

中伟股份 (300919.SZ) 厚积薄发，行业变局下打造全能前驱体龙头

2022年08月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

yinshenglu@kysec.cn

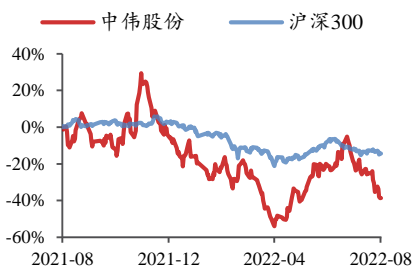
证书编号：S0790522080001

日期	2022/8/26
当前股价(元)	99.25
一年最高最低(元)	214.77/71.52
总市值(亿元)	605.09
流通市值(亿元)	186.69
总股本(亿股)	6.10
流通股本(亿股)	1.88
近3个月换手率(%)	159.04

● 前驱体业务全球双料第一，行业变局下再度升级提升全面竞争力

公司成立伊始即专注于新能源材料业务，集团早期通过并购获取核心技术，并将锂电正极前驱体业务作为绝对核心，2021年登顶前驱体业务全球双料第一。公司技术储备深厚、具有优质的客户群与强劲的扩产能力，但近年由于历史发展路径盈利能力受到制约。面对行业变局，公司积极进行上游一体化布局，全面布局前后段镍冶炼产能，我们测算公司逐步实现镍完全自供过程中单吨净利将有显著提升，成本控制能力大幅升级。公司贯彻打造全球新能源材料综合服务商战略，进行横向拓展，强强联手入局铁锂材料生产，为公司带来新增长点。我们预计公司2022-2024年归母净利润有望达19.56/39.63/55.84亿元，EPS分别为3.21/6.50/9.16元/股，当前股价对应市盈率分别为30.9/15.3/10.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● 前驱体龙头厚积薄发，行业变局下机遇挑战并存

当下前驱体行业面临多重变局。中期看，技术迭代速率提升、下游需求快速增长与龙头全球化战略实施对前驱体企业迭代速率、保供能力与全球化服务能力要求全面提升；长期看，技术迭代放缓后，由于前驱体业务固有特性，盈利空间释放或将更多依赖一体化布局。公司研发能力、客户结构与产能弹性俱佳，但由于上游镍冶炼布局相对不足，材料成本占比偏高制约盈利表现，机遇挑战并存。

● 转机已现：纵向布局提升全面竞争力，横向拓展打造综合供应商

纵向布局方面，2021年起后段冶炼开始发力，2022年下半年富氧侧吹对应的前段冶炼有望逐步放量。根据我们的敏感性分析，前段冶炼自供率20-30%，金属镍价差在5000美元/金吨，有望增厚前驱体单吨净利5000元。整体来看前段冶炼增厚利润空间更大，后段冶炼配合前段产物，也有可观的加工利润空间。横向拓展方面，公司联手当升科技、瑞浦兰钧等合作伙伴，发力LFP一体化项目建设，打造新能源材料综合供应商。

● 风险提示：公司技术迭代不及预期、一体化降本效果不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,440	20,072	41,348	50,056	60,156
YOY(%)	40.1	169.8	106.0	21.1	20.2
归母净利润(百万元)	420	939	1,956	3,963	5,584
YOY(%)	133.6	123.5	108.3	102.7	40.9
毛利率(%)	13.1	11.5	11.2	13.1	16.2
净利率(%)	5.6	4.7	4.7	7.9	9.3
ROE(%)	11.0	8.8	15.7	24.2	25.4
EPS(摊薄/元)	0.69	1.54	3.21	6.50	9.16
P/E(倍)	144.0	64.4	30.9	15.3	10.8
P/B(倍)	15.8	6.2	5.2	3.9	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 专注于前驱体业务，厚积薄发登顶全球第一.....	4
1.1、 专注于新能源材料，正极前驱体业务为绝对核心.....	4
1.2、 厚积薄发，绑定优质客户叠加高速扩产打造全球双料第一.....	5
2、 前驱体竞争逻辑演变下，公司机遇与挑战并存.....	7
2.1、 前驱体竞争逻辑演变：优质企业全面发展，长期一体化布局是关键.....	7
2.1.1、 变化 1：下游对前驱体企业要求全面提升，仅靠单一优势难以应对竞争.....	7
2.1.2、 变化 2：技术迭代放缓阶段，盈利空间或将更多来源于一体化布局.....	9
2.2、 竞争逻辑演变下，公司机遇与挑战并存.....	10
2.2.1、 机遇：技术水平、客户结构与保供能力俱佳巩固龙头地位.....	10
2.2.2、 挑战：上游成本端制约公司盈利表现.....	13
3、 转机已现：纵向提升竞争力，横向拓展打造综合供应商.....	13
3.1、 纵向布局：降本增利，提升全面竞争力.....	13
3.2、 横向拓展：强强联手入局铁锂材料生产，打造全方位新材料供应商.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	20
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 公司自创立之初便确定以锂电材料为主导产业，正极前驱体业务快速壮大.....	4
图 2： 前驱体产销为公司业务的绝对核心（单位：亿元）.....	5
图 3： 公司 2020Q1 营收主要来自与龙头客户的框架协议出货.....	6
图 4： 下游需求高速起量背景下，公司产能扩建速度同样大幅提升（单位：万吨）.....	6
图 5： 2021 年公司三元前驱体产量占比全球第一.....	7
图 6： 2021 年公司四氧化三钴出货占比全球第一.....	7
图 7： 三元正极技术迭代速率提升，新路线、新体系频繁涌现.....	8
图 8： 高能量密度加持与新能源车需求驱动下三元电池产量持续高增（单位：万吨）.....	8
图 9： 三元材料产量的高增带来的是产能与产品一致性等多重需求的增长（单位：万吨）.....	8
图 10： 宁德时代拟进行全球化布局.....	9
图 11： LG 新能源致力于核心基地协同布局.....	9
图 12： 三元前驱体企业材料成本占比高达 70%以上，收益空间较小.....	10
图 13： 相较于可比企业公司研发投入率处于较高水平.....	10
图 14： 公司研发体系全面且完备，材料、工艺设备与冶炼均有对应研发部门.....	11
图 15： 当前公司已形成涵盖海内外龙头正极/电池企业的核心客户群.....	12
图 16： 公司毛利率常年低于可比企业.....	13
图 17： 产品单价持续高于华友钴业（单位：万元）.....	13
图 18： 公司毛利率落后很大程度源于材料成本占比较高.....	13
图 19： 2022 年受下游需求高涨、地缘政治风险带来的供给冲击等因素，镍价明显走高（单位：万元/吨）.....	14
图 20： 镍矿冶炼分为前段冶炼和后段冶炼环节.....	14
图 21： 中伟股份目前的主要冶炼路线是从红土镍矿-镍铁-高冰镍-硫酸镍工艺.....	15

表 1： 2020 年公司 IPO 时期已具备先进的核心工艺技术，共沉淀技术积累深厚，单晶、高镍前驱体均有布局.....	5
表 2： 2019-2020 年，公司陆续切入全球龙头客户供应链，并建立深度绑定关系.....	6

表 3: IPO 后公司持续研发新核心技术, 客户响应能力与一致性显著提升	11
表 4: 近一年以来公司与深度绑定的全球龙头客户进一步深化合作, 并新开拓优质客户	12
表 5: 公司产能扩张迅猛, 已形成“三基地协同”体系, 有效产能大幅增长助力公司把握市场增量	12
表 6: 各厂商对于工艺技术路线的选择、生成的镍中间品及产能释放节奏均有一定差别	16
表 7: 富氧侧吹工艺因节省电费开支, 单位成本较 RKEF 工艺有一定优势	17
表 8: 公司前段冶炼产能规划以富氧侧吹法生成高冰镍为主, 后段布局凸显材料来源多元化	17
表 9: 结合敏感性分析, 公司布局前段冶炼短期内有望增厚单吨净利 3000 元以上	18
表 10: 我们测算公司整体产品镍原料来源中, 外购占比 2022 年开始下降	18
表 11: 结合敏感性分析, 公司布局后段产能在硫酸镍外购/自制价差较大的情况下, 同样能够带来一定的盈利增益	19
表 12: 和其他龙头相比, 中伟股份盈利增速最快, 具备配置价值	20

1、专注于前驱体业务，厚积薄发登顶全球第一

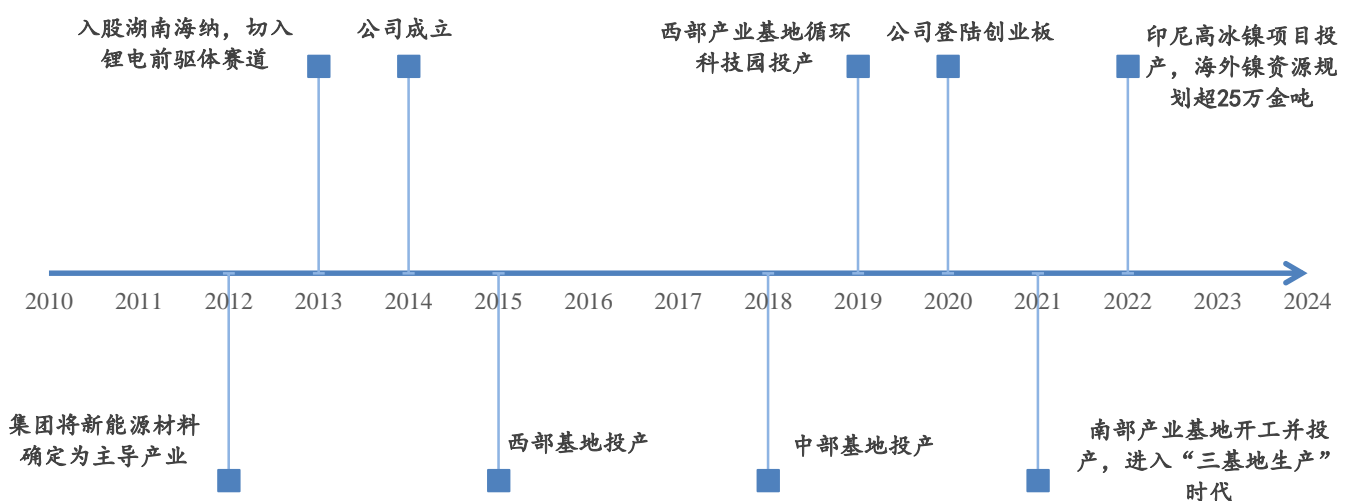
1.1、专注于新能源材料，正极前驱体业务为绝对核心

公司是国内三元前驱体龙头中唯一一家专注于正极前驱体制备业务的厂商，自设立之初始终聚焦前驱体赛道，在产销持续扩张的背景下进一步寻求向上游布局。公司为湖南中伟控股集团有限公司旗下控股子公司、上市主体，是专业的锂电池新能源材料综合服务商。不同于可比企业格林美、华友钴业，公司并非由上游向下延伸切入锂电正极材料业务领域，而是在集团发展早期阶段即确定将新能源材料作为主导产业，并将前驱体业务做大做强。2013年集团入股湖南海纳，后者拥有四氧化三钴、三元前驱体自主关键技术，借此中伟股份成功进入锂电新能源材料领域，2014年中伟新材料有限公司成立，业务量持续扩张；2020年公司登陆创业板；2021年公司南部广西产业基地开工并部分投产，形成以中部、西部、南部产业基地为核心的“三基地生产”时代；2022年7月公司印尼年产6万金吨高冰镍项目试产，全面向上游进行资源布局。

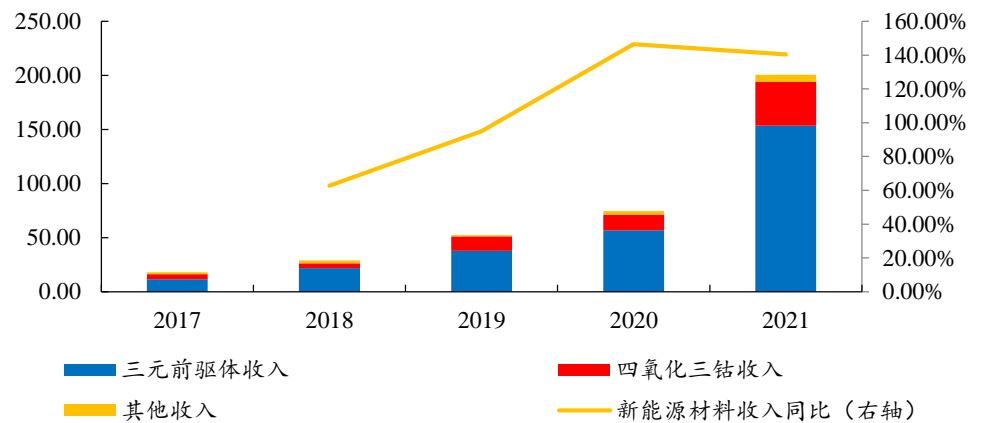
公司主营业务鲜明，以正极前驱体业务为绝对核心，坚持创新驱动发展。2017-2021年公司正极前驱体业务为绝对核心，营收占比均为90%以上，其中三元前驱体业务构成正极前驱体收入主体，常年占比为70%左右，公司以高镍低钴全系列三元前驱体、高电压四氧化三钴、综合循环回收利用、原材料冶炼、材料制造装备为主要研发方向，同时积极布局磷铁系、锰系以及钠系技术路线，打造多样化、定制化、快速开发与量产的技术服务能力及产业化应用能力。

公司新能源材料收入近年呈现持续高增长趋势。自2018年起，公司新能源材料收入（以三元前驱体与四氧化三钴收入加总计）保持60%以上的同比增速，高增长趋势显著，主要源于新能源汽车需求端快速放量、公司产能持续扩建以及不断开拓优质下游客户。

图1：公司自创立之初便确定以锂电材料为主导产业，正极前驱体业务快速壮大



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图2：前驱体产销为公司业务的绝对核心（单位：亿元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、厚积薄发，绑定优质客户叠加高速扩产打造全球双料第一

公司为国内最早从事正极前驱体产销业务的企业之一，在前驱体领域积累深厚，掌握单晶前驱体合成、定量造核连续法合成、多工艺组合共沉淀等自研核心技术。三元前驱体生产作为正极生产技术壁垒最高的环节之一，其主流生产工艺共沉淀法考验厂商对工艺过程的精确控制能力以及对客户物化指标要求的匹配能力，并最终制备形貌、物化指标俱佳的前驱体产品；公司掌握先进前驱体制备技术，2020年IPO时期已经在共沉淀工艺具备可观的技术储备，且高镍、单晶前驱体均有核心技术布局，有效保障前驱体产品物化性能并满足客户特定开发需求，构成公司切入高端锂电制造体系并深度绑定优质客户的基础。

表1：2020年公司IPO时期已具备先进的核心工艺技术，共沉淀技术积累深厚，单晶、高镍前驱体均有布局

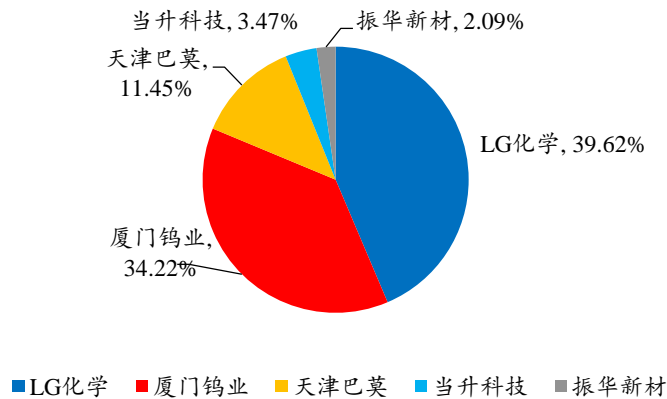
核心技术名称	特点及技术先进性	技术来源
单晶前驱体合成技术	通过对开釜造核过程的精确控制及优化改善，让晶种形成特有的结构再进行生长，制备出球形度好，形貌均匀，无团聚，高比表，窄分布的前驱体，降低单晶前驱体烧结过程中的控制难度，提升单晶材料的高电压、循环性能。	自主研发
定量造核连续法合成制备技术	通过固定数量和粒度的定量造核连续式工艺，制备出粒度大小及分布稳定，球形度好，大小颗粒一次颗粒基本一致，无球裂，无微粉的连续式分布产品，综合了前驱体XRD、SEM、TD、BET多元掺杂等要求，解决了高镍材料产气、高温循环、阻抗高等问题。	自主研发
多工艺组合共沉淀技术	精确设计、控制反应过程的合成时间，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	通过对前驱体进行锻烧，并在锻烧过程中，精确控制锻烧温度、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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2019-2020年，公司陆续切入全球龙头客户供应链，并建立深度绑定关系

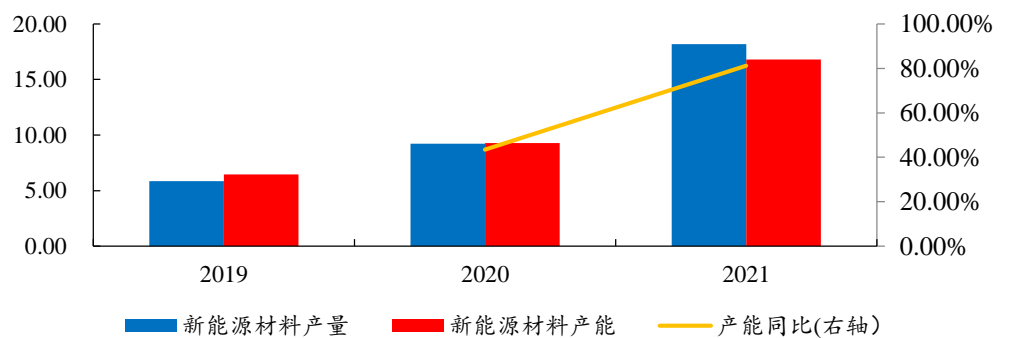
客户名称	销售内容	合同签订时间	期限
LG化学	三元前驱体	2019年3月	3年
当升科技	三元前驱体	2019年8月	5年
厦门钨业	四氧化三钴、三元前驱体	2019年9月	3年
特斯拉	三元前驱体	2020年3月	3年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司2020Q1营收主要来自与龙头客户的框架协议出货


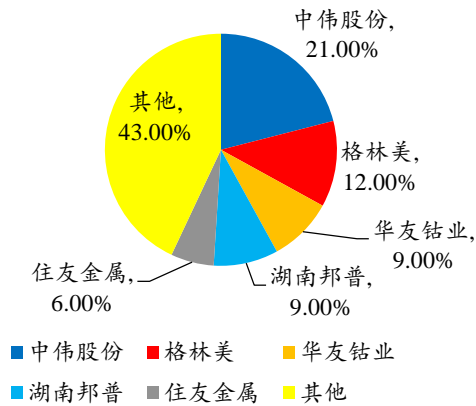
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司依靠深厚的前驱体技术积累以及较早进入锂电材料领域的先发优势，于2019-2020年切入多家海内外龙头客户供应体系，并建立战略合作关系，带动营收高速增长。公司先后与LG化学、当升科技、厦门钨业及特斯拉签订框架性供货协议，期限均在3年以上，深度绑定优质龙头客户，为公司营收增长提供充分保障，并享受客户出货弹性，2020年Q1公司75%以上的营收来自与龙头客户的框架协议出货。

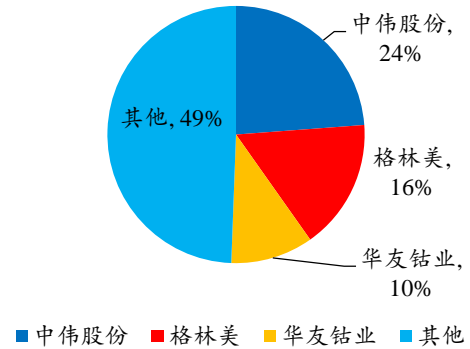
图4：下游需求高速起量背景下，公司产能扩建速度同样大幅提升（单位：万吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

龙头客户下游需求放量下，公司产能高速扩张以保障客户需求，产销两旺格局之下公司登顶全球正极前驱体市场双料第一。2021年，在新能源汽车下游需求放量背景下，公司产能高速扩张以保障客户需求，2021年底公司三元前驱体名义产能已超过20万吨，有效产能14万吨以上；全年三元前驱体产量超15万吨，占全球产量21%；四氧化三钴出货量超2万吨，占全球出货量24%左右，登顶全球正极前驱体市场双料第一，成为新能源汽车与3C电子产业链举足轻重的材料供应商。

图5：2021年公司三元前驱体产量占比全球第一


数据来源：鑫椏锂电、开源证券研究所

图6：2021年公司四氧化三钴出货占比全球第一


数据来源：鑫椏锂电、开源证券研究所

2、前驱体竞争逻辑演变下，公司机遇与挑战并存

2.1、前驱体竞争逻辑演变：优质企业全面发展，长期一体化布局是关键

2.1.1、变化1：下游对前驱体企业要求全面提升，仅靠单一优势难以应对竞争

当前三元前驱体下游面临材料体系技术更新迭代加快、需求高速起量、全球化布局深化、安全性与稳定性标准提升等诸多变革，对于前驱体企业产品迭代速率、规模及品质匹配保供能力、全球化服务能力同时提出了更高要求。在锂电产业链发展初期，技术迭代速率相对慢，三元前驱体企业在技术、成本、产能铺设等个别方面具备优势即可占据一定市场份额，但当前下游需求高速起量，材料体系迭代加速，龙头企业全球化布局深化，且三元前驱体现存企业与新进企业有较为可观的规划产能，下游正极/电池企业对供应商的综合能力要求提升，单一要求转向全面要求，企业仅靠单一优势难以应对后续市场竞争。

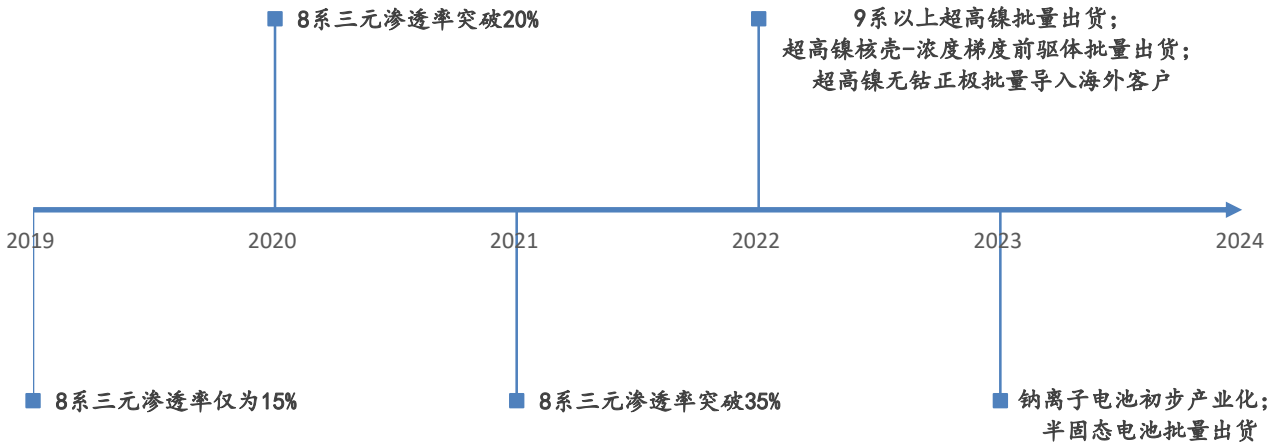
近年三元前驱体下游材料体系升级加速，对前驱体企业产品迭代速率要求提升。三元正极高镍化进程加速推进，并呈现出技术路线多样化的特征：

传统高镍三元正极方面，2021年8系三元正极渗透率突破35%，同比+9pct，高于前值3pct；**超高镍正极方面**，2022年当升科技、容百科技等三元正极龙头均实现批量出货，其中当升科技Ni90正极已经批量出海，容百科技Ni90也实现量产供应，Ni90单晶、Ni96等材料均已进入试验/送样测试阶段；**体表面改性创新取得新进展**，格林美超高镍核壳-浓度梯度前驱体实现首次量产发货；**无钴化向上突破**，当升科技推出超高镍无钴材料，镍含量95%以上，实现高比容量的同时倍率性能与循环寿命比肩有钴材料，即将在大圆柱电池体系应用；

新体系方面，半固体电池高镍正极部分龙头企业已处在批量出货或下游验证阶段，预计2023年可实现大规模装车；**钠离子电池层状氧化物路线**与三元技术高度同源，且产线兼容性强，龙头企业均有研发布局，预计2023年实现初步产业化。

材料体系高速升级，路线多元化的背景下，下游对前驱体厂商产品更新迭代速率要求将显著提升，考验研发能力与技术布局前瞻性。

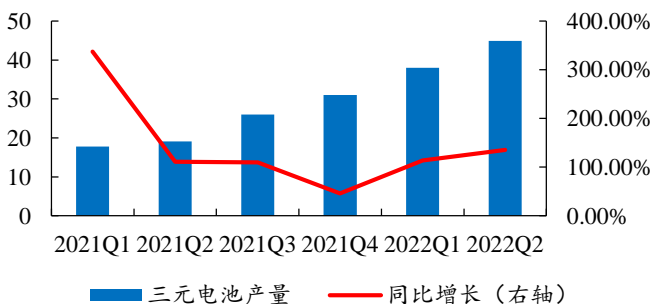
图7：三元正极技术迭代速率提升，新路线、新体系频繁涌现



资料来源：鑫椽锂电、当升科技公告、当升科技新品发布会、容百科技公告、格林美公告、开源证券研究所

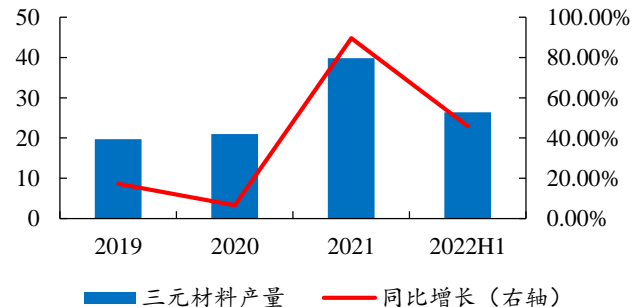
新能源汽车产销进入市场化阶段，产品力与性价比优势驱动终端需求高速起量，迅猛增长的三元电池及正极材料产量对厂商规模及品质保供能力要求大幅提升。近年产业链下游新能源汽车产销两旺，三元电池凭借能量密度高、倍率性能良好的优势获得海内外车企的青睐，对应电池主要搭载在重视续航能力和功率性能的中高端车型上，销售放量+单车带电量持续提升的背景下三元正极需求量高速增长，2021年国内三元电池产量93.86GWh，同比+100.57%，三元正极产量近40万吨，同比+89.57%。在技术迭代速率加快、对新能源汽车电池安全性、一致性与稳定性要求持续提高的背景下，单纯的募资扩产已经无法满足下游电池厂/主机厂的要求，对上游供应商保供能力的要求已经包括产能规模、产线对不同物化指标产品生产兼容性/响应能力、超大批量生产下前驱体产品一致性、可靠性的保障等多重维度，即保供能力无法仅由产能的线性叠加保障，而必须辅以产线设计能力、产品与产线协同开发能力、生产工艺把控能力作为支撑。

图8：高能量密度加持与新能源车需求驱动下三元电池产量持续高增（单位：万吨）



数据来源：动力电池产业联盟、开源证券研究所

图9：三元材料产量的高增带来的是产能与产品一致性等多重需求的增长（单位：万吨）

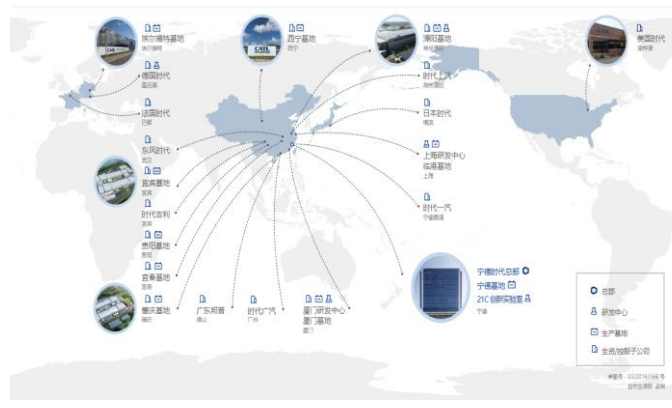


数据来源：鑫椽锂电、开源证券研究所

动力电池龙头积极进行全球化布局与我国锂电主材出海加快的趋势下，三元前驱体企业的全球化服务能力同样是重要的竞争因素。当前全球动力电池TOP2宁德时代、LG新能源均贯彻全球化布局战略，在东亚、北美、欧洲等新能源汽车主要消费领域进行产能及配套渠道建设，宁德时代拟于北美、德法等区域建立生产工厂；LG新能源则规划东亚、东南亚、北美与欧洲的各核心基地协同生产格局。在此背景下三元

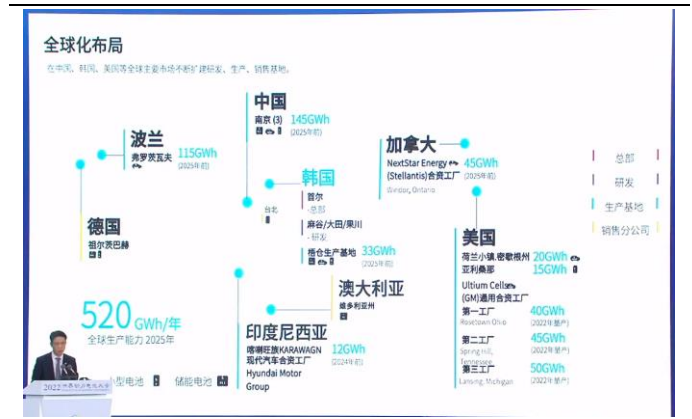
前驱体企业适配海外需求及产品物化参数要求的能力将进一步决定其能否进一步切入其龙头客户的供应体系，并开拓新优质海外客户，享受龙头客户的出货弹性与海外客户的加工溢价，进一步打开盈利空间。综上，我们认为当前三元前驱体企业的竞争已经从相对直接的技术/产能比拼演变为技术迭代能力+综合保供能力+全球化服务能力的全面比拼，均衡发展、无短板的龙头企业才能持续稳定市场份额并享受边际增量。

图10：宁德时代拟进行全球化布局



资料来源：公司官网

图11：LG 新能源致力于核心基地协同布局

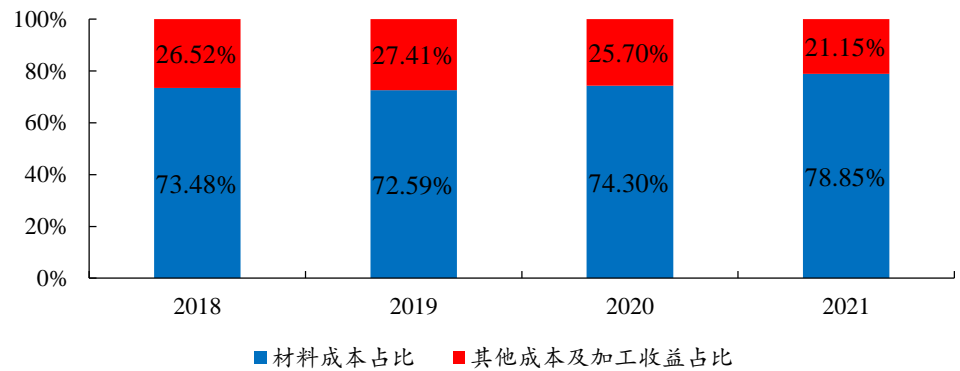


资料来源：宜宾动力电池大会主论坛

2.1.2、变化 2：技术迭代放缓阶段，盈利空间或将更多来源于一体化布局

尽管当前前驱体技术迭代尚处于高速阶段，高镍化、高压化的各种路线与技术层出不穷，但长期来看，技术迭代空间及速率存在上限，前驱体厂商享受技术溢价的时间窗口主要在新产品导入期内。2022H1 高镍三元正极渗透率突破 40%，但镍含量具有上限，超高镍正极中镍含量已经高于 95%，尽管其渗透率绝对水平尚低，但相对于从 5 系三元到 8 系三元的大幅升级，传统三元体系的理论开发空间客观上在不断缩小。在技术升级的前中期阶段，快速的迭代能力是打开盈利空间的主要方式，如中伟股份、格林美等龙头企业于 2017-2020 年较早掌握高镍、单晶前驱体制备技术，从而获得加工费溢价与出货规模优势，并扩张市场份额，享受行业增长与技术进步红利。

前驱体生产销售的本质是通过技术+工艺的储备以及材料入库成本与定价结算基准的差异赚取加工费和金属盐差价，因此长期看，企业间技术差异相对缩小，仅依靠加工费本身难以再在盈利空间上有显著突破，或将更多依靠一体化布局。我们选取中伟股份、华友钴业与芳源股份等三家主营三元前驱体且高镍化进程较快的企业作为代表进行分析（格林美披露口径难以单独分离三元前驱体损益结构，故未纳入），2018-2021 年三元前驱体收入结构中材料成本占比高达 70%以上，其他成本与加工收益占比仅为 20%-30%左右，收益空间相对较小；此外，长期看技术迭代放缓后，企业技术差距降低，叠加下游较强的议价权，加工费不可避免会持续降低；因此在盈利空间本身不大的前提下，通过一体化布局降低材料成本占比，释放盈利空间对于三元前驱体企业而言至关重要。

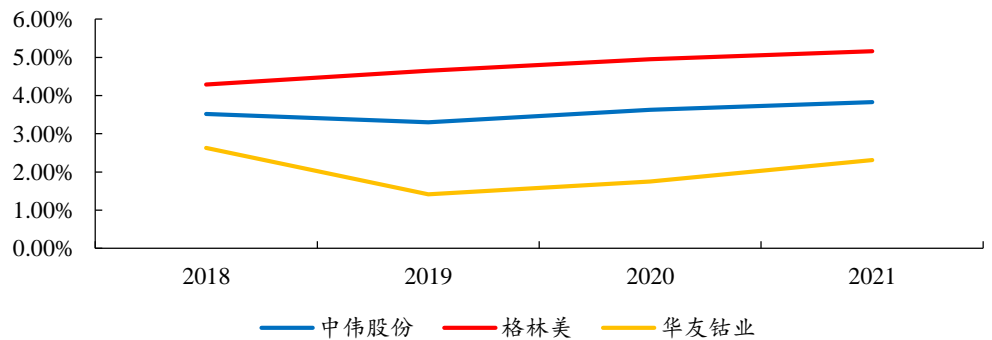
图12：三元前驱体企业材料成本占比高达70%以上，收益空间较小


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、竞争逻辑演变下，公司机遇与挑战并存

2.2.1、机遇：技术水平、客户结构与保供能力俱佳巩固龙头地位

公司技术优势显著，新产品研发布局、客户需求适配能力与大规模稳定量产能力均为高水平。2020年公司完成IPO后持续深化研发，研发投入率与其他龙头相比处于较高水平。新落地快速高效共沉淀技术、高效湿法循环工艺萃取技术与核壳前驱体优化技术，兼顾客户响应能力、一致性&稳定性保持能力与体表面改性技术储备，通过技术创新研发实现共沉淀各项物化指标均处于完全可控范围，同时具备高效产能及持续高水平的批次稳定性，同时高效分离杂质，简化工艺流程；一方面提升公司客户需求适配能力，一方面优化工艺保障大批量生产一致性，夯实品质保供能力。

图13：相较于可比企业公司研发投入率处于较高水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3: IPO 后公司持续研发新核心技术, 客户响应能力与一致性显著提升

核心技术名称	特点及技术先进性	技术来源
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
高效湿法循环工艺的萃取技术	通过标准化控制萃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
核壳结构前驱体优化技术	通过精确控制的多段工艺方法, 制造出内外不一致结构的前驱体, 可用于制作核壳结构正极材料, 内核与外壳分别实现不同功能, 从而在超高容量基础上实现长循环与高安全性。	自主研发

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 公司研发体系全面且完备, 材料、工艺设备与冶炼均有对应研发部门


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司长期与特斯拉、LG 化学、当升科技等优质龙头客户深度绑定, 近年公司一方面持续深化与全球龙头的战略合作, 从供货框架协议向战略合作协议、从供应商到产业链合作伙伴, 全方位联手下游客户优化产业链生态; 另一方面不懈开拓新优质客户, 丰富公司客户层次, 已形成自身的核心客户群。原有龙头客户方面, 公司与特斯拉续签长期供货协议, 彰显公司产品质量与性价比优势; 与当升科技的合作领域进一步深化, 拓展至上游资源开发和磷酸铁锂产业投资, 横纵扩展并举; 与厦钨新能继续保持年万吨级别供应关系。新客户方面, 公司与瑞浦兰钧能源 (青山集团旗下电池企业, LFP 电池装机量增长迅猛) 签订百万吨级别战略合作协议, 协议期间长达 9 年, 预计对公司业绩及行业合作伙伴关系增益显著; 与贝特瑞签订战略合作协议, 在产品供销与出海矿产开发方面全面合作。与韩国 SungEelHiTech 签订电池回收合作协议, 推进材料来源多元化, 与公司动力电池回收冶炼布局形成协同。公司与核心客户的合作呈现出深化与广化并存的变化趋势, 对于公司降本增效起到积极效应, 有助于公司保持龙头地位。

表4：近一年以来公司与深度绑定的全球龙头客户进一步深化合作，并新开拓优质客户

合作方	协议类型	协议内容	协议期间	签订时间
特斯拉	长期供货协议	在合同约定的期限内，特斯拉将向中伟股份采购电池材料三元前驱体	2023-2025	2022年7月
瑞浦兰钧能源	战略合作框架协议	在产品供销、加工方面进行长期稳定合作，预计实现三元前驱体、磷酸铁产品的采销总量 80 万吨-100 万吨。	2022-2030	2022年7月
贝特瑞	战略合作框架协议	在前驱体产品开发、前驱体产品供应、海外矿产资源开发及材料产能布局等领域，开展多层次、全方位的合作	2022-2025	2022年5月
当升科技	战略合作备忘录	在印度尼西亚红土镍矿开发、磷酸铁锂产业投资、境外产能布局合作等方面建立全方位、多层次的战略合作伙伴关系	2022-2025	2021年11月
SungEelHiTech	战略合作备忘录	在回收利用、湿法冶金、前驱体等层面建立全面合作关系	2021.11-2023	2021年11月
厦钨新能	战略合作框架协议	在矿产资源开发、产品供销、产品加工方面建立合作关系，协议期内预计四氧化三钴供销 2-2.5 万吨/年，三元前驱体供销 1.5-3.5 万吨/年	2021.9-2023	2021年9月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15：当前公司已形成涵盖海内外龙头正极/电池企业的核心客户群


资料来源：公司官网

公司产能高速扩张，已形成以中部、西部与南部基地为核心的三基地体系，并寻求出海设厂，有效产能高速提升，满产满销把握市场增量。公司提高产能建设力度，2021年底已建成三元前驱体名义产能 20 万吨以上，其中有效产能约为 15 万吨，满产满销；2022年底公司继续加大贵州西部基地和广西南部基地的建设，名义产能将突破 30 万吨，新建成产能持续爬坡下有效产能预计将达 28 万吨以上，支撑公司 2022 年 30 万吨出货目标，充分把握市场增量。

表5：公司产能扩张迅猛，已形成“三基地协同”体系，有效产能大幅增长助力公司把握市场增量

单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
湖南中部基地	2.5	5	7	10	10	10
三元前驱体	1.5	3	4.5	6.5	6.5	12
四氧化三钴	1	2	2.5	3	3	3
贵州西部基地（三元前驱体）	5	6.5	6.5	12.5	15	15
广西钦州南部基地（三元前驱体）				3	12	18
三元前驱体合计	6.5	9.5	11	22	33.5	45
有效产能	2.34	5.3	7.2	15	28.35	40
四氧化三钴合计	1	2	2.5	3	3	3
有效产能	0.44	1.17	2.04	2.44	3	3

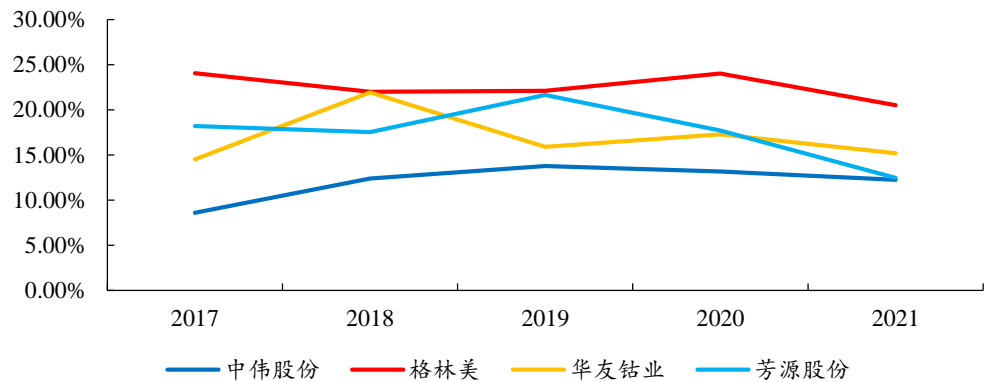
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、挑战：上游成本端制约公司盈利表现

公司专注于新能源材料的发展路径与战略具有两面性。一方面帮助公司尽早切入锂电核心客户体系，并积累了一系列行业领先的核心技术，技术优势+客户结构+产能扩张三轮驱动下公司成为前驱体龙头；另一方面由于公司专注于前驱体共沉淀制备环节，相对于可比企业格林美、华友钴业镍中间品冶炼产能与技术积累不足，近年主要依靠外购硫酸镍或外购镍豆镍粉溶酸制备硫酸镍的方式获得硫酸镍原料，因此盈利能力相较于可比企业并不占优。产品盈利空间潜力尚大。

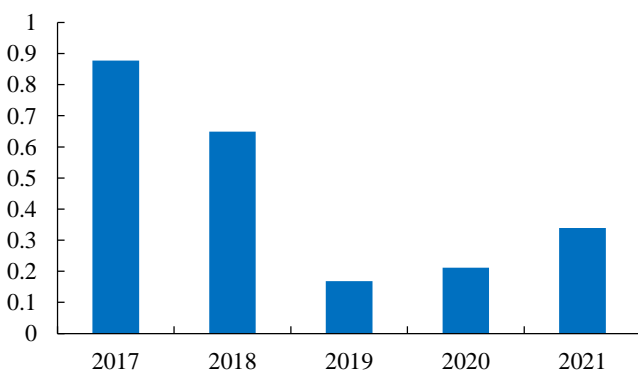
公司毛利率相对于可比企业较低，主要源于外购硫酸镍带来的较高材料成本占比。近5年公司毛利率水平较低，但公司出货结构较优，通过与镍中间品冶炼产能与技术储备丰富的华友钴业相比，我们发现由于出货结构较优，实际上公司单吨收入更高，二者毛利率的差异很大程度来源于材料成本占比的差异，公司规模效应、产品结构等因素实际占优，但居高不下的材料成本占比已经成为公司全面提升盈利能力的掣肘，制约公司盈利表现，亟待通过一体化布局予以化解。

图16：公司毛利率常年低于可比企业



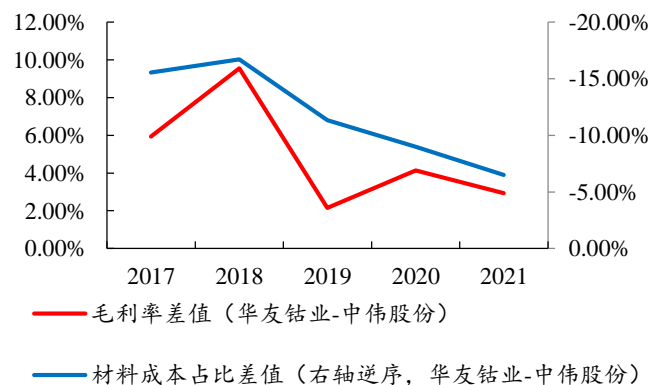
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：产品单价持续高于华友钴业（单位：万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：图中数据为价差）

图18：公司毛利率落后很大程度源于材料成本占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

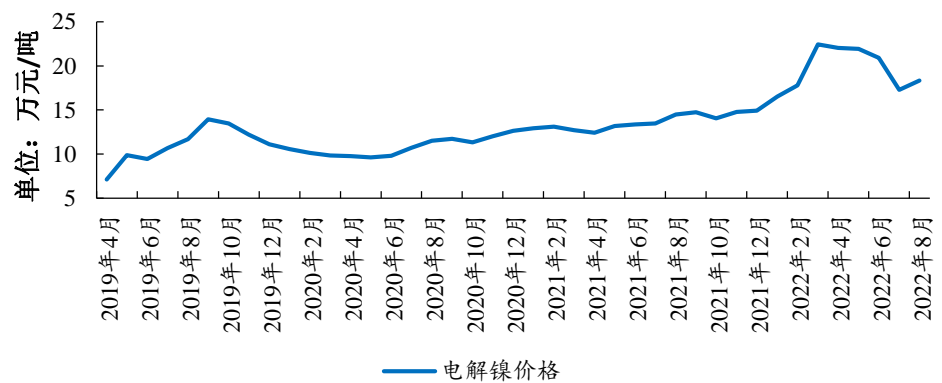
3、转机已现：纵向提升竞争力，横向拓展打造综合供应商

3.1、纵向布局：降本增利，提升全面竞争力

镍价处于高位，布局上游有望显著增厚公司利润。(1) 传统工艺新增供给少，需求

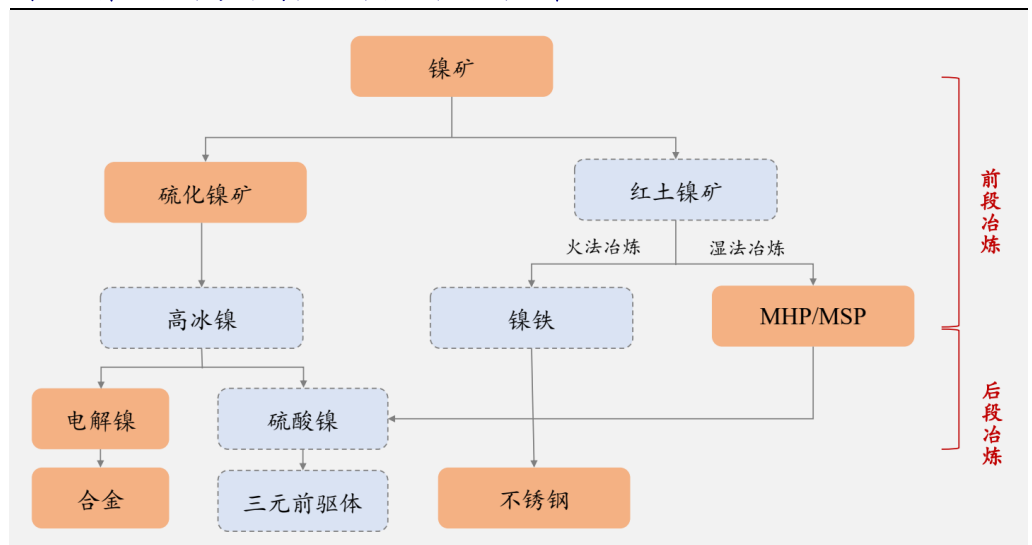
攀升背景下镍价走高：经过多年开采，高品位的硫化镍矿资源日益缩减，传统镍加工工艺新增供给有限，伴随下游三元材料需求大幅增长，对镍需求显著提升，镍价2021年下半年以来持续攀升，在2022年上半年一度超过20万/吨。下游企业若直接采购硫酸镍成本压力增大。**(2) 火法/湿法等新型冶炼工艺日渐成熟，上游冶炼成本可控利润短期丰厚。**火法 RKEF 镍铁硫化和湿法 HPAL 工艺的难点被逐渐突破，成为现在新投产项目的主流工艺。火法的单位成本约为 9000-12000 美金/金吨，湿法扣除回收钴后的单位成本低至 5000 美金/金吨左右。目前伦镍的报价在 2.15 万美元/金吨，远高于上游冶炼成本，因此短期布局镍冶炼加工产能利润丰厚。

图19：2022年受下游需求高涨、地缘政治风险带来的供给冲击等因素，镍价明显走高（单位：万元/吨）



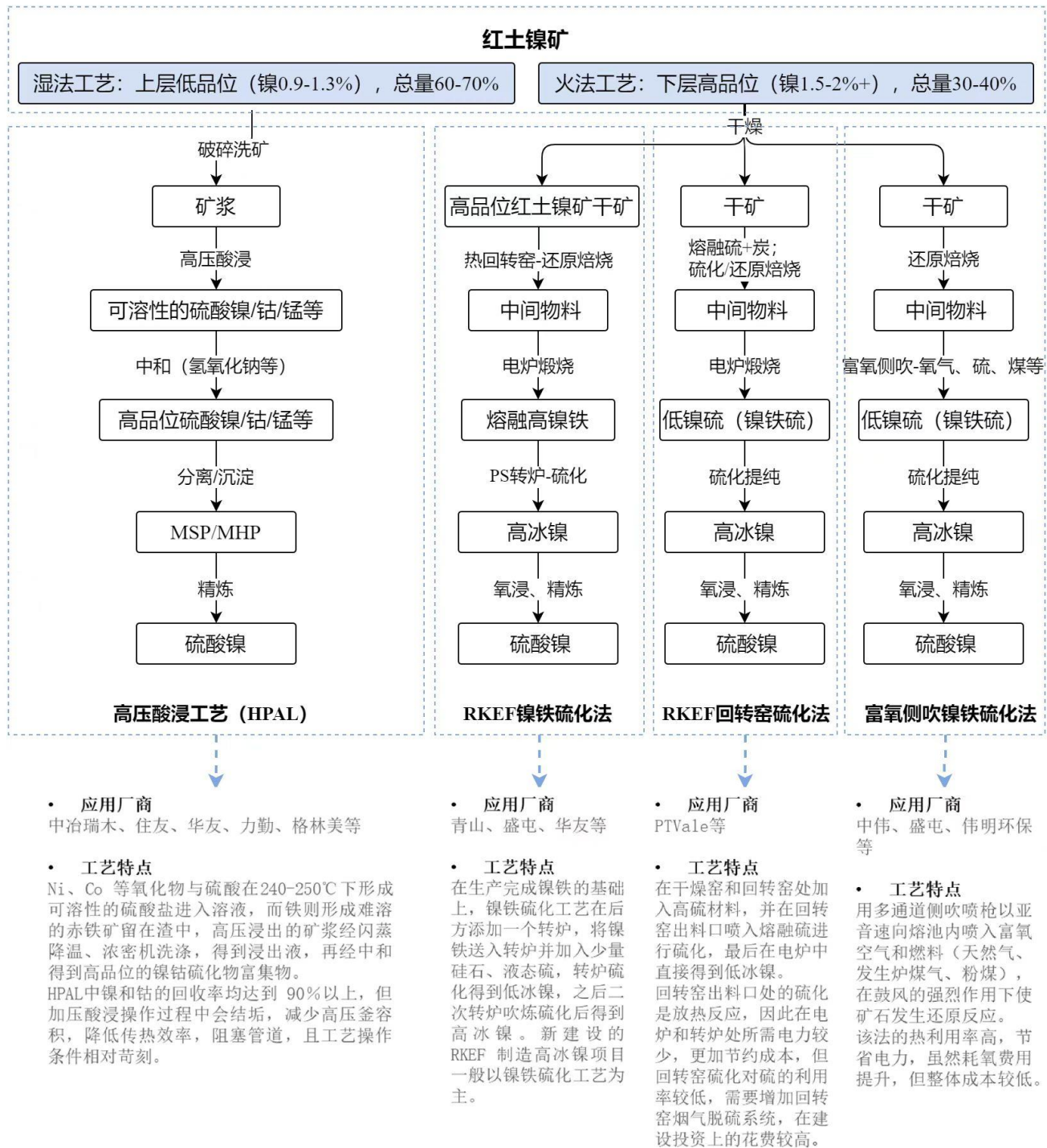
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：镍矿冶炼分为前段冶炼和后段冶炼环节



资料来源：公司公告、开源证券研究所

为实现一体化降本，公司加大镍金属开发和冶炼产能布局。整个镍金属产业链主要包括前段冶炼（由镍矿加工成镍中间品，包括高冰镍、镍铁、MHP/MSP等）和后段冶炼（有镍中间品加工成硫酸镍或电解镍等下游产物）。中伟股份目前选择的技术路线是红土镍矿-高冰镍-硫酸镍。目前各家冶炼的主要差别体现在前段冶炼差别，不同工艺下对应不同的镍中间品产物，中伟股份选择的是火法工艺当中的富氧侧吹工艺。后段工艺当中虽中间品原材料不同，但整体差异性较小。

图21：中伟股份目前的主要冶炼路线是从红土镍矿-镍铁-高冰镍-硫酸镍工艺


资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前前段冶炼从大面上分为火法和湿法工艺，湿法回收钴单位镍成本相应低，火法单位投资有明显优势。目前前段冶炼当中，从大类上分为火法工艺和湿法工艺。

(1) 湿法工艺：湿法中目前最为主流的是高压酸浸工艺 (HPAL)，这种工艺的主要优点是钴的回收率高，单吨镍成本最终折算下来有优势，需要注意的是高压酸浸过程中会结垢，对高压釜的操作条件要求较为苛刻，需要及时调整设备。目前主要应用厂商包括住友、中冶瑞木、力勤、华友钴业、格林美（按应用的时间顺序排序）

等。

(2) 火法 RKEF 工艺：火法 RKEF 工艺是目前镍冶炼大厂（海外的 Vale 以及国内的青山集团等）的主流工艺，工艺成熟。青山和 Vale（淡水河谷）的工艺因为中间加工过程中设备的区别，生成产物有所差异，其中青山工艺中间生成品熔融高镍铁便于公司后续加工不锈钢产品，符合青山集团主业的需求，Vale 的工艺倾向于筛选出最后的中间品高冰镍。

(3) 火法富氧侧吹工艺：富氧侧吹与传统的红土镍矿火法-高冰镍的技术路径核心区别在于用熔炼炉替代电炉，改变硫化方式。通过富氧侧吹方式将氧气、硫化、煤等喷入熔炼炉中，替代了传统用电来进行加热的方式。富氧侧吹并非新工艺，富氧侧吹技术已经应用于铜精矿冶炼、铜镍矿冶炼、硫化铅矿、二次铅原料和含有色金属的黄铁矿冶炼。但该技术应用于红土镍矿则是由中伟股份率先尝试。而后伟明集团、盛屯矿业纷纷宣布将在印尼投资相似路线的工艺。**富氧侧吹的核心优势在于：(1) 省电**，传统 RKEF 生成一吨需要 3-4 万度电，富氧侧吹通过将氧气、硫化、煤等喷入熔炼炉中，侧吹燃料反应提供热量，能量转化效率优于煤-电-电炉。因此单金吨耗电量来看，传统 RKEF 在 3.5-4 万度，而富氧侧吹则需 1 万度电左右；**(2) 对原料适用性更强**，传统 RKEF 方法主要用高品位的镍矿冶炼，即需要下层高品位红土镍矿，湿法和富氧侧吹工艺可以利用上层低品位红土镍矿，主要是因为富氧侧吹炉的侧吹喷枪不断喷入气体可以搅动炉内反应物，使得反应更完全，因此可以实现对低品位含钴红土镍矿的冶炼，原料成本更低且可以提炼出原矿中的钴（回收率达到 70-80%），带来额外收入。

表6：各厂商对于工艺技术路线的选择、生成的镍中间品及产能释放节奏均有一定差别

单位：万吨	项目	项目所在国	矿石类型和工艺	产品	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
青山	青山	印尼	红土镍矿 RKEF	镍铁/高冰镍	30	33	34	60	84	110
力勤	PT OBI	印尼奥比岛	红土镍矿 HPAL	MHP	0	0	0	0.8	4	6
	HJL	印尼	红土镍矿 RKEF	镍铁	0	0	0	0	5	9.5
	力勤总计				0	0	0	0.8	9	15.5
中国中冶	瑞木	巴布亚新几内亚	红土镍矿 HPAL	MHP	3.54	3.31	3.37	3.37	3.37	3.37
华友钴业	华越	印尼	红土镍矿 HPAL	MHP	0	0	0	0	3	6
	华飞	印尼	红土镍矿 HPAL	MHP	0	0	0	0	0	6
	华科，持股 70%	印尼	红土镍矿 RKEF	高冰镍	0	0	0	0	2	4.5
	华友总计				0	0	0	0	5	16.5
中伟股份	中青新能源，持股 70%	印尼	红土镍矿富氧侧吹	高冰镍					0.6	6
	3 个 4 万吨，持股 70%	印尼	红土镍矿富氧侧吹	高冰镍						少量
	翡翠湾项目，2.75 万吨	印尼	红土镍矿 RKEF	低冰镍						
	德邦项目，2.75 万吨	印尼	红土镍矿 RKEF	低冰镍						
	合资项目，1 万吨	印尼	未知	高冰镍					0.2	1
中伟合计								0.8	7	
格林美	青美邦	印尼	红土镍矿 HPAL	MHP	0	0	0	0	2.5	5
第一量子	Ravensthorpe	澳大利亚	红土镍矿 HPAL	MHP	0	0	1.27	1.68	2.75	2.75
(FQM, 被江西铜业收购)	enterprise	赞比亚	硫化镍矿	一级镍	0	0	0	0	0.75	1.75
第一量子总计					0	0	1.27	1.68	3.5	4.5
盛屯矿业	友山	印尼 IWIP	红土镍矿 RKEF	高冰镍	0	0	0	3.4	3.4	3.4

	穆纳里	赞比亚	硫化镍矿	一级镍	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.47
	盛屯矿业合计				0.36	0.36	0.36	3.76	3.76	3.87
金川集团		中国/印尼	红土矿	一级镍	14	14	14.5	14.5	14.5	14.5
吉恩镍业	不包含广源矿业	中国	硫化镍矿	高冰镍	5.38	5.93	5.2	6	6.5	6.5

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

目前主流企业中，中伟股份、伟明环保、盛屯矿业尝试用火法富氧侧吹工艺；华友钴业、格林美、力勤、中冶新能源主要采用湿法工艺。我们预计中伟股份 2022 年前段冶炼贡献的金属镍有望达 0.8 万金吨，对应可生产约 3.2 万吨硫酸镍，3.2 万吨硫酸镍可供生产约 1.6 万吨前驱体。2022 年公司前驱体产量为 30 万吨左右，对应前段冶炼的自供率约为 5%+。2023 年中青新能源项目和合资项目共计 7 万吨，假设冶炼产能打满对应 7 万金吨，对应可供生产 16 万吨前驱体，2023 年前驱体有效产能对应 40 万吨+，对应镍前段自供比例将近 40%（整体，非权益），较 2022 年大幅提升。

表7：富氧侧吹工艺因节省电费开支，单位成本较 RKEF 工艺有一定优势

项目明细	盛屯项目总成本	单价（美元/单位）	RKEF 单耗	富氧侧吹单耗	RKEF 单位价值	富氧侧吹单位价值
红土镍矿	8,611	28	92	100	2,533	2,751
辅助材料	2,959				870	800
电费	8,122	0.06	40,000	10,000	2,389	600
燃料煤	1,351	80	5	5	397	400
氧气						600
工资	2,247				661	650
折旧&维修	1,870				990	1,000
期间费用	1,700				500	500
财务费用	1,700				500	500
费用合计	28,560				8,840	7,801

数据来源：盛屯矿业公告、开源证券研究所（注：（1）这里的原料价格数据仍用 2019 年盛屯矿业披露时的价格数据，较当下最新的原料价格有出入；（2）富氧侧吹工艺尚未公布详细的单耗拆分数据，我们结合 RKEF 的工艺的单耗数据做了适当假设和推演，富氧侧吹红土镍矿单耗更高是基于其可以应用品味更低的镍矿，电费单耗更低是基于公开数据）

表8：公司前段冶炼产能规划以富氧侧吹法生成高冰镍为主，后段布局凸显材料来源多元化

前段产能	后段产能
（1）印尼中青新能源 6 万金吨高冰镍，2022 年 Q3 投产；	（1）广西钦州基地 1 期三阶段，其中 MSP 产线共 3*2=6 万金吨，镍豆/镍粉处置线共 2*2.5=5 万金属吨；
（2）印尼合资，3*4 共计 12 万金吨高冰镍，2023-2024 年达产；	（2）广西钦州基地 8 万吨高冰镍处置线；
（3）印尼合资，2*2.75 共计 5.5 万金吨低冰镍，2023-2024 年达产；	（3）贵州基地 8 万吨低冰镍-高冰镍处置线（具备从低冰镍开始冶炼的能力）。
（4）合资，1 万金吨高冰镍，2022 年达产	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

我们重点测算了前段冶炼自供率以及自行冶炼镍矿与外购镍的价差对应最终对前驱体单吨净利的提升。价差是以万美元/金吨计量，例如自行冶炼对应的镍成本为 1.1 万美元/金吨，外购镍的成本为 2.1 万美元/金吨，则对应的镍价差为 1 万美金/金吨。假设对应的镍前段自供率为 100%，则对应的单吨前驱体净利润增厚 3.25 万元。2023 年我们预计中伟股份的前段冶炼自供率约为 20-30%（名义 40%，考虑权益后的实际水平），假设镍价差为 5000 美元/金吨，对应的前驱体单吨净利润有望增厚 3300-4900 元。

表9：结合敏感性分析，公司布局前段冶炼短期内有望增厚单吨净利 3000 元以上

自制镍与外购 镍价差（行）/ 自供率（列）	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
0.1	0.03	0.07	0.1	0.13	0.16	0.2	0.23	0.26	0.29	0.33
0.2	0.07	0.13	0.2	0.26	0.33	0.39	0.46	0.52	0.59	0.65
0.3	0.1	0.2	0.29	0.39	0.49	0.59	0.68	0.78	0.88	0.98
0.4	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65	0.78	0.91	1.04	1.17	1.3
0.5	0.16	0.33	0.49	0.65	0.81	0.98	1.14	1.3	1.46	1.63
0.6	0.2	0.39	0.59	0.78	0.98	1.17	1.37	1.56	1.76	1.95
0.7	0.23	0.46	0.68	0.91	1.14	1.37	1.59	1.82	2.05	2.28
0.8	0.26	0.52	0.78	1.04	1.3	1.56	1.82	2.08	2.34	2.6
0.9	0.29	0.59	0.88	1.17	1.46	1.76	2.05	2.34	2.63	2.93
1	0.33	0.65	0.98	1.3	1.63	1.95	2.28	2.6	2.93	3.25

数据来源：开源证券研究所（注：价差的单位是万美元/金吨，表格内自供率提升对前驱体单吨净利的提升，单位是万元/吨）

除前段冶炼外，公司加大对后段冶炼的布局。公司逐渐减少直接采购硫酸镍，改成采购金属镍自行加工成硫酸镍，主要是基于 2021 年以来公司后段产能逐步放量（2019-2020 年公司外采硫酸镍达 50%以上，2021 年降至 21.78%），公司增加用镍豆镍粉自行加工成硫酸镍的比例。

表10：我们测算公司整体产品镍原料来源中，外购占比 2022 年开始下降

	2019	2020	2021	2022Q1
镍外购	0.72	1.26	5.56	1.45
硫酸镍外购	5.54	7.76	6.97	0.70
镍外购	35.48%	38.97%	74.60%	74.27%
硫酸镍外购	61.38%	54.26%	21.16%	8.10%
外购占比	96.86%	93.23%	95.75%	82.37%
前驱体产量（万吨）	4.83	7.30	15.83	4.36
出货结构假设				
8 系及以上	20%	30%	45%	60%
6 系	25%	25%	20%	15%
5 系	55%	45%	35%	25%
硫酸镍单耗	1.68	1.76	1.87	1.98

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司新增的后段冶炼产能主要是高冰镍处理线。公司之前的后段冶炼产能主要是镍豆镍粉冶炼线，随着公司前段冶炼产能逐步释放，公司新扩产的后段冶炼产能主要为配合前段冶炼产出物，主要为高冰镍冶炼线，包括广西钦州基地和贵州基地的共 16 万金吨的高冰镍冶炼产能。

后段冶炼可小幅增厚公司的前驱体单吨净利润。我们测算了自制硫酸镍与外购硫酸镍价差以及硫酸镍自供比例对应的对前驱体单吨净利润的提升。参考公司 2020-2021 年镍采购策略的变化，硫酸镍的原料采购比例从 56.94%降至 21.78%，金属镍的原料采购比例从 40.9%提升至 76.79%。即将近 80%的硫酸镍自供比例，如果自制硫酸镍和外购硫酸镍对应的价差是 5000 元/吨（例如硫酸镍市场价为 4 万元/吨。自制硫酸

镍的成本为 3.5 万元/吨), 则对应可以增厚 2000 元的前驱体单吨净利润。

表11: 结合敏感性分析, 公司布局后段产能在硫酸镍外购/自制价差较大的情况下, 同样能够带来一定的盈利增益

自制硫酸镍与外购硫酸镍价差(行)/自供率(列)	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
0.1	0.005	0.010	0.015	0.020	0.025	0.030	0.035	0.040	0.045	0.050
0.2	0.010	0.020	0.030	0.040	0.050	0.060	0.070	0.080	0.090	0.100
0.3	0.015	0.030	0.045	0.060	0.075	0.090	0.105	0.120	0.135	0.150
0.4	0.020	0.040	0.060	0.080	0.100	0.120	0.140	0.160	0.180	0.200
0.5	0.025	0.050	0.075	0.100	0.125	0.150	0.175	0.200	0.225	0.250
0.6	0.030	0.060	0.090	0.120	0.150	0.180	0.210	0.240	0.270	0.300
0.7	0.035	0.070	0.105	0.140	0.175	0.210	0.245	0.280	0.315	0.350
0.8	0.040	0.080	0.120	0.160	0.200	0.240	0.280	0.320	0.360	0.400
0.9	0.045	0.090	0.135	0.180	0.225	0.270	0.315	0.360	0.405	0.450
1	0.050	0.100	0.150	0.200	0.250	0.300	0.350	0.400	0.450	0.500

数据来源: 开源证券研究所 (注: 价差的单位是万元/吨, 表格内自供率提升对前驱体单吨净利的提升, 单位是万元/吨)

3.2、横向拓展: 强强联手入局铁锂材料生产, 打造全方位新材料供应商

公司战略目标方向在于打造全球新能源材料综合服务商, 因此切入 LFP 正极领域成为公司下一步的重点方向之一, 预计公司将协同产业链上下游龙头企业强强联手入局铁锂材料生产。近年三元与铁锂两种技术路线由于材料体系、结构体系等的创新导致其性价比常处于动态变化中, 二者交替主导市场, 并预期呈现长期并存的状态。LFP 电池由于优异的安全性和循环性能, 叠加较高的性价比, 未来在经济车型与储能领域有广阔应用空间, 切入 LFP 正极领域有利于公司贯彻材料体系综合解决方案提供的战略, 并丰富公司产品线, 进一步享受新能源普及红利、深化核心客户绑定关系。公司已协同产业链下游优秀企业, 在产品开发、产能建设与订单匹配方面取得初步成果。

产品开发与产业协同方面, 公司 2021 年 11 月与当升科技签署的战略合作协议中约定双方在贵州投建磷资源开发、磷化工、磷酸铁、磷酸铁锂与资源循环利用及配套一体化产业项目。产能规划大于 30 万吨/年 LFP 正极与磷酸铁, 公司主导磷资源开发与磷酸、磷酸铁产业投资, 依托当地丰富磷矿资源、扶持政策和产业链集群效应加快公司 LFP 产业化, 我们认为公司具有正极前驱体开发及大规模量产的技术与经验优势, 且与当地政府关系良好, 有利于获得价格较为优惠的生产要素和其他产业扶持政策, 具备技术与区位优势。

产能建设方面, 公司 2022 年发起的定增项目中包括贵州开阳年产 20 万吨磷酸铁项目, 布局已打开序幕。公司拟投资 23.11 亿元, 通过子公司兴阳储能实施, 建设 10 条磷酸铁生产线、厂房及配套设施, 满产后年营收有望达到近 40 亿元/年, 为公司提供新利润增长点。

订单匹配方面, 公司 2022 年 7 月与瑞浦兰钧 (青山集团旗下电池企业) 签订百万吨级战略合作协议, 或成为公司磷酸铁产品的重要订单来源。协议约定双方将实现三元前驱体、磷酸铁产品的采销总量 80-100 万吨, 瑞浦兰钧 2022 年 LFP 电池出货增长迅猛, 跻身国内 LFP 电池装机 TOP10, 因此大概率向中伟股份采购较多磷酸铁产品。假设协议约定出货量 50% 为磷酸铁产品, 则协议有望保障公司磷酸铁年均 4.5-5 万吨左右的订单, 占已规划 20 万吨项目的 25% 左右, 为公司未来磷酸铁项目出货提

供订单需求支撑。综上，我们认为公司具备技术、客户优势，且在产能建设、订单匹配方面均初见成效，与产业龙头建立了深度的合作关系；相对于诸多跨界企业的天量产能规划，公司规划产能较为务实，落地稳扎稳打，有望为公司提供新增长动力，助力公司打造新能源材料综合服务商战略行稳致远。

4、盈利预测与投资建议

产品线扩张方面，公司紧扣下游新能源车电池装机需求的主线，基于以湖南宁乡、贵州铜仁与广西钦州的三基地体系，进一步大力推进三元前驱体产能，2021年底已建成三元前驱体产能20万吨以上，我们预计2022年随广西钦州基地已建成部分产能爬坡及后续部分投建完成，公司将具备30万吨以上产能，公司三元前驱体远期产能规划达50万吨以上，四钴产能规划达3万吨以上，坚定扩张把握市场增量。

上游一体化布局方面，公司全面加码镍后段冶炼布局，同时大力增强镍前段冶炼的产能规划与资源配置。公司已通过湖南、广西循环基地布局3万金吨酸溶硫酸镍及1万金吨MHP产能，有力支撑公司2021-2022年后端冶炼自供进程，新建广西钦州基地配套5万金吨酸溶硫酸镍及6万金吨MSP产能，合计后段镍冶炼产能达到15万金吨以上，后段冶炼自供率持续高速提升。公司通过积极进行合资方式进军印尼，当前已布局18万金吨以上高冰镍产能与5.5万金吨以上低冰镍产能，富氧侧吹工艺走通后有望大幅增厚单吨净利，释放盈利空间。

我们预计中伟股份2022年归母净利润有望达到15亿元以上。对应的核心盈利预测假设为：（1）2022-2024年公司产品销量分别为30.5/40/54万吨；（2）三元前驱体均价（不含税）分别为12.71/11.56/10.53万元/吨；（3）三元前驱体镍前段+后段自供率分别达到5%/30%/50%；（4）产品毛利率随镍自供率稳步提升而显著改善，分别达到11.2%/13.1%/16.2%。

核心盈利预测结论：（1）公司2022-2024年营业收入分别为413.48/500.56/601.56亿元；（2）净利润分别为19.56/39.63/55.84亿元。

表12：和其他龙头相比，中伟股份盈利增速最快，具备配置价值

	评级	收盘价/元	总市值/亿元	归母净利润/亿元			P/E		
		2022/8/26	2022/8/26	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
格林美	买入	8.83	449.76	18.64	25.52	31.94	24.13	17.62	14.08
华友钴业*	买入	80.15	1,280.90	60.67	84.27	110.57	21.11	15.2	11.58
芳源股份*	买入	18.5	94.67	2.33	6.09	7.32	40.62	15.54	12.93
平均值							28.62	16.12	12.87
中伟股份	买入	99.25	605.09	19.56	39.63	55.84	30.93	15.27	10.84

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：标注星号的盈利预测来自于Wind一致盈利预测）

厚积薄发，行业变局下打造全能前驱体龙头。公司技术储备深厚、具有优质的客户群与强劲的扩产能力，面对行业变局公司积极进行上游一体化布局，全面布局前后段镍冶炼产能，加快出海保供进程。我们测算公司逐步实现镍完全自供过程中单吨净利将有显著提升，成本控制能力大幅升级。公司贯彻打造全球新能源材料综合服务商战略，进行横向拓展，强强联手入局铁锂材料生产，为公司带来新增长点。作为前驱体行业的绝对龙头，公司在**2022-2023年快速弥补上游布局的短板**，前段冶炼产能释放有望快速增厚公司单位盈利。我们预计公司2022-2024年归母净利润有

望达 19.56/39.63/55.84 亿元，EPS 分别为 3.21/6.50/9.16 元/股，当前股价对应市盈率分别为 30.9/15.3/10.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5、风险提示

下游新能源车销量不及预期、公司技术迭代不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6548	19630	27735	31811	43086
现金	2712	8699	11768	15787	21023
应收票据及应收账款	1231	4729	6036	7073	9050
其他应收款	60	85	350	151	434
预付账款	128	283	562	460	768
存货	1460	4824	8273	7448	10910
其他流动资产	958	1009	745	891	901
非流动资产	3318	8570	15549	18280	21215
长期投资	0	13	27	40	53
固定资产	1685	4399	10363	12993	15678
无形资产	407	787	926	1055	1206
其他非流动资产	1225	3371	4234	4192	4277
资产总计	9866	28200	43284	50091	64301
流动负债	4812	14318	27340	30543	39600
短期借款	734	3405	12438	12281	18201
应付票据及应付账款	3523	10018	13486	16915	19746
其他流动负债	555	895	1416	1348	1653
非流动负债	1217	3259	3467	3145	2763
长期借款	841	2552	3030	2710	2327
其他非流动负债	376	707	437	435	436
负债合计	6029	17577	30808	33689	42363
少数股东权益	0	790	790	789	787
股本	570	606	606	606	606
资本公积	2773	7841	7841	7841	7841
留存收益	494	1387	3236	6931	12043
归属母公司股东权益	3837	9832	11687	15613	21151
负债和股东权益	9866	28200	43284	50091	64301

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	464	-1659	1338	8187	3836
净利润	420	938	1955	3962	5583
折旧摊销	154	235	383	615	778
财务费用	64	106	334	368	440
投资损失	27	109	39	49	56
营运资金变动	-263	-3156	-1364	3238	-2961
其他经营现金流	61	109	-9	-45	-59
投资活动现金流	-937	-5171	-7422	-3392	-3771
资本支出	1046	4996	7396	3295	3654
长期投资	100	-155	-13	-13	-13
其他投资现金流	9	-21	-13	-84	-105
筹资活动现金流	1963	11265	-1217	49	-1083
短期借款	-4	2671	9033	-158	5920
长期借款	691	1711	478	-320	-384
普通股增加	57	36	0	0	0
资本公积增加	1246	5068	0	0	0
其他筹资现金流	-26	1779	-10728	527	-6619
现金净增加额	1487	4432	-7301	4844	-1018

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7440	20072	41348	50056	60156
营业成本	6462	17756	36713	43482	50389
营业税金及附加	27	60	112	153	186
营业费用	26	45	83	100	120
管理费用	156	298	496	300	602
研发费用	270	769	1447	1151	2105
财务费用	64	106	334	368	440
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
其他收益	79	205	93	111	122
公允价值变动收益	-2	-5	-1	-2	-3
投资净收益	-27	-109	-39	-49	-56
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	468	1067	2186	4519	6316
营业外收入	10	3	4	4	5
营业外支出	2	2	8	3	4
利润总额	476	1068	2181	4520	6317
所得税	55	130	226	557	734
净利润	420	938	1955	3962	5583
少数股东损益	0	-1	-0	-1	-2
归属母公司净利润	420	939	1956	3963	5584
EBITDA	684	1380	2876	5489	7527
EPS(元)	0.69	1.54	3.21	6.50	9.16

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	40.1	169.8	106.0	21.1	20.2
营业利润(%)	120.4	128.1	104.9	106.7	39.8
归属于母公司净利润(%)	133.6	123.5	108.3	102.7	40.9
获利能力					
毛利率(%)	13.1	11.5	11.2	13.1	16.2
净利率(%)	5.6	4.7	4.7	7.9	9.3
ROE(%)	11.0	8.8	15.7	24.2	25.4
ROIC(%)	15.8	13.9	14.3	28.3	28.3
偿债能力					
资产负债率(%)	61.1	62.3	71.2	67.3	65.9
净负债比率(%)	-18.3	-17.4	37.4	1.7	3.2
流动比率	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	7.3	7.1	7.9	7.6	7.5
应付账款周转率	7.3	8.4	22.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.54	3.21	6.50	9.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	-2.72	2.20	13.43	6.29
每股净资产(最新摊薄)	6.29	16.13	19.17	25.61	34.69
估值比率					
P/E	144.0	64.4	30.9	15.3	10.8
P/B	15.8	6.2	5.2	3.9	2.9
EV/EBITDA	86.8	42.8	22.8	11.1	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn