

嘉元科技 (688388.SH)

新股覆盖研究

高性能锂电铜箔领先企业

主要看点:

- ◆ **国内领先的高性能锂电铜箔生产商:** 公司成立于2001年, 主要产品6-12 μ m 各类高性能电解铜箔, 主要下游是锂电池行业和 PCB 行业, 最终可应用在新能源汽车、3C 数码产品、储能系统、通讯设备、汽车电子等终端领域。公司技术和规模水平在国内处于领先, 2018 年公司整体出货量 1.52 万吨, 市占率 16.6%, 锂电铜箔 1.3 万吨, 市占率 14.1%, 行业排名前三。公司是国内为数不多实现 6 μ m 以下电解铜箔量产的企业, 下游客户主要有宁德时代、宁德新能源、比亚迪等知名电池厂商, 估算公司 2018 年为宁德时代最大的 6 μ m 铜箔供应商, 供应比例超 50%。
- ◆ **公司产能持续释放, 业绩持续高增长:** 2016 年-2018 年公司实现营业收入 4.19 亿元、5.66 亿元及 11.53 亿元, 年复合增长率 65.89%, 公司实现归母净利润 6252.98 万元、8519.25 万元和 17643.11 万元, 年复合增长率为 67.97%。业绩高增长主要是由于下游锂电池行业向轻薄化和高能量密度方向发展, 对公司双光 6 μ m、双光 7-8 μ m 产品的需求大幅增加。公司产能利用率非常高, 2016 年-2018 年, 公司产能分别为 6000 吨、6603 吨和 1.38 万吨, 产能利用率分别为 112%、120%和 110%, 2019 年公司满产产能可达 1.6 万吨。
- ◆ **动力电池行业需求增长为锂电铜箔需求的核心驱动力:** 公司产品核心应用领域是动力锂电池市场。受新能源汽车市场快速发展的带动, 2018 年我国动力锂电池产量达 65GWh, 同比增速达 46.07%。按 900 吨/GWh 测算, 据 GGII 数据预计 2019 年国内总体锂电池铜箔产量可达 11.62 万吨, 同比增长 26.4%。未来几年, 新能源汽车产业在国家政策大力支持下, 国内锂电铜箔市场将继续保持高增长, 预计到 2020 年需求将达 14.85 万吨。
- ◆ **公司估值:** 考虑到公司为宁德时代最大的 6 μ m 铜箔供应商, 且公司预计 2019H1 归母净利润增速 219%-289%, 可给予公司 2018 年 35X-45X 的静态 PE 估值, 对应市值范围 61.6 亿元-79.2 亿元, 对应询价区间为 26.68-34.31 元。
- ◆ **风险提示:** 铜价格波动风险、新能源汽车产销不及预期、新能源领域技术革新风险、产品结构单一和下游应用领域集中风险。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	418.8	566.2	1153.3
同比增长(%)	26.3%	35.2%	103.7%
营业利润(百万元)	66.7	99.8	212.3
同比增长(%)	380.9%	49.7%	112.8%
净利润(百万元)	62.2	85.2	176.4
同比增长(%)	225.3%	36.2%	107.1%
每股收益(元)	0.46	0.55	1.02

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	173.08
流通股本(百万股)	
建议询价区间	26.68-34.31 /元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

肖索
 SAC 执业证书编号: S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号: S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

相关报告

内容目录

一、公司基本情况.....	3
(一) 业务介绍.....	3
(二) 股权结构.....	4
(三) 募投项目.....	4
二、财务分析.....	5
三、行业概况.....	7
四、估值分析.....	9
五、风险提示.....	10

图表目录

图 1: 公司主营产品.....	3
图 2: 公司主营产品应用领域.....	3
图 3: 公司截至招出具日的股权结构.....	4
图 4: 2016 年-2018 年公司营业收入增长情况.....	5
图 5: 2016 年-2018 年公司归母净利润增长情况.....	5
图 6: 2016 年-2018 年公司主营业务收入构成 (百万元).....	6
图 7: 2016 年-2018 年公司锂电铜箔产品收入构成 (百万元).....	6
图 8: 2016 年-2018 年公司主营业务毛利率变动.....	6
图 9: 2016 年-2018 年公司期间费用率变动.....	6
图 10: 2014-2020 年中国各终端锂离子电池产量及预测 (GWh).....	7
图 11: 2013-2020 年中国锂电铜箔产量及预测 (万吨).....	7
表 1: 公司募投项目情况.....	5
表 2: 同行业公司 2016 年-2018 年 ROE 水平.....	9
表 3: 同行业公司估值情况对比.....	9

一、公司基本情况

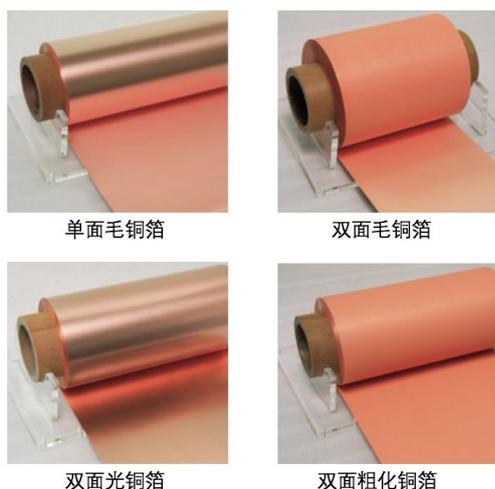
广东嘉元科技有限公司原名为广东梅县梅雁电解铜箔有限公司，公司成立于 2001 年 9 月，主要产品 6-12 μm 各类高性能电解铜箔。公司可满足锂电芯厂、覆铜板厂、电路板厂对电解铜箔产品不同质量的要求，是国内高性能锂电铜箔行业领先企业之一。

公司主要客户包括宁德时代、宁德新能源、比亚迪等知名电池厂商，并成为其锂电铜箔的核心供应商，公司于 2018 年度荣获宁德时代锂电铜箔优秀供应商称号。

（一）业务介绍

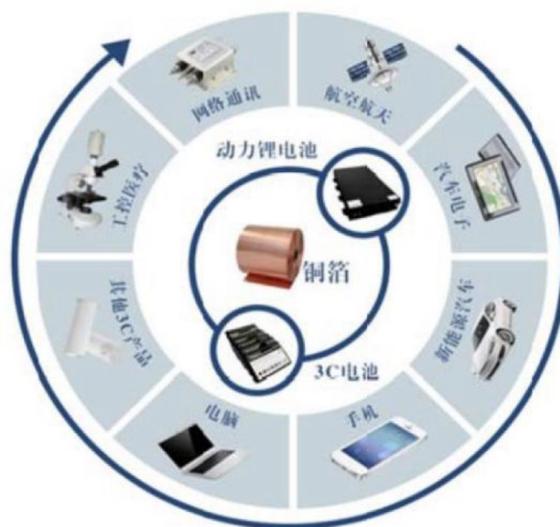
公司主要产品为锂电铜箔和标准铜箔，2018 年锂电铜箔毛利润 3.02 亿元，占比公司毛利润的 96.3%，是公司主要的利润来源。锂电铜箔主要应用于锂电池的负极集流体，最终可应用在新能源汽车、3C 数码产品、储能系统、通讯设备、汽车电子等终端应用领域。此外，公司还生产少量 PCB 用标准铜箔产品。

图 1：公司主营产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 2：公司主营产品应用领域



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

铜箔作为锂电池负极集流体，其厚度、性能对电池的重量以及能量密度有较大影响。随着新能源汽车领域对动力电池性能的要求不断提高，锂电铜箔也在朝高密度、低轮廓、超轻薄化、高抗拉强度、高延伸率等方向发展。

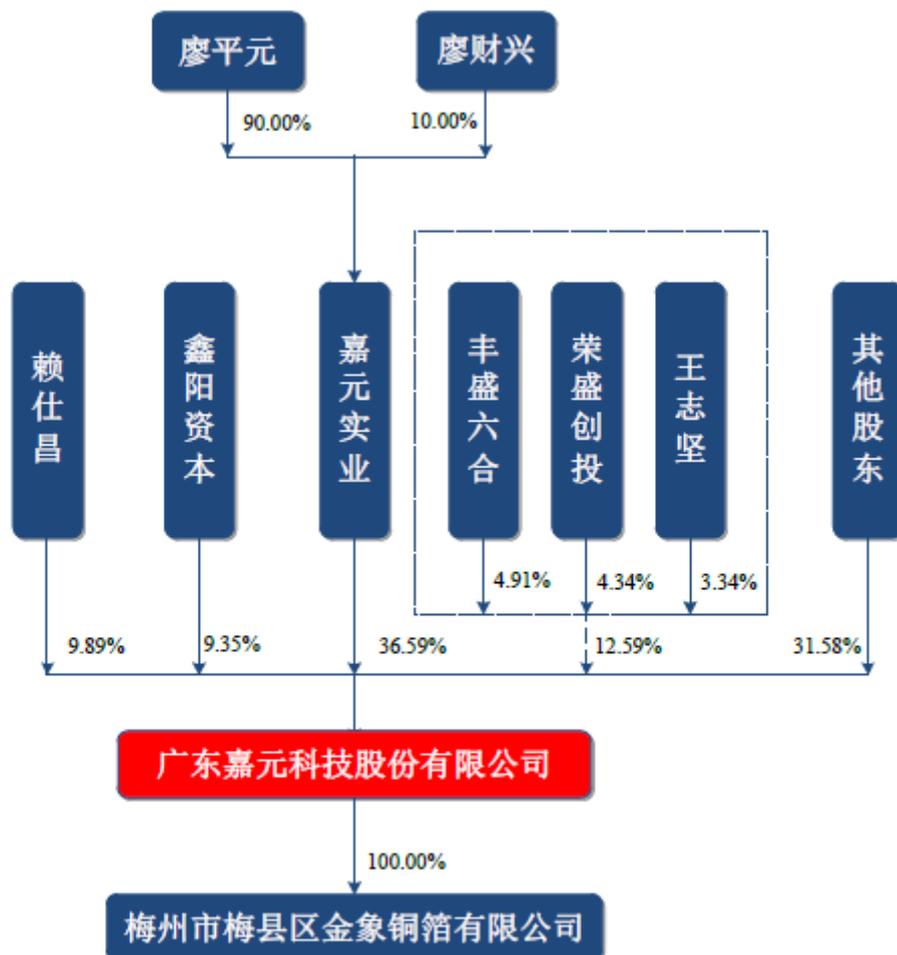
随产品不断迭代升级，公司当前主流产品已从 12 μm 锂电铜箔逐步扩展到 6 μm 锂电铜箔，目前国内只有少数厂家研发出 6 μm 高性能极薄锂电铜箔，2018 年该品种铜箔毛利率达 39.14%，显著高于其他铜箔产品。

此外，公司也已开发出 5 μm 和 4.5 μm 的极薄铜箔，其中 4.5 μm 的极薄铜箔已可实现小批量生产，预计未来将成为公司的核心产品之一。

（二）股权结构

目前，公司控股股东为嘉元实业，直接持有公司 36.59% 的股权。公司实际控制人为廖平元先生，通过控制嘉元实业间接持有公司 32.93% 的股权，2014 年 5 月至今，任公司董事长、总经理。

图 3：公司截至招出具日的股权结构



注：廖财兴为廖平元之父

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（三）募投项目

公司产能利用率非常高，2016 年-2018 年，公司产能分别为 6,000 吨、6,602.51 吨和 13,785.16 吨，产能利用率分别为 111.61%、119.86% 和 110.38%。公司预计 2019 年满产能为 16,000 吨，实际出货或将达 16,996.75 吨。按照 2019 年一季度 6 μ m 销量占比为 64.53% 推算，公司 2019 年全年 6 μ m 销量为 10,968.01 吨，按照 91,769.30 元/吨（2019 年一季度 6 μ m 销售平均单价）计算，全年 6 μ m 产品销售金额约 10 亿元。

公司本次公开发行新股不超过 5780.00 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。此次公司拟募集资金总额为 96940.78 万元，拟投资项目包括 5000 吨/年新能源动力电池用高性能铜箔

技术改造项目、现有生产线技术改造项目、企业技术中心升级技术改造项目和高洁净度铜线加工中心建设项目。此外，部分募集资金还将用于补充流动资金。

表 1: 公司募投项目情况

项目名称	募集资金投资额 (万元)	建设期	详情
5000 吨/年新能源动力电池用高性能铜箔技术改造项目	37246.41	24 个月	规划建设年产 5000 吨新能源动力电池用高性能铜箔生产线, 进一步提升公司新能源动力锂离子电池用高性能铜箔的生产产能和生产制造水平。
现有生产线技术改造项目	14960.00	6 个月	拟对现有老旧生产线与污水处理系统进行综合技术改造, 使之能够匹配高性能锂电铜箔生产需求, 提升产线自动化水平, 提高生产效率与成品率, 降低物耗与人工费用, 从而显著提升公司盈利能力与市场竞争力。
企业技术中心升级技术改造项目	7999.65	18 个月	主要针对高性能锂电铜箔材料进行相关技术和产品的研发, 保证公司产品技术先进性, 完善公司产品线, 强化公司综合竞争力。
高洁净度铜线加工中心建设项目	6734.72	24 个月	配套建设高洁净度铜线加工中心, 更好地适应 6 μ m 及更高水平铜箔的制造需求, 进一步降低制造成本, 提高经济效益。
补充流动资金	30000.00	-	-
总计	96940.78	-	-

资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

二、财务分析

近三年公司营业收入与净利润水平增速较快。2016 年-2018 年, 公司实现营业收入 4.19 亿元、5.66 亿元及 11.53 亿元, 年复合增长率 65.89%, 主要由于下游锂电电子电池行业向轻薄化和高能量密度方向发展, 公司的双光 6 μ m、双光 7-8 μ m 产品的需求大幅增加。此外, 公司产能逐步释放, 使公司销售收入逐年迅速增长; 2016 年-2018 年公司实现归母净利润 6252.98 万元、8519.25 万元和 17643.11 万元, 年复合增长率为 67.97%。

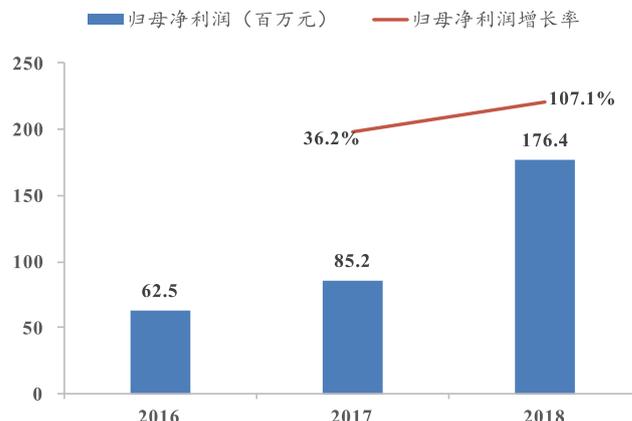
公司预计 2019 年 1-6 月的营业收入为 7.41 亿元至 8.11 亿元, 同比增长约 64.73%至 80.29%。公司预计 2019 年 1-6 月可实现扣非归母净利润为 1.6 亿元至 1.95 亿元, 同比增长 219.17%至 288.99%, 主要原因是公司自 2018 年下半年开始高毛利率的 6 μ m 铜箔放量增长, 收入占比持续提升。

图 4: 2016 年-2018 年公司营业收入增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

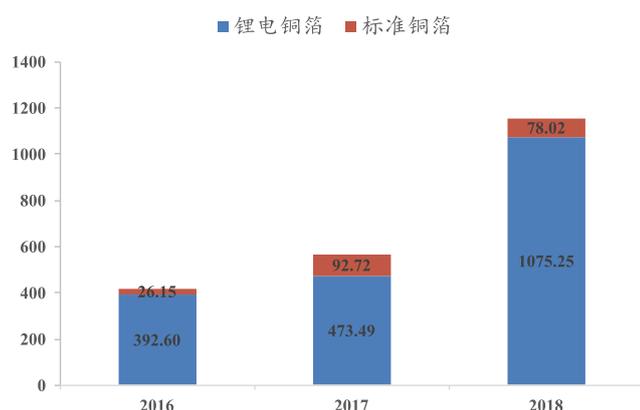
图 5: 2016 年-2018 年公司归母净利润增长情况



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

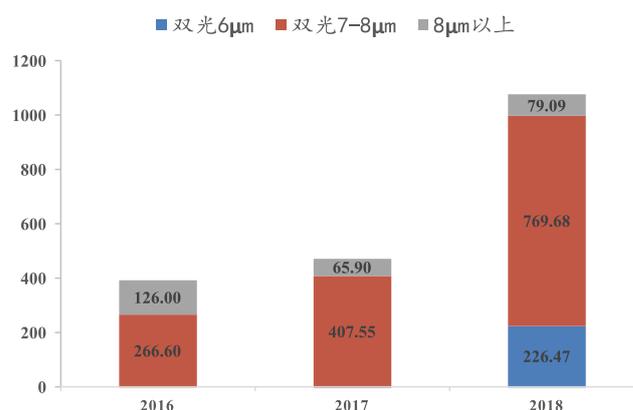
公司主营业务收入来自锂电铜箔与标准铜箔。2016年-2018年，公司锂电铜箔的销售收入分别为3.93亿元、4.73亿元和10.75亿元，占主营业务比重分别为93.75%、83.62%和93.24%。公司锂电铜箔销售收入逐年增加，尤其是2018年增加了127.3%，主要由于客户对锂电铜箔需求的迅速增加。标准铜箔产品销售收入分别为2615.27万元、9272.34万元和7801.65万元，占主营业务比重分别为6.25%、16.38%和6.76%。其中，2017年公司标准铜箔收入占比上升10.13pct，主要由于2016年末至2017年上半年，标准铜箔市场需求迅速提升，产品价格也随之上升，公司因此增加了标准铜箔的产能。2018年市场供需恢复平衡，公司标准铜箔收入占比回归原有水平。

图 6：2016 年-2018 年公司主营业务收入构成（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

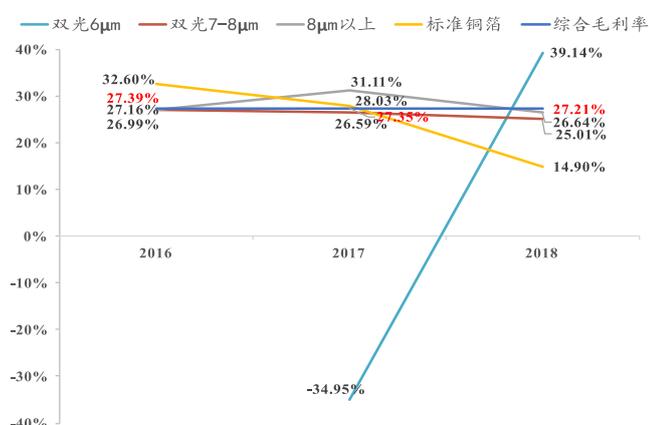
图 7：2016 年-2018 年公司锂电铜箔产品收入构成（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

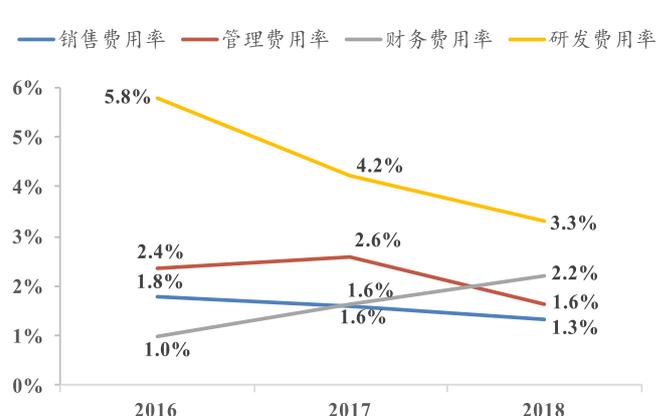
锂电铜箔产品按厚度可分为双光 6μm、双光 7-8μm 和 8μm 以上锂电铜箔。其中，双光 7-8μm 锂电铜箔 2016 年-2018 年占比分别为 63.66%、71.98% 和 66.74%，为公司锂电铜箔主要收入来源。2017 年起，公司开始销售双光 6μm 锂电铜箔，且 2018 年占比迅速提升至 19.64%，2019 年一季度，该产品已实现收入 2.31 亿元，占比达到 68.61%，迅速成为公司锂电铜箔主流产品之一。公司预计 2019 年全年 6μm 铜箔出货将达 1.1 万吨，预计同比增长 357%。

图 8：2016 年-2018 年公司主营业务毛利率变动



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 9：2016 年-2018 年公司期间费用率变动



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

盈利能力方面，2016 年-2018 年公司主营业务毛利率分别为 27.39%、27.35%、27.21%，总体变动不大。其中，锂电铜箔毛利率分别为 27.04%、27.22% 和 28.10%，整体波动较小。但

从细分产品看，双光 6 μ m 锂电铜箔毛利率变动程度较大。双光 6 μ m 极薄铜箔在 2018 年开始进入大规模量产，合格率同比大幅上升使成本降低，导致毛利率同比大幅上升，2018 年 6 μ m 铜箔毛利率高达 39.14%。2016 年-2018 年标准铜箔毛利率分别为 32.60%、28.03%和 14.90%，呈逐年下降的趋势，主要由于 2018 年标准铜箔市场相对 2017 年恢复供需平衡，销售价格回落，且原材料铜线价格上升导致成本上升。

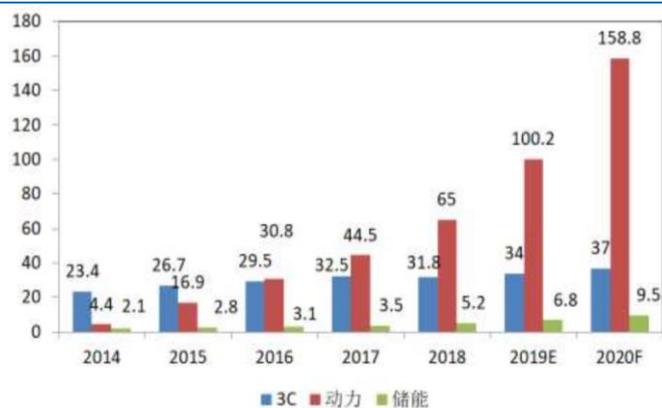
期间费用方面，2016 年-2018 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 10.91%、10.05%和 8.46%，占比相对稳定。2018 年，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率均下降，主要由于公司营业收入规模大幅扩张，该三项费用增速小于收入增速，但从费用规模上来看逐年上涨。报告期内，公司财务费用率逐年上升，主要由于银行借款的利息支出及票据贴现的费用较多。公司整体费用控制能力良好。

三、行业概况

电解铜箔是以铜料为主要原料，采用电解法生产的金属铜箔，是电子制造行业的功能性关键基础原材料。电解铜箔主要可用于锂离子电池和印制电路板（PCB）的制作。其中，锂电铜箔由于具有良好的导电性、良好的机械加工性能，质地较软、制造技术较成熟、成本优势突出等特点，成为锂离子电池负极集流体的首选。

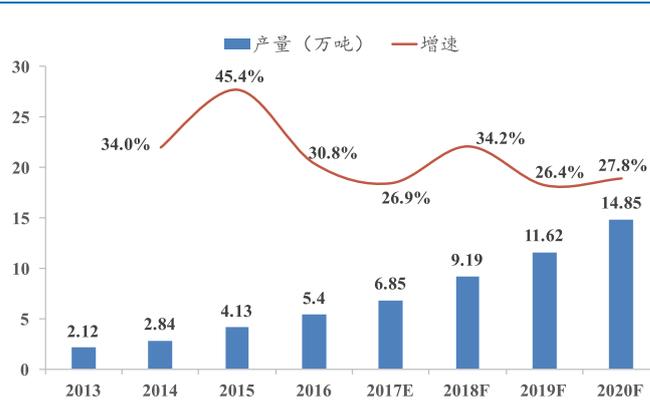
电解铜箔根据应用领域的不同，可以分为锂电铜箔、标准铜箔；根据铜箔厚度不同，可以分为极薄铜箔($\leq 6\mu\text{m}$)、超薄铜箔(6-12 μm)、薄铜箔(12-18 μm)、常规铜箔(18-90 μm)和厚铜箔($>70\mu\text{m}$)，锂电铜箔越薄，对电池的能量密度提升作用越大；根据表面状况不同，可以分为双面光铜箔、双面毛铜箔、双面粗铜箔、单面毛铜箔和甚低轮廓铜箔(VLP 铜箔)。

图 10：2014-2020 年中国各终端锂离子电池产量及预测（GWh）



资料来源：GGII，招股说明书，华金证券研究所

图 11：2013-2020 年中国锂电铜箔产量及预测（万吨）



资料来源：GGII，招股说明书，华金证券研究所

据 GGII 数据，2018 年国内锂离子电池市场产量同比增长 26.71%，达 102.00GWh，在全球产量占比达 54.03%。近年来，受到新能源汽车市场快速发展的带动，新能源汽车动力电池领域成为拉动锂电池市场增长的核心因素。2018 年，我国动力锂电池产量达 65GWh，为占比最大的细分领域，同比增速达 46.07%，远超整体增速水平。

在下游需求推动下，近年来，锂电铜箔的需求也保持稳步增长。据 GII 数据，预计 2019 年国内锂电铜箔产量可达 11.62 万吨，同比增长 26.4%。未来几年，新能源汽车产业在国家政策大力支持下，国内锂电铜箔市场将继续保持高增长，预计到 2020 年需求将达约 14.85 万吨。

当前，国内企业生产的锂电铜箔产品以 8 μ m 为主。未来，在锂电池能量密度要求逐步提升的情况下，6 μ m 以内的锂电铜箔将成为锂离子电池的关键原材料之一。随着 6 μ m 铜箔的产业化技术逐渐成熟，电池企业应用技术逐渐提高，6 μ m 锂电铜箔将成为主流企业布局的重心。

四、估值分析

根据锂离子电池单位耗用铜箔量平均约为 900 吨/GWh 的水平测算，中国锂电铜箔耗用量约为 91,800 吨，2018 年嘉元科技锂电铜箔的产量为 15,215.58 吨，市场占有率约为 16.57%；2018 年嘉元科技 6 μ m、7-8 μ m 锂电铜箔合计产量为 12,927.72 吨，市场占有率约为 14.08%，行业排名前三（第一为诺德股份，目前市值约 50 亿元）。公司测算 2019 年一季度销售给宁德时代 6 μ m 锂电铜箔量占其产品装机耗用量的比重约为 50.41%，行业第一。公司目前的技术实力或已超越诺德股份。

从事电解铜箔生产的同行业公司主要有诺德股份（行业出货第一）、超华科技、灵宝华鑫和中一股份。其中中一股份于 2017 年从新三板摘牌，灵宝华鑫为非上市公司，因此我们选取 A 股上市公司诺德股份和超华科技作为参考，可比公司 2018 年静态 PE 均值为 85 倍（与公司业务更加相近的诺德股份 2018 年静态 PE 为 51 倍）。

可比公司中诺德股份 2016 年-2019 年一季度的 ROE 分别为 1.4%、9.6%、4.6%、1.4%，公司 2016 年-2019 年一季度的 ROE 分别为 24.4%、19.6%、28.7%、10.8%，公司 ROE 水平远大于可比公司。行业平均 PB 为 2.45 倍，基于公司高 ROE 水平，可考虑给予公司 2018 年 8-10 倍的静态 PB 估值，对应市值范围 62.6 亿元-78.3 亿元。

表 2：同行业公司 2016 年-2018 年 ROE 水平

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE	净资产收益率 ROE
		2016 年报	2017 年报	2018 年报	2019 一季
688388.SH	嘉元科技	24.4%	19.6%	28.7%	10.8%
600110.SH	诺德股份	1.4%	9.6%	4.6%	1.4%
002288.SZ	超华科技	-5.1%	3.1%	2.3%	0.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

考虑到公司为宁德时代最大的 6 μ m 铜箔供应商，2019H1 归母净利润增速 219%-289%，可给予公司 2018 年 35X-45X 的静态 PE 估值，对应市值范围 61.6 亿元-79.2 亿元，对应询价区间为 26.68-34.31 元。

表 3：同行业公司估值情况对比

公司代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	2018 年营业收入（亿元）	2018 年净利润（亿元）	2018 年 PE	最新 PB
600110.SH	诺德股份	4.33	49.8	23.01	0.972	51	2.3
002288.SZ	超华科技	4.42	41.2	13.85	0.345	119	2.6
	均值					85	2.45
688011.SH	嘉元科技	-	-	11.53	1.76	35-45	8-10

资料来源：Wind，华金证券研究所（截至 2019 年 7 月 8 日收盘价）

五、风险提示

- 1、铜价格波动风险；
- 2、新能源汽车产销不及预期；
- 3、技术革新风险；
- 4、产品结构单一和下游应用领域集中风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索、林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com