

2019年7月01日

科创板询价报告之容百科技
化工
建议询价区间：[22.47, 26.97]元/股
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,041	4,089	5,507	7,120
(+/-)	61.9%	34.5%	34.7%	29.3%
营业利润	235	361	498	598
(+/-)	390.2%	53.8%	38.1%	20.1%
归属母公司 净利润	213	326	445	528
(+/-)	583.9%	53.3%	36.4%	18.7%
EPS (元)	0.53	0.74	1.00	1.19

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

● 公司是国内高镍三元正极材料龙头企业。公司成立于2014年，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。公司是国内首家实现高镍三元正极材料NCM811量产的企业，在技术与规模方面具备优势，公司客户包括宁德时代、比亚迪、LG化学、比克等国内外主流电池厂商。（注：公司详细内容请参见我们于2019年4月12日发布的报告《科创板新材料系列之容百科技》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司2018年实现营业收入30.41亿元，同比增长61.88%；实现归母净利润2.13亿元，同比增长583.92%；2018年公司毛利率为16.62%，净利率为6.94%，ROE为6.74%，资产负债率为26.55%，总体经营状况良好。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为40.89亿元、55.07亿元和71.20亿元；实现归母净利润分别为3.26亿元、4.45亿元和5.28亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用历史估值法、PE相对估值法和DCF绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据行业及公司具体情况，对三种估值方法给予不同的权重为公司进行估值。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司的IPO发行后估值为133.16亿元，PE法预测公司估值约为78.35亿元，采用DCF法预测公司估值约为127.63亿元。在对三种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司IPO摊薄后合理估值约为109.58亿元。我们假设公司本次发行新股数量为4500万股，公司发行后总股本为44328.57万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为24.72元/股，建议询价区间应为[22.47, 26.97]元/股。

● 风险提示：新能源汽车销量不达预期、技术路线发生变化、核心技术人员及技术流失、竞争加剧导致行业盈利能力大幅下滑、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊
 执业证书编号：S1050518080001
 电话：021-54967583
 邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号
 邮编：200030
 电话：(8621) 64339000
 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 历史估值参考法分析.....	3
2. 相对估值 PE 法分析.....	3
3. 绝对估值 DCF 法分析.....	5
4. 估值及询价分析.....	5

图表目录

图表 1: 公司近年融资历程.....	3
图表 2: 公司历史估值溢价分析.....	3
图表 3: 公司相关可比公司估值水平.....	4
图表 4: PE 估值分析.....	5
图表 5: DCF 估值参数.....	5
图表 6: 公司估值测算.....	6
图表 7: 公司询价区间分析.....	6
图表 8: 公司盈利预测.....	7

1. 历史估值参考法分析

从历年融资情况来看，2018年6月，公司进行了上市前的最后增资，公司投后估值达到101.88亿元。考虑到公司的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期101.88亿元的估值基础上，给予相对中性的15%的溢价率，则公司对应的IPO前估值约为117.16亿元。叠加本次IPO发行募集资金16亿元后，公司对应的IPO摊薄后估值约为133.16亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	增资明细	估值（亿元）
2018年4月15日	公司股本由34,395.62万元增加至38,265.13万元，新增股本3,869.51万元。人民币由阳光财险以货币资金认购1,563.44万元，云晖投资以货币资金认购390.86万元，自贸三期以货币资金认购390.86万元，长江创投以货币资金认购383.04万元，禾盈同晟以货币资金认购7.82万元，龙汇北银以货币资金认购195.43万元，创乾投资以货币资金认购390.86万元，梦定投资以货币资金认购390.86万元，燕园姚商以货币资金认购156.34万元。本次增资方均为公司C轮融资的投资者，经协商，增资价格定为25.58元/股。	97.89
2018年6月19日	公司同意股本由38,265.13万元增加至39,828.57万元，新增股本1,563.44万元。人民币由金沙江投资以货币资金认购。金沙江投资为公司C轮融资的投资者，增资价格同为25.58元/股。	101.88

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

溢价率	悲观预期			中性预期			乐观预期		
	0%	5%	8%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
估值（亿元）	117.88	122.97	126.03	128.07	133.16	138.26	143.35	148.44	153.54

资料来源：华鑫证券研发部

2. 相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A股上市公司当升科技(300073)在业务上与公司最为相似，该公司业务领域涵盖锂电材料与智能装备两大板块，其中的锂电材料主要产品包括多元材料、钴酸锂、锰酸锂等正极材料与前驱体材料。公司锂电材料业务收入占比达到90%以上，因此可作为公司直接可比公司。同时，A股从事锂电池正极材料或电池材料

研发生产的企业格林美（002340）、杉杉股份（600884）、厦门钨业（600549）主要产品与公司存在相似之处，可作为相对估值的参考。2019年相关可比公司的市场一致预期 PE 约为 24X 左右。

图表 3：公司相关可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300073	当升科技	中国	22.97	100	0.78	0.91	1.25	29.4	25.3	18.3
002340	格林美	中国	4.71	195	0.18	0.23	0.29	26.61	20.0	16.0
600884	杉杉股份	中国	10.65	120	0.89	0.86	0.98	11.95	12.4	10.9
600549	厦门钨业	中国	14.31	202	0.31	0.38	0.45	45.68	37.4	31.7
平均值								28.4	23.8	19.2

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 6 月 28）

针对交控科技在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

- （1）公司在高镍三元材料领域可保持较高速增长，普通三元材料领域保持稳定增长。
- （2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；
- （3）公司客户保持稳定，订单开拓与交付平稳进行。
- （4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。
- （5）公司本次发行新股数量为 4500 万股，公司发行后总股本为 44328.57 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 3.26 亿元、4.45 亿元和 5.28 亿元。

我们认为，与相关可比公司相比，容百科技专注于高镍三元正极材料领域，是首批实现 NCM811 材料量产的企业之一，产品布局符合未来动力电池三元高镍化趋势，同时鉴于公司与当升科技业务存在较高相似性，因此可参考当升科技估值水平。参考目前市场给予行业的估值平均估值，我们按照公司 2019 年预测归母净利润 3.26 亿元，假设给予公司市场中性预期 24 倍的 PE 估值进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 78.35 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE (倍)	10	13	15	20	24	28	32	36	40
市值 (亿元)	32.64	42.44	48.97	65.29	78.35	91.40	104.46	117.52	130.58

资料来源：华鑫证券研发部

3. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.21，无风险利率为 3.30%，股票风险溢价为 5.00%，WACC 值为 9.32%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 127.63 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta (考虑杠杆)	1.21
股票风险溢价	5.00%
WACC	9.32%
股权比例	99.23%
永续增长率	2.00%
市值 (亿元)	127.63

资料来源：华鑫证券研发部

4. 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值约为 133.16 亿元，PE 法预测公司估值为 78.35 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 127.63 亿元。结合公司具体发展及行业内可比公司现状，我们分别对三种估值方法给予不同的权重，对历史估值法给予 30% 权重，对 PE 估值法给予 40% 权重，对 DCF 估值法给予 30% 权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 109.58 亿元。

图表 6：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
历史估值法	133.16	30%
PE估值法	78.35	40%
DCF估值法	127.63	30%
最终估值	109.58	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 4500 万股，公司发行后总股本为 44328.57 万股；根据公司预测市值 109.58 亿元，得出公司对应股价为 24.72 元/股，建议询价区间为[22.47，26.97]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 7：公司询价区间分析

市值（亿元）	109.58	
发行后总股本（万股）	44328.57	
每股股价（元/股）	24.72	
询价区间（元/股）	22.47	26.97

资料来源：华鑫证券研发部

图表 8：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	3,041	4,089	5,507	7,120
货币资金	231	1,024	503	321	营业成本	2,536	3,408	4,581	5,945
应收款	1,768	2,272	2,983	3,758	营业税金及附加	11	11	11	11
存货	462	663	891	1,156	销售费用	24	33	50	64
其他流动资产	318	321	324	327	管理费用	80	114	154	214
流动资产合计	2,778	3,958	4,376	5,235	财务费用	20	3	0	15
非流动资产：					费用合计	125	150	204	293
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	39	25	25	25
固定资产+在建工程	1,047	1,712	2,039	2,049	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	270	262	257	237	投资收益	14	15	17	19
其他非流动资产	140	147	155	162	营业利润	235	361	498	598
非流动资产合计	1,485	2,151	2,480	2,479	加：营业外收入	2	0	0	0
资产总计	4,263	6,110	6,856	7,714	减：营业外支出	1	0	0	0
流动负债：					利润总额	235	361	498	598
短期借款	50	55	55	55	所得税费用	24	36	55	72
应付账款、票据	842	1,126	1,514	1,965	净利润	211	325	443	527
其他流动负债	108	119	128	138	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
流动负债合计	1,000	1,301	1,698	2,159	归母净利润	213	326	445	528
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	131	138	144	152	成长性				
非流动负债合计	132	138	145	152	营业收入增长率	61.9%	34.5%	34.7%	29.3%
负债合计	1,132	1,439	1,843	2,311	营业利润增长率	390.2%	53.8%	38.1%	20.1%
所有者权益					归母净利润增长率	583.9%	53.3%	36.4%	18.7%
股本	398	443	443	443	总资产增长率	94.9%	43.3%	12.2%	12.5%
资本公积金	2,483	4,038	4,038	4,038	盈利能力				
未分配利润	228	456	757	1,097	毛利率	16.6%	16.7%	16.8%	16.5%
少数股东权益	1	1	1	1	营业利润率	7.7%	8.8%	9.0%	8.4%
所有者权益合计	3,131	4,992	5,337	5,730	三项费用/营收	4.1%	3.7%	3.7%	4.1%
负债和所有者权益	4,263	6,431	7,180	8,041	EBIT/销售收入	8.0%	9.4%	9.5%	8.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	6.9%	7.9%	8.1%	7.4%
净利润	211	325	443	527	ROE	6.7%	6.5%	8.3%	9.2%
折旧与摊销	53	221	259	269	营运能力				
财务费用	20	3	0	15	总资产周转率	71.3%	66.9%	80.3%	92.3%
存货的减少	-109	-201	-228	-265	资产结构				
营运资本变化	-751	-219	-323	-324	资产负债率	26.5%	23.5%	26.9%	30.0%
其他非现金部分	33	1	-1	-1	现金流质量				
经营活动现金净流量	-543	130	150	220	经营净现金流/净利润	-2.57	0.40	0.34	0.42
投资活动现金净流量	-870	-880	-580	-260	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	1428	1544	-92	-141	每股收益	0.53	0.74	1.00	1.19
现金流量净额	15	793	-521	-181	每股净资产	7.86	11.26	12.04	12.93

资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>