

中伟股份 (300919)

2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 预计 Q4 盈利恢复正常

买入 (维持)

2022 年 10 月 26 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

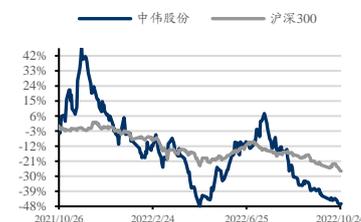
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	20,072	35,879	43,824	52,972
同比	170%	79%	22%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	939	1,752	3,303	4,639
同比	123%	87%	89%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.54	2.87	5.42	7.61
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.72	26.65	14.14	10.06

#业绩符合预期

投资要点

- **2022 年 Q3 公司实现归母净利润 4.24 亿元, 环增 4.49%, 处于业绩预告中值, 符合市场预期。**2022 年前三季度公司营收 222.86 亿元, 同增 60.64%; 归母净利 10.85 亿元, 同增 41.74%。2022 年 Q3 公司营收 80.56 亿元, 同增 46.01%, 环增 1.96%; 归母净利 4.24 亿元, 同增 52.88%, 环增 4.49%; 扣非归母净利 3.03 亿元, 同增 26.44%, 环增 10.58%。
- **22Q3 出货环增 15%+, 符合市场预期。**公司前三季度出货 16 万吨+, 我们预计 Q3 公司前驱体出货 6 万吨, 环比增长 15%+, 符合市场预期; 公司 10 月排产持续向上, 我们预计公司全年出货预计 24-25 万吨, 同比增长 40%+, 公司年底达 33 万吨前驱体+3 万吨四钴产能, 23 年出货我们预计达 35 万吨+, 维持 50%增长。此外, 公司贵州年产 20 万吨磷酸铁项目加速建设, 9 月进入安装期, 我们预计年底一期 10 万吨产能完成建设, 23 年 Q1 开始逐步投产贡献利润。
- **22Q3 受钴库存跌价影响, 单吨盈利 0.5 万元/吨, Q4 有望恢复正常, 一体化进一步贡献盈利增量。**盈利方面, 我们测算公司 Q3 单吨扣非利润 0.5 万元, 环比略降, 主要系高价硫酸钴库存跌价影响 1 亿元左右利润, 若加回, 则 Q3 扣非利润中枢预计 4 亿元, 对应单吨扣非利润 0.65 万元左右, 环比增长 20%+, 其中硫酸镍自供比例由 22Q2 的 30%提升至 40%, 贡献主要利润增量; Q4 盈利恢复正常, 且印尼一期 1 万吨镍冶炼产能我们预计年底前投产, 我们预计 22 年全年单吨扣非单吨利润提升至 0.6 万元左右, 看明年, 公司镍冶炼产能释放, 硫酸镍自供比例我们预计进一步提升至 80%+, 单吨利润有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 由于 Q3 业绩受库存跌价影响, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 17.5/33.0/46.4 亿元 (原预期为 18.0/33.0/46.4 亿元), 同增 87%/89%/40%, 对应 22-24 年 27x/14x/10xPE, 考虑公司为国内第一大前驱体厂商, 且 23 年产能释放, 量利双升, 仍能维持 80%+增速, 我们给予 2023 年 25xPE, 目标价 135.5 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)	76.58
一年最低/最高价	71.52/214.77
市净率(倍)	4.23
流通 A 股市值(百万元)	14,310.06
总市值(百万元)	46,688.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.11
资产负债率(% ,LF)	67.73
总股本(百万股)	609.67
流通 A 股(百万股)	186.86

相关研究

- 《中伟股份(300919): 2022Q3 预告点评: 受钴库存跌价影响, Q3 业绩略低于预期》
2022-10-16
- 《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》
2022-08-30

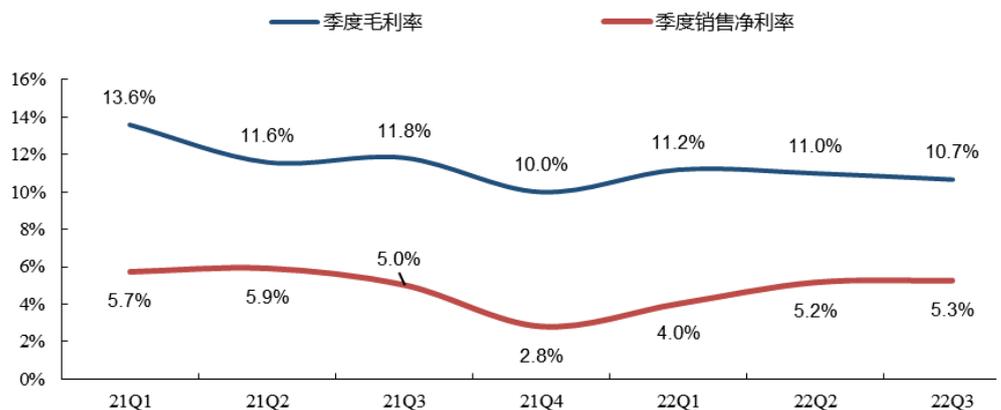
2022年Q3公司实现归母净利润4.24亿元，环比增加4.49%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2022年前三季度公司营收222.86亿元，同比增长60.64%；归母净利润10.85亿元，同比增长41.74%。2022年Q3公司营收80.56亿元，同比增加46.01%，环比增加1.96%；归母净利润4.24亿元，同比增长52.88%，环比增加4.49%；扣非归母净利润3.03亿元，同比增长26.44%，环比增加10.58%。盈利能力方面，Q3毛利率为10.68%，同比降低1.15pct，环比降低0.33pct；归母净利率5.26%，同比增长0.24pct，环比增加0.13pct；Q3扣非净利率3.76%，同比降低0.58pct，环比提升0.29pct。此前公司预告2022Q3归母净利润4.0-4.5亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	8,056.2	7,901.5	6,328.1	6,199.0	5,517.7	4,666.3	3,689.5
-同比	46.01%	69.33%	71.51%	162.38%	160.09%	236.41%	135.23%
毛利率	10.68%	11.01%	11.21%	10.02%	11.84%	11.60%	13.58%
归母净利润(百万元)	424.1	405.9	254.8	173.7	277.4	276.3	211.5
-同比	52.88%	46.87%	20.43%	24.16%	119.86%	202.15%	237.63%
归母净利率	5.26%	5.14%	4.03%	2.80%	5.03%	5.92%	5.73%
扣非归母净利润(百万元)	302.6	274.1	207.35	103.39	239.33	229.21	196.76
-同比	26.44%	19.57%	5.38%			256.04%	434.28%
扣非归母净利率	3.76%	3.47%	3.28%	1.67%	4.34%	4.91%	5.33%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

22Q3出货环增15%+，符合市场预期。公司前三季度出货16万吨+，我们预计Q3公司前驱体出货6万吨，环比增长15%+，符合市场预期；公司10月排产持续向上，我们预计公司全年出货预计24-25万吨，同比增长40%+，公司年底达33万吨前驱体+3万

吨四钴产能，23 年出货我们预计达 35 万吨+，维持 50%增长。此外，公司贵州年产 20 万吨磷酸铁项目加速建设，9 月进入安装期，我们预计年底一期 10 万吨产能完成建设，23 年 Q1 开始逐步投产贡献利润。

22Q3 受钴库存跌价影响，单吨盈利 0.5 万元/吨，Q4 有望恢复正常，一体化进一步贡献盈利增量。盈利方面，我们测算公司 Q3 单吨扣非利润 0.5 万元，环比略降，主要系高价硫酸钴库存跌价影响 1 亿元左右利润，若加回，则 Q3 扣非利润中枢预计 4 亿元，对应单吨扣非利润 0.65 万元左右，环比增长 20%+，其中硫酸镍自供比例由 22Q2 的 30% 提升至 40%，贡献主要利润增量；Q4 盈利恢复正常，且印尼一期 1 万吨镍冶炼产能我们预计年底前投产，我们预计 22 年全年单吨扣非单吨利润提升至 0.6 万元左右，看明年，公司镍冶炼产能释放，硫酸镍自供比例我们预计进一步提升至 80%+，单吨利润有望进一步提升。

期间费用率同环比降低，整体费用控制良好。2022Q3 期间费用合计 4.35 亿元，同比增长 35.31%，环比降低 15.5%，期间费用率为 5.4%，同比降低 0.43pct，环比降低 1.11pct；销售费用 0.16 亿元，销售费用率 0.2%，同比增加 0.01pct，环比增加 0.07pct；管理费用 1.42 亿元，管理费用率 1.76%，同比增加 0.58pct，环比增加 0.2pct；财务费用 0.9 亿元，财务费用率 1.11%，同比增加 0.41pct，环比降低 1.05pct；研发费用 1.87 亿元，研发费用率 2.32%，同比降低 1.42pct，环比降低 0.33pct。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.1 亿元，计提信用减值损失 0.13 亿元。

图3：公司费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	10.30	8.94	10.65	15.26	11.21	10.02	15.78
-销售费用率	0.28%	0.19%	0.19%	0.25%	0.18%	0.13%	0.20%
管理费用	40.07	48.94	65.27	143.69	95.40	123.73	142.05
-管理费用率	1.09%	1.05%	1.18%	2.32%	1.51%	1.57%	1.76%
研发费用	140.88	144.38	206.59	277.35	223.07	209.53	187.15
-研发费用率	3.82%	3.09%	3.74%	4.47%	3.53%	2.65%	2.32%
财务费用	20.94	27.59	38.76	18.82	55.20	171.17	89.74
-财务费用率	0.57%	0.59%	0.70%	0.30%	0.87%	2.17%	1.11%
期间费用	212.19	229.85	321.27	455.12	384.89	514.44	434.71
-期间费用率	5.75%	4.93%	5.82%	7.34%	6.08%	6.51%	5.40%
资产减值损失	-28.35	-2.21	0.00	0.00	0.00	-7.82	-9.97
信用减值损失	-9.10	-1.91	-9.56	-11.34	-36.51	15.02	-12.72

数据来源：Wind，东吴证券研究所

经营现金流同环比下滑，资本开支同比高增。截至 2022 年 Q3 期末，公司存货为 66 亿元，较年初增长 36.8%；应收账款 56.93 亿元，较年初增长 27.88%；期末公司合同负债 1.12 亿元，较年初增长 513.47%。2022Q3 公司经营活动净现金流净额为-18.95 亿元，同比下降 156%，环比下降 71.1%，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所致；投资活动净现金流净额为-53.8 亿元，同比下降 212%，环比下降

85.5%，主要系公司为进一步扩大产能规模，加大项目投资建设所致；资本开支为 43.5 亿元，同比上升 139.98%；账面现金为 79.51 亿元，较年初下降 8.6%，短期借款 64.42 亿元，较年初增长 89.19%。

投资建议：由于 Q3 业绩受库存跌价影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 17.5/33.0/46.4 亿元（原预期为 18.0/33.0/46.4 亿元），同增 87%/89%/40%，对应 22-24 年 27x/14x/10xPE，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且 23 年产能释放，量利双升，仍能维持 80%+增速，我们给予 2023 年 25xPE，目标价 135.5 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
流动资产	19,630	21,503	25,121	31,484	营业总收入	20,072	35,879	43,824	52,972
货币资金及交易性金融资产	8,699	4,136	4,696	7,083	营业成本(含金融类)	17,756	32,117	37,364	44,305
经营性应收款项	5,580	9,788	11,675	14,103	税金及附加	60	107	130	157
存货	4,824	7,039	8,189	9,711	销售费用	45	72	88	106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	298	466	548	636
其他流动资产	526	539	561	586	研发费用	769	1,292	1,545	1,814
非流动资产	8,570	12,842	15,655	18,138	财务费用	106	181	149	147
长期股权投资	13	13	23	33	加:其他收益	205	431	504	530
固定资产及使用权资产	4,574	7,553	10,113	12,392	投资净收益	-109	18	4	5
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	0	1
长期待摊费用	17	17	16	15	营业利润	1,067	2,036	4,428	6,225
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	34,345	40,777	49,622	利润总额	1,068	2,061	4,418	6,219
流动负债	14,318	18,844	21,860	25,849	减:所得税	130	309	707	948
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,817	100	100	100	净利润	938	1,752	3,711	5,271
经营性应付款项	10,018	18,121	21,081	24,998	减:少数股东损益	-1	0	408	633
合同负债	18	32	37	44	归属母公司净利润	939	1,752	3,303	4,639
其他流动负债	464	591	641	707	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.54	2.87	5.42	7.61
非流动负债	3,259	3,259	3,259	3,259	EBIT	1,288	1,825	4,150	5,954
长期借款	2,552	2,552	2,552	2,552	EBITDA	1,567	2,365	5,107	7,191
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.54	10.48	14.74	16.36
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	4.68	4.88	7.54	8.76
其他非流动负债	694	694	694	694	收入增长率(%)	169.81	78.74	22.15	20.87
负债合计	17,577	22,103	25,119	29,108	归母净利润增长率(%)	123.48	86.58	88.53	40.45
归属母公司股东权益	9,832	11,451	14,459	18,682					
少数股东权益	790	790	1,198	1,831					
所有者权益合计	10,623	12,242	15,657	20,513					
负债和股东权益	28,200	34,345	40,777	49,622					

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	4,245	4,775	6,668	每股净资产(元)	16.23	18.91	23.87	30.85
投资活动现金流	-5,171	-4,769	-3,775	-3,720	最新发行在外股份(百万股)	610	610	610	610
筹资活动现金流	11,265	-4,040	-450	-571	ROIC(%)	10.07	9.72	20.98	24.32
现金净增加额	4,432	-4,563	550	2,377	ROE-摊薄(%)	9.55	15.30	22.84	24.83
折旧和摊销	279	540	957	1,237	资产负债率(%)	62.33	64.36	61.60	58.66
资本开支	-4,995	-4,785	-3,770	-3,715	P/E (现价&最新股本摊薄)	49.72	26.65	14.14	10.06
营运资本变动	-3,156	1,639	-162	-152	P/B (现价)	4.72	4.05	3.21	2.48

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>

