

推荐（维持）

高镍龙头，对标公司估值或存提升机会

风险评级：中风险

科创系列报告之二：容百科技

2019年4月29日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理

黎江涛

S0340117110042

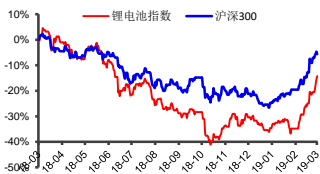
电话：0769-22119416

邮箱：

lijiangtao@dgzq.com.cn

细分行业评级

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

科创系列报告之一：天奈科技：碳纳米管龙头，关注直接持股及对标上市公司-20190416

■ **容百科技：全球领先的高镍正极材料龙头。**容百科技成立于2014年，创始人百厚善先生曾任当升科技总经理等职务，在正极材料领域积累深厚，百先生整合了来自于中国、韩国等知名电池厂商，拥有高学历背景的实践团队。公司成长迅速，2018年公司营收30.41亿元，同比增长62%，归母净利润（扣非）为2.03亿元，同比增长121%。研发强度维持在约4%水平，专利数量行业领先，申请专利遍布中国、韩国及美国。公司愿景是力争2019年跻身全球三元材料行业第一梯队；2021年进入世界新能源材料企业前两位；2023年成为全球综合第一的新能源材料企业；2028年成为全球领先的新能源企业集群。

■ **正极材料行业市场空间大，集中度较低。**根据高工锂电测算，2018年中国锂电池正极材料市场规模535亿元，同比增长约28%。其中，NCM三元正极材料市场规模230亿元，占约43%。在三元体系中，由于对能量密度更高的追求，高镍化是大趋势，从各国技术路径规划来看，2020年能量密度普遍将达300wh/kg，在现有体系中，高镍是最可行的方案。目前NCM811相较于NCM523能量密度可提升25%，后续高镍正极产品性能优化之后可提升30%以上。当前竞争格局中，主要参与者包括当升科技、杉杉股份、长远锂科、振华新材等，容百科技在高镍领域走在行业前列。

■ **投资建议：关注对标公司，推荐当升科技。**按照公司招股说明书（申报版）融资数量及稀释股权比例，预计发行整体估值约160亿元（每股约36元），按照公司2018年净利润水平，对应静态估值约75倍。若按照该价格发行成功，预计将提升对标公司估值水平，关注当升科技。当升科技客户优质，产能瓶颈突破，新产能释放有望推动公司业绩持续向上。

■ **风险提示：**发行失败；高镍发展不及预期；新能源车推广不及预期。

重点公司盈利预测及评级 (20190426)

代码	公司	收盘价	EPS			PE			评级
			2018年A	2019年E	2020年E	2018年A	2019年E	2020年E	
300073.SZ	当升科技	25.72	0.72	0.97	1.18	35.72	26.52	21.80	推荐

数据来源：wind，东莞证券研究所

目 录

容百科技：高镍正极龙头	3
简介：主营正极材料	3
技术：国际化研发团队，研发成果丰厚	5
产品：行业领先，持续迭代，客户优质	7
行业分析：行业空间大，集中度低	7
正极材料介绍：三元发展前景好	7
市场空间：市场规模大，高镍长期趋势不改	10
竞争格局：容百科技领先，行业集中度较低	11
投资建议：关注当升科技	11
当升科技（300073）：产能瓶颈突破，业绩维持高增长	11
风险提示	12

插图目录

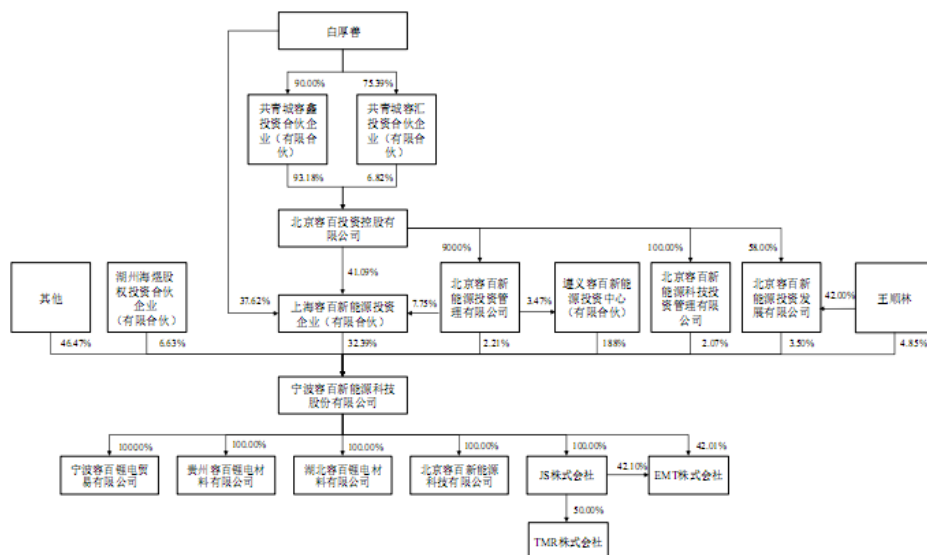
图 1：天奈科技股权结构	3
图 2：公司高级管理人员介绍	3
图 3：公司 NCM523、NCM622 等主要产品情况	4
图 4：正极材料在锂电池产业链中的位置	4
图 5：公司主要财务指标	5
图 6：公司研发团队主要成员介绍	5
图 7：前驱体生产工艺及流程	6
图 8：正极材料生产工艺及流程	6
图 9：公司产品不断迭代	7
图 10：公司前五大客户（2018 年/2017 年）	7
图 11：正极材料基本情况介绍	8
图 12：正极材料各技术路线占比	9
图 13：三元正极材料基本情况介绍	9
图 14：正极材料发展历程	9
图 15：三元正极材料市场规模及预测	10
图 16：三元正极材料行业主要竞争对手情况	11
图 17：容百科技历史及 IPO 拟估值情况	11

容百科技：高镍正极龙头

简介：主营正极材料

公司成立于2014年9月，是国内领先的正极材料研发、生产、销售公司，尤其是在高镍领域走在国内前列，实际掌控人是百厚善先生，百总2001年到2012年任当升科技总经理，创始人在正极材料领域积累深厚。

图1：天奈科技股权结构



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所 注：以上系发行前股权结构。

公司高管团队学历背景非常优秀，阵容豪华，在技术、销售、财务领域都有极强的团队把关，创始人整合了来自韩国等知名电池产业人员，号召力强。管理团队中，总经理刘相烈先生在正极材料领域有深厚的积累，其他成员在市场、财务等领域都有良好的背景。

图2：公司高级管理人员介绍

姓名	公司职位	出生年份	学历背景	简介
刘相烈	总经理	1960年	韩国汉阳大学物理学硕士	2005年5月至2009年12月,任韩国L&F锂电正极材料事业部总经理;2010年创办EMT株式会社并出任董事长,总经理;2014年10月起任公司总经理。
刘德贤	副总经理	1974年	北京理工大学材料学硕士	1999年1月至2004年5月,刘德贤先生曾任当升科技总裁助理;2004年6月至2017年7月,任淡水河谷基本金属事业部中国区销售经理,区域销售总监;2017年7月至今,任公司国际贸易事业部总经理,总裁助理,副总经理。
张慧清	副总经理	1967年	北京化工大学/北京科技大学工商管理硕士	1989年至1998年,张慧清先生曾任当升科技生产厂长,总经理助理,生产总监等职;2013年至2014年,任容百控股副总经理;2014年至今,任公司董事及副总经理。
赵岑	财务负责人	1974年	上海财经大学会计学硕士	2015年11月至2017年6月,任三星工作机械有限公司财务总监;2017年7月至今,任公司财务负责人。
陈兆华	董秘	1982年	清华大学法学/香港中文大学工商管理硕士	2011年至2017年历任西藏华钰矿业股份有限公司董事,证券法务中心总监和董事会秘书;2017年4月至今,任公司董事及董事会秘书。

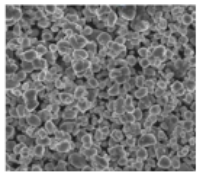
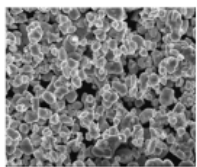
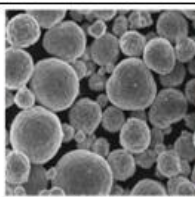
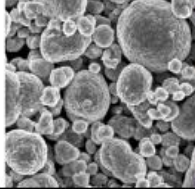
资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司主要从事锂电池正极材料及其前驱体的研发、生产和销售，主要产品包括 NCM523、

NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体。三元正极材料主要用于锂电池的制造，并主要应用于新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品等领域。正极材料是锂电池的核心关键材料，其特性对于电池的能量密度、循环寿命、安全性能等具有直接影响。基于能量密度高、放电容量大、循环性能好、结构比较稳定等优势，三元正极材料已成为锂电池正极材料的重要发展方向。三元前驱体为三元正极材料的镍钴锰氢氧化物中间体，其加工品质对三元正极材料的性能质量有重要影响。公司具有三元正极材料及其前驱体的一体化研发、制造能力，所制造前驱体除自用生产三元正极材料外，部分对外销售。

三元正极材料是层状镍钴锰（铝）酸锂复合材料，按照镍、钴、锰（铝）的大致构成比例，可以分为 NCM333、NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等型号，能量密度会随着镍含量的提高而提升。相较于 NCM333、NCM523 等常规三元正极材料， NCM622、NCM811、NCA 等高镍三元正极材料在能量密度上具有更大优势。

图 3：公司 NCM523、NCM622 等主要产品信息

产品类别	示例图 (SEM 电镜形貌)	主要技术指标	最终用途	备注
NCM523		外观：黑色粉末 振实密度：2.20g/cm ³ (典型值) Li: 7.40±0.20wt% Ni: 30.00±1.00wt% Co: 11.85±1.00wt% Mn: 16.70±1.00wt% 克比容量≥160mAh/g 首次效率≥87.0%	3C 电子产品、电动工具、新能源汽车	公司的单品 523 产品，较传统 523 产品具有压实密度高、循环性能好、使用电压高等优点，并较钴酸锂材料有明显成本优势
NCM622		外观：黑色粉末 振实密度：2.15g/cm ³ (典型值) Li: 7.40±0.20wt% Ni: 36.10±1.00wt% Co: 12.30±1.00wt% Mn: 11.20±1.00wt% 克比容量≥170mAh/g 首次效率≥87.0%	新能源汽车、3C 产品	公司的单品 622 产品，较传统 622 产品能量密度更高，兼顾成本优势的同时，有效提升新能源汽车续航里程
NCM811		外观：黑色粉末 振实密度：2.45g/cm ³ (典型值) Li: 7.40±0.20 wt% Ni: 47.50±1.50wt% Co: 6.60±0.60wt% Mn: 5.50±0.60wt% 克比容量≥190mAh/g 首次效率≥87.0%	新能源汽车、3C 产品	经过多次技术升级改造，公司推出了多代高镍 811 产品，具有更好的能量密度优势
NCA		外观：黑色粉末 振实密度：2.65g/cm ³ (典型值) Li: 7.40±0.20 wt% Ni: 56.00±1.50wt% Co: 5.80±0.60wt% Al: 0.50±0.20wt% 克比容量≥195mAh/g 首次效率≥86.0%	新能源汽车、3C 产品	公司的高镍 NCA 产品不仅容量高，还采用了大小颗粒掺混技术提升压实密度，具有更高的能量密度优势

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司确立了高能量密度及高安全性的产品发展方向，以产品差异化来提升竞争实力。公司拥有一支国际化的管理及研发团队，成为国内首家实现高镍产品（NCM811）量产的正极材料生产企业，NCM811 产品技术与生产规模均处于全球领先。借助于技术领先形成的先发优势，公司与宁德时代、比亚迪、LG 化学、天津力神、孚能科技、比克等国内外主流锂电池厂商建立了良好的合作关系。

图 4：正极材料在锂电池产业链中的位置



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司 2017 年、2018 年营收分别为 18.79 亿元、30.41 亿元，分别同比增长 112%、62%，增速非常快，公司 2018 年营收结构中，约 86% 来源于三元正极材料，部分前驱体外售，占约 11%。来源于大陆的营收占比为 88%。公司 2018 年整体毛利率为 16.62%，净利率

约 6.94%，2018 年实现归母净利润（扣非）2.03 亿元，同比增长 121%。

图 5：公司主要财务指标

	2018年	占比	2017年	占比	2016年	占比
营业总收入	30.41	100.00%	18.79	100.00%	8.85	100.00%
三元正极材料	26.30	86.48%	15.97	84.99%	6.87	77.63%
前驱体	3.42	11.25%	2.50	13.30%	1.86	21.02%
其他业务	0.49	1.61%	0.13	0.69%	0.04	0.45%
其他主营业务	0.20	0.66%	0.18	0.96%	0.08	0.90%
中国大陆	26.68	87.73%	17.51	93.19%	7.35	83.05%
毛利率(%)	16.62		14.81		12.10	
三元正极材料	18.21		15.74		13.95	
前驱体	6.28		10.97		6.81	
其他业务	30.13		6.90		14.25	
归母净利润(亿元/扣非)	2.03		0.92		0.11	
销售净利率(%)	6.94		1.45		0.63	
研发费用率	3.95%		4.10%		3.62%	

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

技术：国际化研发团队，研发成果丰厚

公司专利布局遍布全球，目前公司中国拥有 29 项发明专利，1 项美国专利及 11 项韩国专利。公司研发强度 2018 年为 3.95%，2017 年为 4.1%，维持较高水平。

图 6：公司研发团队主要成员介绍

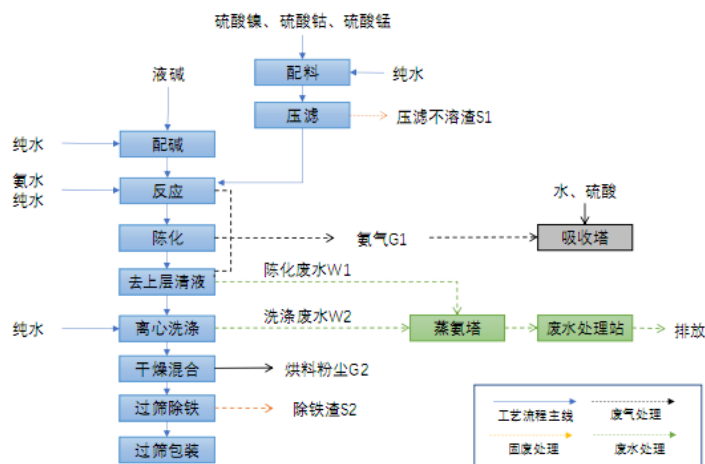
姓名	公司职位	出生年份	学历背景	简介
白厚善	董事长	1964年（中国/美国永居权）	中南大学有色冶炼学士，清华大学工商管理硕士	2001年12月至2012年3月，任当升科技总经理；2013年至今，任容百控股董事长、总经理；2015年10月至今，任公司董事长。
刘相烈	总经理/研究院院长	1960年（韩国）	韩国汉阳大学物理学硕士	2005年5月至2009年12月，任韩国L&F锂电正极材料事业部总经理；2010年创办EMT株式会社并出任董事长、总经理；2014年10月起任公司总经理
李琮熙	研究院副院长	1975年（韩国）	日本九州大学应用化学博士	曾任三星电池高级研发工程师（2007年-2012年）；GS 能源株式会社电池材料研究中心首席（2012年-2016年）；2017年加入公司
孙保国	研究院副院长	1965年（澳大利亚）	塔斯马尼亚大学化学博士	2007年至2012年任Codexis Inc.研发总监；2013年至2015年，任Covance Inc.全球扩张总监；2016年至2017年任Advanced Analytical Australia(澳大利亚分析实验室)高级研究员；2017年加入公司
田光磊	研究院基础研发中心总经理	1976年（中国）	中科院材料学博士	2006年-2018年任中国计量大学副教授；2018年2月加入公司
袁徐俊	研究院新产品开发中心总经理	1984年（中国）	宁波大学化学学士	2008年-2014年任宁波金和研发工程师及研发经理；2014年10月至今在公司任职
陈明峰	研究院前驱体与再生资源研发中心总经理	1985年（中国）	青岛科技大学材料学学士	2007年-2014年金和新材研发总监；目前任公司前驱体与再生资源研发中心总经理

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司研发人员分布于中韩两地，普遍具有较高学历和丰富的研发经验。国内研发团队定

位于基础研发、产品开发和工艺优化，韩国研发团队定位于前驱体、资源再生方向以及同国际锂电池厂商等行业企业的技术交流合作。公司突破并掌握了高镍三元正极材料的关键工艺技术，并成为国内首家实现 811 量产的正极材料企业。同时，在钠离子电池正极材料技术、固态电池正极材料技术等方面，公司研发团队均有布局。

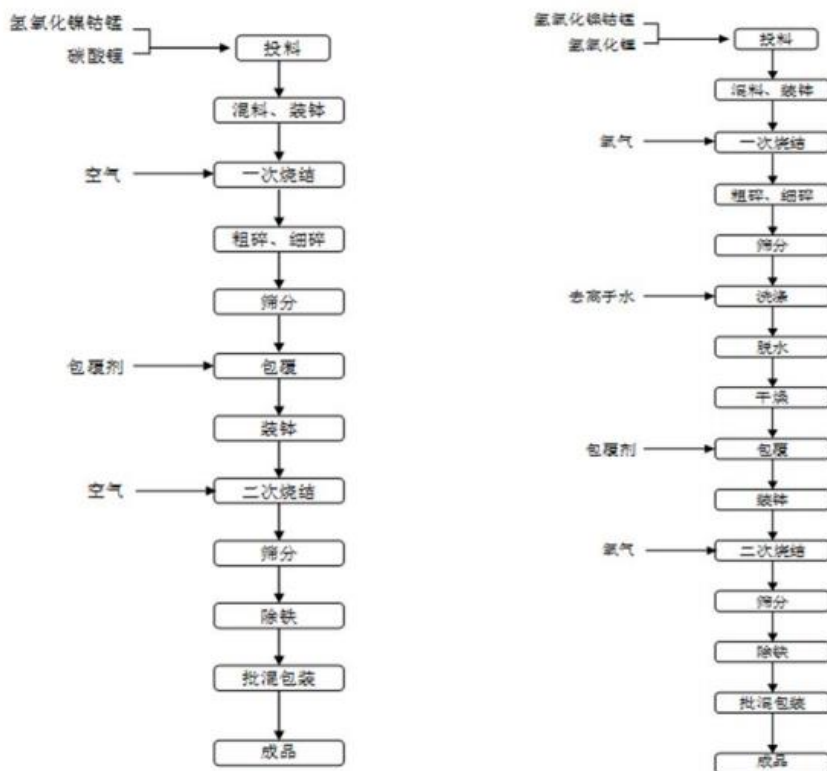
图 7：前驱体生产工艺及流程



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司主要产品为三元正极材料及其前驱体，其中三元正极材料包括 NCM523 等常规三元正极材料和 NCM622、NCM811 等高镍三元材料，高镍三元材料营收占比逐年提高。

图 8：正极材料生产工艺及流程



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

产品：行业领先，持续迭代，客户优质

公司自设立以来，致力于研发驱动，产品结构不断改进和优化。公司 NCM811 的产品技术与生产规模均处于全球领先地位。

图 9：公司产品不断迭代



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

公司与宁德时代、比亚迪、LG 化学、天津力神、孚能科技、比克动力等国内外主流锂电池厂商建立了良好的合作关系，并通过持续的技术优化和产品迭代稳定客户关系。

图 10：公司前五大客户（2018 年/2017 年）

报告期	单位名称	销售金额(亿元 人民币)	销售占比(%)	合计
2018 年报	天津力神电池股份有限公司	6.40	21.06	52.79
	深圳市比克动力电池有限公司	3.67	12.07	
	宁德时代新能源科技股份有限公司	2.08	6.85	
	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	2.01	6.61	
	新能源科技有限公司	1.89	6.20	
2017 年报	天津力神电池股份有限公司	3.69	19.62	61.28
	孚能科技(赣州)有限公司	3.65	19.45	
	深圳市比克动力电池有限公司	2.06	10.97	
	新能源科技有限公司	1.21	6.46	
	北京当升材料科技股份有限公司	0.90	4.78	

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

行业分析：行业空间大，集中度低

正极材料介绍：三元发展前景好

锂电池主要由正极材料、负极材料、隔膜、电解质和电池外壳几个部分组成。正极材料

是锂电池电化学性能的决定性因素，直接决定电池的能量密度及安全性，进而影响电池的综合性能。另外，由于正极材料在锂电池材料成本中所占的比例达30-40%，其成本也直接决定了电池整体成本的高低，因此正极材料在锂电池中具有举足轻重的作用，并直接引领了锂电池产业的发展。锂电池一般按照正极材料体系来划分，可以分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料等多种技术路线。

图 11：正极材料基本情况介绍

项目	钴酸锂 (LCO)	锰酸锂 (LMO)	磷酸铁锂 (LFP)	三元材料	
				镍钴锰酸锂 (NCM)	镍钴铝酸锂 (NCA)
比容量 (mah/g)	140-150	100-120	130-140	150-220	180-220
循环寿命 (次)	500-1000	500-1000	> 2000	1500-2000	1500-2000
安全性	适中	较好	好	较好	较好
成本	高	低	低	较低	较低
优点	充放电稳定，工艺简单	锰资源丰富，成本低，安全性好	成本低，高温性能好	电化学性能好，循环性能好，能量密度高	能量密度高，低温性能好
缺点	钴使用量大，较贵	能量密度低	低温性能差	部分金属较贵	部分金属昂贵
应用领域	电子产品	专用车辆	商用车	乘用车	乘用车

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

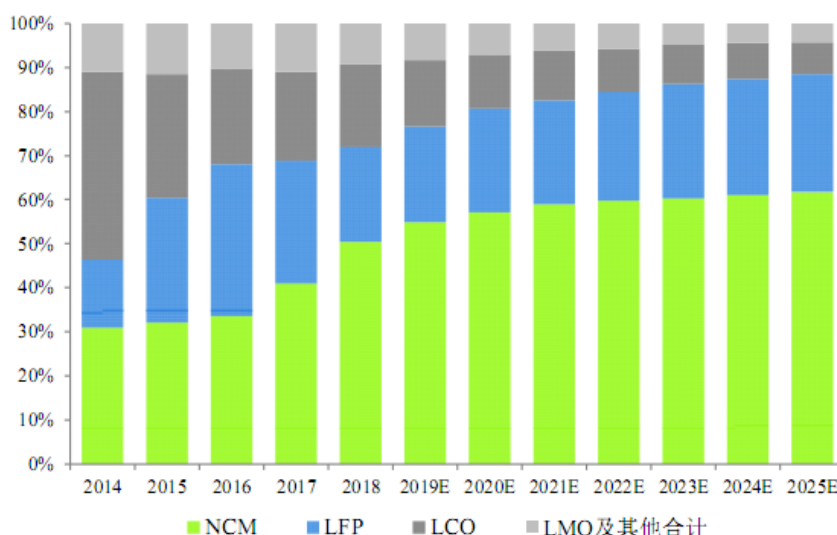
钴酸锂：钴酸锂正极材料作为第一代商品化的锂电池正极材料，具有较好的电化学性能和加工性能，以及比容量相对较高，在小型充电电池中应用广泛。但钴酸锂材料成本高（金属钴价格昂贵）、循环寿命低、安全性能差，近年来被三元正极材料替代部分市场份额。在超薄电子产品领域，因钴酸锂体积能量密度及倍率性能好等优势还无法实现替代。预计未来钴酸锂正极材料会朝高压实性和高安全性的方向发展。

锰酸锂：锰酸锂是除钴酸锂之外研究最早的锂电池正极材料，相比钴酸锂，具有资源丰富、成本低、无污染、安全性能好、倍率性能好等优点；但其较低的比容量、较差的循环性能，特别是高温循环性能使其应用受到了较大的限制。锰酸锂电池将主要在物流车，以及在注重成本、对续航里程要求相对低的微型乘用车领域具有一定市场份额。

磷酸铁锂：磷酸铁锂的出现是锂电池正极材料的一项重大突破，低廉的价格、环境友好、较高的安全性能、较好的结构稳定性与循环性能，使其已形成了较广泛的市场应用。但其能量密度较低、低温性能较差，目前主要使用在商用车（客车）领域。

三元材料：三元正极材料的一般分子式为 $Li(Ni_aCo_bX_c)O_2$ ，其中 $a+b+c=1$ ，具体材料的命名通常根据三种元素的相对含量而定。其中，当X为Mn时，指的是镍钴锰（NCM）三元材料；当X为Al时，指的是镍钴铝（NCA）三元材料。三种元素的不同配比使得三元正极材料产生不同的性能，满足多样化的应用需求。镍钴锰三元材料综合了钴酸锂、镍酸锂和锰酸锂三类材料的优点，存在明显的三元协同效应。相较于磷酸铁锂、锰酸锂等正极材料，三元材料的能量密度更高、续航里程更长。

图 12：正极材料各技术路线占比



资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

根据GGII调研数据，2018年我国锂电池正极材料市场总产值达535亿元，同比增长27.66%。目前，行业主流的NCM型号包括333、523、622和811四种型号。三元正极材料主要是通过提高镍含量、充电电压上限和压实密度使其能量密度不断提升，高镍正极通常指镍相对含量在0.6（含）以上的材料型号。

图 13：三元正极材料基本情况介绍

型号	电池模组能量密度	性能特点	应用领域
NCM333	150wh/kg	兼具能量密度、倍率性能及安全性能	消费电子、汽车、高倍率电池
NCM523	165wh/kg	高容量和热稳定性，工艺成熟	电动车、电动工具等
NCM622	180wh/kg	加工性能好	电动车、高端笔记本电脑
NCM811	> 200wh/kg	高容量，循环性能好	电动车，消费电池
NCA	> 200wh/kg	高容量，循环性能好	电动车，主要特斯拉在用

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

基于下游应用市场的驱动，锂电池正极材料经历了三个发展阶段。第一阶段受消费电池驱动，正极材料以钴酸锂为代表；第二阶段，随着新能源汽车市场放量，磷酸铁锂快速增长；第三阶段，受新能源乘用车对长里程需求与国家政策的推动，三元材料已成为市场需求主导。

图 14：正极材料发展历程

2005-2011
钴酸锂为主

- 消费类3C产品驱动钴酸锂较快增长
- 消费类3C产品的市场增速现已放缓

2014-2015
磷酸铁锂快速增长

- 新能源客车的普及带动磷酸铁锂需求快速增长
- 因具备低成本、寿命长等优势，磷酸铁锂也应用于储能领域

2016-2025
三元材料主导

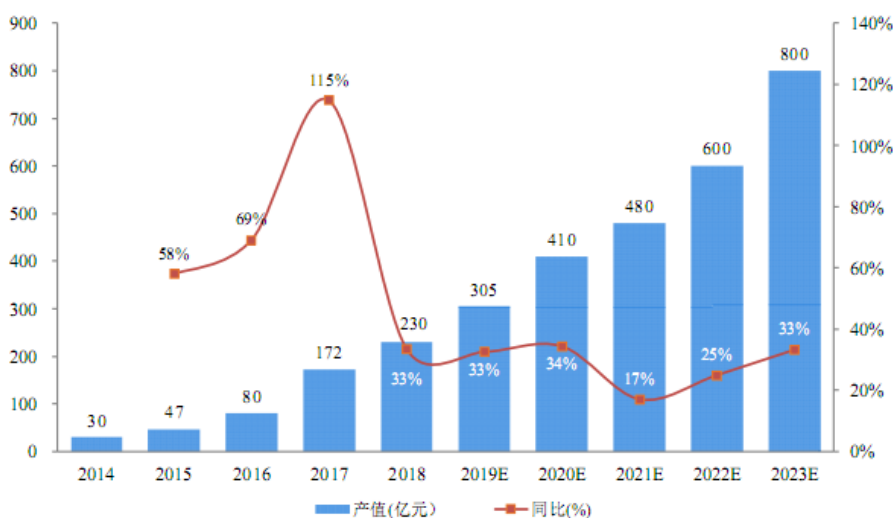
- 新能源乘用车的蓬勃发展驱动三元材料快速增长
- 动力电池能量密度要求的提高带动高镍三元增长

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

市场空间：市场规模大，高镍长期趋势不改

根据GGII数据，2018年我国NCM三元正极材料的市场规模达230亿元，同比增长33%。我国NCM三元正极材料的市场规模市场呈现快速增长，主要受益于国内车用动力电池、3C电池的低钴化、电动工具、电动自行车等应用市场的快速发展，带动了NCM三元正极材料市场需求的持续增长。

图 15：三元正极材料市场规模及预测



资料来源：GGII，容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

高镍三元短期受补贴退坡影响，不改长期趋势。高镍正极材料的优势在于克容量较高，从各国动力电池技术路径规划来看，2020年动力电池电芯能量密度普遍将达到300Wh/kg以上，在现有技术体系中，高镍三元是最可行的商业化方案，三元正极高镍化趋势明朗。目前，NCM811动力电池产品相较NCM523产品能量密度可提升25%，后续高镍正极产品性能的进一步优化可使得能量密度优势提升30%以上。能量密度提升意味着同等重量的电池可以提供更多的带电量，实现轻量化的同时显著提升续航里程。NCM811作为高镍三元正极材料的新一代产品，预计将具有更加广阔的应用与更加快速的生长。2017年开始，随着电芯技术的不断进步、大企业的持续研发投入，公司等少数厂商陆续实现了NCM811的量产。国内主要圆柱电池企业，如比克动力、天津力神、福斯特、德朗能等

陆续进入811电池量产阶段。

竞争格局：容百科技领先，行业集中度较低

目前行业竞争格局较为分散，主要竞争对手包括当升科技、杉杉能源、振华新材、长远锂科等，在高镍领域，容百科技全球领先。公司愿景是力争 2019 年跻身全球三元材料行业第一梯队；2021 年进入世界新能源材料企业前两位；2023 年成为全球综合第一的新能源材料企业；2028 年成为全球领先的新能源企业集群。

图 16：三元正极材料行业主要竞争对手情况

	营收 (2018年)	净利润 (2018年)	毛利率	专利数量 (已授权/个)
容百科技	30.41亿元	2.03亿元 (扣非)	16.62%	中国29项发明专利, 美/韩12项
当升科技	31.08亿元 (正极业务)	约2.5亿元 (扣非)	16.42%	20项发明专利
杉杉股份	46.64亿元 (正极业务)	3.71亿元 (扣非/杉杉能源)	17.13%	29项发明专利
振华新材	13.14亿元 (2017年)	0.37亿元 (2017年, 扣非)	14.15% (2017年)	
长远锂科	9.79亿元 (2017年)	0.87亿元 (2017年)		

资料来源：各公司公告，东莞证券研究所 注：毛利率是 2018 年，备注的除外；专利数据截止到 2018 年底。

投资建议：关注当升科技

按照公司招股说明书（申报版）融资数量及稀释股权比例，预计发行整体估值约160亿元（每股约36元），按照公司2018年净利润水平，对应静态估值约75倍。若按照该价格发行成功，预计将提升对标公司估值水平。

图 17：容百科技历史及 IPO 拟估值情况

时间	投后估值 (亿元)	转让 (增资) 价格	投资人
2017年4月	3.29	1.5元/注册资本	
2017年5月	6.29	2.8元/注册资本	
2017年6月	12.25	4.56元/注册资本	
2017年8月	45.99	13.37元/注册资本	
2017年12月	49.67	14.44元/注册资本	
2018年4月	97.88	25.58元/股	阳光财险、云晖投资等
2018年6月	101.88	25.58元/股	金沙江投资
IPO	募投项目及补充流动资金拟投入16亿元，稀释10%，预计估值160亿元。	预计36.09元/股	

资料来源：容百科技招股说明书（申报版），东莞证券研究所

当升科技（300073）：产能瓶颈突破，业绩维持高增长

产品持续畅销，出货量维持高增长。2019 年一季度，公司实现归母净利润 0.64 亿元，同比增长 64%，实现扣非归母净利润 0.5 亿元，同比增长约 39%，公司锂电正极材料销量同比大幅增长，利润同比上升，业绩维持高速增长。

补贴退坡，高镍短期受压制，不改长期发展趋势。根据高工锂电数据，2019 年 3 月动力

电池装机量 5.09GWH，占 Q1 装机量的 41%。从技术路线上来看，3 月动力电池中，磷酸铁锂占 20%，同比增长 64%；三元占 78%，同比增长 136%。虽然伴随 2019 年正式补贴政策执行，预计部分车型迫于成本压力，最优化盈利，将转向使用磷酸铁锂电池，但我们认为新能源乘用车要取得长足的发展，高镍三元是重要技术路径，长期趋势不改。公司 2019 年约 8000 吨高镍三元产能释放，目前已经进入宁德时代、比亚迪、比克等主流动力电池厂商，产能消化有一定保障。

投资建议：维持“推荐”评级。成立至今，公司专注于正极材料的研发、生产、销售，技术背景雄厚，底蕴较深，已拿下国际化优质客户。长期来看，公司技术储备较为丰富，后劲足。预计公司 2019 年 EPS 分别为 0.97 元，对应 PE 分别为 26 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：高镍需求不佳；商誉减值；原材料价格波动；产能释放节奏低预期；新能源车推广不及预期。

风险提示

- (1) 高镍正极材料发展不及预期。
- (2) 电动车推广不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn