 月全球动力电池市占率.....	13
图表 22: LG 化学营收和利润情况.....	13
图表 23: LG 化学动力电池产能情况(截止 21 年 9 月).....	13
图表 24: 厦钨新能源收入结构.....	14
图表 25: 国内钴酸锂行业竞争格局(2020).....	14
图表 26: 中伟股份向厦钨新能源供应金额及其营业成本比例.....	14
图表 27: 厦门钨业占据中伟股份营收比例和金额.....	14
图表 28: ATL 占厦钨新能营收比例.....	15
图表 29: 全球钴酸锂市场出货量.....	15
图表 30: 中伟股份研发费用及研发费用率.....	15
图表 31: 行业内主要企业研发费用率.....	15
图表 32: 中伟股份研发人员数量及研发人员占比.....	16
图表 33: 行业内主要企业研发人员占比对比.....	16
图表 34: 中伟股份核心技术.....	16
图表 35: 典型三元前驱体生产工艺.....	17
图表 37: 国内三元前驱体结构占比.....	18
图表 38: 公司高镍产品销售金额占比(%).....	18
图表 39: 全球和国内三元动力电池装机量占比情况.....	18
图表 40: 国内动力电池月度产量(Mwh).....	18
图表 41: 1 吨正极材料对应的部分物料成本.....	19
图表 42: 镍和电解钴价格走势.....	19
图表 45: 正极产业链企业毛利率情况(%).....	20
图表 46: 正极产业链企业净利率情况(%).....	20
图表 47: 前驱体企业的售价情况(万元/吨).....	21
图表 48: 前驱体企业的单吨毛利情况(万元/吨).....	21

图表 49: 比亚迪刀片电池结构.....	22
图表 50: 宁德时代 CTP 技术	22
图表 51: 公司核心财务指标预测.....	22
图表 52: 公司及可比公司估值情况	23

与市场不同之处

市场认为公司专注于前驱体加工，业务模式单一，资源依赖性强，长期成长性受限。我们认为公司之前定位为独立的第三方前驱体加工企业，当前公司在纵向上涉足三元前驱体上游，有望增厚利润；从横向上，涉足磷酸铁锂材料，有望打造第二增长曲线。公司未来业务的全面性和盈利性得到增强，有较高的成长性。

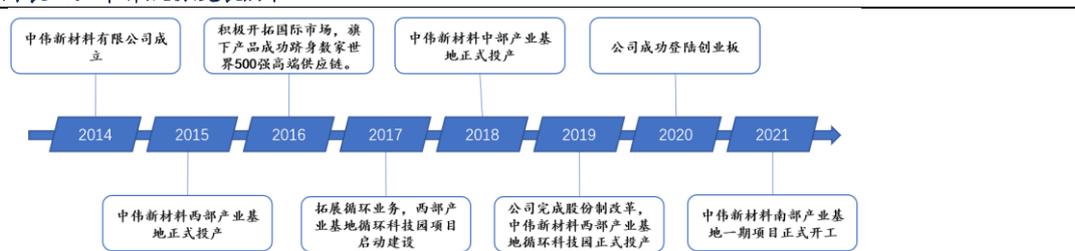
市场认为公司所在的三元前驱体行业在磷酸铁锂冲击下，将逐渐不具有竞争优势。我们认为三元和磷酸铁锂电池有望长期共存，三元电池更偏向于高端车型。同时高镍三元有望迎来加速应用期，公司显著受益。从技术上随着高镍逐步成熟，成本上高镍在提升能量密度的同时物料成本基本保持稳定，从结构创新上看 4680 等大圆柱的应用有望带动三元电池能量密度进一步提升，从下游需求结构上看，倾向于高镍三元电池的欧美市场的增长有望拉动三元电池的增长。

一、正极前驱体龙头，业绩增长强劲

1.1 公司业绩高速增长

中伟股份成立于 2014 年，于 2020 年登陆创业板上市。公司主要从事锂电池正极材料前驱体的生产和销售，先后建设西部、中部、南部产业基地，逐步成长为重要的锂电池材料生产企业。

图表 1：中伟股份发展历程



资料来源：中伟股份官网，信达证券研发中心

实控人股权集中，核心技术人员从业经历丰富。公司控股股东、实际控制人为邓伟明和吴小歌夫妇。邓伟明先生持有公司 3.67% 的股权，同时与吴小歌女士一起通过湖南中伟控股集团有限公司持有公司 60.39% 的股权，通过铜仁弘新成达企业管理咨询合伙企业持有公司 2.14% 的股权，二位合计持有公司 66.2% 的股权。同时公司核心的技术人员大多具有较长的从业经历，在湖南瑞翔、湖南雅城等知名企业有过任职经历。

图表 2：中伟股份股权结构（截止 2021 年三季报）

序号	股东	占总股本比例 (%)
1	湖南中伟控股集团有限公司	60.39
2	北京君联晟源股权投资合伙企业(有限合伙)	4.38
3	邓伟明	3.67
4	铜仁弘新成达企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	2.14
5	前海股权投资基金(有限合伙)	2.01
6	兴资睿盈(平潭)资产管理有限公司-福州经济技术开发区兴睿永瀛股权投资合伙企业(有限合伙)	1.61
7	厦门建发新兴产业股权投资贰号合伙企业(有限合伙)	1.42
8	海富长江成长股权投资(湖北)合伙企业(有限合伙)	1.34
9	贵州新动能产业投资基金合伙企业(有限合伙)	1.34
10	江苏趵泉绿色产业股权投资基金(有限合伙)	1.22
合计		79.52

资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 3: 公司高管人员等情况

姓名	职务	性别	出生年份	从业经历
邓伟明	董事长	男	1968 年	太原科大毕业.曾任湖南邵东焦化厂技术员,中伟集团总裁;2004 年 8 月至今,担任中伟集团董事兼董事长;2014 年 9 月至今,担任公司董事长兼总裁。
吴小歌	董事	女	1972 年	清华大学 EMBA.2004 年 8 月至 2019 年 7 月,担任中伟集团常务副总裁,监事; 2019 年 11 月至今,担任公司董事,常务副总裁。
陶吴	董事	男	1983 年	曾任职于中国南方电网有限责任公司,普华永道国际会计事务所,Numeric; 2019 年 11 月至今,担任公司董事;2019 年 12 月至今,担任公司副总裁。
任永志	技术总监	男	1982 年	曾任职于长沙矿冶研究院,湖南瑞翔,广州融达电源材料有限公司,江西博能新材料有限公司,四川眉山顺应动力电池材料有限公司;2016 年 2 月至 2018 年 12 月,担任中伟新材料研究院研发部长;2019 年 1 月至 2019 年 7 月,担任湖南新能源技术副总监;2019 年 8 月至今,担任公司技术总监。
廖恒星	董事会秘书	男	1982 年	中国注册会计师,注册税务师,国际注册内审师.曾在湖南笛扬会计师事务所,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)从事审计工作,2008 年 6 月至 2017 年 2 月,历任中伟集团财务总监,总裁助理;2017 年 3 月至今,担任中伟股份总裁助理;2019 年 11 月至今,担任公司董事会秘书。
闫硕	研究院院长	男	1982 年	本科学历,曾任职于广西福斯银冶炼有限公司、长沙矿冶研究院、湖南瑞翔、融捷投资控股集团有限公司、湖南大华新能源有限公司,以及湖南雅城新材料有限公司技术总监。2015 年至今任职中伟集团。
王一乔	前驱体研究 分院研发总 监	男	1984	硕士学位,先后任职于金天能源材料、先进储能材料国家工程研究中心、海纳新材等。

资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

产能扩张迅速, 业绩高速增长。公司主要产品包括三元前驱体、四氧化三钴。市场地位方面, 公司 2020 年三元前驱体市场占有率提升至 23%, 四氧化三钴市场占有率提升至 26%, 均跃居行业第一。

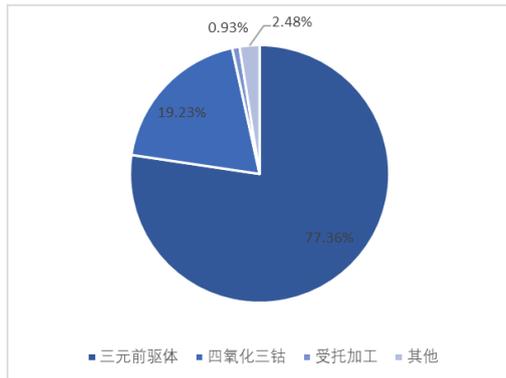
公司自上市以来持续扩张产能, 先后在贵州铜仁建立西部产业基地、在湖南宁乡建立中部产业基地及广西钦州建立南部产业基地, 截止 2020 年底具有 11 万吨/年的三元前驱体、2.5 万吨/年四氧化三钴产能。

业绩方面, 公司成立以来发展迅速。2021 年前三季度实现营收 138.74 亿元, 同比增长 173.26%; 实现归母净利润 7.65 亿元, 同比增长 173.04%。2017 年至 2020 年营收复合增速为 59%, 归母净利润复合增速为 186%。利润率方面, 2021 年前三季度毛利率为 12.22%, 净利率为 5.51%。

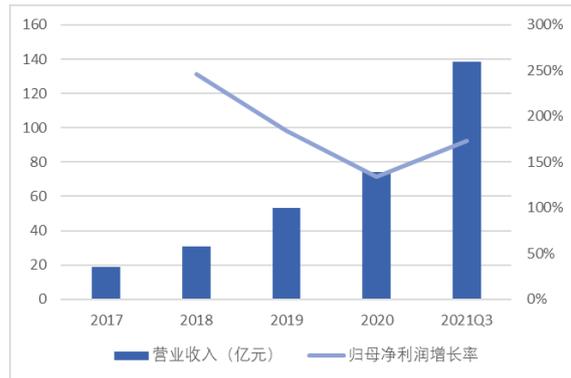
图表 4: 公司重要子公司情况

		直接持股比例(%)	主营业务
1	湖南中伟新能源科技有限公司	100.00	新能源技术的研发与推广
2	贵州中伟资源循环产业发展有限公司	100.00	资源回收
3	湖南中伟循环科技有限公司	100.00	资源回收
4	天津中伟新能源科技有限公司	100.00	新能源技术的研发与推广
5	天津中伟循环科技有限公司	100.00	资源回收
6	湖南中伟正源新材料贸易有限公司	100.00	锂离子电池材料的销售
7	中偉(香港)新材料科技贸易有限公司	100.00	产品销售, 进出口贸易
8	广西中伟新能源科技有限公司	100.00	新能源技术的研发与推广
9	广西中伟循环科技有限公司	100.00	生态保护和环境治理业
10	中偉香港新能源科技有限公司	100.00	海外市场开发, 产品销售, 进出口贸易, 投资, 技术研发及推广
11	印尼中青新能源有限公司	70.00	红土镍矿冶炼

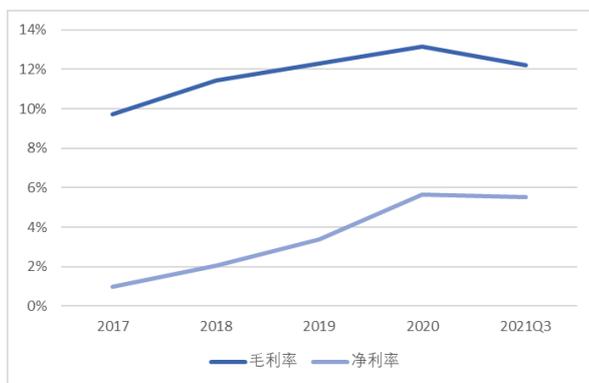
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 5: 公司 2021H1 分业务营收占比


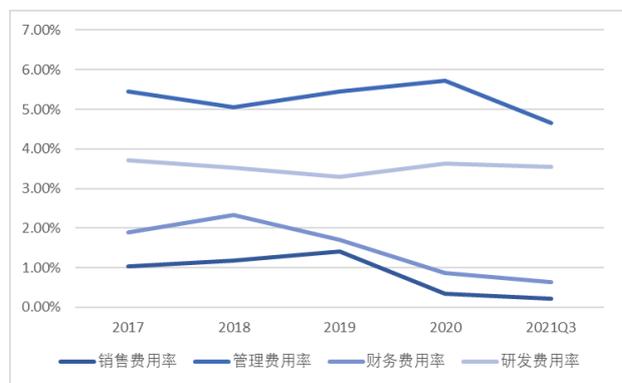
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 6: 公司营收和归母净利润增长情况


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 7: 公司历年毛利率、净利率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 8: 公司历年费用率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

股权激励充足, 绑定核心员工利益。公司在上市前的 2019 年 3 月份通过两个员工持股平台(源聚智合、恒盛励能)增资的形式实施股权激励, 授予价格为 1.45 元/注册资本, 授予数量为 1238.00 万元注册资本。在公司 IPO 上市战略配售中, 高级管理人员和核心人员共 15 人募集 1.88 亿元。

图表 9: 公司股权激励情况

时间	内容
2019 年 3 月	通过两个员工持股平台(源聚智合、恒盛励能)增资的形式实施股权激励, 授予价格为 1.45 元/注册资本, 授予数量为 1238.00 万元注册资本
2020 年 12 月	华泰中伟股份家园 1 号创业板员工持股集合资产管理计划(发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划), 解除限售股份的上市流通日期为 2022 年 1 月 13 日(12 个月限售期, 价格是发行价的 24.6 元)

资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

1.2 三元前驱体赛道长坡厚雪

全球新能源汽车进入加速渗透期。碳中和在 2019 年以来成为全球范围内的共识, 并进入加速发展期。新能源作为交通行业的重要一环也开始进入加速发展期, 从产业发展的角度看, 2021

年上半年全球新能源车渗透率约 6%，仍处于渗透率加速的前期发展阶段。从国家层面看，经济发展较好的国家先行，中国、欧洲等均开启补贴政策，刺激新能源车需求增长。从车企的角度看，全球主流的戴姆勒、大众等纷纷公布了自己的新能源汽车规划，大力发展新能源车。

图表 10: 全球重要国家的新能源车补贴政策

国家	政策	政策解读
中国	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右；
美国	拜登签署“加强美国在清洁汽车领域领导地位”行政命令 《美国清洁能源法案》	2030 年美国新能源汽车的销售占比达 50%； 单车补贴 7500 美金，其中美国工会生产的汽车额外增加 4500 美金
英国	《零排放之路》 《英国道路近旁氮氧化物减排计划》	2040 年全面电动化 实行税收优惠并给予购车补贴；
德国	《经济刺激计划》	全行业增值税从 19% 降低 16%，拨款 500 亿欧元用于推动电动汽车发展以及设立更多充电桩
法国	—	总投资 80 亿欧元，将给购买电动车的消费者提供 7000 欧元政府补贴，购买传统内燃机车型也可得到 3000 欧元补贴。

资料来源：信达证券研发中心整理

图表 11: 全球重要汽车企业新能源战略

车企	明细
戴姆勒	规划：21 年 7 月发布“全面电动化”战略，目标是 2025 年纯电和插电混动车型销量占比达 50%。2022 年起纯电动车型数量将达到 8 款，乘用车和电池工厂均将实现碳中和，至 2025 年推出 3 个全新纯电动车型架构平台。
大众	规划：21 年度 7 月发布 2030 NEW AUTO 战略，2030 年每辆车的碳排放量比 2018 年减少 30%。同期，纯电动汽车占比将提升至 50%，到 2040 年，集团内几乎所有新车将在主要市场实现零碳排放。
现代起亚	规划：20 年发布 2025 战略，计划 2021 年起，现代汽车将率先推出 IONIQ 5，并在全球主要市场上促进整个产品系列的电气化，目标是到 2040 年达到 8-10% 的全球市场份额。
捷豹路虎	规划：21 年 2 月的全球战略“重塑未来”，在 2039 年实现净零碳排放。捷豹品牌将自 2025 年起成为一个纯电动豪华品牌，而路虎品牌则会在未来 5 年间推出 6 款纯电产品。
沃尔沃	规划：21 年 3 月发布全新电气化战略，沃尔沃将在 2025 年实现全面电气化，届时纯电车型和销量占比将达到 50%，其余为混动车型；到 2025 年在线上销售的纯电车型将达到沃尔沃汽车整体销量的一半；2030 年正式转变成纯电动汽车品牌；2040 年力求成为气候零负荷标杆企业

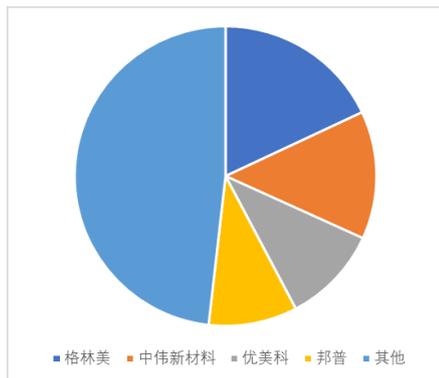
资料来源：信达证券研发中心整理

新能源车快速增长，三元前驱体市场空间广阔。公司主要产品三元前驱体下游需求主要是新能源汽车，需求的高增长奠定了三元前驱体行业长坡厚雪的特点。根据 GGII 的数据，2020 年全球三元前驱体出货量为 42 万吨，同比增长约 26%。其中国内出货量 33 万吨，同比增长约 20%。GGII 预计 2025 年全球三元前驱体市场空间 160 万吨，2021-2025 CAGR 是 29%。按照 10 万元/吨的价格假设，2025 年是约 1600 亿元的市场。

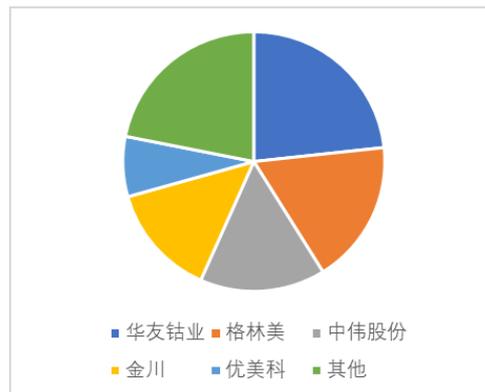
图表 12: 全球三元前驱体出货量情况


资料来源: 帕瓦股份招股说明书, GGII, 信达证券研发中心

公司凭借先发优势, 有望保持高增长。公司近年来发展迅速, 2020 年三元前驱体业务出货量排名国内第一, 四氧化三钴出货量也位居全国第一。在当前新能源车渗透率快速提升的重要时期, 公司有望凭借先发优势继续保持业绩的高增长。

图表 13: 全球 2019 年三元前驱体出货占比


资料来源: GGII, 信达证券研发中心

图表 14: 2019 年全球四氧化三钴市场格局


资料来源: 中伟股份招股说明书, GGII, 信达证券研发中心

二、前驱体龙头加速成长

2.1 绑定大客户, 协同发展

公司是头部企业的核心供应商。三元前驱体行业下游产品动力电池有安全性的要求, 认证周期较长。公司是 LG 化学、三星 SDI 的一级供应商, 是 ATL、宁德时代、比亚迪的二级供应商, 未来大客户的发展有望带动公司的高成长。

三元前驱体行业产能大扩张, 掌握优质客户的企业产能兑现能力更强。下游新能源汽车需求从 2021 年开始不断超预期发展, 产业链供给相对滞后, 带来了产业链的量价齐升。随着 2021 年需求爆发刺激下的行业大幅扩产, 有望在 2022-2023 年陆续释放, 这意味着部分企业的产能难以完全兑现为产销, 而公司客户结构优良, 有较强的兑现能力。

图表 15: 前驱体企业产能规划

公司名称	现有产能	产能规划情况
中伟股份	11 万吨/年的三元前驱体产能, 2.5 万吨/年四氧化三钴产能; (2020 年底)	—
格林美	13 万吨/年的三元前驱体产能; 2.5 万吨/年四氧化三钴产能 (2020 年底)	2025 年三元前驱体销量 40 万吨, 四氧化三钴规模超过 3.5 万吨/年
华友钴业	已投产和在建三元前驱体材料产能合计 10 万吨/年 (2021 年 12 月)	预计 2022 年底产能有望超过 20 万吨。
芳源股份	3.6 万吨 NCA/NCM 前驱体 (2021 年上半年)	2021 年 IPO 募集资金投资 5 万吨高端三元前驱体项目;
长远锂科	1.95 万吨/年的三元前驱体产能 (2020 年底)	—
容百科技	3 万吨/年以上的三元前驱体产能 (2021 年 7 月)	预计 2022 年底具备 9 万吨前驱体产能。
帕瓦股份	0.796 万吨三元前驱体产能 (2020 年底)	IPO 扩张 4 万吨三元前驱体产能

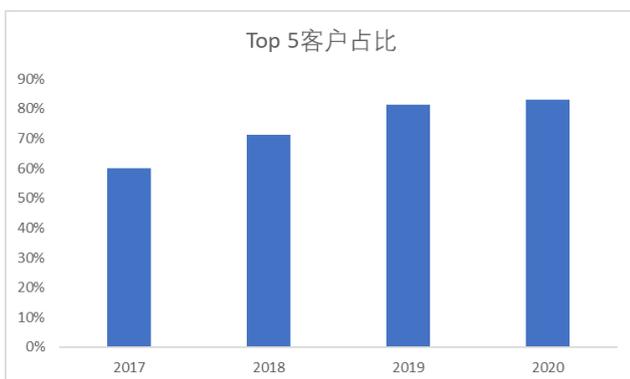
资料来源: 信达证券研发中心整理

图表 16: 国内重点三元前驱体企业产线投资情况

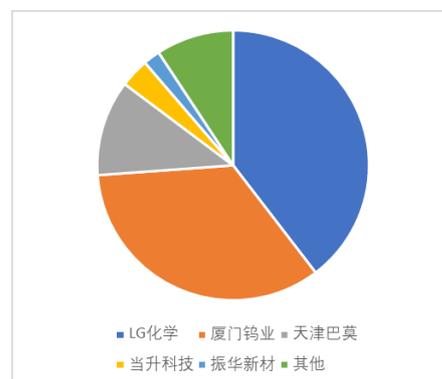
企业	总投资 (亿元)	产能 (万吨)	投资强度 (万吨/亿元)	项目
格林美	8.6	3	2.9	3 万吨/年三元动力电池材料前驱体生产项目
华友钴业	15.3	5	3.1	年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目
中伟股份	13	3.5	3.7	中伟新能源全球研发基地暨年产 3.5 万吨锂电前驱体材料及配套镍钴资源、电池循环回收项目
帕瓦股份	12.6	4	3.2	年产 4 万吨三元前驱体项目
道氏技术	9.4	3	3.1	年产 3 万吨动力电池正极材料前驱体项目

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

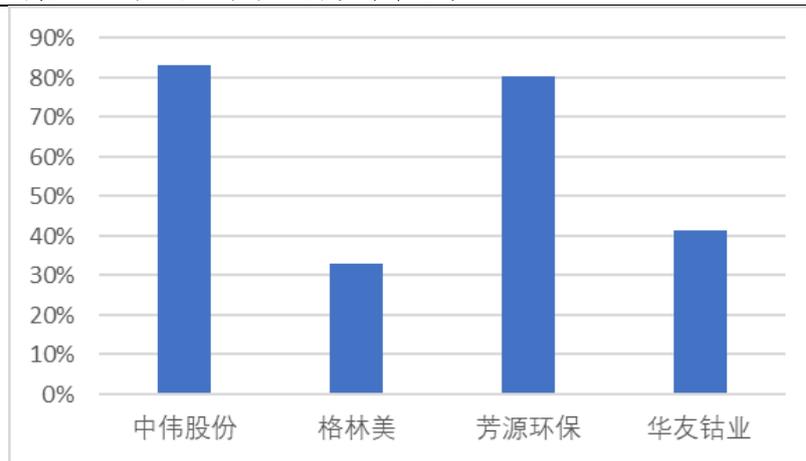
下游客户集中度不断提升, 客户质量不断向好。公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比例从 2017 年的 60.01% 提升至 2020 年的 83.18%, 集中度不断提升; 2020 年主要客户 LG 化学、厦门钨业、特斯拉营收累计占比在 73.32%, 客户质量优。

图表 17: 公司近几年前五大客户占比变化


资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

图表 18: 公司前五大客户明细 (2020 年 1-3 月份)


资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

图表 19：前驱体公司前五大客户集中度情况（2020）


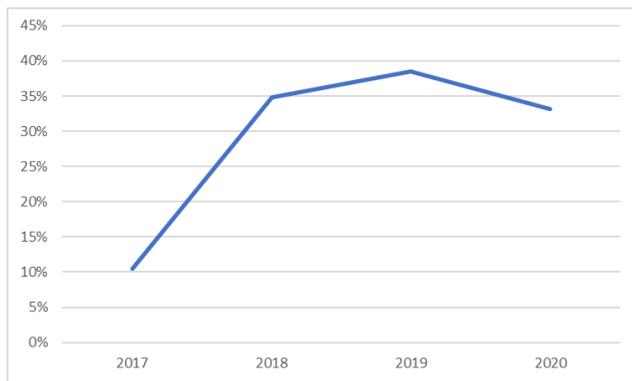
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

LG 化学：受益于美国补贴政策的动力电池巨头

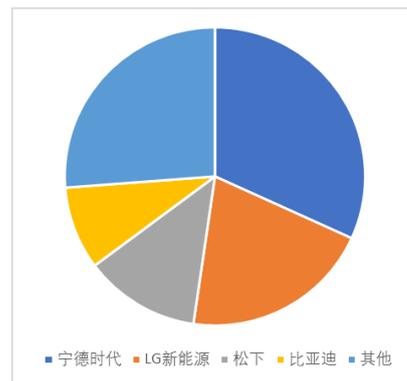
LG 化学是公司第一大客户。 LG 化学是全球领先的动力电池厂商，2021 年 1-11 月份，LG 化学动力电池装机量 51.5Gwh，全球市占率为 20.5%。随着 LG 化学向包括 Model 3、Model Y，大众 ID3 等主流车型供货，下游销量的增加带动了公司业务的持续增长。2021 年第二季度公司销售额 102.2 亿美元，同比增长 65.2%；营业利润 19.9 亿美元，同比增长 290.2%。从供应链角度看，LG 化学是中伟股份的最大客户，2017-2020 年分别占公司营收的 10.48%、34.87%、38.48%、33.17%。

美国即将开启补贴，LG 化学显著受益。 拜登政府上台后，计划通过增大补贴刺激电动车的发展。2021 年 11 月 19 号，美国众议院通过《重建美好未来法案》，目前方案仍需后续参议院的通过。根据该方案，基础款补贴金额为 7500 美金，美国工会生产的多 4500 美金补贴，使用美国生产（至少 50% 以上零部件）的电池再补贴 500 美金，累计最高单车补贴是 1.25 万美金。我们认为 2022 年美国地区新能源车补贴有望落地，利好美国本土的新能源车供应商，而 LG 化学在美国市场深耕多年，在美国有电池生产基地，有望显著受益。

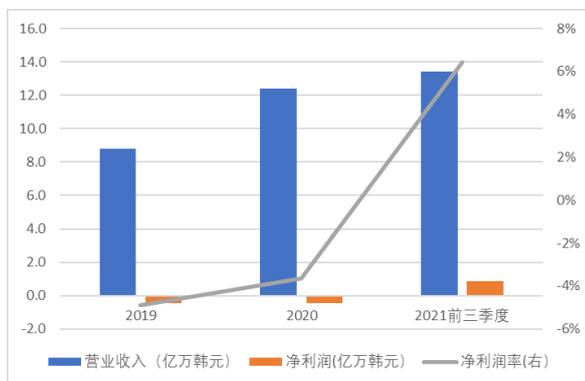
LG 新能源进入较强的资本开支周期，有望拉动公司前驱体业务的增长。 LG 化学拆分的电池业务子公司 LG 新能源已经在 2021 年 1 月份上市。1) 在电池方面，募集资金后，LG 新能源计划到 2021 年末前将电池年产能增加到 156GWh，预计到 2023 年进一步提升到 260GWh，到 2025 年实现 430GWh 的产能。2) 在正极材料方面，LG 新能源计划将公司在韩国的电池正极产量提高至 13 万吨/年，2024 年提高至 23 万吨，以确保其自身所需总量的 50%。按照 LG 在 2023 年 260Gwh 的产能，大约需要前驱体产能约 40 万吨，这是中伟股份 20 年底 11 万吨三元前驱体产能的 3.6 倍，假设公司大约占据 LG 前驱体供应比例在 30%，对应为 12 万吨的产能需求。LG 新能源在正极材料和动力电池激进的扩张计划将大幅增加对上游前驱体等材料的需求，凭借和 LG 化学的深度绑定，中伟股份也将实现出货量的持续增长和盈利的不断增强。

图表 20: LG 化学在中伟股份的历年营收占比变化


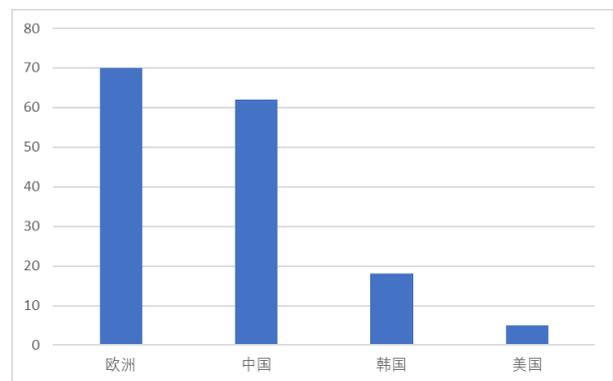
资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

图表 21: 2021 年 1-11 月全球动力电池市占率


资料来源: SNE Research, 信达证券研发中心

图表 22: LG 化学营收和利润情况


资料来源: 华尔街见闻, 信达证券研发中心

图表 23: LG 化学动力电池产能情况 (截止 21 年 9 月)


资料来源: 华尔街见闻, 信达证券研发中心

特斯拉: 全球新能源车龙头企业

特斯拉是全球电动汽车龙头。公司 2021 年全球销量同比增长约 87.4% 至 93.6 万辆, 其中 Q4 特斯拉销量为 30.8 万辆, 创下交付纪录。同时 2021 年股东大会上, 公司定下了 2030 年销量 2000 万辆的目标, 这相比 2021 年产销仍有巨大的增长空间。

中伟股份凭借技术和产品品质进入特斯拉供应链。中伟公司在 2020 年 3 月与特斯拉达成销售协议, 合同期限为三年, 公司将为特斯拉提供三元前驱体。中伟股份与特斯拉达成的供货协议体现了自身的技术实力和产品品质, 未来有望与特斯拉建立更密切的合作关系。

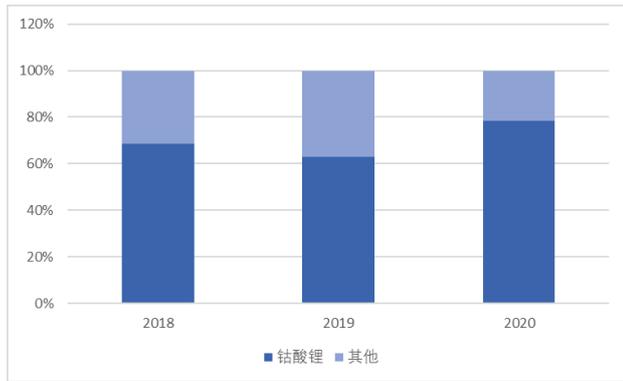
三元电池仍是特斯拉的重要路线。特斯拉一直是三元锂电池为主的技术路线, 旗下车型主要搭载的是日本松下生产的三元锂电池。我们认为随着新能源市场的持续扩张, 磷酸铁锂电池和三元锂电池将逐步对应不同的细分市场, 成本更低的磷酸铁锂将被更多应用中低端车型, 而能量密度更高、续航更长的三元电池将被应用在高端车型, 二者未来将齐头并进。

特斯拉自产电池计划有望带动中伟股份的成长。特斯拉曾多次表示, 电池供应限制是特斯拉的最大瓶颈, 因此特斯拉除与多家供应商签订供货协议外, 还计划建立自己的电池工厂以满足电池的巨大需求, 未来特斯拉的高速成长有望带动公司的业绩增长。

厦钨新能：钴酸锂市场最大供应商

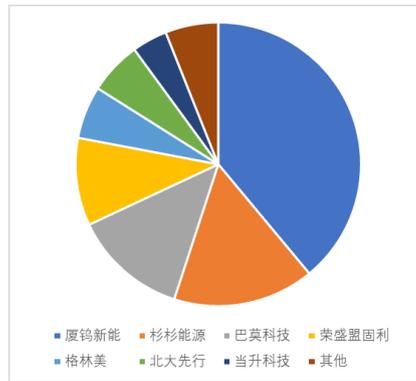
厦钨新能是国内钴酸锂龙头企业。厦钨新能前身为厦门钨业下属的电池材料事业部，2016年独立运行成为厦门钨业下属专业从事锂离子电池正极材料业务的子公司，于2021年8月上市。厦钨新能是国内钴酸锂龙头企业，2020年市占率为39%。

图表 24：厦钨新能收入结构



资料来源：wind，信达证券研发中心

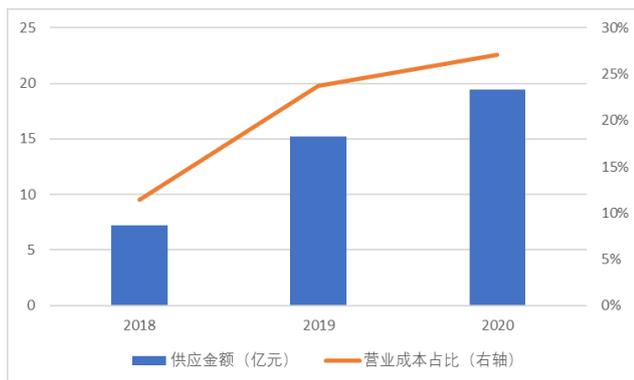
图表 25：国内钴酸锂行业竞争格局（2020）



资料来源：厦钨新能招股说明书，信达证券研发中心

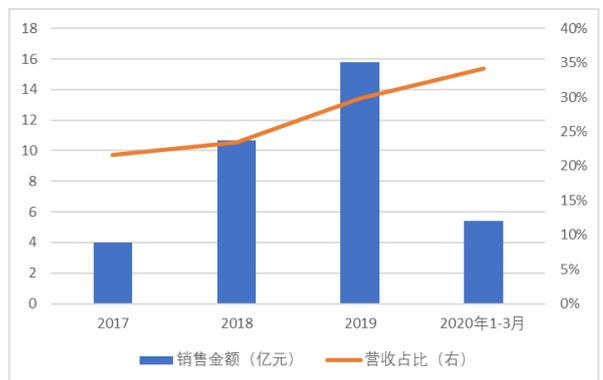
中伟股份深度绑定厦钨新能。2020年厦钨新能向中伟股份采购19.41亿元的产品，占其总营业成本的27.13%，中伟股份是厦钨新能第一大供应商。厦钨新能自2016年开始与公司进行四氧化三钴相关业务合作，公司于2017年向厦钨新能提供四氧化三钴、三元前驱体和氢氧化钴；2019年再次签订供货协议，向厦钨新能提供四氧化三钴和三元前驱体，目前双方在中镍低钴单晶、高镍单晶等高镍前驱体上有广泛深入的合作。

图表 26：中伟股份向厦钨新能供应金额及占其营业成本比例



资料来源：厦钨新能招股说明书，信达证券研发中心

图表 27：厦门钨业占据中伟股份营收比例和金额

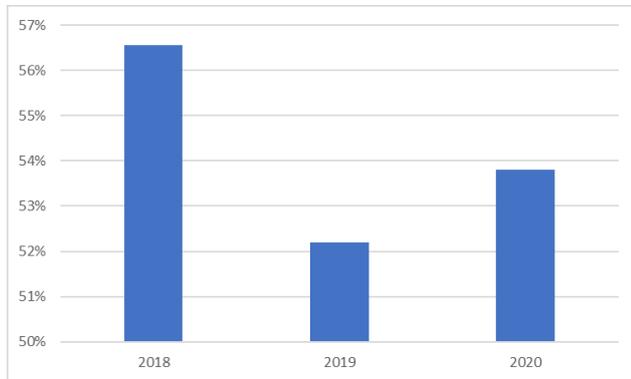


资料来源：中伟股份招股说明书，信达证券研发中心

消费电子市场的增长有望带动公司业绩的增长。ATL为全球3C锂电池龙头企业，3C锂电池产值及市场占有率持续多年排名行业第一，2019年全球市场占有率超过50%。2018-2020年厦钨新能向其销售金额分别占公司各期营业收入的56.56%、52.19%、53.80%。在物联

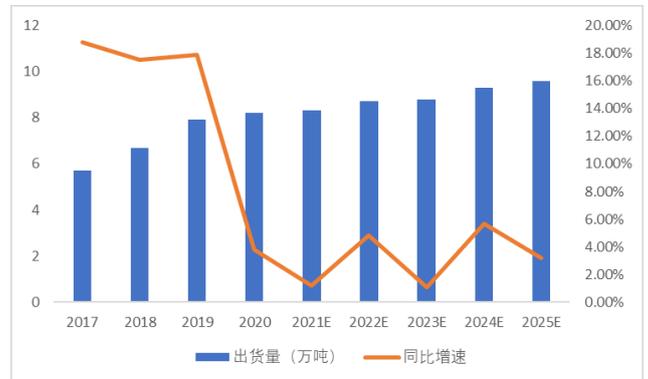
网时代，消费电池有望继续保持增长，作为 ATL 的核心供应商，厦钨新能源钴酸锂出货量将持续增长，也会拉动四氧化三钴产销的增长，从而带动中伟股份业绩的增长。

图表 28: ATL 占厦钨新能营收比例



资料来源: 厦钨新能招股说明书, 信达证券研发中心

图表 29: 全球钴酸锂市场出货量

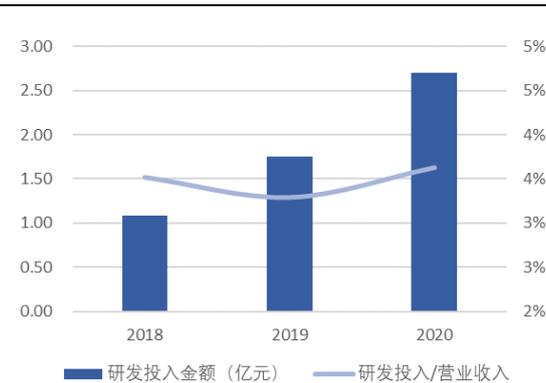


资料来源: 厦钨新能招股书, GGII, 信达证券研发中心

2.2 技术驱动发展，产品结构持续优化

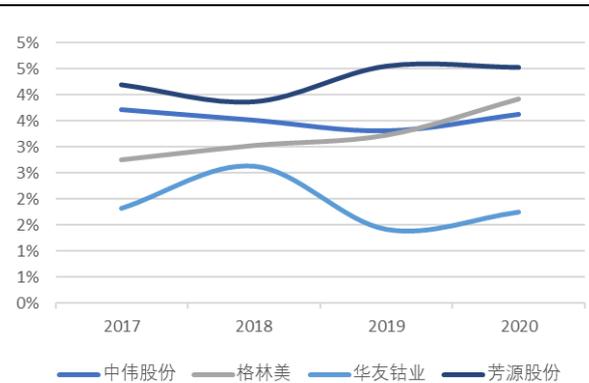
技术创新驱动公司发展。公司逐年加大在产品、设备研发层面的研发创新投入。1) 研发费用方面, 2018 年至 2020 年分别为 1.08 亿元、1.75 亿元和 2.70 亿元, 研发费用率分别为 3.52%、3.30%和 3.63%, 属于行业内较高水平。2) 研发人员数量方面, 2020 年中伟股份共有研发人员 337 人, 占全部员工数量的 11.32%, 同样属于行业内较高水平。3) 在产品方面, 2020 年, 公司无钴单晶产品、多款 7 系产品、8 系产品及 9 系产品均取得突破, 其中无钴单晶完成批量认证和审厂, 公司技术中心被认定为国家企业技术中心。同时 2021 年建成产能 4000 吨/年的研发车间及行业领先的实验室, 生产车间自主研发的非标设备占比超过 25%。

图表 30: 中伟股份研发费用及研发费用率

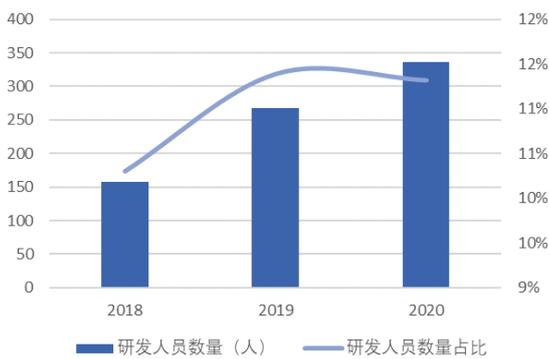


资料来源: wind, 信达证券研发中心

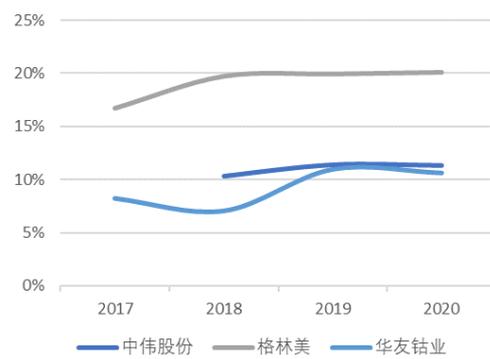
图表 31: 行业内主要企业研发费用率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 32: 中伟股份研发人员数量及研发人员占比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 33: 行业内主要企业研发人员占比对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

产品结构持续优化。2020 年度, 公司三元前驱体高镍产品占比超过 80%, 4.45V 以上高电压及掺杂四氧化三钴占比超过 80%, 高电压四氧化三钴材料国内市场占有率超过 50%。公司研发的不断投入巩固了其在前驱体行业的技术壁垒。

图表 34: 中伟股份核心技术

核心技术名称	特点及技术先进性	技术来源
单晶前驱体合成技术	通过对开釜造核过程的精确控制及优化改善, 让晶种形成特有的结构再进行生长, 制备出球形度好, 形貌均匀, 无团聚, 高比表, 窄分布的前驱体, 降低单晶前驱体烧结过程中的控制难度, 提升单晶材料的高电压、循环性能。	自主研发
定量造核连续法合成制备技术	通过固定数量和粒度的定量造核连续式工艺, 制备出粒度大小及分布稳定, 球形度好, 大小颗粒一次颗粒基本一致, 无球裂, 无微粉 (Dmin > 2um) 的连续式分布产品, 综合了前驱体 XRD、SEM、TD、BET 多元掺杂等要求, 解决了高镍材料产气、高温循环、阻抗高等问题。	自主研发
快速高效共沉淀技术	在反应合成过程中, 通过对需频繁调整的工艺参数进行的精确匹配, 通过快速高效共沉淀技术, 可实现各项物化指标均处于完全可控范围, 且同时可以实现高效的产能, 以及持续高水平的批次稳定性。	自主研发
多工艺组合共沉淀技术	精确设计、控制反应过程的合成时间, 分段不同工艺的设计及相互无缝过渡转化, 让前驱体从内到外结构逐渐转变, 解决正极材料烧结过程由于颗粒大导致反应内外不一致、以及材料内部应力, 使得该工艺产品能同时兼具高容量、高压实、高循环、高倍率、低直流内阻等特点。	自主研发
定量间歇式共沉淀技术	针对前驱体产品的特点, 采用定量间歇式工艺, 精确控制反应时间、反应量, 每段工艺均针对客户的对应物化指标要求进行单独设计, 使得杂质离子、TD、BET、XRD、SEM 等各项指标的一致性、稳定性达到高镍产品的高要求。	自主研发
氧化物前驱体制备技术	通过对前驱体进行煅烧, 并在煅烧过程中, 精确控制煅烧温度、停留时间、气氛等参数, 省去了前驱体烘干工序成本, 提高了前驱体的金属含量 20% 以上, 降低了物流成本, 提升了客户烧结产能。	自主研发
高电压大颗粒氧化钴前驱体烧结技术	通过优化烧结设备的材质和结构, 并进行多段多温区连续化自动烧结, 使得最终成品具有球形度好、形貌均匀、无球裂、无微粉的特点, 该产品工艺成熟稳定, 拥有高电压、高压实、高循环性的特性。	自主研发
高效湿法循环工艺的萃取技术	通过标准化控制萃取原液的金属组成比例、金属浓度、溶液 pH, 选取极简的萃取工序以及先进的萃取设备, 多级逆流萃取, 高效分离镍钴和杂质, 使得制备出的金属盐溶液可以直接进入前驱体溶液配置工序。	自主研发
高氨氮废水循环使用技术	首创高效水处理系统工艺技术, 通过对生产废水按母液和洗水进行分类收集处理, 按先分离重金属, 再分离氨氮, 最后脱钠盐的工艺, 实现重金属全回收, 氨氮和纯水全循环, 有效降低环保成本 30% 以上。	自主研发

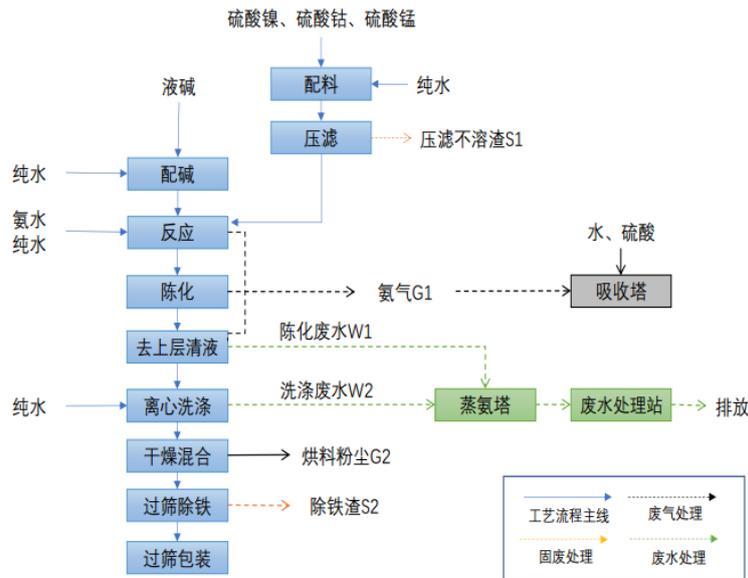
资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

2.3 高镍三元有望加速应用，公司积极布局

三元前驱体非标属性强，公司掌握工艺的 know-how。三元前驱体作为正极材料的原料，很大程度上决定着最终材料的性能。前驱体的制备技术主要有溶胶凝胶法、喷雾热解法、共沉淀法、水热法。由于共沉淀法原理简单，可操作性强，便于工业化生产使用，因此包括中伟股份在内的较多企业选择共沉淀法作为主要的合成工艺。

前驱体产品需要根据客户产品的参数指标进行研发与生产，镍、钴、锰的不同配比及性能指标需求都需要在实际的生产过程中严格控制环境和工艺。非标属性强的生产过程存在大量的 know-how，公司的技术水平处于行业前列。

图表 35: 典型三元前驱体生产工艺



资料来源：容百科技招股说明书，信达证券研发中心

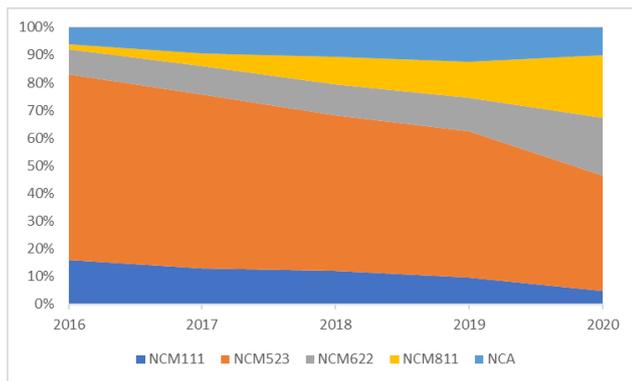
三元材料的高镍趋势明显。目前主流使用的正极材料为磷酸铁锂和三元材料。虽然短期内磷酸铁锂电池具备成本优势，但从锂电池核心技术指标能量密度来看，三元材料具备绝对优势。磷酸铁锂电池多用于续航相对较低的中低端车型，而高能量密度的三元材料电池则更适用于高续航的车型。根据 GGII 数据，近年来三元产品高镍趋势明显，国内 NCM8 系以及 NCA 产品占比从 2015 年的 4.4% 提升至 2020 年的 32.7%。

图表 36: 不同电池材料对比

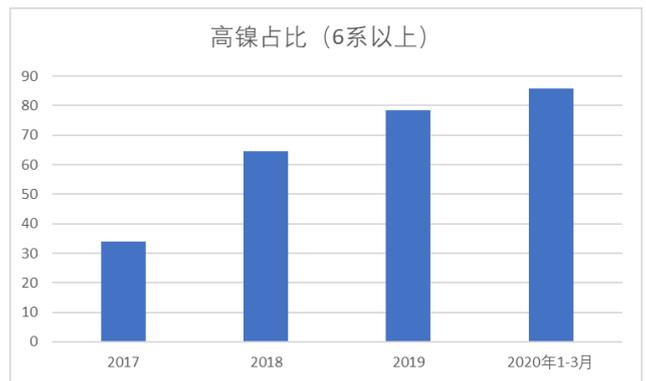
类型	钴酸锂	锰酸锂	LFP	NCM111	NCM523	NCM811
实际比容量 (mAh/g)	140	100-130	130-150	145	155	190
结构	层状氧化物	尖晶石	橄榄石	层状氧化物	层状氧化物	层状氧化物

资料来源：信达证券研发中心

公司高镍产品占比逐步提升。从产品结构上看，公司也在积极升级，6 系及以上的高镍产品销售金额占比从 2017 年的 34% 提升至 2020 年一季度的 86%。随着技术的进步以及对高能量密度材料的需求提升，未来高镍产品的比例仍有望继续提升。

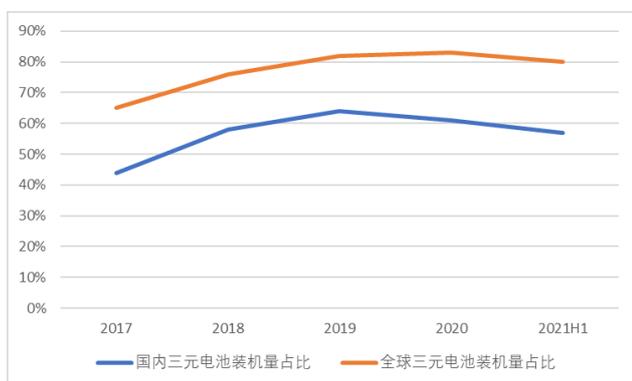
图表 37: 国内三元前驱体结构占比


资料来源: 帕瓦股份招股说明书, GGII, 信达证券研发中心

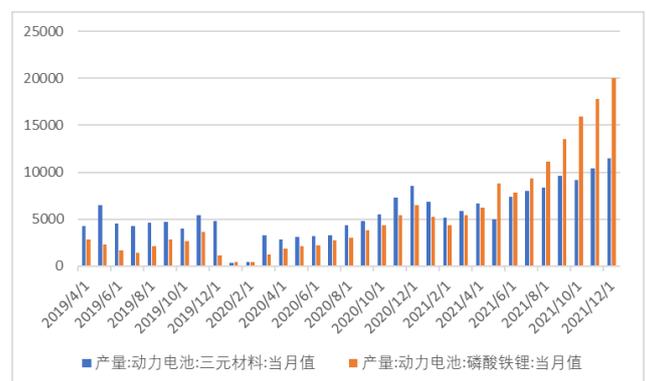
图表 38: 公司高镍产品销售金额占比 (%)


资料来源: 中伟股份招股说明书, 信达证券研发中心

2021 年以来磷酸铁锂电池回暖, 三元电池市场占比略有下降。2021 年以来磷酸铁锂在 CTP 等技术的推动下能量密度得到提升, 相比中低镍三元电池有较好的性价比, 替代效应明显。从全球来看, 2021H1 三元电池装机量占比在 2017 年以来首次出现下滑, 从 2020 年的 83% 下降到 2021H1 的 80%。从国内动力电池出货量上看, 根据中国动力电池产业创新联盟数据, 截止 2021 年 12 月份, 磷酸铁锂电池单月出货量连续 8 个月高于三元电池。

图表 39: 全球和国内三元动力电池装机量占比情况


资料来源: 中伟股份定增问询函, SNE Research, 信达证券研发中心

图表 40: 国内动力电池月度产量 (Mwh)


资料来源: wind, 中国汽车动力电池产业创新联盟, 信达证券研发中心

对于新能源车, 实现单位成本更大的续航是永恒的发展方向, 在指标上体现为需要更高的质量能量密度和更低的质量成本, 在质量能量密度指标上, 三元相比铁电池有较大的优势。而在三元电池内部比较, 高镍产品相比中低镍产品, 能量密度更高, 在成本上却并不贵。

高镍三元有望应用加速, 公司有望受益。1) 技术: 从技术上看, 高镍三元目前在产业链龙头企业中已相对普遍, 已经具备大规模应用的技术条件。2) 成本: 当前产业链原材料涨价明显。三元材料逐步高镍化, 高价位的钴用量逐步减少, 低价位的镍用量逐步提升, 高镍三元物料成本相比中低镍三元几无差距, 在镍价格较低时或成本更低, 这意味着对于同样质量的材料, 高镍三元的主要物料成本并不贵。3) 结构创新: 2022 年 1 月 19 日, 特斯拉宣布已经生产了 100 万颗 4680 电池。随着 4680 等大圆柱的逐步应用, 有望提升三元电池的能量密度, 从而在该指标上和铁电池拉开差距。4) 需求结构: 从车企和电池企业的选择上看,

国外电池厂商三星、LGC、松下等较多采用三元高镍电池。根据 GGII 的报道，2021 年 4 月份的上海车展上，包括自主品牌、造车新势力、外资/合资、传统品牌等车企亮相了近 80 款新能源车型。据不完全统计，当中 43 款中高端新能源车型已经搭载或者设计搭载高镍电池。同时外资品牌车企对高镍电池的接受度高，未来随着欧洲新能源车市场继续增长以及 2022 年美国新能源车市场的爆发，高镍三元材料的需求有望增长。

图表 41: 1 吨正极材料对应的部分物料成本

	NCM523	NCM622	NCM811
镍成本（假设镍价格为 13 万/吨，元）	39130	47190	62790
钴成本（价格钴价格为 35 万元/吨，元）	42700	42700	21000
电解锰成本（假设电解锰价格为 3.5 万元/吨，元）	5985	3955	1960
锂价格（假设金属锂价格为 70 万元/吨，元）	50330	50120	49910
物料成本汇总（元）	138145	143965	135660

资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 42: 镍和电解钴价格走势



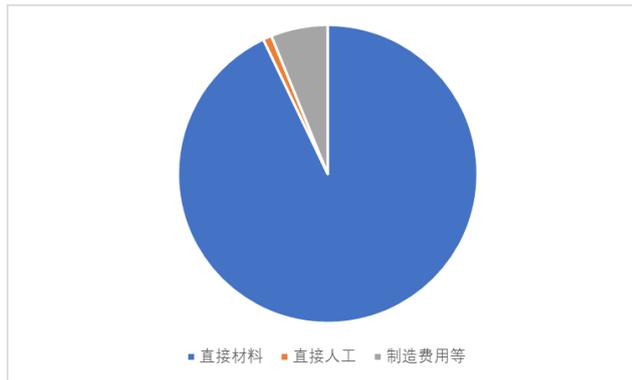
资料来源: wind, 信达证券研发中心

2.4 产业链不断横向、纵向扩张

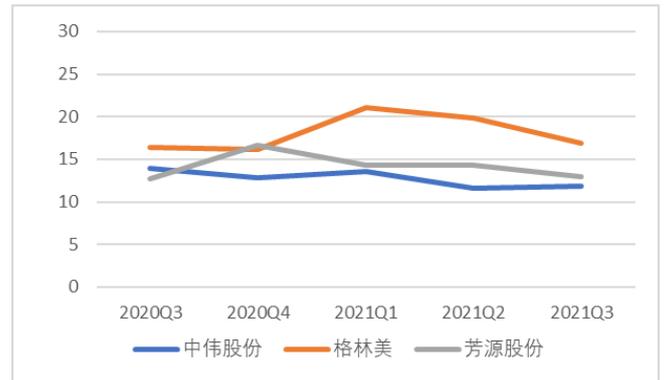
公司从三元前驱体业务起家，近年来做强三元业务的同时，从横向上，涉足三元前驱体上游，增厚利润；从纵向上，涉足磷酸铁锂材料，有望打造第二增长曲线。

纵向：涉足前驱体上游，增厚单吨利润

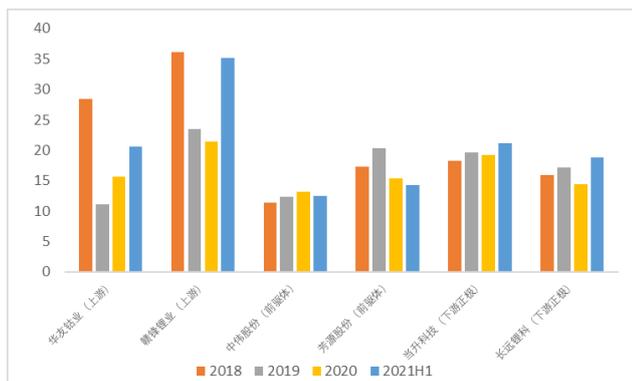
前驱体行业成本依赖于原材料，盈利处于产业链的末端。三元正极材料产业盈利模式是成本加成，其原材料占据成本比重大多在 80% 以上，原材料的价格波动会极大影响正极材料的价格波动。三元材料厂商 2021 年 Q1-Q3 毛利率保持相对稳定，基本能传导原材料成本的上涨。从产业链各个环节的盈利性上看，前驱体企业的毛利率和净利率处于较低水平，实质上是处于产业曲线的下端。

图表 43: 中伟股份正极前驱体材料成本拆分 (2020 年)


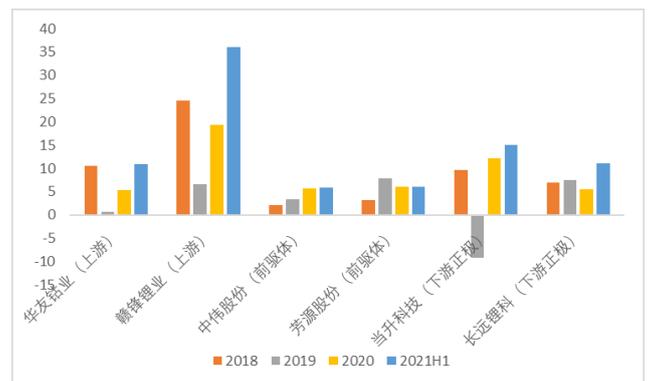
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 44: 三元前驱体企业毛利率变动情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

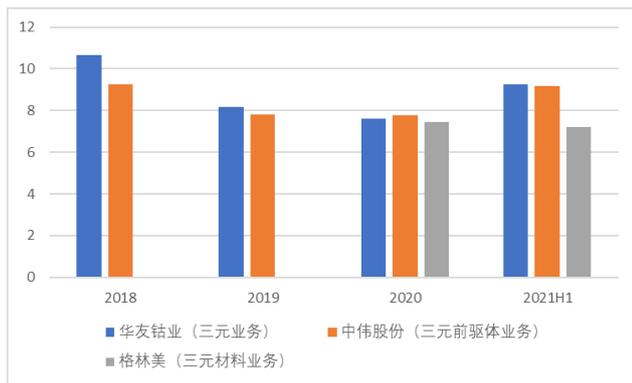
图表 45: 正极产业链企业毛利率情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

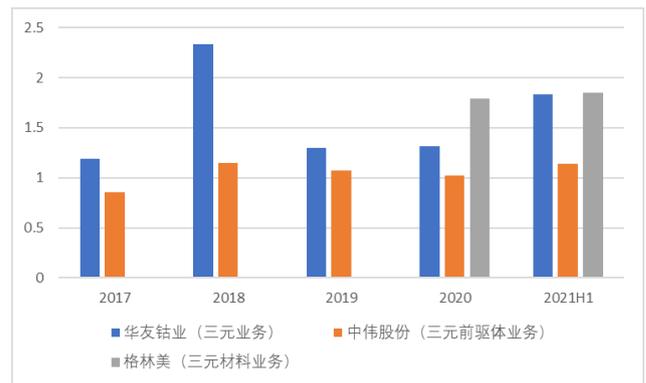
图表 46: 正极产业链企业净利率情况 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

前驱体行业企业中，具备原材料自给能力的企业盈利性较高。我们对比了华友钴业、格林美和中伟股份的利润情况。单吨售价差距不大，但是单吨毛利差距较大，华友钴业和格林美的单吨毛利更高是其原材料自给率高的优势带来的。纵向发展上游是前驱体企业扩展盈利的重要方式。

图表 47: 前驱体企业的售价情况 (万元/吨)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 48: 前驱体企业的单吨毛利情况 (万元/吨)


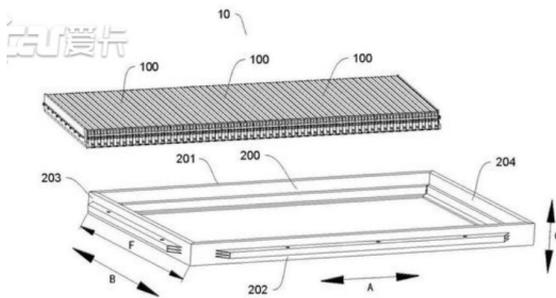
资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司积极向上游延伸布局。 1) 涉足原材料, 降低采购成本。公司采购的原材料主要为硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰、氯化钴、镍豆、镍粉及其他辅料。2017-2019 年, 硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰和氯化钴四种主要原材料采购金额占当期采购总额的比例分别为 92.19%、75.54%、73.80%, 呈逐年下降趋势, 主要因为公司向产业链上游延伸, 加大镍豆、镍粉、粗制氢氧化钴等原材料的采购规模以自制硫酸镍、硫酸钴。同时公司旗下子公司有开展废旧锂电池拆解、镍豆、镍粉及镍中间品、钴中间品等生产硫酸钴、硫酸镍业务, 降低生产成本。2) 涉足上游原材料冶炼。公司在 IPO 时引入青山作为战投, 同时 2021 年公司全资子公司与 RIGQUEZA 合作红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 3 万吨 (印尼) 项目, 公司持有合资公司 70% 股权。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 2 万吨。并后续追加投资, 拟建设二期 3 万吨高冰镍项目。

横向: 涉足磷酸铁锂材料, 全面服务于下游电池行业

磷酸铁锂材料迎来新生。 磷酸铁锂材料以往受制于能量密度较低, 在 2018-2019 年间发展缓慢, 通过储能这个蓝海市场的爆发使得其长期的市场空间被打开, 同时在 CTP、刀片电池等技术的发展下, 其能量密度得到提升, 不断接近三元中低镍电池的水平, 使得其在 2020 年之后迎来爆发。

长期来看, 磷酸铁锂电池有望在储能和低续航电动车领域得到广泛的应用。通过 CTP 等结构创新, 以及未来的磷酸锰铁锂等技术的发展, 铁电池有望继续提升能量密度。同时凭借着低成本和高安全性的优势, 有望在储能和低续航电动车领域得到广泛的应用。

图表 49: 比亚迪刀片电池结构


资料来源: 电动邦, 信达证券研发中心

图表 50: 宁德时代 CTP 技术


资料来源: 宁德时代官网, 信达证券研发中心

公司加码磷酸铁锂材料, 有望打造第二增长曲线。 1) 公司拟在贵州开阳县投资 100 亿元, 建设年产 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。2) 公司与当升科技签署《战略合作框架协议》, 拟在印度尼西亚红土镍矿开发、磷酸铁锂产业投资等方面展开合作, 当升科技拟参股投资中伟股份在印尼规划建设的红土镍矿项目, 其中首期拟合作建设年产 6 万金吨镍产品产线。同时双方拟在贵州投资建设磷资源开发、磷化工、磷酸铁、磷酸铁锂、资源循环利用及配套一体化产业项目。该项目总产能规划建设不低于 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。

三、盈利预测及估值

公司上市以来不断扩张产能, 我们预计公司 2021-2023 年三元前驱体销量分别是 15.6、27.2、42.0 万吨, 四氧化三钴销量分别是 2.4、2.8、3.0 万吨。考虑到公司高冰镍项目逐步投产, 有望增厚三元前驱体业务的毛利水平, 预计 2021-2023 年公司整体毛利率分别为 8.6%、9.2%、10.4%。

综合来看, 我们预计公司 2021-2023 年实现营收 221.12、436.83 和 633.28 亿元, 同比增长 197.2%、97.5%和 45.0%, 归母净利润 9.26、21.14 和 37.70 亿元, 同比增长 120.4%、128.3%和 78.3%。

图表 51: 公司核心财务指标预测

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	5,311	7,440	22,112	43,683	63,328
同比 (%)	73.1%	40.1%	197.2%	97.5%	45.0%
归属母公司净利润 (百万元)	180	420	926	2,114	3,770
同比 (%)	184.8%	133.6%	120.4%	128.3%	78.3%
毛利率 (%)	12.3%	13.1%	8.6%	9.2%	10.4%
ROE (%)	8.5%	11.0%	19.3%	30.6%	35.3%
EPS (摊薄) (元)	0.30	0.69	1.53	3.49	6.22

资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们选择和公司业务相似的长远锂科、格林美、华友钴业、当升科技等作为可比公司，可比公司的 2021-2023 年 wind 一致预期对应的平均市盈率分别为 37.01、25.95 和 20.80X，公司当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 80.64、35.32 和 19.81 倍，公司 2023 年 PE 与可比公司平均值相当，考虑到公司是三元前驱体龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52: 公司及可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
长远锂科	688779.SH	20.3	391	0.71	1.00	-	28.56	20.28	-
格林美	002340.SZ	9.3	443	0.24	0.38	0.52	38.58	24.37	17.81
华友钴业	603799.SH	109.4	1337	2.93	4.06	5.36	37.34	26.95	20.41
当升科技	300073.SZ	80.5	408	1.85	2.50	3.33	43.53	32.21	24.18
可比公司平均							37.01	25.95	20.80
中伟股份	300919.SZ	123.3	747	1.53	3.49	6.22	80.64	35.32	19.81

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 股价为 2022.02.21 收盘价

四、风险因素

新冠疫情等导致全球新能源车需求不及预期风险; 产品技术路线风险; 公司产能扩张不及预期风险。

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,878	6,548	19,831	38,183	56,064	营业总收入	5,311	7,440	22,112	43,683	63,328
货币资金	951	2,712	7,499	14,799	22,778	营业成本	4,657	6,462	20,201	39,676	56,718
应收票据	1	0	0	0	0	营业税金及附加	16	27	44	57	76
应收账款	811	1,231	6,058	11,968	17,350	销售费用	74	26	44	66	89
预付账款	125	128	606	1,190	1,702	管理费用	114	156	177	262	443
存货	1,040	1,460	4,563	8,963	12,812	研发费用	175	270	619	1,048	1,457
其他	952	1,018	1,104	1,264	1,422	财务费用	90	64	85	160	222
非流动资产	2,285	3,316	4,759	6,172	7,574	减值损失合计	-13	-11	-20	-50	-60
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-22	-27	11	22	32
固定资产(合计)	1,702	2,081	3,102	4,093	5,073	其他	62	70	157	101	140
无形资产	277	407	611	815	1,018	营业利润	212	468	1,089	2,487	4,435
其他	307	828	1,046	1,265	1,483	营业外收支	0	8	0	0	0
资产总计	6,164	9,864	24,590	44,355	63,639	利润总额	212	476	1,089	2,487	4,435
流动负债	3,319	4,680	18,789	36,613	52,213	所得税	32	55	163	373	665
短期借款	738	734	0	0	0	净利润	180	420	926	2,114	3,770
应付票据	1,279	2,589	3,321	6,522	9,324	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	837	934	8,302	16,305	23,309	归属母公司净利润	180	420	926	2,114	3,770
其他	464	423	7,167	13,785	19,581	EBITDA	384	653	1,193	2,740	4,711
非流动负债	731	1,347	1,002	829	743	EPS(当年) (元)	0.30	0.69	1.53	3.49	6.22
长期借款	150	841	496	323	236						
其他	581	506	506	506	506	现金流量表					
负债合计	4,050	6,027	19,791	37,442	52,956	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	经营活动现金流	-251	464	7,500	9,131	9,720
归属母公司股东权益	2,114	3,837	4,799	6,913	10,683	净利润	180	420	926	2,114	3,770
负债和股东权益	6,164	9,864	24,590	44,355	63,639	折旧摊销	109	154	166	166	166
						财务费用	90	63	52	20	14
重要财务指标						投资损失	-1	-2	-11	-22	-32
主要财务指标						营运资金变动	-673	-234	6,347	6,802	5,742
营业总收入	5,311	7,440	22,112	43,683	63,328	其它	45	63	20	50	60
同比(%)	73.1%	40.1%	197.2%	97.5%	45.0%	投资活动现金流	-605	-937	-1,618	-1,638	-1,640
归属母公司净利润	180	420	926	2,114	3,770	资本支出	-514	-1,046	-1,629	-1,629	-1,629
同比(%)	184.8%	133.6%	120.4%	128.3%	78.3%	长期投资	-80	100	0	-31	-43
毛利率(%)	12.3%	13.1%	8.6%	9.2%	10.4%	其他	-10	9	11	22	32
ROE(%)	8.5%	11.0%	19.3%	30.6%	35.3%	筹资活动现金流	1,123	1,963	-1,095	-193	-100
EPS(摊薄) (元)	0.30	0.69	1.53	3.49	6.22	吸收投资	1,420	1,289	36	0	0
P/E	0.00	117.80	80.64	35.32	19.81	借款	-101	577	-1,080	-173	-86
P/B	0.00	12.90	15.56	10.80	6.99	支付利息或股息	-93	-42	-52	-20	-14
EV/EBITDA	-0.06	69.66	56.79	21.99	11.08	现金净增加额	270	1,487	4,787	7,300	7,980

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。