

容百科技 (688005.SH)

新股分析

高镍三元锂龙头

投资要点

- ◆ **国际领先的动力电池正极材料厂商，实控人曾为当升科技创始人：**2014年，公司前身宁波金和锂电材料有限公司成立，主要产品三元锂正极材料。公司客户涵盖宁德时代、比亚迪、LG化学、天津力神、孚能科技、比克动力等在内的国内外主流优质锂电池厂商。公司实控人白厚善（控股42.05%），具有十分深厚的学术背景，曾担任北京市自然科学基金评审专家、科技部中小企业创新基金评审专家、国家863计划材料组新能源材料方向评审专家，是当升科技的创始人之一。
- ◆ **产能持续扩张，高镍三元材料技术行业领先：**公司已跻身三元正极材料行业第一梯队，国内市占率约10%，是国内高镍三元材料龙头之一。作为国内首家高镍NCM811大规模量产企业，公司的NCM811产品在技术研发、生产规模与应用方面均领跑同行。2018年底公司三元材料和前驱体产能分别约为1.9万吨和1.4万吨，公司预计到2019年中期，三元正极材料设计年化产能将达到4.476万吨，预计到2020年和2021年底，公司三元正极材料规划产能将分别达到8万吨和10万吨，产能规模位处行业前列。
- ◆ **动力电池需求中长期持续增长，高镍化大势所趋：**新能源车持续增长带动锂电池需求持续增长。据高工锂电数据，预计到2023年，全球动力锂电池需求量将达511GWh，未来五年复合年均增长率达36.7%。由于新能源车主要增长动力来自乘用车，乘用车对高能量密度电池的需求增速将高于行业平均增速。因此，以高镍为代表的高能量密度电池材料的高速发展将是大势所趋。
- ◆ **投资建议：**选取当升科技、杉杉股份、格林美、厦门钨业作为行业可比公司，2019年行业动态市盈率平均值为25倍，2019年扣非后的最近十二个月的动态市盈率平均值为51倍。由于容百科技业绩几乎全部为三元材料和前驱体的贡献，而与之相似的当升科技和杉杉股份均有其他业务，再考虑到容百科技未来三年利润增速分别为44%、73%、24%。因此，我们认为公司2019年合理的动态市盈率为35X-45X，对应107亿元-138亿元的估值。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，根据公司预测市值范围，建议询价区间应为[24.14, 31.13]元/股。
- ◆ **风险提示：**1、钴、锂原材料价格大幅下滑；2、新能源车产销量不及预期、产业政策变化风险；3、行业技术路线变动风险。

| III

询价区间： 24.14 - 31.13 元

定价区间： - 元

发行数据

总股本(万股)	39,829
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2019/7/10
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

上海容百新能源投资企业(有限合伙)	32.39%
湖州海煜股权投资合伙企业(有限合伙)	6.63%
王顺林	4.85%
共青城容诚投资管理合伙企业(有限合伙)	4.44%
台州通盛锂电股权投资合伙企业(有限合伙)	4.40%
上海哥林企业管理合伙企业(有限合伙)	4.08%
天津世纪金沙江股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3.93%
阳光财产保险股份有限公司	3.93%
湖北长江蔚来新能源产业发展基金合伙企业(有限合伙)	3.76%
北京容百新能源投资发展有限公司	3.50%

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

财务数据与估值

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,878.7	3,041.3	3,731.2	5,718.1	6,589.4
净利润	31.1	212.9	306.4	530.5	655.5
每股收益(元)	0.08	0.53	0.77	1.33	1.65
每股净资产(元)	3.86	7.86	8.62	9.95	11.60

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	14.8%	16.6%	14.7%	15.8%	16.4%
净利润率	1.7%	7.0%	8.2%	9.3%	9.9%
净资产收益率	2.0%	6.8%	8.9%	13.4%	14.2%
ROIC	3.7	3.1	1.9	3.1	3.5

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、国际领先的动力电池正极材料“独角兽”	5
(一) NCM523 材料起家，向 NCM811/NCA 高能量密度材料推进	5
(二) 白厚善为实际控制人，曾为当升科技创始人	7
(三) 受益于新能源车增长，业绩持续高增长	9
二、三元正极材料量价齐升，综合实力行业领先	10
(一) 产能扩张迅速，产量位居前列	10
(二) 下游客户覆盖主流锂电池厂商	11
(三) 成本增速小于售价增速，盈利能力受益于原材料价格上行	12
(四) 前驱体自供为主，稳固三元材料优势地位	14
三、动力电池需求持续增长，三元材料向高镍化方向发展	16
(一) 动力电池需求高速增长，带动正极材料市场扩张	16
(二) 高镍三元材料能量密度高，是动力电池发展方向	17
(三) 持续的研发投入，铸就高镍材料产能位处第一梯队	18
四、公司财务分析	20
五、募投资金运用计划	22
六、盈利预测与估值	22
七、风险提示	24

图表目录

图 1：公司业务拆分	5
图 2：公司主营业务、主要产品、主要经营模式的演变情况	7
图 3：公司发展历程	7
图 4：公开发行前公司股权结构	8
图 5：公司过去三年营收（亿元）及增长率	9
图 6：公司过去三年归母净利润（亿元）及增长率	9
图 7：公司过去三年盈利能力	9
图 8：公司过去三年三费及研发费用比率	9
图 9：公司 2018 年业务占比	10
图 10：细分业务毛利率	10
图 11：公司三元正极材料业务营收（亿元）及增长率	10
图 12：公司三元正极材料产能、产量和销量（万吨）	10
图 13：三元正极材料主流企业产量变化情况（吨）	11
图 14：2017 年国内三元材料市场份额排名	11
图 15：2018 年国内三元材料市场份额排名	11
图 16：公司营业成本构成（亿元）	13
图 17：可比公司锂电池正极材料业务毛利率对比	14
图 18：公司三元正极材料单位成本和售价（万元/吨）	14
图 19：公司前驱体营收及增长率	15
图 20：公司前驱体产能、产量和销量（万吨）	15
图 21：公司前驱体单位成本和售价（万元/吨）	15
图 22：2014-2023 年中国新能源汽车产量分析及预测（万辆）	16
图 23：2014-2023 年全球动力锂电池需求量分析及预测（GWh）	16

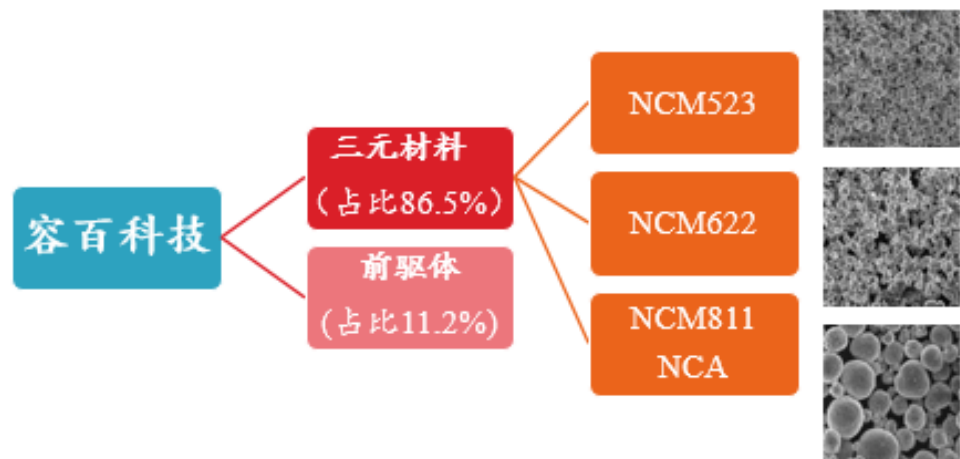
图 24: 2014-2023 年中国 NCM 三元正极材料市场规模分析及预测 (亿元)	17
图 25: 公司研发费用变动情况 (亿元)	18
图 26: 可比公司研发投入.....	18
图 27: 可比公司营业收入 (亿元)	20
图 28: 可比公司归母净利润 (亿元)	20
图 29: 可比公司毛利率 (%)	20
图 30: 可比公司净利率 (%)	20
图 31: 公司存货及其营收占比.....	21
图 32: 公司存货结构 (万元)	21
图 33: 可比公司存货周转率	21
图 34: 可比公司应收账款周转率	21
表 1: 公司的主要产品	6
表 2: 本次发行前后公司股本情况	8
表 3: 2015 年-2017 年前 5 大客户	12
表 4: 主要动力锂电池客户未来新增产能情况.....	12
表 5: 主要原材料采购价格情况 (元/千克)	13
表 6: 2016 年-2018 年前 5 大供应商.....	13
表 7: 不同型号正极材料能量密度及性能特点.....	18
表 8: 公司 7 项核心技术及特点.....	19
表 9: 募集项目情况.....	22
表 10: 容百科技业绩预测.....	22
表 11: 可比公司市值与估值 (2019 年 7 月 1 日)	错误!未定义书签。

一、国际领先的动力电池正极材料“独角兽”

2014年，公司前身宁波金和锂电材料有限公司成立。2018年，金和锂电变更为宁波容百新能源科技股份有限公司，总部位于中国浙江余姚。公司主要从事锂电池正极材料专业化研发与经营，在三元正极材料领域占据领先优势，目前已跻身三元正极材料行业第一梯队。作为国内首家高镍 NCM811 大规模量产企业，公司的 NCM811 产品在技术研发、生产规模与应用方面均领跑同行，属于国内高镍三元材料龙头之一。

公司客户涵盖了包括宁德时代、比亚迪、LG 化学、天津力神、孚能科技、比克动力等在内的国内外主流优质锂电池厂商。此外，公司入选了投中网“2017 年核心竞争力产业最佳企业榜单”，跻身“2018 中国最具投资价值企业 50 强”，并入围了科学技术部火炬中心与长城战略咨询等联合发布的中国“独角兽”榜单。

图 1：公司业务拆分

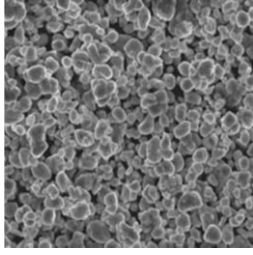
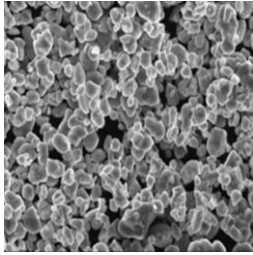
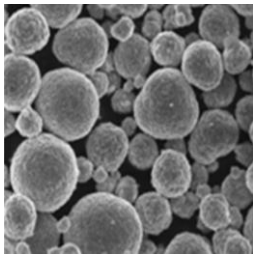
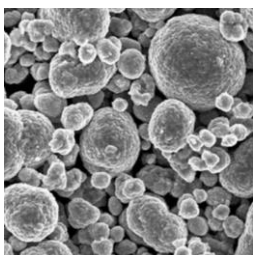


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）NCM523 材料起家，向 NCM811/NCA 高能量密度材料推进

公司主要产品包括正极材料及其前驱体，产品结构向高能量密度方向转变。具体包括 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列产品。三元正极材料是锂电池四大材料之首，公司主要客户来自动力电池领域。随公司不断发展，产品结构不断改进和优化，主要方向是向高能量密度的正极材料转变。

表 1: 公司的主要产品

产品类别	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/ cm3 (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	公司的单晶 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/ cm3 (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	公司的单晶 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/ cm3 (典型值) Li:7.40±0.20wt% 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	经过多次技术升级迭代,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/ cm3 (典型值) Li:7.40±0.20wt% 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:公司招股说明书,华金证券研究所

图2：公司主营业务、主要产品、主要经营模式的演变情况



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

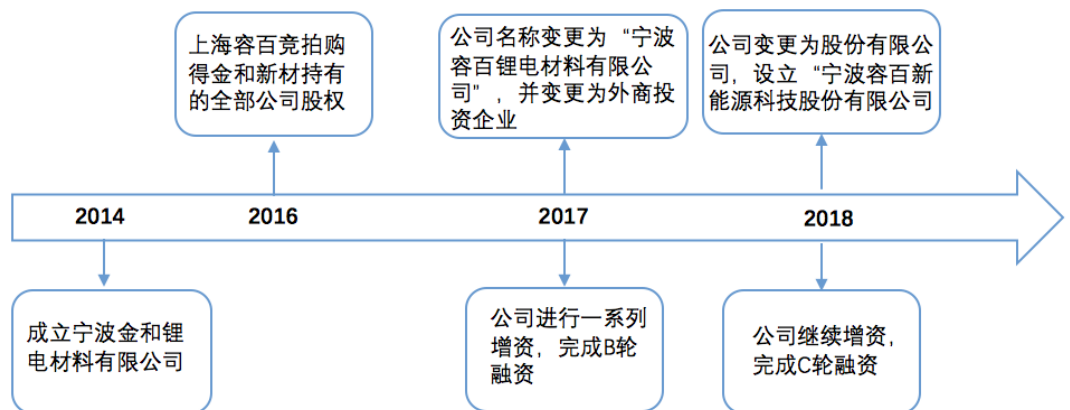
2014年，金和新材出资设立宁波金和锂电材料有限公司；

2016年，金和新材将全部股权转让至上海容百；

2017年，公司更名为“宁波容百锂电材料有限公司”，并变更为外商投资企业；

2018年，变更为股份有限公司，更名为“宁波容百新能源科技股份有限公司”。

图3：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

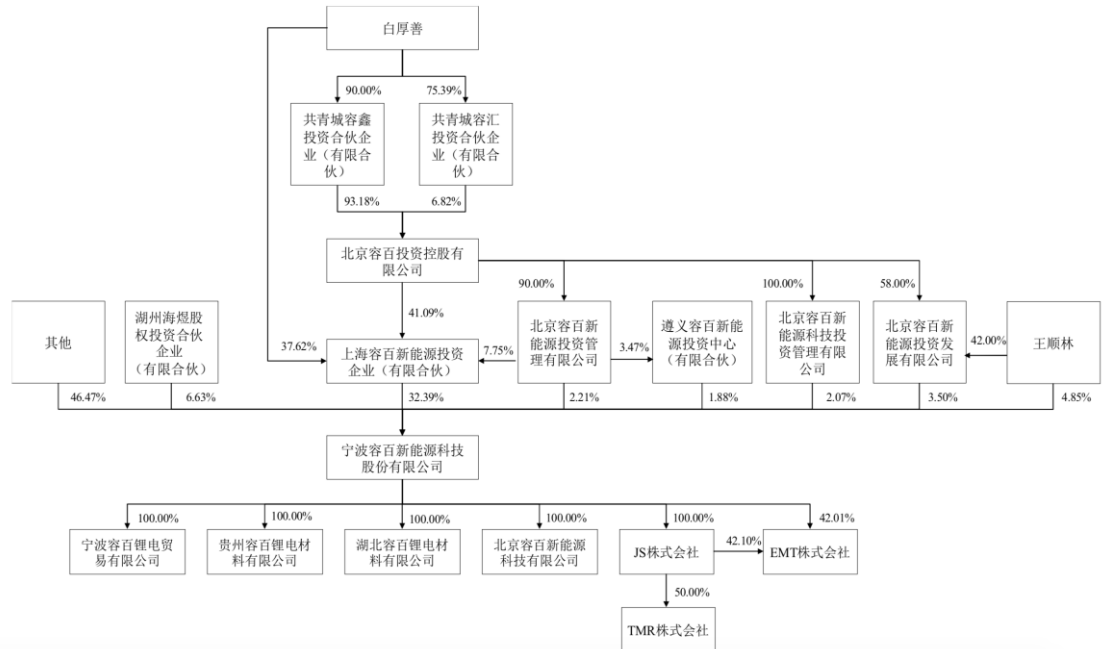
（二）白厚善为实际控制人，曾为当升科技创始人

公司实际控制人为白厚善（公司董事长），通过控制公司股东上海容百、容百管理、容百发展、容百科技及遵义容百合伙，合计控制公司 42.05% 的股权。

实控人白厚善具有十分深厚的学术背景，是当升科技的创始人之一。1984年-1990年，公司创始人白厚善在东北大学重金属火法冶炼专业学习；任沈阳矿冶研究所冶金室技术员、从事冶金科研；1990年-2001年，历任矿冶总院冶金室助理工程师、工程师、专题组长，电子粉体材

料厂厂长，北矿电子中心经理、矿冶总院冶金室副主任等职务。2001年12月，任北京当升材料科技股份有限公司董事、总经理，为当升科技主要创始人之一。曾担任北京市自然科学基金评审专家、科技部中小企业创新基金评审专家、国家863计划材料组新能源材料方向评审专家。

图 4：公开发行前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

本次发行前，公司总股本为 39,828.57 万股，本次拟公开发行股份为 4,500.00 万股，募集资金 16 亿元，发行后总股本为 44,328.57 万股，本次发行股份占公司发行后的总股本比例不低于 10%。

表 2：本次发行前后公司股本情况

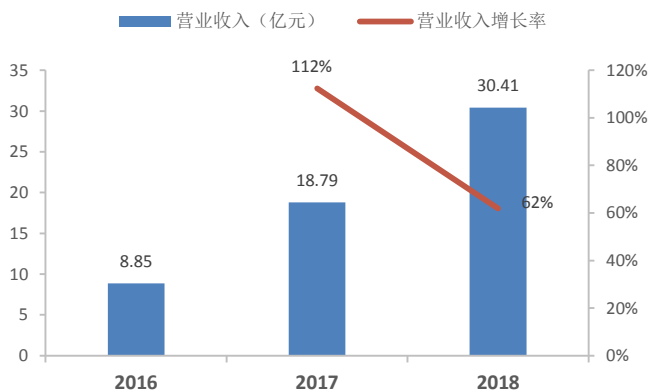
股东名称	发行前		发行后	
	股份数量	比例	股份数量	比例
上海容百	12,900.00	32.39%	12,900.00	29.10%
海煜投资	2,639.49	6.63%	2,639.49	5.95%
王顺林	1,931.08	4.85%	1,931.08	4.36%
容诚合伙	1,767.53	4.44%	1,767.53	3.99%
通盛锂能	1,753.75	4.40%	1,753.75	3.96%
上海哥林	1,624.61	4.08%	1,624.61	3.67%
阳光财产	1,563.44	3.93%	1,563.44	3.53%
金沙江投资	1,563.44	3.93%	1,563.44	3.53%
长江蔚来	1,495.46	3.76%	1,495.46	3.37%
北京容百	1,395.78	3.50%	1,395.78	3.15%
其他	11,193.99	28.09%	11,193.99	25.24%
本次向社会公众发行股份	-	-	4,500.00	10%
合计	39,828.57	100.00%	44,328.57	100.00%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（三）受益于新能源车增长，业绩持续高增长

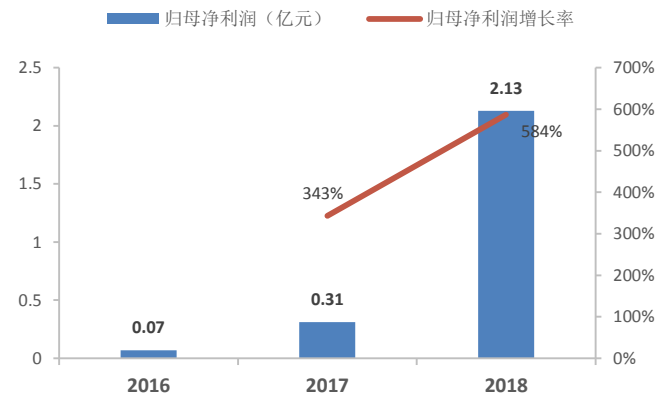
公司直接受益于新能源汽车动力电池的高速增长。2018 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 30.41 亿元和 2.13 亿元，分别同比增长 62%和 584%。公司近三年利润增速较快，主要是因为新能源车动力电池需求增长，公司产能释放，产品吨毛利快速上升所致。此外，公司 2017 年产生了股权激励所产生的股份支付费用等非经常损益约 6051 万元，导致 2017 年归母净利润基数较低，2018 年业绩出现 5.8 倍的增长，扣除非经常损益后 2018 年归母净利润同比增长 121%。

图 5：公司过去三年营收（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

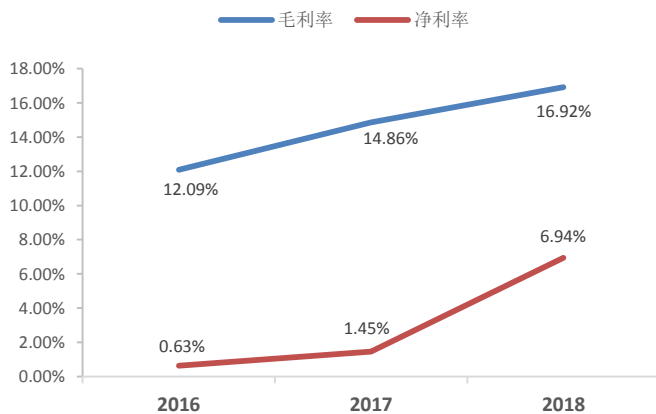
图 6：公司过去三年归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

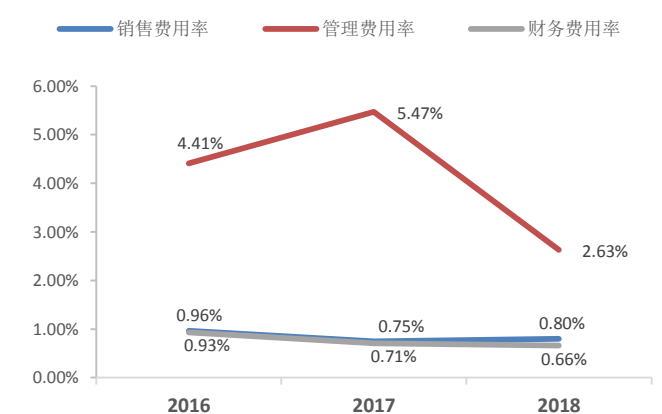
受益于三元正极材料毛利率的逐步提升，公司整体毛利率呈现上升趋势。2018 年公司净利率为 6.94%，同比上升约 5.5pct。随收入规模的持续扩大，公司的财务费率及管理费用均有所下降，其中管理费率下降约 2.8pct（研发费用另计所致），财务费率下降 0.05pct。

图 7：公司过去三年盈利能力



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

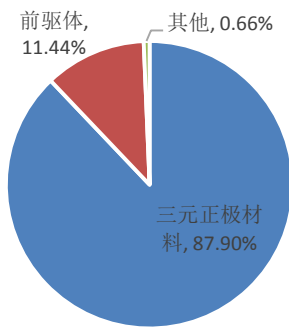
图 8：公司过去三年三费及研发费用比率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

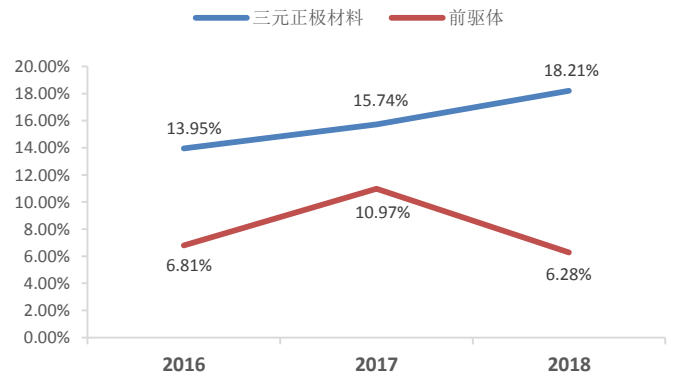
具体来看，2018 年公司三元正极材料和前驱体的营收占比分别为 87.90%、11.44%，毛利率分别为 18.21%、6.28%，其中三元正极材料业务毛利及其占比最高，前驱体以自用为主。

图 9：公司 2018 年业务占比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 10：细分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

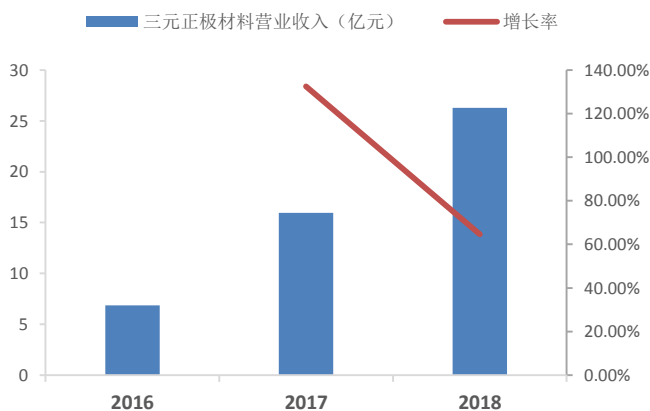
二、三元正极材料量价齐升，综合实力行业领先

（一）产能扩张迅速，产量位居前列

2018 年公司三元正极材料业务营业收入为 26.30 亿元，同比增长 64.6%，一方面受益于国内新能源动力电池行业对三元正极材料的强劲需求；另一方面由于公司在三元正极材料领域具有较强的技术优势和研发实力，新产线逐渐投产，产能释放带动销量快速增长。

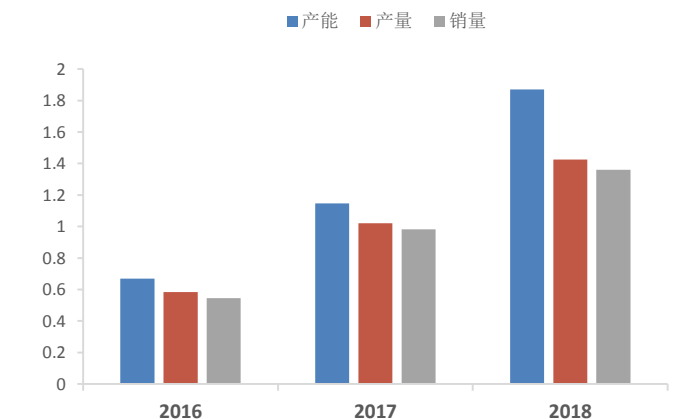
公司产能迅速扩张，2018 年底产能达到 1.87 万吨，同比增长约 63%。2018 年三元正极材料产量达到 1.43 万吨，同比增长 39.70%；销量达到 1.36 万吨，同比增长 38.40%，产销增长趋势保持一致。公司预计到 2019 年中期，三元正极材料设计年化产能将达到 4.476 万吨/年，预计到 2020 年和 2021 年底，公司三元正极材料规划产能将分别达到 8 万吨和 10 万吨，产能规模位处行业前列。

图 11：公司三元正极材料业务营收（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

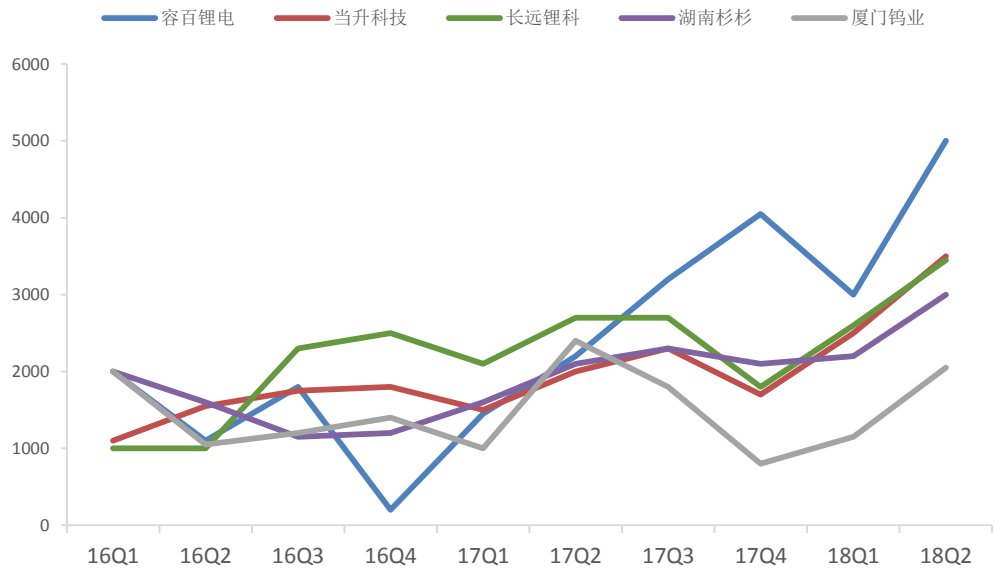
图 12：公司三元正极材料产能、产量和销量（万吨）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

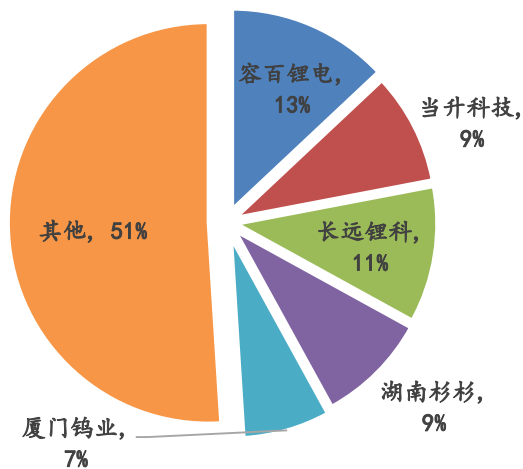
从国内竞争格局来看，2017 年至 2018 年，容百锂电、当升科技、长远锂科、湖南杉杉、厦门钨业等主流三元正极材料生产企业占据了 50% 左右的市场份额。其中，容百科技自 2017 年 Q3 开始，三元正极材料产量跃居国内榜首，且市场份额占比始终位于前列。

图 13: 三元正极材料主流企业产量变化情况 (吨)



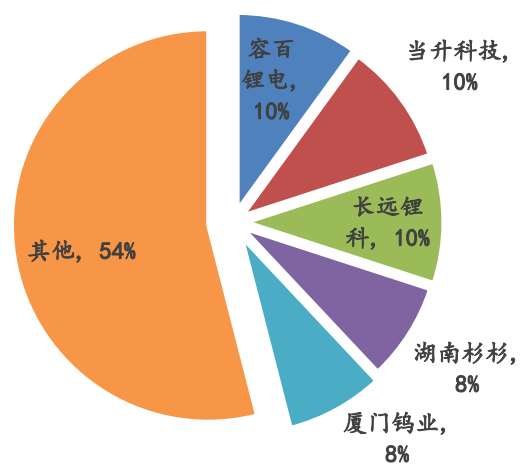
资料来源: GGII, 华金证券研究所

图 14: 2017 年国内三元材料市场份额排名



资料来源: GGII, 华金证券研究所

图 15: 2018 年国内三元材料市场份额排名



资料来源: GGII, 华金证券研究所

(二) 下游客户覆盖主流锂电池厂商

公司客户涵盖了国内外主要的优质锂电池生产厂商。在国内品牌客户方面,公司已与宁德时代、比亚迪、比克动力、孚能科技及力神电池等行业内主流电池客户开展深入的战略合作;在国际品牌客户方面,公司与韩国 LG 化学、三星集团保持着良好合作关系。公司通过持续的技术优化和产品迭代来稳固与行业一流客户的合作。

2016年、2017年及2018年，公司前五大客户销售金额占当期公司营业收入的比例分别为60.40%、61.28%和52.79%，2018年前五大客户的占比有所下降。天津力神连续三年都是公司最大的客户，且占比逐年提高，2018年宁德时代和比亚迪首次进入了前五大客户的阵列。

表 3: 2015 年-2017 年前 5 大客户

期间	序号	销售客户名称	销售金额	占营业收入比例
2018 年	1	天津力神电池股份有限公司	6.40	21.06%
	2	深圳市比克动力电池有限公司	3.67	12.07%
	3	宁德时代新能源科技股份有限公司	2.08	6.85%
	4	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	2.01	6.61%
	5	新能源科技有限公司	1.89	6.20%
合计			16.06	52.79%
2017 年	1	天津力神电池股份有限公司	3.69	19.62%
	2	孚能科技(赣州)有限公司	3.65	19.45%
	3	深圳市比克动力电池有限公司	2.06	10.97%
	4	新能源科技有限公司	1.21	6.46%
	5	北京当升材料科技股份有限公司	0.90	4.78%
合计			11.52	61.28%
2016 年	1	天津力神电池股份有限公司	1.68	18.92%
	2	厦门金龙汽车集团股份有限公司	1.21	13.71%
	3	孚能科技(赣州)有限公司	0.91	10.23%
	4	浙江超威创元实业有限公司	0.88	9.95%
	5	哈尔滨光宇电源股份有限公司	0.67	7.59%
合计			5.35	60.40%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

随全球新能源汽车需求持续增长，将拉动动力电池市场需求高增长。国内外主流动力锂电池企业纷纷扩产以扩大规模效应，公司作为上游三元正极材料生厂商将充分受益。

表 4: 主要动力锂电池客户未来新增产能情况

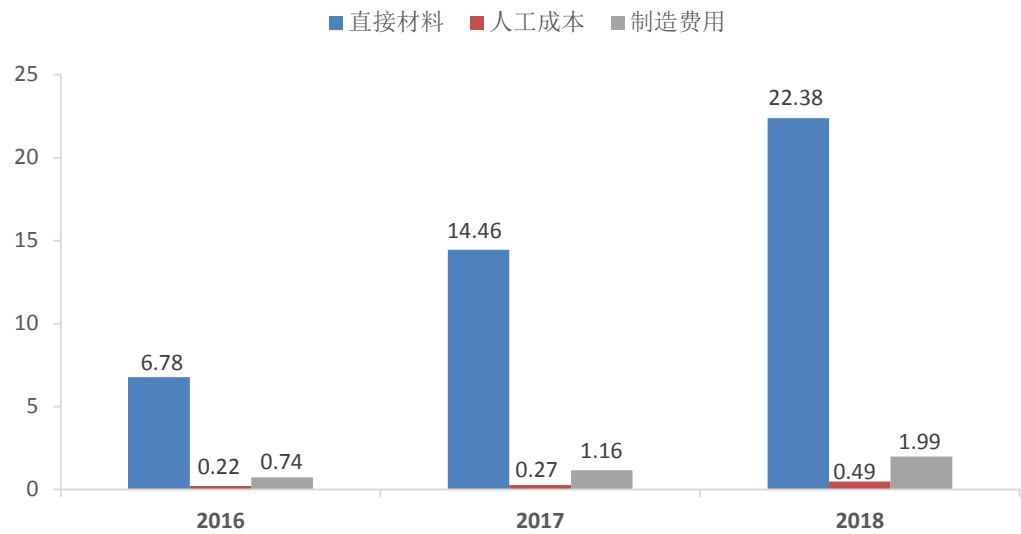
电池企业	新增规划产能
宁德时代	2019 年规划产能 45GWh，同时欧洲地区建厂
比亚迪	2019 年规划产能 40GWh，在青海西宁、重庆、西安等地建厂
天津力神	2019 年规划产能 9.8GWh
孚能科技	2019 年规划产能 21GWh，在镇江、北京及欧洲地区建厂
亿纬锂能	2019 年规划产能 15.5GWh
LG 化学	2019 年南京工厂开始投产，规划 2023 年达产 32GWh，2020 年波兰总规划 20GWh，预计 2020 年全部投产
三星 SDI	2019 年在韩国巍山及无锡新建 7GWh 产能

资料来源：第一电动，电车汇，华金证券研究所

（三）成本增速小于售价增速，盈利能力受益于原材料价格上涨

直接材料的采购是公司产品的主要成本构成。2016年、2017年和2018年，直接材料展主营业务成本的比例分别为87.58%、90.58%和90.02%，占比较为稳定。由于报告期内钴、锂市场价格上涨，2017年、2018年直接材料占营业成本的比重上升。

图 16: 公司营业成本构成 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

公司生产正极材料的主要原材料包括硫酸镍、硫酸锰、硫酸钴、金属镍、电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂。报告期内, 硫酸钴价格涨幅较大, 导致公司采购均价大幅增加。

表 5: 主要原材料采购价格情况 (元/千克)

原材料	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	价格	变动比例	价格	变动比例	价格	变动比例
硫酸钴	33.82	55.06%	17.77	46.70%	23.72%	5.57
硫酸镍	6.56	10.68%	3.24	8.52%	-8.06%	1.52
硫酸锰	7.37	12.00%	6.01	15.80%	0.04%	3.01
碳酸锂	6.44	10.49%	5.28	13.88%	51.37%	1.5
氢氧化锂	7.23	11.77%	5.75	15.11%	-35.42%	2.82

资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

对于镍、钴、锰、锂等主要原材料, 公司与格林美、华友钴业、天齐锂业、赣锋锂业、必和必拓、嘉能可、雅宝、FMC 等国内外知名供应商签署了长期供货协议, 以保证主要原材料的及时供应与品质稳定。

2016 年、2017 年及 2018 年, 公司前五大供应商占比分别为 44.19%、51.26%和 45.93%, 占比相对稳定。格林美、天齐锂业连续三年均为公司前五大供应商, 其余三家前五大供应商变动较频繁, 从占比来看, 前五大公司供应商采购占比差距逐渐缩小。

表 6: 2016 年-2018 年前 5 大供应商

期间	序号	供应商名称	采购金额	采购占比
2018 年	1	富美实(张家港)特殊化学品有限公司	2.76	11.09%
	2	Marubeni Corporation	2.47	9.92%
	3	格林美股份有限公司	2.34	9.40%
	4	BHP BILLITON MARKETING AG	1.98	7.96%
	5	成都天齐锂业有限公司	1.88	7.56%
合计			11.42	45.93%

2017 年	1	L&F Co., Ltd	1.95	12.25%
	2	天津力神电池股份有限公司	1.91	12.00%
	3	格林美股份有限公司	1.87	11.80%
	4	成都天齐锂业有限公司	1.45	9.14%
	5	建发物流集团有限公司	0.97	6.08%
合计			8.14	51.26%
2016 年	1	格林美股份有限公司	1.10	14.16%
	2	成都天齐锂业有限公司	0.94	12.13%
	3	浙江华友钴业股份有限公司	0.62	8.05%
	4	山东瑞福锂业有限公司	0.47	6.13%
	5	L&F Co., Ltd	0.29	3.71%
合计			3.42	44.19%

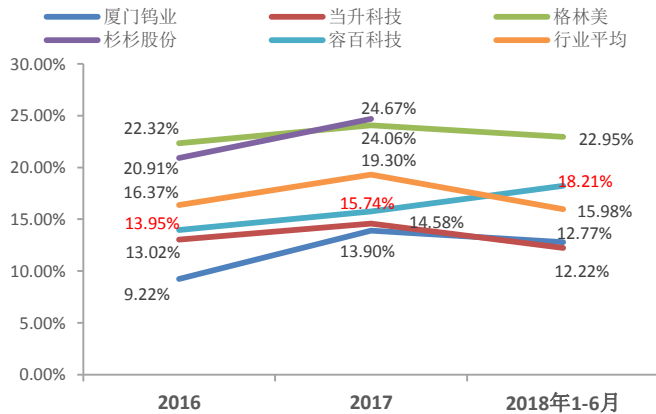
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司盈利能力受益于原材料价格上行

2016 年下半年开始钴等金属盐价格持续上升，三元正极材料市场价格随之增长。同时，公司售价较高的高镍产品销量与销售收入占比逐年提升，导致公司平均产品销售单价提升。2018 年全年三元正极材料的售价为 19.34 万元/吨，较 2017 年上升了 19.02%。成本方面，公司三元正极材料的成本为 15.81 万元/吨，较 2017 年上升了 15.49%。

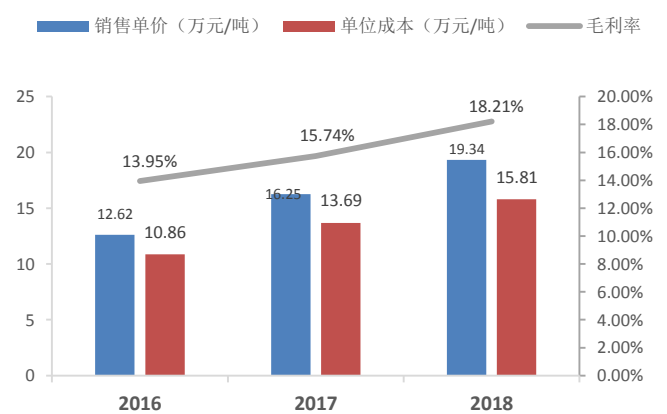
公司的产品成本增速小于销售价格增速，在锂钴原材料价格上涨时，公司三元正极材料业务的毛利率呈逐年上升的趋势，其中 2018 年年较 2017 年上升 2.5 个百分点，超过行业平均水平。

图 17：可比公司锂电池正极材料业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 18：公司三元正极材料单位成本和售价（万元/吨）



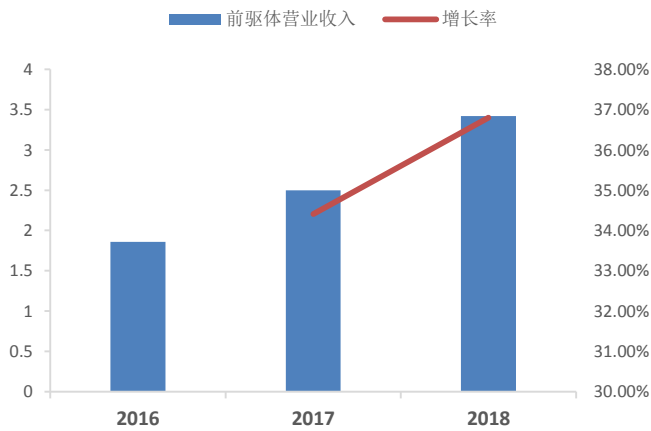
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（四）前驱体自供为主，稳固三元材料优势地位

2016 年-2018 年公司前驱体营业收入分别为 1.86 亿元、2.50 亿元和 3.42 亿元，2017 年和 2018 年较上年增幅分别为 34.87%和 36.69%，主要由 2017 年来钴价以及前驱体市场价格大幅增长所致。公司前驱体产销率较低，且销量逐年下降，主要系公司前驱体产量以满足自用为主，仅少量用于对外出售。

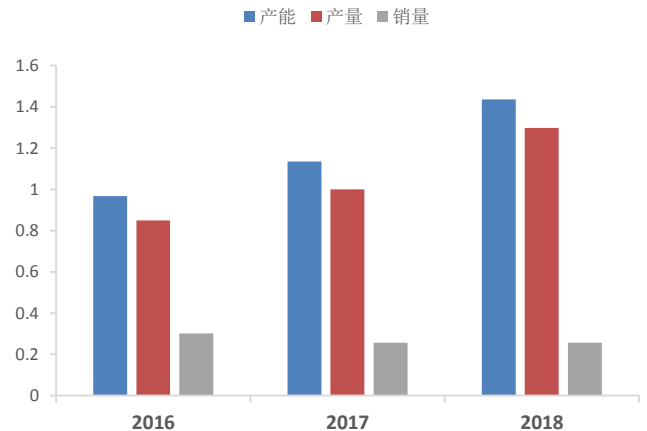
由于前驱体的加工品质对三元正极材料的性能质量有重要影响，公司自供前驱体有助于保障公司产品一致性，稳固公司在高镍三元正极材料行业中的优势地位。

图 19: 公司前驱体营收及增长率



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

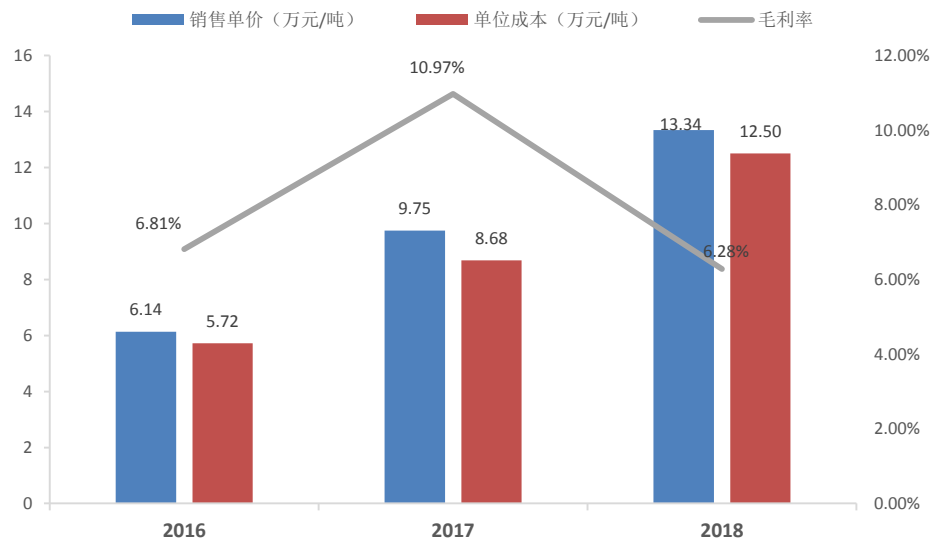
图 20: 公司前驱体产能、产量和销量 (万吨)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

由于上游原材料价格的上涨，公司前驱体的售价和成本均有所上升，2018 年前驱体成本和售价分别上涨了 36.76%和 36.82%。2017 年公司对原材料的前期采购环节了前驱体单位成本的提高，使当年毛利率有所提升。而 2018 年，作为前驱体销售方的子公司 EMT 株式会社产能利用率偏低，使公司全年的前驱体毛利率有所回落。

图 21: 公司前驱体单位成本和售价 (万元/吨)



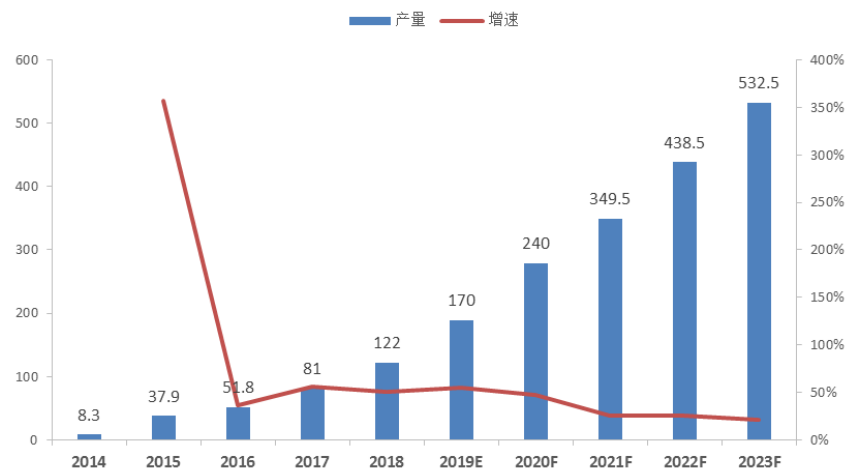
资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

三、动力电池需求持续增长，三元材料向高镍化方向发展

(一) 动力电池需求高速增长，带动正极材料市场扩张

国内新能源汽车市场高速增长，销量从 2014 年的 7.5 万辆增长到 2018 年的 125.6 万辆，年复合增长率达到 102%。随着新能源汽车相关规范和补贴政策陆续出台，新能源行业市场也逐步迈入平稳快速发展阶段。预计未来几年，国内新能源汽车市场将继续保持高速增长，2020 年产量将突破 240 万辆，2023 年或将突破 500 万辆。

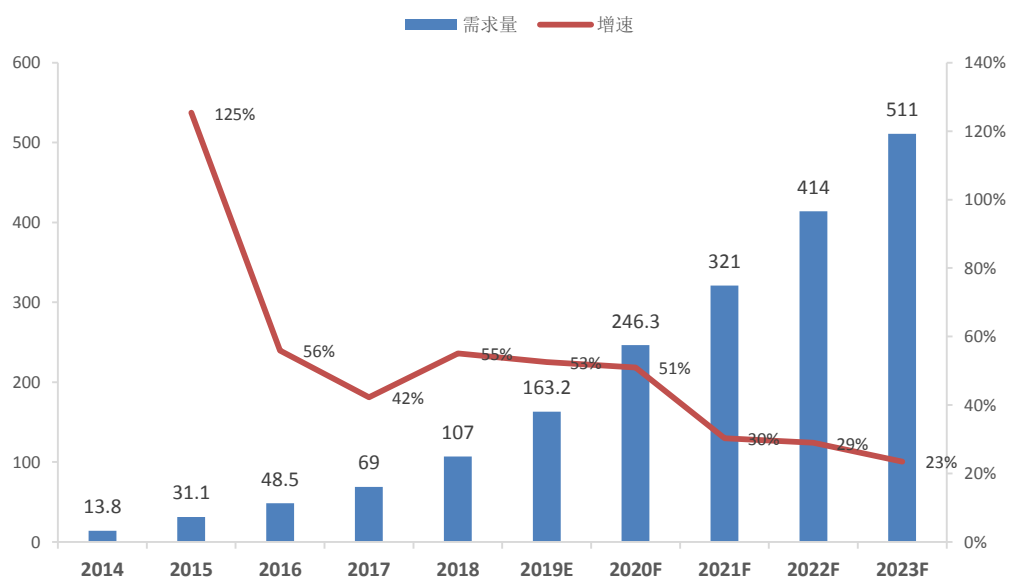
图 22：2014-2023 年中国新能源汽车产量分析及预测（万辆）



资料来源：GGII，华金证券研究所

海外欧盟国家和英国等也在加速汽车电动化，新能源汽车产业在全球迅速发展，动力锂电池在新能源汽车终端驱动下保持高速增长。预计到 2023 年，全球动力锂电池需求量将达 511GWh，未来五年复合年均增长率达 36.7%。

图 23：2014-2023 年全球动力锂电池需求量分析及预测（GWh）



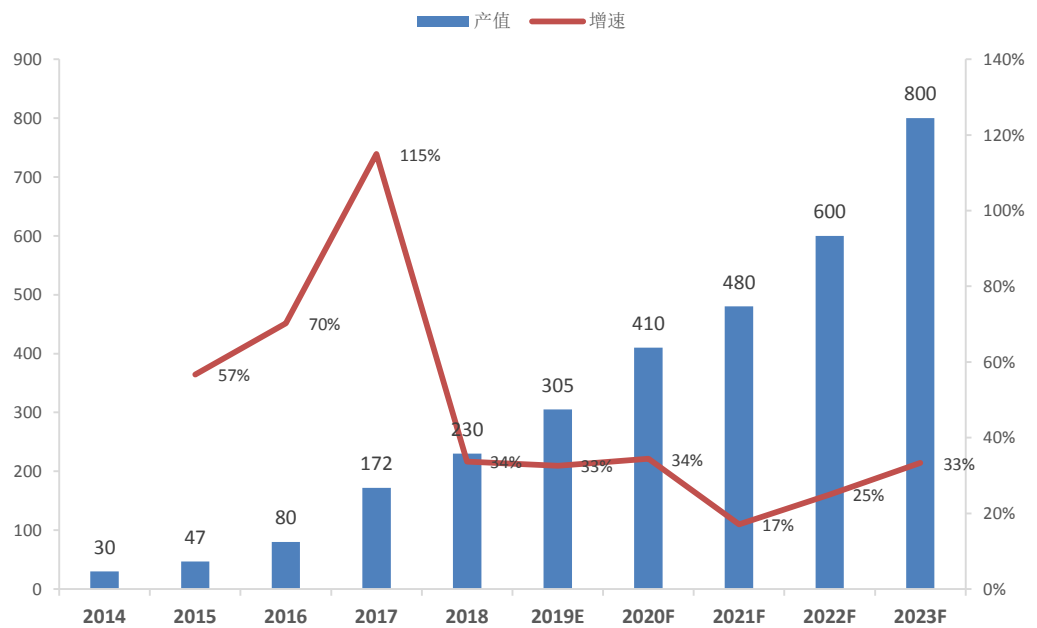
资料来源: GGII, 华金证券研究所

(二) 高镍三元材料能量密度高, 是动力电池发展方向

锂电池正极材料主要包括钴酸锂(LCO)、锰酸锂(LMO)、磷酸铁锂(LFP)和三元材料(NCM、NCA), 其中三元材料因能量密度优势, 被广泛应用于新能源乘用车领域。

据 GGII 数据, 2018 年我国 NCM 三元正极材料市场规模将达 230 亿元, 同比增长 33%。2018 年我国 NCM 正极材料销量 13.68 万吨, 同比增长 57.1%; 其中, NCM811 销量达到 8,000 吨, 同比增长 237.5%。NCM811 在三元材料中的应用占比从 2017 年的 2.86% 提升至 2018 年的 5.92%, NCA 在三元材料中的应用占比从 2017 年的 0.48% 提升至 2018 年的 1.83%。GGII 预计, 到 2020 年, 国内 NCM811 在三元正极材料的应用占比有望达到 17%; 到 2025 年, 国内 NCM811 的应用占三元正极材料比将大于 45%, 对应需求量将超过 27 万吨, 而 NCA 需求量将超过 10 万吨, 应用占比将达到 17%。

图 24: 2014-2023 年中国 NCM 三元正极材料市场规模分析及预测 (亿元)



资料来源: GGII, 华金证券研究所

2019 年 3 月 26 日, 四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 其中提到, 稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求, 适度提高新能源汽车整车能耗要求, 提高纯电动乘用车续航里程门槛要求。在补贴政策刺激下, 动力电池能量密度提高成为未来发展趋势。

2019 年公布的新能源车推荐目录中, 新能源乘用车最高能量密度达 182Wh/Kg。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。因此目前来看, 高镍三元材料 (NCM811) 作为当前技术水平下能量密度最高的 NCM 正极材料, 是未来动力电池的重要发展方向。

表 7：不同型号正极材料能量密度及性能特点

型号	能量密度	性能特点
NCM333	150Wh/kg	兼具能量密度、倍率性能和安全性能
NCM523	165Wh/kg	高容量和热稳定性，工艺成熟
NCM622	180Wh/kg	加工性能好
NCM811	>200Wh/kg	高容量，循环性能好
NCA	>200Wh/kg	高容量，低温性能好

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（三）持续的研发投入，铸就高镍材料产能位处第一梯队

2016 年-2018 年，公司的研发投入分别为 0.32 亿元、0.77 亿元和 1.20 亿元，占主营收入的比例为 3.59%、4.10%和 3.94%，研发投入金额大幅上升，主要由于公司高镍三元正极材料等新产品的研发投入加大。

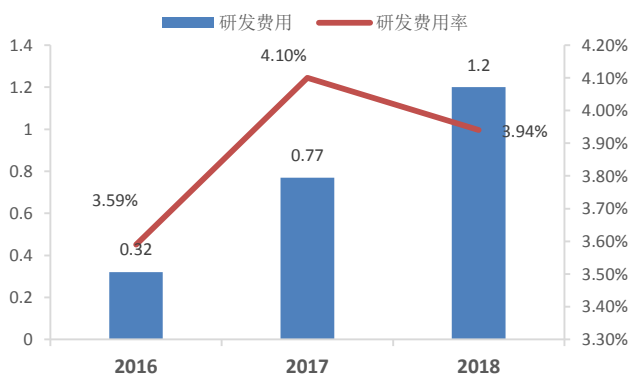
高镍三元材料在生产工艺、生产设备上的要求更复杂，量产难度较高，公司于 2016 年率先突破并掌握了高镍三元正极材料的关键工艺技术，并于 2017 年实现高镍产品大规模量产，NCM811 产品技术与生产规模均处于全球领先。

基础研发方面，公司在高镍三元材料领域持续推出更高性能 NCM811 和 NCA 产品，推动行业技术升级迭代。目前，公司已推出第三代高镍 NCM811 产品，该产品所应用的单体电池常温循环次数已可达 2000 次以上。公司在研开发的高容量单晶型 NCM811、高能量高压实型 NCA、多元高能量密度 NCMA 等新产品，已进入试生产、中试及小试阶段。

根据中国化学与物理电源行业协会调研数据，国内能够生产高镍 NCM811 三元材料的企业主要分为三个梯队：第一梯队企业的高镍三元材料月产量在 500 吨以上，目前仅有容百科技一家；第二梯队企业的月产量在 100-500 吨之间，包括了天津巴莫、当升科技、杉杉能源等企业，第二梯队与容百科技之间的差距依旧不小；第三梯队企业的高镍三元材料月产量在 100 吨以下。

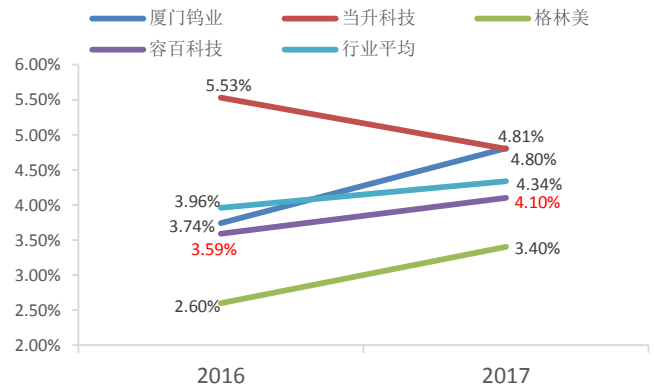
此外，公司积极开展全固态电池体系、钠电池、富锂锰基材料等研究，以满足市场对更高性能正极材料的需求，应对未来可能的技术迭代风险。

图 25：公司研发费用变动情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 26：可比公司研发投入



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司拥有一支专业、高效的国际化研发团队。截至2018年12月31日，公司拥有核心技术人员7人，研发人员319人，研发人员占员工总数的14.79%。截至公司招股说明书签署日，公司已在国内拥有29项发明专利和19项实用新型专利，并掌握7项自研核心技术。

表8：公司7项核心技术及特点

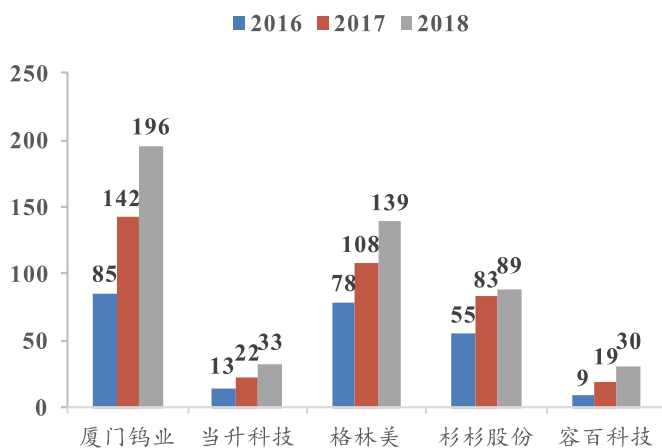
核心技术名称	特点及技术优势	技术来源
前驱体共沉淀技术	通过控制共沉淀结晶的方法，制备出成分、晶型、形貌、粒度及其分布精确可控的球形氢氧化镍钴锰(铝)前驱体。开发出定向生长的控制结晶技术，实现了前驱体中各元素的均匀共沉淀及晶粒的定向生长。颗粒强度较同类产品大幅度提升，通过缓解正极材料在充放电过程中颗粒碎裂，提升材料的循环寿命及安全性能。	自主研发
正极材料掺杂技术	通过掺杂工艺优化，改变正极材料晶体表面能，在电池充放电过程中，有效减少结构由层状向尖晶石进而向岩盐状的转变，从而减少活性氧和热的释放，功率特性和高温循环寿命较常规产品显著提升。	自主研发
正极材料气氛烧结技术	通过低熔点锂源配锂混料及富氧煅烧技术，实现了高镍正极材料中Li ⁺ 和Ni ²⁺ 混排度≤1.0%，相比同类产品降低50%，提升了材料的结构稳定性及循环性能。	自主研发
正极材料表面处理技术	采用特殊的洗涤、包覆、干燥相结合的表面处理技术，使高镍层状正极材料的残留锂、硫等杂质在原有基础上降低50%，提升了材料表面稳定性、电极加工性能和循环寿命。	自主研发
高电压单晶材料生产技术	通过特殊的生产工艺，制备分散性能良好的单晶高电压NCM523\622\811正极材料，相比同类的二次颗粒产品，能防止正极片在辊压、充放电过程中颗粒碎裂，减少与电解液在高电压下的副反应，安全性能大幅度提升，循环寿命提升30%以上，尤其在高电压下提升更加明显。	自主研发
NiCoMn金属回收技术	采用无机酸溶解-除杂提纯-共沉淀方法回收正极材料中的镍钴锰元素，无需萃取环节，工艺流程短、环境污染小、生产成本低，可实现98.5%以上镍钴金属的回收，处于行业领先水平。	自主研发
Li ₂ CO ₃ 回收技术	通过无机酸溶解-除杂-萃取-共沉淀后得到镍钴锰氢氧化物沉淀和含锂滤液，含锂滤液经过浓缩、沉淀、提纯得到电池级碳酸锂。	自主研发

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

四、公司财务分析

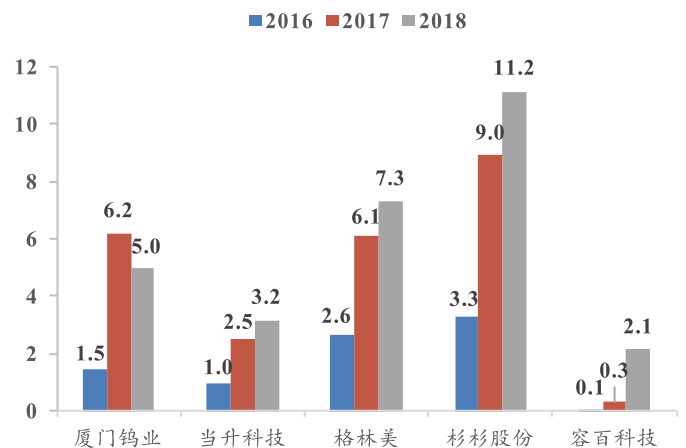
可比公司中，容百科技营收规模相比厦门钨业、格林美、杉杉股份较小，与当升科技较为接近，且近三年容百科技营收规模迅速增长，年复合增速达 82.6%，远高于同行业可比公司。公司净利润规模在同行业中较小，但 2018 年归母净利润同比增长 584%（主要是因为 2017 年产生了 6051 万元非经常性损益，2018 年扣非归母净利润增速 121%），增速远高于其他同行业公司。考虑到公司产品高端化，产能持续扩张，公司未来三年的业绩高增长有望保持。

图 27：可比公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

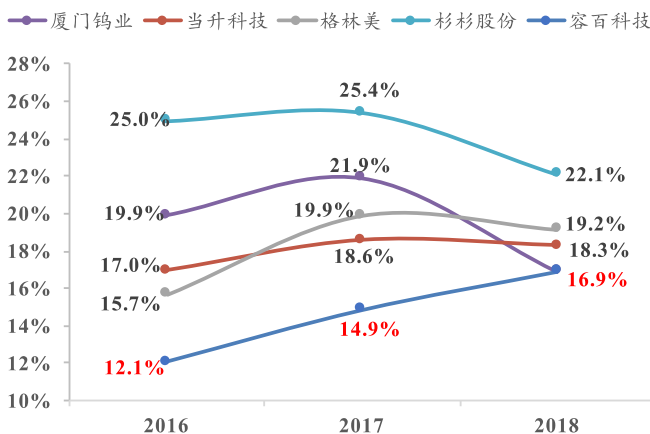
图 28：可比公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

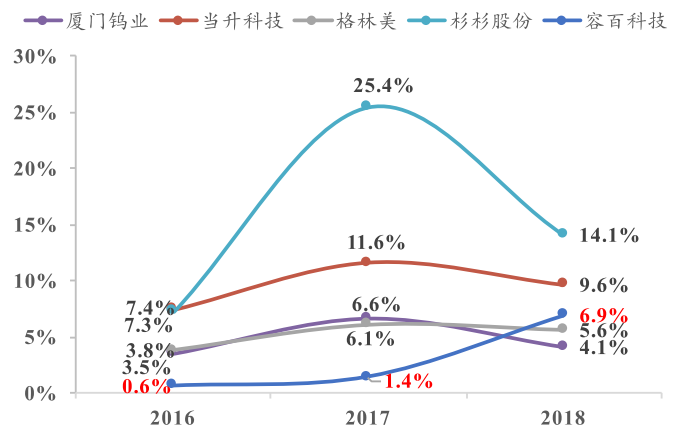
2016 年和 2017 年，公司毛利率和净利率水平在可比公司中相对较低，但 2018 年，可比公司毛利率与净利率均同比下降，而公司毛利率与净利率分别同比上升 2.0pct 和 5.5pct，得益于公司率先实现毛利率水平较高的高镍产品量产，且报告期内高镍产品收入占比提升。2018 年，公司毛利率达 16.9%，与厦门钨业达到相当水平，净利率达 6.9%，超过了格林美和厦门钨业。

图 29：可比公司毛利率（%）



资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

图 30：可比公司净利率（%）

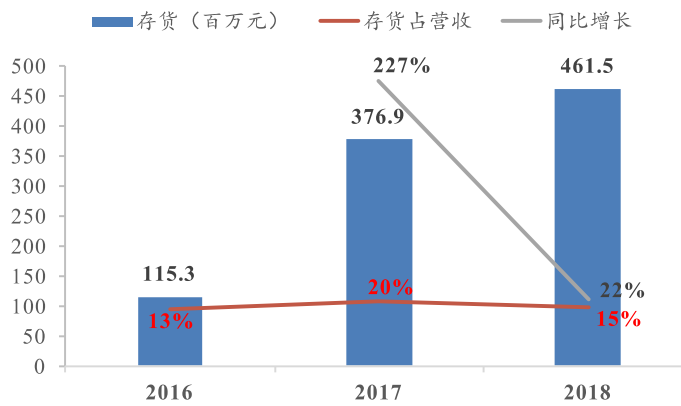


资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

公司存货余额随着公司生产和销售规模的持续扩大而迅速增长，2018 年公司存货余额占营业收入的比重为 15%。2018 年公司原材料同比增长 81%，库存商品金额同比增加 59%，在产

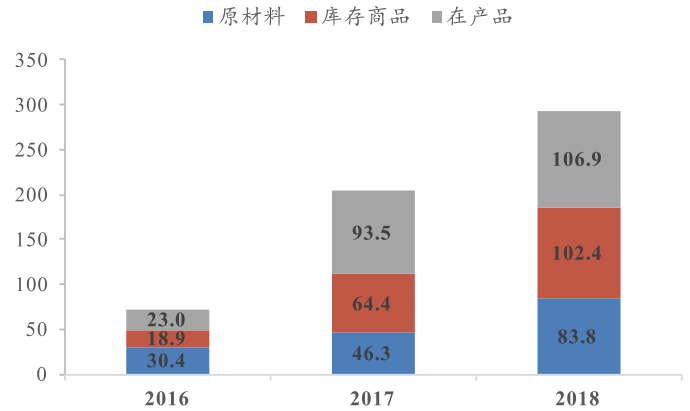
品同比增长 14%，主要由于报告期内公司新产线投产，产能迅速扩张，三元前驱体和三元正极材料产量持续提升。

图 31：公司存货及其营收占比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 32：公司存货结构（万元）



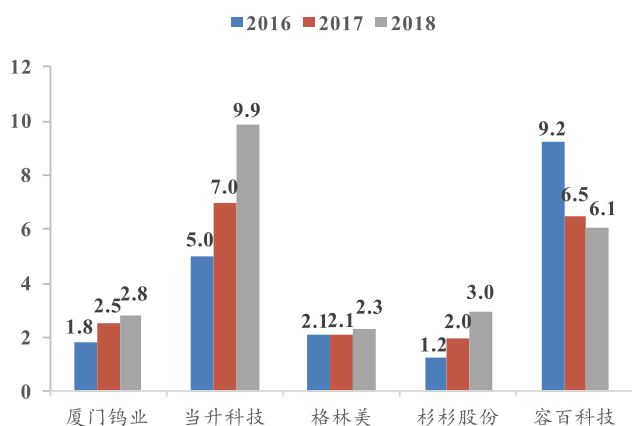
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

在同行业公司中，厦门钨业和格林美电池材料收入占比偏低，因此可比性较弱。当升科技和杉杉股份均以锂电正极材料作为最主要的产品，可比性相对较强。

存货周转方面，2016 年公司在规模较小的情况下谨慎备货，存货周转率处于较高水平。2017 年和 2018 年，由于公司产能和销售规模迅速扩张，原材料备货、库存商品和委托加工物资呈现较快增长，存货周转率有所下降。2018 年公司存货周转率低于当升科技高于杉杉股份，杉杉股份的期末原材料规模及占比较高，存货周转率相对较低。

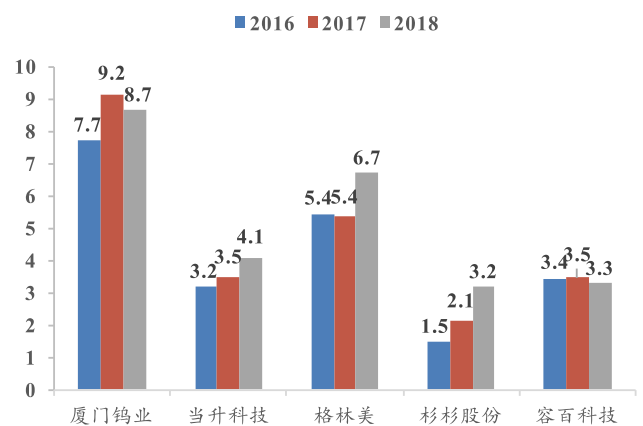
应收账款方面，公司应收账款周转率水平与当升科技和杉杉股份基本相近，其中 2018 年略低于当升科技，总体符合行业基本特征。

图 33：可比公司存货周转率



资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

图 34：可比公司应收账款周转率



资料来源：Wind，公司招股说明书，华金证券研究所

五、募投资金运用计划

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 4500 万股（占发行后总股本比例不低于 10%），拟募集 16 亿元投资 2025 动力型锂电材料综合基地（一期）项目，投资总额为 18.8 亿元，建设期 16 个月，将用于扩大前驱体产能，解决公司前驱体产能不足的问题。该项目将建成国内最先进的自动化生产线，显著提升公司三元前驱体产线智能化水平，降低产品成本。将建成年产 6 万吨三元正极材料前驱体生产线，三元材料新增 3 万吨年产能。

表 9：募集项目情况

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金拟投资额	建设期
2025 动力型锂电材料综合基地（一期）	18.8	12.0	16 个月
补充营运资金	4.0	4.0	16 个月
合计	22.8	16.0	

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

六、盈利预测与估值

假设如下：

1、假设公司三元产品产能 2020 年如期达产（2019 年-2021 年三元材料产量分别为 2.7 万吨、3.9 万吨、4.5 万吨），2019 年钴价断崖式下跌后，预计三元材料产品均价下滑至 13.1 万元/吨，2020 年-2021 年产品价格相对稳定。产品结构高端化，2019-2021 年产品毛利率分别为 15.3%、16.4%、17.1%。

2、假设公司三元前驱体产能如期扩建，产能满足自供之后开始规模外销。2019-2021 年营业收入分别同比增长-11.8%、41.7%、20%。产品毛利率分别为 9.3%、8.8%、8.8%。

3、假设公司其他业务 2019 年-2021 年增速分别为 5%、5%、5%，毛利率维持稳定。

表 10：容百科技业绩预测

报告期	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
三元正极材料						
收入	6.9	16.0	26.3	33.6	52.1	60.0
yoy		131.9%	64.4%	27.6%	55.3%	15.0%
单价（万元/吨）	12.7	16.3	19.3	13.1	14	14
成本（万元/吨）	10.9	13.7	15.8	11.1	11.7	11.6
吨毛利（万元/吨）	1.8	2.6	3.5	2.0	2.3	2.4
毛利率(%)	14.0%	15.7%	18.2%	15.3%	16.4%	17.1%
前驱体						
收入	1.9	2.5	3.4	3.0	4.3	5.1
yoy		31.6%	36.0%	-11.8%	41.7%	20.0%
单价（万元/吨）	6.3	9.7	13.2	7.5	8.5	8.5
成本（万元/吨）	5.9	8.7	12.4	6.8	7.8	7.8
吨毛利（万元/吨）	0.4	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
毛利率(%)	6.8%	11.0%	6.3%	9.3%	8.8%	8.8%

报告期	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其他业务						
收入	0.0	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6
yoy			400.0%	5%	5%	5%
毛利率(%)	14.3%	6.9%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他主营业务						
收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy		100%	0%	5%	5%	5%
毛利率(%)	0.0%	0.0%	30.1%	25.0%	25.0%	25.0%
总收入	8.9	18.8	30.4	37.3	57.2	65.9
yoy		112.2%	61.9%	22.7%	53.3%	15.2%
综合毛利率%	12.3%	14.9%	16.7%	14.7%	15.8%	16.4%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

基于分项预测, 我们预计公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 3.1 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元, 分别增长 44%、73%、24%。

我们根据公司业务特点, 选择以锂电正极材料为主要产品的当升科技、杉杉股份, 以及以新能源电池材料为主营业务之一的厦门钨业、格林美为可比公司, 估值情况如下:

表 11: 可比公司市值与估值 (2019 年 7 月 3 日)

证券代码	证券简称	EPS				PE				2019 (TTM)	收盘价
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
002340.SZ	格林美	0.06	0.16	0.17	0.24	83.5	31.3	29.5	21.3	32.5	5.01
300073.SZ	当升科技	0.51	0.40	0.73	0.90	48.7	62.7	34.4	27.6	34.3	24.97
600884.SH	杉杉股份	0.31	0.39	0.27	0.86	37.2	29.3	42.7	13.4	57.2	11.53
600549.SH	厦门钨业	0.05	0.47	0.22	0.38	255.4	29.6	64.2	36.7	80.6	14.02
	平均值					106	38	43	25	51	

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (2016 年-2018 年均为扣非后的 EPS, 2019E 为 wind 一致预期的 EPS, 2019 (TTM) 为扣非后的市盈率)

按行业可比公司, 2019 年行业动态市盈率平均值为 25 倍, 2019 年扣非后的最近十二个月的动态市盈率平均值为 51 倍。由于容百科技业绩几乎全部为三元材料和前驱体的贡献, 而与之相似的当升科技和杉杉股份均有其他业务, 再考虑到容百科技未来三年利润增速分别为 44%、73%、24%。因此, 我们认为公司 2019 年合理的动态市盈率为 35X-50X, 对应 107 亿-138 亿元的估值。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, 建议询价区间应为 [24.14, 31.13] 元/股。

七、风险提示

- 1、钴、锂原材料价格大幅下滑；
- 2、新能源车产销量不及预期、产业政策变化风险；
- 3、行业技术路线变动风险；

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,878.7	3,041.3	3,731.2	5,718.1	6,589.4
减:营业成本	1,600.5	2,535.8	3,182.7	4,815.5	5,507.4
营业税费	3.5	11.4	9.9	15.7	20.1
销售费用	14.1	24.4	31.3	45.6	53.5
管理费用	102.8	80.0	153.0	240.2	270.2
财务费用	13.3	20.1	-3.8	-8.2	-10.0
资产减值损失	26.9	39.0	25.1	30.3	31.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	4.2	14.0	6.2	8.1	9.4
营业利润	47.8	234.5	339.3	587.2	726.1
加:营业外净收支	-6.8	0.2	-1.8	-2.8	-1.4
利润总额	41.0	234.8	337.5	584.4	724.6
减:所得税	13.8	23.8	37.1	64.3	79.7
净利润	31.1	212.9	306.4	530.5	655.5

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	203.8	231.0	305.2	516.1	537.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	776.4	1,106.4	2,002.9	1,898.3	2,790.4
应收票据	166.0	661.2	324.4	792.4	616.0
预付帐款	25.9	75.0	12.2	135.5	44.2
存货	376.9	461.5	449.3	1,034.4	663.6
其他流动资产	159.1	242.6	135.2	179.0	185.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	23.5	29.1	29.1	29.1	29.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	331.4	752.5	722.2	691.9	661.6
在建工程	88.5	294.0	294.0	294.0	294.0
无形资产	16.1	269.5	263.9	258.3	252.7
其他非流动资产	19.8	140.2	62.7	71.9	87.4
资产总额	2,187.6	4,263.1	4,601.2	5,900.9	6,162.4
短期债务	7.5	50.4	-	-	-
应付帐款	279.2	632.1	637.7	1,207.8	888.0
应付票据	251.7	214.0	395.6	581.8	479.6
其他流动负债	81.0	103.7	87.5	93.8	100.2
长期借款	3.3	0.5	-	-	17.1
其他非流动负债	23.7	131.0	52.0	68.9	84.0
负债总额	646.4	1,131.8	1,172.8	1,952.3	1,568.8
少数股东权益	5.3	1.3	-4.7	-15.1	-25.7
股本	344.0	398.3	398.3	398.3	398.3
留存收益	1,189.8	2,728.5	3,034.9	3,565.4	4,220.9
股东权益	1,541.2	3,131.3	3,428.5	3,948.6	4,593.5

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	27.2	211.0	306.4	530.5	655.5
加:折旧和摊销	25.5	54.0	35.9	35.9	35.9
资产减值准备	26.9	39.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	7.2	19.7	-3.8	-8.2	-10.0
投资损失	-4.2	-14.0	-6.2	-8.1	-9.4
少数股东损益	-3.9	-1.9	-6.0	-10.4	-10.6
营运资金的变动	-913.3	-942.1	-185.9	-355.3	-676.9
经营活动产生现金流量	-637.7	-542.8	140.3	184.4	-15.5
投资活动产生现金流量	-310.1	-869.6	6.2	8.1	9.4
融资活动产生现金流量	1,003.5	1,428.3	-72.3	18.4	27.6

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	112.2%	61.9%	22.7%	53.3%	15.2%
营业利润增长率	472.7%	390.2%	44.7%	73.1%	23.6%
净利润增长率	352.6%	583.9%	43.9%	73.2%	23.6%
EBITDA 增长率	137.8%	161.8%	-11.0%	65.6%	22.3%
EBIT 增长率	179.1%	169.7%	-8.0%	72.6%	23.7%
NOPLAT 增长率	323.2%	464.0%	30.5%	72.6%	23.7%
投资资本增长率	562.8%	108.9%	7.9%	10.0%	18.4%
净资产增长率	542.5%	103.2%	9.5%	15.2%	16.3%
盈利能力					
毛利率	14.8%	16.6%	14.7%	15.8%	16.4%
营业利润率	2.5%	7.7%	9.1%	10.3%	11.0%
净利润率	1.7%	7.0%	8.2%	9.3%	9.9%
EBITDA/营业收入	8.5%	13.7%	10.0%	10.8%	11.4%
EBIT/营业收入	7.2%	12.0%	9.0%	10.1%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	26.5%	25.5%	33.1%	25.5%
负债权益比	41.9%	36.1%	34.2%	49.4%	34.2%
流动比率	2.76	2.78	2.88	2.42	3.30
速动比率	2.15	2.32	2.48	1.87	2.84
利息保障倍数	10.19	18.13	-87.48	-70.50	-71.73
营运能力					
固定资产周转天数	42	64	71	45	37
流动营业资本周转天数	95	154	169	127	139
流动资产周转天数	223	266	290	245	257
应收帐款周转天数	107	111	150	123	128
存货周转天数	47	50	44	47	46
总资产周转天数	286	382	428	331	330
投资资本周转天数	152	251	288	205	203
费用率					
销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	5.5%	2.6%	4.1%	4.2%	4.1%
财务费用率	0.7%	0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
三费/营业收入	6.9%	4.1%	4.8%	4.9%	4.8%
投资回报率					
ROE	2.0%	6.8%	8.9%	13.4%	14.2%
ROA	1.2%	4.9%	6.5%	8.8%	10.5%
ROIC	19.6%	16.7%	10.4%	16.6%	18.7%
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率					

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.08	0.53	0.77	1.33	1.65
BVPS(元)	3.86	7.86	8.62	9.95	11.60
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	167.3%	45.1%	278.0%	167.3%	45.1%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	3.7	3.1	1.9	3.1	3.5

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

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