

中伟股份 (300919)

定增镍冶炼纵向一体化，横向磷铁打开市场空间

买入 (维持)

2022年06月12日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书: S0600120100021
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	20,072	42,205	51,538	62,298
同比	170%	110%	22%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	939	1,800	3,533	4,728
同比	123%	92%	96%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.54	2.95	5.79	7.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	83.79	43.72	22.27	16.64

投资要点

- **事件:** 公司拟定增募集 66.8 亿元 (发行不超过 0.6 亿股), 用于 6 万吨红土镍矿冶炼项目、8 万吨硫酸镍项目、8 万吨高冰镍项目, 以及贵州 20 万吨磷酸铁项目, 及补充流动资金。
- **镍冶炼中后端产能布局, 原材料来源更加灵活, 硫酸镍自供加速提升。** 本次定增拟投资 42.3 亿元建设印尼红土镍矿冶炼年产 6 万吨高冰镍项目, 建设 6 条镍矿—低冰镍—高冰镍生产线。项目原有 6 万吨产能规划, 我们预计 2022 年 Q3 逐步建成投产, 二期 4 万吨于 2023 年 Q1 投产, 23 年将具备 6 万吨镍冶炼产能 (权益 4.2 万吨)。公司现有总规划 18 万吨, 可保证 37.5 万吨+前驱体需求, 有效降低公司综合生产成本, 提高产品盈利能力, 增强公司竞争优势。
- **横向拓展磷酸铁, 实现一体化协同布局。** 公司此前在规划贵阳磷酸铁及磷酸铁锂材料生产线一体化项目, 本次定增拟建设 20 万吨磷酸铁项目, 一期有望于 24 年投产, 我们公司预计年均营业收入为 38 亿元, 年均税后利润为 5.4 亿元, 对应单价为 2.1 万元/吨 (含税), 单吨盈利假设为 0.27 万元/吨。此外, 公司后端镍冶炼产能中具有铁元素, 可制成硫酸亚铁用于磷酸铁生产, 横向一体化协同效应明显, 构建磷酸铁成本优势。
- **硫酸镍自供比例提升驱动盈利逐季恢复, 公司全年量利齐升。** 我们预计 2Q22 出货环比增 10%+, 全年出货 25-30 万吨, 同增 60%; 盈利方面, 受液碱成本上涨影响, 22Q1 单吨扣非净利润约 0.41 万元/吨左右, 因 2022 年 Q1 液碱价格处于高位, 我们预计减少公司单吨扣非净利润 0.2 万元/吨左右。但随着 Q2 高冰镍到硫酸镍冶炼产能投产, 硫酸镍自供比例有望提升至 30%左右, 对应成本降低 500-1000 元/吨左右, 有望有效对冲部分成本上涨, 全年公司硫酸镍自供比例有望一路提升至 35%-40%, 将进一步驱动公司盈利逐渐恢复。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司 2022-2024 年归母净利润至 18.00/35.33/47.28 亿元 (原预期 18.00/33.51/45.47 亿元), 同比增长 92%/96%/34%, 给予 2022 年 55xPE, 目标价 162.3 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)	129.05
一年最低/最高价	74.42/209.68
市净率(倍)	7.75
流通 A 股市值(百万元)	24,274.76
总市值(百万元)	78,677.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.66
资产负债率(% ,LF)	68.73
总股本(百万股)	609.67
流通 A 股(百万股)	188.10

相关研究

《中伟股份(300919): 加码镍冶炼产能布局, 一体化比例提升带动盈利逐季恢复》

2022-05-19

《中伟股份(300919): 单吨利润环比恢复, 静待一体化贡献显著增量》

2022-04-29

事件：公司拟定增募集 66.8 亿元（发行不超过 0.6 亿股），用于 6 万吨红土镍矿冶炼项目、8 万吨硫酸镍项目、8 万吨高冰镍项目，以及贵州 20 万吨磷酸铁项目，及补充流动资金。

图1：募集资金用途（亿元）

项目	投资总额	拟使用募集资金金额
印尼基地红土镍矿冶炼年产 6 万金吨高冰镍项目	42.3	25.0
贵州西部基地年产 8 万金吨硫酸镍项目	18.3	6.5
广西南部基地年产 8 万金吨高冰镍项目	7.3	5.6
贵州开阳基地年产 20 万吨磷酸铁项目	23.1	9.8
补充流动资金	20.0	20.0
合计	110.9	66.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6 万吨镍冶炼前端项目投产加速，公司在保守镍价测算下预计贡献 15.8 亿利润，弹性大。本次定增拟投资 42.3 亿元建设印尼红土镍矿冶炼年产 6 万金吨高冰镍项目，建设 6 条镍矿—低冰镍—高冰镍生产线、生产厂房及配套设施等。本次镍冶炼项目为原有 6 万吨产能规划，其中一期 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，我们预计二期 4 万吨于 2023 年 Q1 投产，2023 年将具备 6 万吨镍冶炼产能（权益 4.2 万吨）。本项目达产后，公司预计年均营业收入为 66.25 亿元，年均税后利润为 15.8 亿元，对应镍价假设为 1.7 万美元/金吨（不含税），单吨盈利为 0.4 万美元/金吨，考虑 10%左右费用率，对应单吨成本预计达 1.1 万美元/金吨，符合市场预期。当前 LME 镍价为 2.7 万美金/金吨（不含税），假设高冰镍折扣 70%-80%，我们测算对应高冰镍售价 2 万美元/金吨左右，公司可研假设相对保守，对应 15.8 亿净利贡献，若镍价持续维持高位，对应利润弹性大。公司此前新增 12 万吨镍冶炼产能布局，现有总规划 18 万吨，可保证 37.5 万吨+前驱体需求，将在保障公司主要原材料的供应安全的同时，有效降低综合生产成本，提高产品盈利能力，增强公司竞争优势。

图2：前端项目经济效益假设

	项目投资	预计营收	预计利润	预计成本 (假设10%费用率)
项目总计 (亿元)	42.3	66.3	15.8	43.8
单吨 (万元/金吨)	7.1	11.0	2.6	7.3
单吨 (万美元/金吨)	1.1	1.7	0.4	1.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加大境内镍冶炼中后端产能布局，原材料来源更加灵活，硫酸镍自供加速提升。公司本次定增加码中后段冶炼，新增 8 万吨低冰镍-硫酸镍、8 万吨低冰镍-高冰镍产线布局，其中贵州西部基地新增年产 8 万金吨硫酸镍项目，建设期为 18 个月，公司预计年均营业收入为 95 亿元，年均税后利润为 4.2 亿元，该假设条件下，我们测算对应镍价 1.8 万美元/金吨左右（不含税），在当前价格成本假设条件下，量产后预计对前驱体利润增厚 2000-3000 元/吨左右。此前公司在国内已有 MHP/高冰镍——硫酸镍产能布局，本次扩产进一步将原材料来源扩充至低冰镍，来源更加灵活，我们预计将于 2023-2024 年陆续贡献产能，推动硫酸镍自供比例快速提升。

图3：贵州基地 8 万吨金吨硫酸镍项目经济效益假设

	项目投资	预计营收	预计利润	预计成本 (假设10%费用率)
项目总计 (亿元)	18.3	95.3	4.2	81.6
单吨 (万元/金吨)	2.3	11.9	0.5	10.2
单吨 (万美元/金吨)	0.4	1.8	0.1	1.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：广西基地 8 万吨金吨高冰镍项目经济效益假设

	项目投资	预计营收	预计利润	预计成本 (假设10%费用率)
项目总计 (亿元)	7.3	85.8	2.0	75.2
单吨 (万元/金吨)	0.9	10.7	0.2	9.4
单吨 (万美元/金吨)	0.1	1.6	0.04	1.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硫酸镍自供比例提升驱动盈利逐季恢复，公司全年量利齐升。我们预计 2022 年 Q2 出货环比增 10%+，随着新增产能释放，全年我们预计出货 25-30 万吨，同增 60%；盈利方面，受液碱成本上涨影响，22Q1 单吨扣非净利润约 0.41 万元/吨左右，因 2022 年 Q1 液碱价格处于高位，我们预计减少公司单吨扣非净利润 0.2 万元/吨左右。目前液碱价格仍处于高位，但 2022 年 Q2 高冰镍到硫酸镍冶炼产能投产，硫酸镍自供比例有望从 20%左右提升至 30%左右，对应成本降低 500-1000 元/吨左右，有望有效对冲部分成本上涨，带动 Q2 单吨利润环比提升 5000 元/吨左右，全年看，公司硫酸镍自供比例有望一路提升至 35%-40%，将进一步驱动公司盈利逐渐恢复，我们预计全年公司单吨净利有望提升至 0.6 万元/吨，同比增长 35%，公司全年量利齐升。

横向拓展磷酸铁，实现一体化协同布局。公司此前在规划贵阳磷酸铁及磷酸铁锂材

料生产线一体化项目，本次定增拟建设 20 万吨磷酸铁项目，建设周期 30 个月，一期有望于 24 年投产，此外，公司预计年均营业收入为 38 亿元，年均税后利润为 5.4 亿元，对应单价为 2.1 万元/吨（含税），单吨盈利假设为 0.27 万元/吨。此外，公司后端镍冶炼产能中具有铁元素，可制成硫酸亚铁用于磷酸铁生产，横向一体化协同效应明显，构建磷酸铁成本优势。

图5：贵州磷酸铁项目经济效益假设（不含税）

	项目投资	预计营收	预计利润	预计成本 (假设10%费用率)
项目总计 (亿元)	23.1	38.2	5.4	29.0
单吨 (万元/吨)	1.2	1.9	0.27	1.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们上调公司 2022-2024 年归母净利润至 18.00/35.33/47.28 亿元（原预期 18.00/33.51/45.47 亿元），同比增长 92%/96%/34%，给予 2022 年 55xPE，目标价 162.3 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	19,630	24,881	29,263	36,223	营业总收入	20,072	42,205	51,538	62,298
货币资金及交易性金融资产	8,699	4,449	5,164	7,280	营业成本(含金融类)	17,756	37,921	44,624	53,524
经营性应收款项	5,580	11,564	13,737	16,600	税金及附加	60	125	153	185
存货	4,824	8,311	9,781	11,731	销售费用	45	84	103	125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	298	549	644	748
其他流动资产	526	557	582	612	研发费用	769	1,519	1,817	2,134
非流动资产	8,570	12,842	15,655	18,138	财务费用	106	181	150	149
长期股权投资	13	13	23	33	加:其他收益	205	253	309	374
固定资产及使用权资产	4,574	7,553	10,113	12,392	投资净收益	-109	21	5	6
在建工程	2,304	3,304	3,304	3,304	公允价值变动	-5	0	10	10
无形资产	787	1,081	1,325	1,519	减值损失	-62	-57	-92	-127
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	17	17	16	15	营业利润	1,067	2,044	4,280	5,697
其他非流动资产	874	874	874	874	营业外净收支	1	25	-10	-6
资产总计	28,200	37,723	44,918	54,361	利润总额	1,068	2,069	4,270	5,691
流动负债	14,318	22,179	26,104	31,145	减:所得税	130	269	683	867
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,817	100	172	100	净利润	938	1,800	3,587	4,824
经营性应付款项	10,018	21,396	25,178	30,199	减:少数股东损益	-1	0	54	96
合同负债	18	38	45	54	归属母公司净利润	939	1,800	3,533	4,728
其他流动负债	464	645	709	793	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.54	2.95	5.79	7.75
非流动负债	3,259	3,259	3,259	3,259	EBIT	1,288	2,007	4,197	5,583
长期借款	2,552	2,552	2,552	2,552	EBITDA	1,567	2,546	5,154	6,820
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.54	10.15	13.42	14.08
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	4.68	4.26	6.85	7.59
其他非流动负债	694	694	694	694	收入增长率(%)	169.81	110.26	22.11	20.88
负债合计	17,577	25,438	29,363	34,405	归母净利润增长率(%)	123.48	91.68	96.29	33.82
归属母公司股东权益	9,832	11,495	14,712	19,016					
少数股东权益	790	790	844	941					
所有者权益合计	10,623	12,285	15,556	19,956					
负债和股东权益	28,200	37,723	44,918	54,361					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,659	4,559	4,880	6,478	每股净资产(元)	16.23	18.98	24.29	31.40
投资活动现金流	-5,171	-4,765	-3,774	-3,719	最新发行在外股份(百万股)	610	610	610	610
筹资活动现金流	11,265	-4,044	-401	-653	ROIC(%)	10.07	10.93	21.21	23.13
现金净增加额	4,432	-4,251	705	2,106	ROE-摊薄(%)	9.55	15.66	24.01	24.86
折旧和摊销	279	540	957	1,237	资产负债率(%)	62.33	67.43	65.37	63.29
资本开支	-4,995	-4,785	-3,769	-3,715	P/E(现价&最新股本摊薄)	83.79	43.72	22.27	16.64
营运资本变动	-3,156	1,871	57	91	P/B(现价)	7.95	6.80	5.31	4.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

