

股权激励方案落地，利润目标超预期，长期成长确定

买入（维持）

2022年03月20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	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）	83.42	41.47	24.80	17.70

投资要点

- **2022年股权激励方案落地，覆盖范围广泛，利于公司长期发展。**公司拟实施22年股权激励计划，授予限制性股票605万股，占总股本0.2%，授予董事、高管及核心技术骨干1113人，限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起12/24/36个月，限制性股票授予价格为63.97元/股。要求22/22-23/22-24年营业收入分别为260/626/1139亿元（对应22-24年260/366/513，同比增长41%/40%），净利润分别为18/48/98亿元（对应22-24年18/30/50，同比增长67%/67%），若各年度公司层面业绩考核条件达标，个人当年计划解除限售额度×公司层面解除限售比例×个人层面解除限售比例。
- **采取收入考核及利润考核模式，利润目标较高，充分激励员工，彰显管理层信心。**选取营业收入及利润作为公司层面业绩考核指标，对应22/22-23/22-24年营业收入分别为260/626/1139亿元（对应22-24年260/366/513，同比增长41%/40%），净利润分别为18/48/98亿元（对应22-24年18/30/50，同比增长67%/67%），营业收入或净利润目标完成其一可满足解除限售条件。该股权激励净利润目标较高，具有一定挑战性，充分彰显管理层信心。
- **新增2022-2025年费用，2022年需摊销约1.38亿元。**假设公司22年4月底授予限制性股票，据公司测算，22-25年分别需分摊1.38/1.13/0.54/0.1元，将在经常性损益中列支。
- **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。**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。公司与多位客户建立稳定合作关系。公司深度绑定LG、特斯拉、当升、厦钨等客户，且进入宁德供应链，我们预计22年公司出货量超30万吨，同比增70%。
- **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%。
- **盈利预测与投资评级：**公司股权激励目标超预期，我们预计2022-2024年归母净利18.59/30.80/43.21亿元，同比增长98%/66%/40%，对应现价PE分别为41x/25x/18x，给予2022年55xPE，对应目标价168.9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)	129.33
一年最低/最高价	70.16/214.77
市净率(倍)	7.97
流通A股市值(百万元)	19678.66

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)：三元前驱体龙头一体化加速，份额持续提升》2022-03-16
- 2、《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
- 3、《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

2022 年股权激励方案落地，覆盖范围广泛，利于公司长期发展。公司拟实施 2022 年股权激励计划，计划授予限制性股票 605 万股，占总股本 0.2%，授予董事、高管及核心技术骨干 1113 人，激励力度大，限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月，限制性股票授予价格为 63.97 元/股(公告前一日价格的 50%)。公司明确公司、个人层面考核，公司层面要求 2022/2022-2023 /2022-2024 年营业收入分别为 260/626/1139 亿元(对应 2022-2024 年 260/366/513 亿元，2023/2024 年同比增长 41%/40%)，净利润分别为 18/48/98 亿元(对应 2022-2024 年 18/30/50 亿元，2023/2024 年同比增长 67%/67%)，若各年度公司层面业绩考核条件达标，个人当年计划解除限售额度×公司层面解除限售比例×个人层面解除限售比例。

图 1: 激励对象获授的限制性股票分配情况

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
1	陶昊	中国	董事、副总裁	3.88	1%	0%
2	廖恒星	中国	董事会秘书	3.78	1%	0%
3	朱宗元	中国	财务总监	3.38	1%	0%
4	李卫华	中国	核心技术人员	3.68	1%	0%
5	阎硕	中国	核心技术人员	3.68	1%	0%
6	尹桂珍	中国	核心技术人员	3.48	1%	0%
7	任永志	中国	核心技术人员	1.87	0%	0%
8	KIM DONGHOAN	韩国	经营中心 副总经理	2.625	0%	0%
9	YOON HYENG BAE	韩国	专家	0.4	0%	0%
10	KANG HEE SAM	韩国	专家	1.43	0%	0%
董事会认为需要激励的其他人员 (1103人)				456	75%	0.8%
预留部分				121	20%	0.2%
合计				605	100%	1.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

采取收入考核及利润考核模式，利润目标较高，充分激励员工，彰显管理层信心。本激励计划选取经审计的上市公司营业收入及利润作为公司层面业绩考核指标，对应 2022/2022-2023 /2022-2024 年营业收入分别为 260/626/1139 亿元(对应 2022-2024 年 260/366/513 亿元，2023/2024 年同比增长 41%/40%)，净利润分别为 18/48/98 亿元(对应 2022-2024 年 18/30/50 亿元，2023/2024 年同比增长 67%/67%)，营业收入或净利润目标完成其一可满足解除限售条件。该股权激励净利润目标较高，具有一定挑战性，有利于促使激励对象为实现业绩考核指标而努力拼搏、充分调动激励对象的工作热情和积极性，促使公司战略目标的实现，且充分彰显管理层信心。

图 2: 公司业绩目标

解除限售期	对应考核年度	业绩考核目标		公司层面解除限售比例 (X)
		营业收入 (Am)	净利润 (Bm)	
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	2022年	营业收入值达到260亿元	净利润值达到18亿元	各考核年度内营业收入 (A) 与净利润 (B) 实际完成值: 1. $A \geq Am$ 或 $B \geq Bm$, $X=100\%$; 2. $A < Am$ 且 $B < Bm$, $X=0\%$.
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	2023年	2022-2023年两年的累计营业收入值达到626亿元	2022-2023年两年累计净利润值达到48亿元	
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	2024年	2022-2024年三年的累计营业收入值达到1,139亿元	2022-2024年三年累计净利润值达到98亿元	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新增 2022-2025 年费用, 2022 年需摊销约 1.38 亿元。假设公司 2022 年 4 月底授予限制性股票, 据公司测算, 2022-2025 年分别需分摊 1.38/1.13/0.54/0.11 元, 将在经常性损益中列支。

图 3: 公司股权激励费用测算

首次授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (亿元)	2022年 (亿元)	2023年 (亿元)	2024年 (亿元)	2025年 (亿元)
484	3.16	1.38	1.13	0.54	0.11

数据来源: 公司公告, 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 系以上产品出货量占比接近 50%, 4.45V 以上高电压及掺杂四氧化三钴出货量占比超过 80%, 高电压四氧化三钴材料出货量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。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, 我们预计 22 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预计将继续提升。

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，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 万吨计划于 24 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，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 万吨项目进展顺利，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，与腾远钴业签订合作协议，保证公司原材料供应。

盈利预测与投资评级：公司股权激励目标超高增长超预期，我们预计 2022-2024 年归母净利 18.59/30.80/43.21 亿元，同比增长 98%/66%/40%，对应现价 PE 分别为 41x/25x/18x，给予 2022 年 55xPE，对应目标价 168.9 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	83.42	41.47	24.80	17.70
					P/B	7.97	6.99	5.79	4.68
					EV/EBITDA	60.72	30.60	19.06	13.67

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>