

# 中伟股份 (300919)

## 2022 年半年报点评：盈利拐点明确，一体化驱动公司量利提升

买入（维持）

2022 年 08 月 30 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

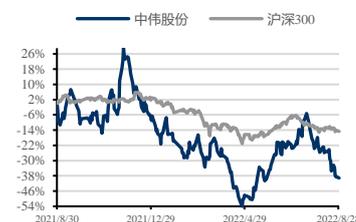
yuesy@dwzq.com.cn

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	4,002	5,887
同比	123%	92%	122%	47%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.54	2.95	6.56	9.66
P/E（现价&最新股本摊薄）	63.96	33.37	15.01	10.20

### 投资要点

- 事件：**22 H1 公司营收 142.3 亿元，同比增长 70.3%；归母净利润 6.61 亿元，同比增长 35.41%；22H1 毛利率为 11.1%，同比下降 1.37pct；22H1 归母净利率为 4.65%，同比下降 1.19pct。22Q2 归母净利 4 亿元，环增 59%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 20%，环增 32%，公司 Q2 财务费用受汇兑损益（上半年损失 0.6 亿，主要在 Q2 体现）、期货保证金比例增加及股权激励费用影响，环比由 Q1 的 0.55 亿增长至 1.7 亿元。此前公司预告 22H1 利润 6.5-6.8 亿元，中报处于业绩预告中值，符合市场预期。
- 22Q2 出货环比微增，单吨净利提升至 0.54 万元/吨，盈利拐点明确。**22 年上半年公司锂电正极前驱体材料收入 142.30 亿元，同比上升 70.30%，毛利率 11.1%，同比下降 1.37pct，对应 22 年 H1 出货超 10 万吨，我们预计单价达 15-16 万元/吨左右（含税），其中预计 Q2 出货 5.1-5.2 万吨，环增 5%+，Q3 排产环增 25%+，我们预计全年出货 25 万吨，同增 40%+，公司年底达 33 万吨前驱体+3 万吨四钴产能，23 年出货预计达 40 万吨+，可维持 50%-60%增长；盈利方面，公司 Q2 高冰镍到硫酸镍冶炼产能投产，硫酸镍自供比例较 2022 年初由 20%提升至 30%，且高镍占比提升至 60%+，超高镍占比 20%+，带动 Q2 单吨扣非利润提升 0.1 万+至 0.54 万元/吨左右；下半年自供比例进一步提升至 35-40%，叠加镍冶炼产能释放利润，我们预计 22 年全年单吨净利有望提升至近 0.7 万元/吨，扣非单吨净利有望提升至 0.6 万元/吨+，公司量利齐升，盈利拐点明确，看明年，公司镍冶炼产能释放，硫酸镍自供比例预计进一步提升至 80%+，单吨利润有望进一步提升。
- 镍冶炼产能落地加速，我们预计 23 年出货权益 5 万吨，磷铁、钠电将贡献新增量。**公司印尼镍冶炼一期 2 万吨预计分别于 2022 年 9 月底、11 月底投产，我们预计全年出货达 2000 吨左右，二期 4 万吨预计 23 年 4 月投产，叠加 5.5 万吨低冰镍，23 年将具备 8 万吨镍冶炼有效产能（权益 5 万吨），我们预计将贡献 10 亿元+盈利增量，镍价高位下利润弹性明显。此外公司磷酸铁中试车间建成投产，钠系产品进入吨级量产认证阶段，23 年有望进一步贡献利润。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内第一大前驱体厂商，技术优势突出，我们维持公司 2022-2024 年归母净利 18.0/40.0/58.9 亿元的预测，同增 92%/122%/47%，对应 22-24 年 33x/15x/10xPE，给予 2023 年 25xPE，目标价 163.9 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	98.50
一年最低/最高价	71.52/214.77
市净率(倍)	5.91
流通 A 股市值(百万元)	18,528.20
总市值(百万元)	60,052.19

### 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)：深度绑定特斯拉享受高增长，一体化驱动量利双升》

2022-08-01

《中伟股份(300919)：盈利拐点明确，一体化驱动量利提升》

2022-07-14

22H1 归母净利润 6.61 亿元，同比增长 35.41%，处于业绩预告中值，符合市场预期。22 H1 公司营收 142.3 亿元，同比增长 70.3%；归母净利润 6.61 亿元，同比增长 35.41%；扣非净利润 4.81 亿元，同比增长 13.02%； 22H1 毛利率为 11.1%，同比下降 1.37pct；22H1 归母净利率为 4.65%，同比下降 1.19pct。公司此前预告归母净利润 6.5-6.8 亿元，中报处于业绩预告中值，符合市场预期。

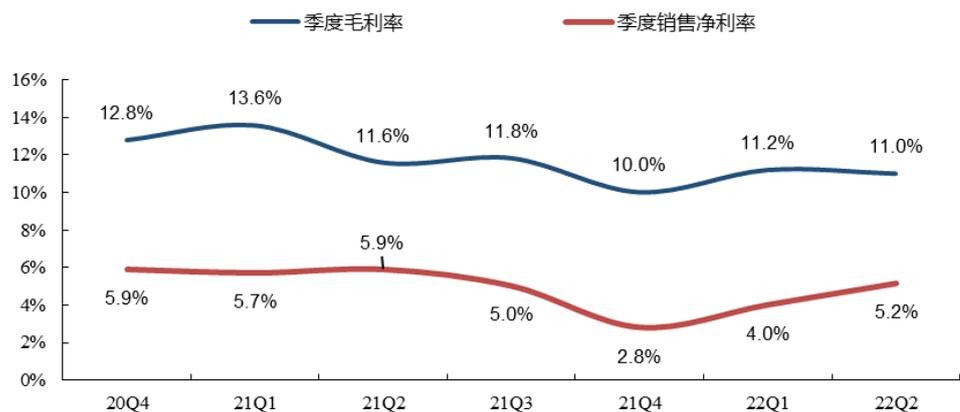
22 Q2 归母净利润 4.06 亿元，同比增长 46.87%，符合市场预期。22Q2 公司实现营收 79.02 亿元，同比增加 69.33%，环比增长 24.86%；归母净利润 4.06 亿元，同比增长 46.87%，环比增长 59.31%，扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 19.57%，环比增长 32.17%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 11.01%，同比下降 0.59pct，环比下降 0.19pct；归母净利率 5.14%，同比下降 0.79pct，环比增长 1.11pct；Q2 扣非归母净利率 3.47%，同比下降 1.44pct，环比增长 0.19pct。公司 Q2 财务费用由 Q1 的 0.55 亿增长至 1.7 亿元，主要受汇兑损益（上半年损失 0.6 亿，主要在 Q2 体现）、期货保证金比例增加及股权激励费用影响，影响部分利润增速，业绩符合市场预期。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	7,901.5	6,328.1	6,199.0	5,517.7	4,666.3	3,689.5
-同比	69.33%	71.51%	162.38%	160.09%	236.41%	135.23%
毛利率	11.01%	11.21%	10.02%	11.84%	11.60%	13.58%
归母净利润(百万)	405.9	254.8	173.7	277.4	276.3	211.5
-同比	46.87%	20.43%	24.16%	119.86%	202.15%	237.63%
归母净利率	5.14%	4.03%	2.80%	5.03%	5.92%	5.73%
扣非归母净利润(百万)	274.1	207.4	103.39	239.33	229.21	196.76
-同比	19.57%	5.38%				
扣非归母净利率	3.47%	3.28%	1.67%	4.34%	4.91%	5.33%

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

**22Q2 出货环比微增，单吨净利提升至 0.54 万元/吨，盈利拐点明确。**22 年上半年公司锂电正极前驱体材料收入 142.30 亿元，同比上升 70.30%，毛利率 11.1%，同比下降 1.37pct，对应 22 年 H1 出货超 10 万吨，我们预计单价达 15-16 万元/吨左右（含税），其中预计 Q2 出货 5.1-5.2 万吨，环增 5%+，Q3 排产环增 25%+，我们预计全年出货 25 万吨，同增 40%+，公司年底达 33 万吨前驱体+3 万吨四钴产能，23 年出货预计达 40 万吨+，可维持 50%-60%增长；盈利方面，公司 Q2 高冰镍到硫酸镍冶炼产能投产，硫酸镍自供比例较 2022 年初由 20%提升至 30%，且高镍占比提升至 60%+，超高镍占比 20%+，带动 Q2 单吨扣非利润提升 0.1 万+至 0.54 万元/吨左右；下半年自供比例进一步提升至 35-40%，叠加镍冶炼产能释放利润，我们预计 22 年全年单吨净利有望提升至近 0.7 万元/吨，扣非单吨净利有望提升至 0.6 万元/吨+，公司量利齐升，盈利拐点明确，看明年，公司镍冶炼产能释放，硫酸镍自供比例预计进一步提升至 80%+，单吨利润有望进一步提升。

图 3：公司分业务拆分

	2022H1				21H2		21H1	
	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
三元前驱体	117.10	44.8%	11.89%	-0.56pct	89.00	12.12%	64.64	12.45%
四氧化三钴	19.60	18.0%	7.09%	-4.92pct	24.34	7.30%	16.07	12.01%
受托加工	1.08	-	-	-	0.33	-	0.78	-
其他	4.51	-	-	-	3.50	-	2.07	-
<b>总收入</b>	<b>142.30</b>	<b>70.3%</b>	<b>11.10%</b>	<b>-1.37pct</b>	<b>117.16</b>	<b>10.88%</b>	<b>83.56</b>	<b>12.47%</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4：公司分区域拆分情况

	2022H1		21H2	21H1
	营业收入 (亿)	同比	营业收入 (亿)	营业收入 (亿)
中国大陆	99.30	35.63%	85.75	63.92
港澳台地区	0.00	-	0.00	0.00
韩国	20.89	16.40%	20.17	17.46
其他国家	22.11	-	11.26	2.17
<b>总收入</b>	<b>142.30</b>	<b>70.30%</b>	<b>117.17</b>	<b>83.56</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**镍冶炼产能落地加速，我们预计 23 年出货权益 5 万吨，磷铁、钠电将贡献新增量。**公司印尼镍冶炼一期 2 万吨预计分别于 2022 年 9 月底、11 月底投产，我们预计全年出货达 2000 吨左右，二期 4 万吨预计 23 年 4 月投产，叠加 5.5 万吨低冰镍，23 年将具备 8 万吨镍冶炼有效产能（权益 5 万吨），我们预计将贡献 10 亿元+盈利增量，镍价高位下利润弹性明显。此外公司磷酸铁中试车间建成投产，钠系产品进入吨级量产认证阶段，23 年有望进一步贡献利润。

**期间费用同比上升，Q2 财务费用提升明显。**22 H1 公司期间费用合计 8.99 亿元，同比增长 103.45%，费用率为 6.32%，同比增长 1.03pct。22Q2 期间费用合计 5.14 亿元，环比增 33.66%，期间费用率为 6.51%，环比增长 0.43pct；销售费用 0.1 亿元，销售费用率 0.13%，同比下降 0.06pct，环比下降 0.05pct；管理费用 1.24 亿元，管理费用率 1.57%，同比增长 0.52pct，环比增长 0.06pct；财务费用 1.71 亿元，财务费用率 2.17%，同比增长 1.57pct，环比增 1.29pct，主要系汇兑损益、期货保证金增加及股权激励费用影响；研发费用 2.1 亿元，研发费用率 2.65%，同比下降 0.44pct，环比下降 0.87pct。公司 22Q2 计提资产减值损失 0.08 亿元，转回信用减值损失 0.15 亿元。

图 5：公司分区域拆分情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	10.30	8.94	10.65	15.26	11.21	10.02
-销售费用率	0.28%	0.19%	0.19%	0.25%	0.18%	0.13%
管理费用	40.07	48.94	65.27	143.69	95.40	123.73
-管理费用率	1.09%	1.05%	1.18%	2.32%	1.51%	1.57%
研发费用	140.88	144.38	206.59	277.35	223.07	209.53
-研发费用率	3.82%	3.09%	3.74%	4.47%	3.53%	2.65%
财务费用	20.94	27.59	38.76	18.82	55.20	171.17
-财务费用率	0.57%	0.59%	0.70%	0.30%	0.87%	2.17%
期间费用	212.19	229.85	321.27	455.12	384.89	514.44
-期间费用率	5.75%	4.93%	5.82%	7.34%	6.08%	6.51%
资产减值损失	-28.35	-2.21	0.00	0.00	0.00	-7.82
信用减值损失	-9.10	-1.91	-9.56	-11.34	-36.51	15.02

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**原材料库存增加，经营活动净现金流同比下滑。**22H1 期末公司存货为 67.09 亿元，较年初增长 39.06%，主要系原材料达 32.21 亿，较年初增长 81.04%，我们预计主要为原材料备货所致；应收账款 60.88 亿元，较年初增长 36.75%；22H1 公司经营活动净现金流为 -39.19 亿元，同比下降 22575.1%，主要系公司规模快速增长使得存货、经营性应收项目大幅增加；投资活动净现金流出 44.46 亿元，同比上升 201.2%；资本开支为 29.9 亿元，同比上升 114.05%；账面现金为 97.96 亿元，较年初增长 12.61%，短期借款 79.6 亿元，较年初增长 133.77%。

**投资建议：**公司为国内第一大前驱体厂商，技术优势突出，我们维持公司 2022-2024 年归母净利 18.0/40.0/58.9 亿元的预测，同增 92%/122%/47%，对应 22-24 年 33x/15x/10xPE，给予 2023 年 25xPE，目标价 163.9 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

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
<b>流动资产</b>	<b>19,630</b>	<b>24,881</b>	<b>29,301</b>	<b>36,936</b>	<b>营业总收入</b>	<b>20,072</b>	<b>42,205</b>	<b>51,538</b>	<b>62,298</b>
货币资金及交易性金融资产	8,699	4,449	5,331	8,312	营业成本(含金融类)	17,756	37,921	44,059	52,131
经营性应收款项	5,580	11,564	13,731	16,586	税金及附加	60	125	153	185
存货	4,824	8,311	9,657	11,426	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
<b>非流动资产</b>	<b>8,570</b>	<b>12,842</b>	<b>15,655</b>	<b>18,138</b>	财务费用	106	181	148	146
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	<b>营业利润</b>	<b>1,067</b>	<b>2,044</b>	<b>4,847</b>	<b>7,093</b>
其他非流动资产	874	874	874	874	营业外净收支	1	25	-10	-6
<b>资产总计</b>	<b>28,200</b>	<b>37,723</b>	<b>44,956</b>	<b>55,074</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,068</b>	<b>2,069</b>	<b>4,837</b>	<b>7,087</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,318</b>	<b>22,179</b>	<b>25,707</b>	<b>30,346</b>	减:所得税	130	269	774	1,080
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,817	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>938</b>	<b>1,800</b>	<b>4,063</b>	<b>6,007</b>
经营性应付款项	10,018	21,396	24,859	29,413	减:少数股东损益	-1	0	61	120
合同负债	18	38	44	52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>939</b>	<b>1,800</b>	<b>4,002</b>	<b>5,887</b>
其他流动负债	464	645	704	781	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.54	2.95	6.56	9.66
非流动负债	3,259	3,259	3,259	3,259	EBIT	1,288	2,007	4,762	6,976
长期借款	2,552	2,552	2,552	2,552	EBITDA	1,567	2,546	5,719	8,213
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.54	10.15	14.51	16.32
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	4.68	4.26	7.76	9.45
其他非流动负债	694	694	694	694	收入增长率(%)	169.81	110.26	22.11	20.88
<b>负债合计</b>	<b>17,577</b>	<b>25,438</b>	<b>28,966</b>	<b>33,605</b>	归母净利润增长率(%)	123.48	91.68	122.36	47.11
归属母公司股东权益	9,832	11,495	15,139	20,498					
少数股东权益	790	790	851	971					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,623</b>	<b>12,285</b>	<b>15,990</b>	<b>21,469</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,200</b>	<b>37,723</b>	<b>44,956</b>	<b>55,074</b>					

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	5,160	7,374	每股净资产(元)	16.23	18.98	24.99	33.84
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	-513	-683	ROIC(%)	10.07	10.93	23.81	27.64
现金净增加额	4,432	-4,251	872	2,971	ROE-摊薄(%)	9.55	15.66	26.44	28.72
折旧和摊销	279	540	957	1,237	资产负债率(%)	62.33	67.43	64.43	61.02
资本开支	-4,995	-4,785	-3,769	-3,715	P/E (现价&最新股本摊薄)	63.96	33.37	15.01	10.20
营运资本变动	-3,156	1,871	-133	-187	P/B (现价)	6.07	5.19	3.94	2.91

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>

