

2022 年 03 月 16 日

三元前驱体龙头一体化加速，份额持续提升
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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20072	44828	53781	65062
同比(%)	170%	123%	20%	21%
归母净利润(百万元)	939	1859	3080	4321
同比(%)	123%	98%	66%	40%
每股收益(元/股)	1.55	3.07	5.09	7.13
P/E(倍)	75.68	38.23	23.07	16.45

投资要点

- 2021 年归母净利润 9.39 亿元，同比增长 123%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2021 年公司营收 200.72 亿元，同比增长 169.81%；归母净利润 9.39 亿元，同比增长 123.48%；扣非净利润 7.69 亿元，同比增长 121.57%；2021 年毛利率为 11.54%，同比下降 1.6pct；2021 年归母净利率为 4.67%，同比下降 0.97pct。公司此前预告 2021 年归母净利润 9.08-9.62 亿元，年报处于业绩预告中值，符合市场预期。
- 2021 年下游需求爆发，公司前驱体出货量高增，2022 年维持高增态势。2021 年公司锂电正极前驱体材料收入 200 亿元，同比增长 169.81%，毛利率 11.54%，同比下降 1.6pct，其中三元前驱体营收 153.6 亿元，同比增长 170.81%，毛利率 12.26%，同比下降 0.9pct；四氧化三钴 40.4 亿元，同比增长 180.15%，毛利率 9.17%，同比下降 2.39pct。公司 2021 年销售正极前驱体共 17.6 万吨，同比增长 93%，其中我们预计三元前驱体销售 15.23 万吨，同增 110%+；钴酸锂销售 2.33 万吨，同增 26%。
- 规模化生产及一体化提升，公司盈利水平整体向上，Q4 因辅料价格上涨，略有回落，不改 2022 年盈利提升趋势。盈利能力方面，受益于规模效应及一体化比例提升，我们测算 2021 年公司单吨利润达 0.44 万元/吨（扣非），同比增 16%，但下半年受限电限产及辅材成本大幅上涨影响，单吨净利环比下滑，我们测算 Q4 扣非单吨净利 0.22 万元/吨左右，环比下滑 50%+，主要由于计提奖金影响单吨净利 1700 元/吨左右，叠加 Q4 液碱成本平均上涨 600-700 元/吨，阶段性影响三元成本约 1800-2000 元/吨，若加回，2021 年 Q4 扣非单吨利润近 6000 元/吨，环比增 5-10%。
- 技术优势持续领先，深度绑定国际头部电池企业，高质量持续增长。2021 年度，公司三元前驱体 8 系及 8 系以上产品占比接近 50%，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%，公司高镍产品占比显著提升，且公司无钴单晶产品、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，技术优势持续领先。公司与 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、天津巴莫、三星 SDI 等客户建立稳定合作关系。
- 国内外扩产提速，纵向一体化布局，横向拓展磷酸铁锂，全面发展。公司 2021 年底三元前驱体产能约 20 万吨，四氧化三钴产能约 3 万吨，较年初翻倍，南部基地 18 万吨三元前驱体募投项目在建，随着西部基地 6 万吨 2022 年 Q1 投产，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 万吨产能建成投产，公司预计到 2023 年公司产能将超过 50 万吨，我们预计公司全年出货 30 万吨+，同比增长 70%。
- 投资建议：考虑到辅料成本上涨致盈利短期承压，我们调整 2022-2024 年归母净利至 18.89/31.59/44.26 亿元（原预测 2022-2023 年为 20.16/30.28 亿元），同比增长 101%/67%/40%，对应现价 PE 分别为 38x/22x/16x，给予 2022 年 55xPE，对应目标价 171.6 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	117.32
一年最低/最高价	66.06/214.77
市净率(倍)	7.46
流通 A 股市值(百万元)	17851.24

基础数据

每股净资产(元)	16.23
资产负债率(%)	62.33
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)业绩预告点评：辅料价格上涨短期影响盈利，前驱体龙头份额持续提升》2022-01-28
- 2、《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
- 3、《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

2021 年归母净利润 9.39 亿元，同比增长 123%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2021 年公司营收 200.72 亿元，同比增长 169.81%；归母净利润 9.39 亿元，同比增长 123.48%；扣非净利润 7.69 亿元，同比增长 121.57%；2021 年毛利率为 11.54%，同比下降 1.6pct；2021 年归母净利率为 4.67%，同比下降 0.97pct。公司此前预告 2021 年归母净利润 9.08-9.62 亿元，年报处于业绩预告中值，符合市场预期。

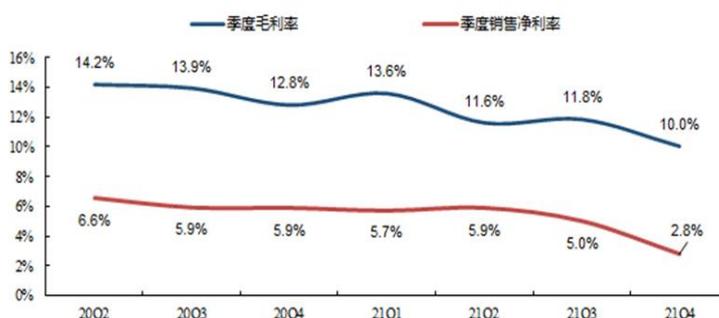
2021 年 Q4 辅料价格上涨叠加年末费用增加，盈利水平短期回落。2021 年 Q4 公司实现营收 61.99 亿元，同比增加 162.38%，环比增长 12.35%；归母净利润 1.74 亿元，同比增长 24.16%，环比下降 37.39%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比下降 17.56%，环比下降 56.8%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 10.02%，同比下降 2.78pct，环比下降 1.81pct；归母净利率 2.8%，同比下降 3.12pct，环比下降 2.23pct；Q4 扣非净利率 1.67%，同比下降 3.64pct，环比下降 2.67pct。年底费用密集计提，我们预计公司年终奖一次性计提 8000 万元、纯碱 2021 年 Q4 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 2021 年 Q4 净利润达 3 亿元+，扣非归母净利润 2.5 亿元+，环比微增。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3
营业收入(百万)	6,199.0	5,517.7	4,666.3	3,689.5	2,362.6	2,121.4
-同比	162.38%	160.09%	236.41%	135.23%	0.00%	0.00%
毛利率	10.02%	11.84%	11.60%	13.58%	12.80%	13.94%
归母净利润(百万)	173.7	277.4	276.3	211.5	139.9	126.2
-同比	24.16%	119.86%	202.15%	237.63%		
归母净利率	2.80%	5.03%	5.92%	5.73%	5.92%	5.95%
扣非归母净利润(百万)	103.4	239.3	229.21	196.76	125.41	120.32
-同比	-17.56%	98.91%	256.04%	434.28%		
扣非归母净利率	1.67%	4.34%	4.91%	5.33%	5.31%	5.67%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年下游需求爆发，公司前驱体出货量高增，2022 年维持高增态势。2021 年公司锂电正极前驱体材料收入 200 亿元，同比增长 169.81%，毛利率 11.54%，同比下降 1.6pct，其中三元前驱体营收 153.6 亿元，同比增长 170.81%，毛利率 12.26%，同比下降 0.9pct；四氧化三钴 40.4 亿元，同比增长 180.15%，毛利率 9.17%，同比下降 2.39pct。公司 2021 年销售正极前驱体共 17.6 万吨，同比增长 93%，其中我们预计三元前驱体销售 15.23 万吨，同增 110%+；钴酸锂销售 2.33 万吨，同增 26%。2022 年我们预计公司出货量有望达到 30 万吨+，同比增 75%，其中三元 28 万吨，同比增 84%；钴酸锂 2.8 万吨，同比增 20%。

规模化生产及一体化提升，公司盈利水平整体向上，Q4 因辅料价格上涨，略有回落，不改 2022 年盈利提升趋势。盈利能力方面，受益于规模效应及一体化比例提升，我们测算 2021 年公司单吨利润达 0.44 万元/吨（扣非），同比增 16%，但下半年受限电限产及辅材成本大幅上涨影响，单吨净利环比下滑，我们测算 Q4 扣非单吨净利 0.22 万元/吨左右，环比下滑 50%+，主要由于计提奖金影响单吨净利 1700 元/吨左右，叠加 Q4 液碱成本平均上涨 600-700 元/吨，阶段性影响三元成本约 1800-2000 元/吨，若加回，2021 年 Q4 扣非单吨利润近 6000 元/吨，环比增 5-10%。2022 年年初液碱已走低，逐渐向正常价格收敛，我们预计 2022 年 Q1 公司盈利将明显改善。此外，公司 2022Q1 西部一体化基地 6 万吨产能逐步释放，印尼基地镍资源一期项目 3 季度建成投产，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 6000 元/吨以上。

图 3：公司分业务经营情况（亿元）

	2021年				2021H2		2021H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
三元前驱体	153.64	170.81%	12.26%	-0.9pct	89.00	12.12%	64.64	12.45%
四氧化三钴	40.41	180.15%	9.17%	-2.39pct	24.34	7.29%	16.07	12.01%
委托加工	1.11	-23.99%	-	-	0.33	-	0.78	-
其他	5.57	212.65%	-	-	3.50	-	2.07	-
总收入	200.72	169.81%	11.54%	-1.6pct	117.16	10.88%	83.56	12.47%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司分地区经营情况（亿元）

	2021年				2021H2		2021H1	
	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
中国大陆	149.67	198.42%	12.04%	-0.98pct	85.74	10.91%	63.92	13.56%
港澳台地区	0.00	-99.75%	-	-	0.00	-	0.00	-
韩国	37.63	55.68%	9.54%	-3.91pct	20.17	9.87%	17.46	9.16%
其他国家	13.43	88944.98%	-	-	11.26	-	2.17	-
总收入	200.72	169.81%	11.54%	-1.6pct	117.17	10.88%	83.56	12.47%

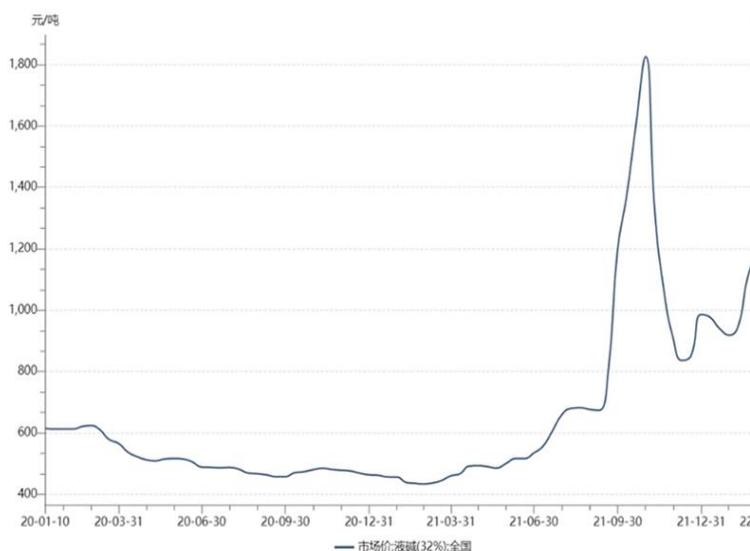
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: 公司正极前驱体销量及盈利情况拆分 (包含三元前驱体及四氧化三钴)

	2018	2019	2020	2021	2021Q1	21Q2	21Q3	21Q4
销量 (万吨)	2.8	5.6	9.1	17.6	3.7	4.3	4.9	4.7
同比	67%	98%	63%	93%	-	-	-	-
毛利率	11.4%	12.3%	13.1%	11.5%	13.6%	11.6%	11.8%	10.0%
扣非净利润 (百万元)	44	121	347	769	197	229	239	103
单吨利润 (万元/吨)	0.16	0.22	0.38	0.44	0.54	0.53	0.49	0.22

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

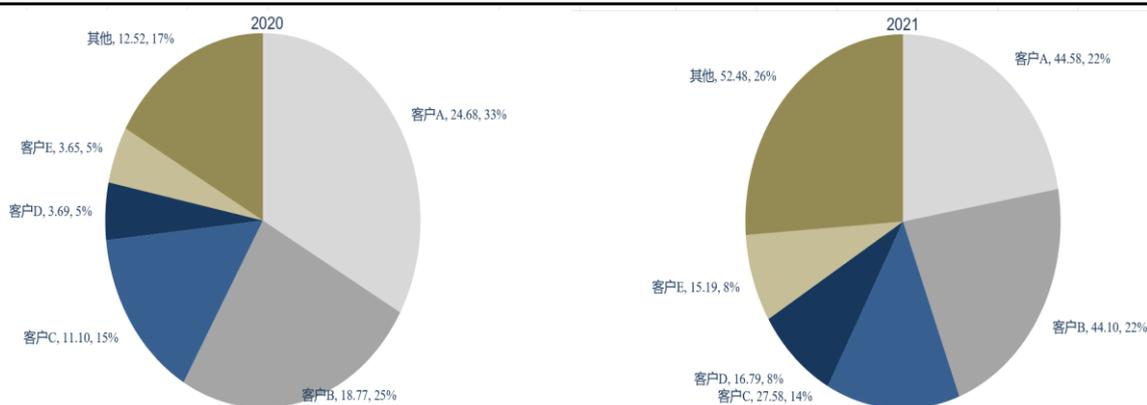
图 6: 液碱价格 2021Q3-Q4 剧烈波动 (元/吨)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

技术优势持续领先, 深度绑定国际头部电池企业, 高质量持续增长。2021 年度, 公司三元前驱体 8 系及 8 系以上产品占比接近 50%, 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%, 公司高镍产品占比显著提升, 且公司无钴单晶产品、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, 技术优势持续领先。公司与 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、天津巴莫、三星 SDI 等客户建立稳定合作关系。公司是 lg 电池最大前驱体供应商, 2021 年向韩国销售收入 37.6 亿元, 占比近 19%, 我们预计主要为直接配套 lg 自制正极, 同时公司还通过天津巴莫等间接配套 lg 南京, 我们预计公司可满足 lg 电池超过 50% 以上的前驱体需求。受益于公司深度绑定 LG、特斯拉、当升、厦钨等客户, 且进入宁德时代供应链, 2022 年增量显著, 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+, 其中 SK 和当升科技翻番增长, 且特斯拉自制电池开始起量, 同时在宁德时代的份额我们预计将继续提升。

图 7: 公司客户销售额占比变化情况 (单位: %)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

国内外扩产提速，纵向一体化布局，横向拓展磷酸铁锂，全面发展。公司 2021 年底三元前驱体产能约 20 万吨，四氧化三钴产能约 3 万吨，较年初翻番，南部基地 18 万吨三元前驱体募投项目在建，随着西部基地 6 万吨 2022 年 Q1 投产，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 万吨产能建成投产，公司预计到 2023 年公司产能将超过 50 万吨，我们预计公司全年出货 30 万吨+，同比增长 70%。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 万吨计划与 2024 年投产，主要配套欧洲当地电池。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 24 年投产。上游方面，公司印尼基地镍资源一期 2 万项目进展顺利，公司预计 2022 年 Q3 逐步建成投产，且二期项目同步展开；同时，公司与厦门象屿签订合作协议，我们预计在 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；与腾远钴业签订合作协议，我们预计 2022-2025 年钴盐的供需总量为 10-20 万实物吨。

年度费用率同比下降，总体费用控制良好，Q4 年末费用率同环比提升明显。2021 年公司期间费用合计 12.18 亿元，同比增长 136.13%，费用率为 6.07%，同比下降 0.87pct。2021 年销售费用 0.45 亿元，销售费用率 0.22%，同比下降 0.12pct；管理费用 2.98 亿元，管理费用率 1.48%，同比下降 0.61pct；财务费用 1.06 亿元，财务费用率 0.53%，同比下降 0.34pct；研发费用 7.69 亿元，研发费用率 3.83%，同比增 0.2pct。公司 2021 年计提资产减值损失-0.31 亿元；计提信用减值损失-0.32 亿元。2021Q4 期间费用合计 4.55 亿元，同比增长 200.64%，环比增 41.66%，期间费用率为 7.34%，同比增 0.93pct，环比增 1.52pct；销售费用 0.15 亿元，销售费用率 0.25%，同比增 1.08pct，环比增 0.05pct；管理费用 1.44 亿元，管理费用率 2.32%，同比下降 0.57pct，环比增 1.14pct；财务费用 0.19

亿元，财务费用率 0.3%，同比下降 0.32pct，环比下降 0.4pct；研发费用 2.77 亿元，研发费用率 4.47%，同比增 0.75pct，环比增 0.73pct。计提信用减值损失-0.11 亿元，同比下降 992.26%，环比增 18.64%。

图 8：公司分季度期间费用拆分（百万元）

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
销售费用	10.30	8.94	10.65	15.26
-销售费用率	0.28%	0.19%	0.19%	0.25%
管理费用	40.07	48.94	65.27	143.69
-管理费用率	1.09%	1.05%	1.18%	2.32%
研发费用	140.88	144.38	206.59	277.35
-研发费用率	3.82%	3.09%	3.74%	4.47%
财务费用	20.94	27.59	38.76	18.82
-财务费用率	0.57%	0.59%	0.70%	0.30%
期间费用	212.19	229.85	321.27	455.12
-期间费用率	5.75%	4.93%	5.82%	7.34%
资产减值损失	-28.35	-2.21	0.00	0.00
信用减值损失	-9.10	-1.91	-9.56	-11.34

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，经营性现金流转负。2021 年公司存货为 48.24 亿元，较年初增长 230.51%，主要系原材料达 17.79 亿元，较年初增长 532%，库存商品达 12.64 亿元，较年初增长 331%，在途物资达 5.98 亿元，较年初增长 1030%，我们预计主要为原材料备货所致；应收账款 44.52 亿元，较年初增长 284.3%；期末公司合同负债 0.18 亿元，较年初下降 48.43%。2021 年公司经营活动净现金流净额为-16.59 亿元，同比下降 457.8%；投资活动净现金流净额流出 51.71 亿元，同比上升 451.73%；资本开支为 49.95 亿元，同比上升 377.47%；账面现金为 86.99 亿元，较年初增长 220.79%，短期借款 38.17 亿元，较年初增长 363.81%。

投资建议：考虑到辅料成本上涨致盈利短期承压，我们调整 2022-2024 年归母净利润至 18.89/31.59/44.26 亿元（原预测 2022-2023 年为 20.16/30.28 亿元），同比增长 101%/67%/40%，对应现价 PE 分别为 38x/22x/16x，给予 2022 年 55xPE，对应目标价 171.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19630	30312	35393	42403	营业收入	20,072	44,828	53,781	65,062
现金	8699	6724	8067	9759	减:营业成本	17,756	40,306	47,140	56,383
应收账款	4452	9950	11937	14441	营业税金及附加	60	133	160	193
存货	4824	10952	12808	15320	营业费用	45	381	323	390
其他流动资产	1286	1960	1746	1900	管理费用	298	513	721	836
非流动资产	8,570	11,579	14,805	17,784	研发费用	769	1325	1861	2157
固定资产	4,399	7,430	10,687	12,206	财务费用	106	162	193	232
无形资产	787	1276	1746	2207	资产减值损失	62	52	20	25
其他非流动资产	3,371	2,860	2,359	3,357	加:投资净收益	-109	5	5	5
资产总计	28,200	41,891	50,198	60,186	其他收益	205	180	150	150
流动负债	14,318	26,654	32,715	39,553	资产处置收益	0	0	0	0
短期借款	3,817	3,516	5,667	7,217	营业利润	1067	2140	3518	5000
应付账款	3318	7531	8808	10535	加:营业外净收支	1	19	19	19
其他流动负债	7,183	15,607	18,240	21,801	利润总额	1068	2159	3537	5019
非流动负债	3,259	3,259	3,259	3,259	减:所得税费用	130	302	460	703
长期借款	2,552	2,552	2,552	2,552	少数股东损益	-1	-2	-3	-4
其他非流动负债	707	707	707	707	归属母公司净利润	939	1859	3080	4321
负债合计	17,577	29,913	35,974	42,813	EBIT	1173	2302	3711	5232
少数股东权益	790	788	785	781	EBITDA	1,408	2,793	4,486	6,253
归属母公司股东权益	9,832	11,190	13,439	16,593	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益	28,200	41,891	50,198	60,186	每股收益(元)	1.55	3.07	5.09	7.13
					每股净资产(元)	16.23	18.48	22.19	27.40
					发行在外股份(百万股)	605.67	605.67	605.67	605.67
					ROIC(%)	10.0%	11.0%	14.4%	16.6%
					ROE(%)	9.5%	16.6%	22.9%	26.0%
					毛利率(%)	11.5%	10.1%	12.3%	13.3%
					销售净利率(%)	4.7%	4.1%	5.7%	6.6%
					资产负债率(%)	62.3%	71.4%	71.7%	71.1%
					收入增长率(%)	170%	123%	20%	21%
					净利润增长率(%)	123%	98%	66%	40%
					P/E	75.68	38.23	23.07	16.45
					P/B	7.23	6.35	5.29	4.28
					EV/EBITDA	55.55	28.00	17.44	12.51

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>