

2019 年 7 月 09 日

科创板询价报告之嘉元科技
有色金属
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1153	1445	1816	2287
(+/-)	103.7%	25.3%	25.7%	26.0%
营业利润	212	254	319	399
(+/-)	112.8%	19.5%	25.9%	25.0%
归属母公司净利润	176	212	269	334
(+/-)	107.1%	20.3%	26.9%	24.1%
EPS（元）	1.02	0.92	1.17	1.44

数据来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[14.04, 18.25]元/股

● **产品覆盖面广泛，高端铜箔为主导。**公司主要从事各类高性能电解铜箔的生产和销售，主要产品为超薄锂电铜箔和极薄锂电铜箔，是锂离子电池的重要基础材料。公司电解铜箔产品覆盖面广泛，主导产品定位于高端锂电池生产企业，是国内目前少数能够实现 6μm 极薄铜箔规模化量产的企业之一

● **受益新能源汽车快速发展，动力电池市场高速增长。**据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，2018 年全球锂离子电池市场产量同比增长 21.81%，达 188.80GWh，过去 5 年 CAGR（年复合增长率）达 27.12%。动力电池领域受新能源市场的快速发展带动，过去 5 年 CAGR 达 66.87%。GGII 预计，到 2020 年，中国锂离子电池市场产量将达到 205.33GWh，未来两年 CAGR 达 41.88%，其中动力电池未来两年 CAGR 达 56.32%。

● **动力电池带动锂电铜箔保持高增长。**未来几年，在新能源汽车产业受国家政策大力支持的背景下，动力电池将带动中国锂电铜箔市场保持高速增长的趋势。据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，预计 2019 年中国锂电铜箔产品为 11.62 万吨，预计到 2020 年中国锂电铜箔产量将达到 14.85 万吨，未来两年的复合增速为 27.12%。

● **公司估值及询价建议：**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.45 亿元、18.16 亿元、22.87 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 2.12 亿元、2.69 亿元、3.34 亿元。公司是国内领先的锂电铜箔生产企业，目前公司已实现盈利且有望保持稳定增长，采用 PE 估值较为合理。由于超华科技近年来营收相对不稳定以及诺德股份缺乏 2019 年盈利预测数据，基于谨慎的原则，我们参考同行业可比公司海亮股份动态 17.58 倍估值水平，以此为依据，计算出公司合理估值中枢为 16.14 元/股，对应市值为 37.27 亿元，上下 15%的询价区间为[14.04, 18.25]元/股。

● **风险提示：**新能源汽车行业发展不及预期、新产品和新技术开发风险、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
 执业证书编号：S1050516020001
 联系人：谢玉磊
 电话：021-54967579
 邮箱：xieyl@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

一、同类公司估值	3
二、公司估值及询价建议	3
三、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 公司股权结构	5
四、国内领先的锂电铜箔企业	6
1. 产品覆盖面广泛，高端铜箔为主导	6
2. 受益新能源汽车快速发展，动力电池市场高速增长	6
3. 动力电池带动锂电铜箔保持高增长	7
五、财务数据	8
六、风险提示	8
图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 8 日）	3
图表 2 公司产品技术工艺演变图	4
图表 3 公司主营产品终端应用图	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 铜箔分类情况	6
图表 6 2014-2020 年全球各终端锂离子电池产量分析	7
图表 7 2013-2020 年中国锂电铜箔产量及预测	7
图表 8 2018 年公司营业收入划分（按产品）	8
图表 9 公司近五年来营收和净利润情况	8
图表 10 公司盈利预测	9

一、同类公司估值

我国电解铜箔企业通过引进国外先进的生产设备以及自主研发取得技术突破，逐步缩小与世界先进水平的差距。锂电铜箔方面，虽然国内铜箔行业技术进步很大，但在高性能锂电铜箔的生产供应上，我国企业与海外先进企业相比，无论是生产规模，还是工艺水平，仍存在一定差距。

公司主要竞争对手为国内企业，其中诺德股份（600110.SH）2018 年在国内动力锂电铜箔领域市场占有率超过 30%，稳居市场第一，其技术水平一定程度代表着国内在主流锂电铜箔厂商的技术程度。超华科技（002288.SZ）锂电铜箔产品已通过部分重点客户测试和验证，具备 6 μ m 锂电铜箔量产能力。

国内同行业上市公司中，海亮股份（002203.SZ）为高端铜产品深加工企业，近年来公司营收和净利润保持较高增速，其 2019 年动态市盈率为 17.58 倍，超华科技 2019 年动态市盈率为 35.5 倍，两者平均为 26.54 倍。

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 8 日）

代码	公司简称	上市地点	股价(元/股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
600110.SH	诺德股份	上海	4.33	49.81	0.09	-	-	50.1	-	-
002288.SZ	超华科技	深圳	4.42	41.18	0.02	0.12	0.19	201	35.5	23.53
002203.SZ	海亮股份	深圳	10.68	208.45	0.49	0.61	0.74	22.0	17.58	14.5

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、公司估值及询价建议

1. 假设条件

- 1) 根据高工产研锂电研究所（GGII）预测数据，我们假设公司未来三年锂电铜箔营业收入平均增速为 27.12%；
- 2) 公司其他产品及业务营收和毛利保持稳定；
- 3) 公司锂电铜箔毛利率保持稳定；
- 4) 公司未来三年销售费用率和管理费用率小幅上升，研发费用率保持稳定；
- 5) 公司本次发行后股份数量为 23,087.6 万股（不考虑超额配售选择权）。

2. 公司估值及询价建议

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 14.45 亿元、18.16 亿元、22.87 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 2.12 亿元、2.69 亿元、3.34 亿元。

公司是国内领先的锂电铜箔生产企业，目前公司已实现盈利且有望保持稳定增长，

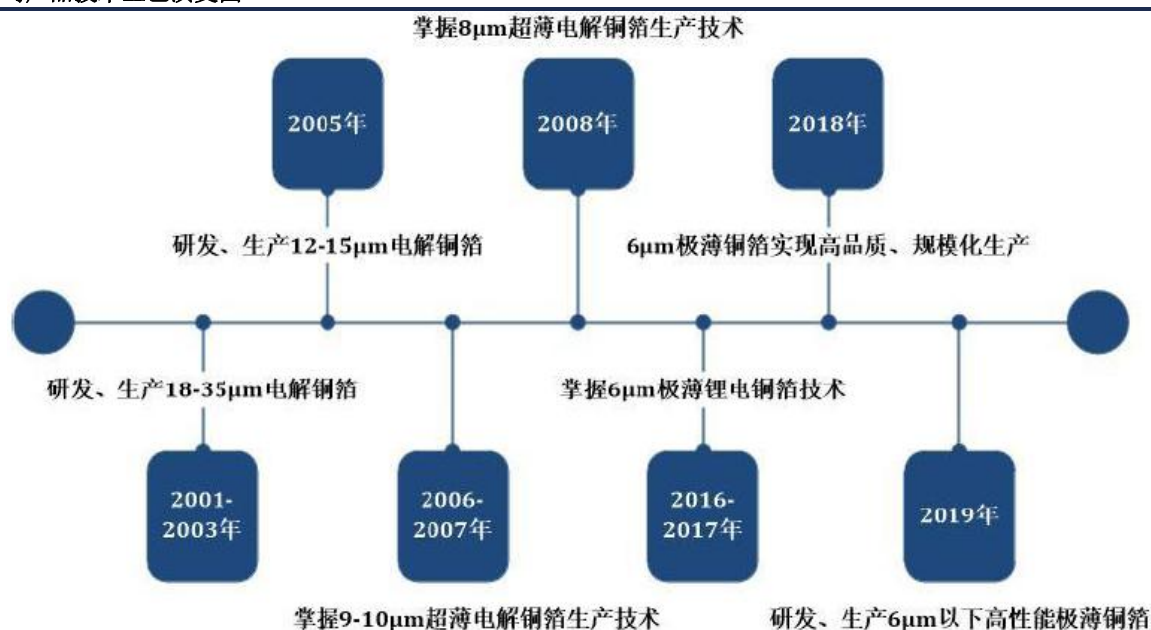
采用 PE 估值较为合理。由于超华科技近年来营收相对不稳定以及诺德股份缺乏 2019 年盈利预测数据，基于谨慎的原则，我们参考同行业可比公司海亮股份动态 17.58 倍估值水平，以此为依据，计算得出公司合理估值中枢为 16.14 元/股，对应市值为 37.27 亿元，上下 15% 的询价区间为 [14.04, 18.25] 元/股。

三、公司概况

1. 公司简介

嘉元科技成立于 2001 年 9 月，注册资本为 11,134 万元，公司是国内高性能锂电铜箔行业领先企业之一，主要从事各类高性能电解铜箔的研究、生产和销售。自成立以来，公司主营业务及主要经营模式未发生重大变化，但产品结构不断改进、升级和优化。目前，公司锂电铜箔产品根据其轻薄化和表面形态结构分类，主要为双光 6 μ m 极薄锂电铜箔和双光 7-8 μ m 超薄锂电铜箔和其他超薄锂电铜箔，产品主要应用于锂离子电池的负极集流体。

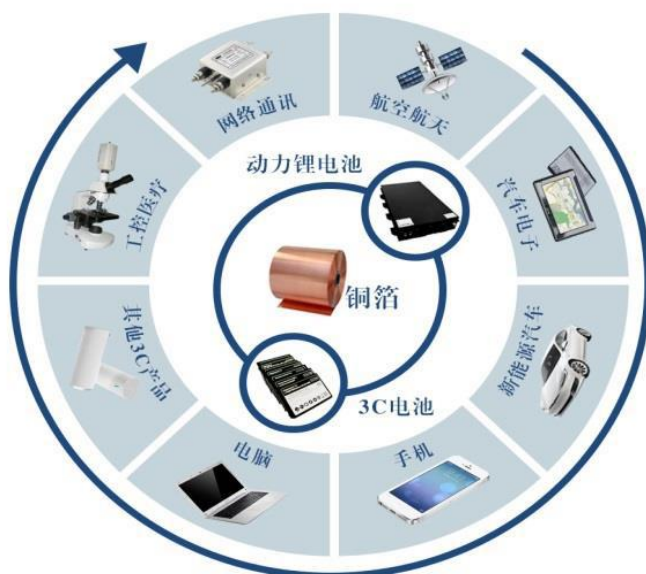
图表 2 公司产品技术工艺演变图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

锂电铜箔作为锂离子电池负极集流体，既充当负极活性材料的载体，又充当负极电子收集与导体，其作用是将电池活性物质产能的电流汇集起来，以产生更大的输出电流。因此，高性能超薄和极薄锂电铜箔可以保持较低的内阻，间接提升锂离子电池能量密度。公司主要生产的极薄和超薄锂电铜箔最终应用于新能源汽车、3C 数码产品、汽车电子等终端应用领域。目前，公司已与宁德时代、宁德新能源、比亚迪等知名电池厂商建议长期合作关系，并成为其锂电铜箔核心供应商。

图表 3 公司主营产品终端应用图

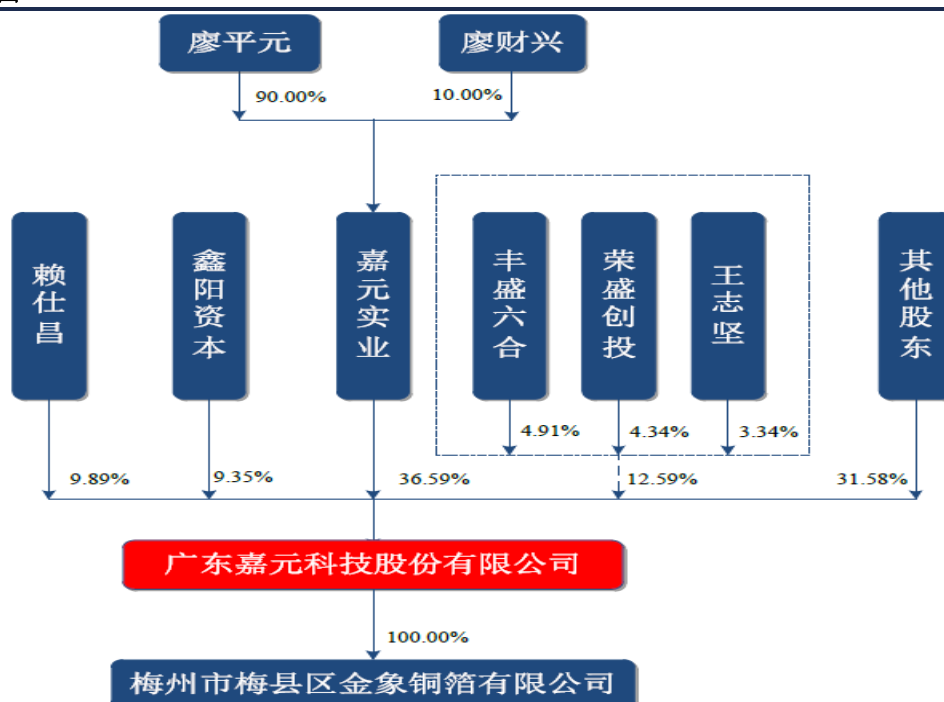


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.公司股权结构

公司控股股东为嘉元实业，持有公司 36.59%的股份，实际控制人为廖平元，直接持有嘉元实业 90%的股权。持有公司 5%以上股份的主要股东除控股股东外，自然人赖仕昌持有公司 9.89%的股份，鑫阳资本持有公司 9.35%的股份，一致行动人丰盛六合、荣盛创投和自然人王志坚持持有公司 12.59%的股份。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

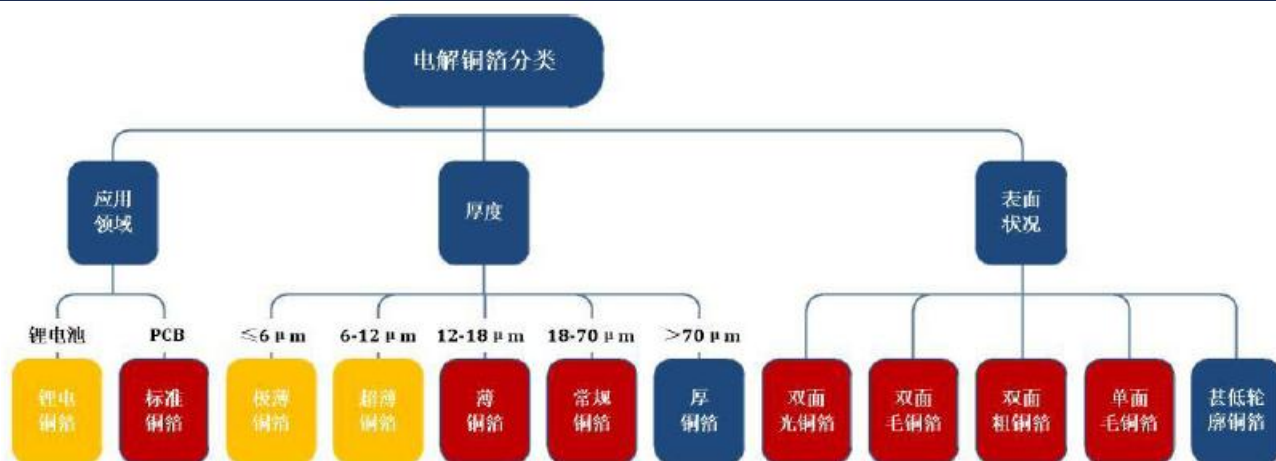
四、国内领先的锂电铜箔企业

1. 产品覆盖面广泛，高端铜箔为主导

电解铜箔作为电子制造行业的功能性关键基础原材料，主要用于锂离子电池和印制线路板（PCB）的制作。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（ $6-12\mu\text{m}$ ）、薄铜箔（ $12-18\mu\text{m}$ ）、常规铜箔（ $18-90\mu\text{m}$ ）和厚铜箔（ $>70\mu\text{m}$ ）；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）。目前，除厚铜箔和甚低轮廓铜箔外，其余铜箔均为公司产品覆盖范围。

公司主导产品为极薄和超薄铜箔，定位于高端锂电池生产企业。2018 年极薄铜箔才真正实现国内规模化应用，公司是国内目前少数能够实现 $6\mu\text{m}$ 极薄铜箔规模化量产的企业之一。

图表 5 铜箔分类情况



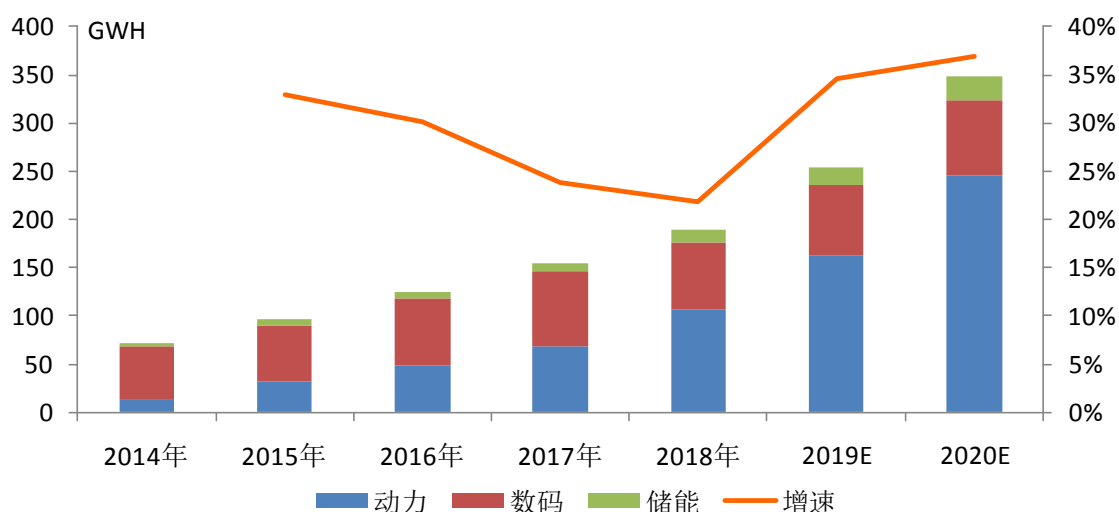
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2. 受益新能源汽车快速发展，动力电池市场高速增长

动力电池领域受全球新能源汽车市场快速发展带动，成为近年来拉动全球锂离子电池市场高速增长的主要因素。据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，2018 年全球锂离子电池市场产量同比增长 21.81%，达 188.80GWh，过去 5 年 CAGR（年复合增长率）达 27.12%。从细分领域来看，受新能源汽车市场快速发展带动，动力电池领域成为增长最为强劲的市场，过去 5 年 CAGR 达 66.87%。

高工产研锂电研究所（GGII）预计，未来 5 年动力电池仍将是锂离子电池行业增长最快的市场。从各国对汽车产业的规划和主流车企对车型规划来看，新能源汽车替代传统燃油汽车是大势所趋，全球动力电池市场将保持高增长的态势，预计到 2020 年全球动力电池产量将突破 246.30GWh，未来 2 年的年均复合增速将达到 51.72%。其中，到 2020 年，中国锂离子电池市场产量将达到 205.33GWh，未来两年 CAGR 达 41.88%，其中动力电池未来两年 CAGR 达 56.32%。

图表 6 2014-2020 年全球各终端锂离子电池产量分析



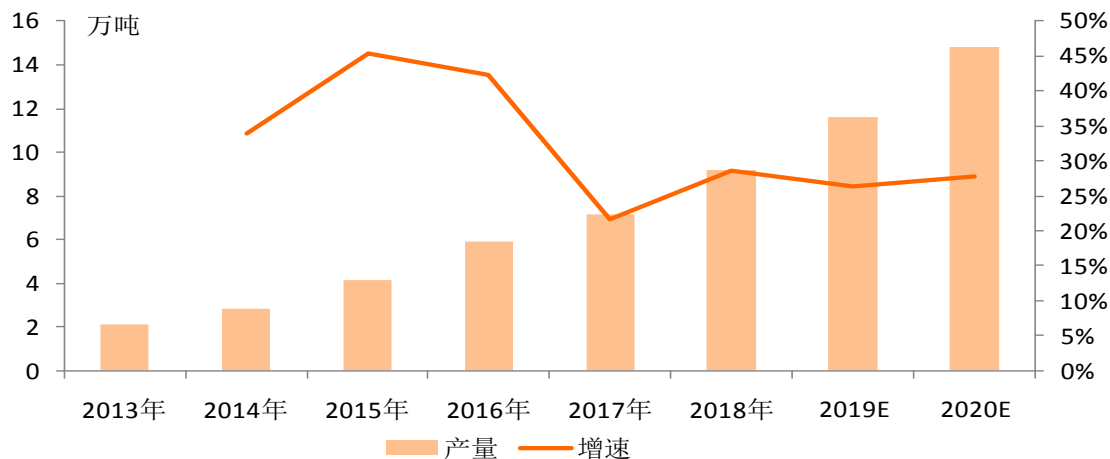
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3. 动力电池带动锂电铜箔保持高增长

近年来，全球锂离子电池市场快速发展，带动锂电铜箔需求保持稳步增长。据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，预计 2019 年全球锂电铜箔产量达到 17.7 万吨，同比增长 21.2%；2020 年锂电铜箔产量达到 21.7 万吨，同比增长 22.6%。据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，预计 2019 年中国锂电铜箔产品为 11.62 万吨，预计到 2020 年中国锂电铜箔产量将达到 14.85 万吨，未来两年的复合增速为 27.12%。

从细分应用领域来看，动力电池市场依然是中国锂电铜箔市场高增长的主要驱动因素，据高工产研锂电研究所（GGII）调研统计，预计 2019 年动力电池用锂电铜箔产量同比增长 35.77%，达 8.35 万吨，超过数码电池领域需求量，在中国锂电铜箔中的占比超过 50%。GGII 预计，到 2020 年，中国动力电池产量将超过 158.8GWH，动力电池用锂电铜箔产量将突破 11 万吨，成为中国锂电铜箔市场的主要增长点。公司下游客户主要为知名动力电池生产企业，将充分受益于行业的发展。

图表 7 2013-2020 年中国锂电铜箔产量及预测



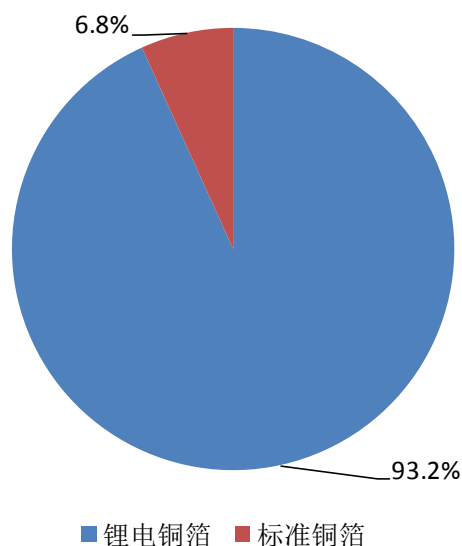
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

五、财务数据

公司主营业务为各类高性能电解铜箔的生产和销售，主导产品为锂电铜箔。2016年以来，受益于新能源汽车行业的快速发展，动力锂离子电池需求急速增长，从而带动锂电铜箔需求快速增长。2016-2018年期间公司锂电铜箔收入快速增长，分别为3.93亿元、4.73亿元和10.75亿元，年均复合增长率为65.49%。2016-2018年期间公司实现归属于母公司股东的净利润分别为0.63亿元、0.85亿元和1.76亿元，其中2017年、2018年分别比上年增长36.24%和107.1%。

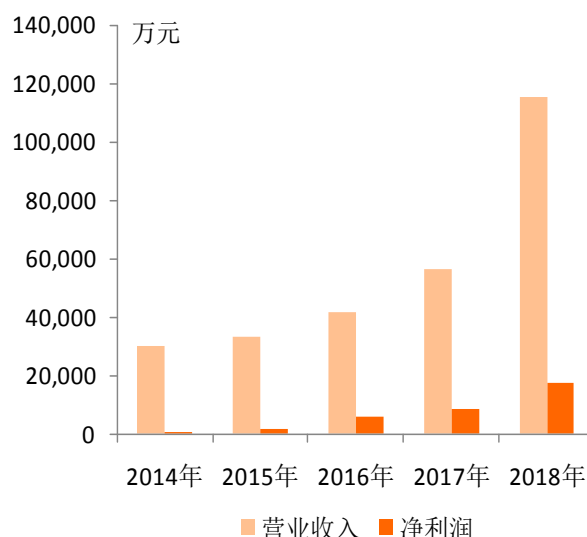
公司锂电铜箔毛利占比在80%以上，受益于公司优秀的技术水平和研发实力，公司产品毛利率整体保持相对稳定，2016-2018年期间公司主营业务毛利率分别为27.39%、27.35%和27.21%。

图表 8 2018 年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 9 公司近五年来营收和净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：新能源汽车行业发展不及预期、新产品和新技术开发风险、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

图表 10 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	1,153	1,445	1,816	2,287
货币资金	49	565	458	637	营业成本	839	1,058	1,327	1,669
应收款	230	288	362	456	营业税金及附加	5	6	7	9
存货	103	130	162	204	销售费用	15	25	36	50
其他流动资产	1	1	1	1	管理费用	19	28	41	55
流动资产合计	382	983	983	1,298	财务费用	25	22	13	13
非流动资产:					费用合计	59	74	90	118
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	9	11	14
固定资产+在建工程	586	1,043	1,305	1,314	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	25	25	25	25	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	20	20	20	20	营业利润	212	254	319	393
非流动资产合计	631	1,088	1,349	1,359	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1,013	2,071	2,333	2,657	减: 营业外支出	9	9	9	9
流动负债:					利润总额	203	245	310	385
短期借款	94	47	47	47	所得税费用	27	32	41	51
应付账款、票据	44	55	69	87	净利润	176	212	269	334
其他流动负债	76	76	76	76	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	213	178	192	210	归母净利润	176	212	269	334
非流动负债:									
长期借款	71	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	26	26	26	26	成长性				
非流动负债合计	97	26	26	26	营业收入增长率	103.7%	25.3%	25.7%	26.0%
负债合计	310	204	218	236	营业利润增长率	112.8%	19.5%	25.6%	23.5%
所有者权益					归母净利润增长率	107.1%	20.4%	26.5%	24.1%
股本	173	231	231	231	总资产增长率	26.9%	104.4%	12.6%	13.9%
资本公积金	155	1,067	1,067	1,067	盈利能力				
未分配利润	336	510	731	1,004	毛利率	27.2%	26.8%	26.9%	27.0%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	18.4%	17.6%	17.6%	17.2%
所有者权益合计	703	1,867	2,115	2,422	三项费用/营收	5.1%	5.1%	4.9%	5.2%
负债和所有者权益	1,013	2,071	2,333	2,657	EBIT/销售收入	20.6%	18.5%	17.8%	17.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	15.3%	14.7%	14.8%	14.6%
净利润	176	212	269	334	ROE	25.1%	11.4%	12.7%	13.8%
折旧与摊销	49	75	94	100	营运能力				
财务费用	25	22	13	13	总资产周转率	113.8%	69.8%	77.8%	86.1%
存货的减少	-15	-27	-33	-42	资产结构				
营运资本变化	-113	-47	-60	-76	资产负债率	30.6%	9.8%	9.3%	8.9%
其他非现金部分	12	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	135	236	283	328	经营净现金流/净利润	0.76	1.11	1.05	0.98
投资活动现金净流量	-178	-532	-356	-109	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	69	812	-34	-39	每股收益	1.02	0.92	1.16	1.44
现金流量净额	26	516	-107	179	每股净资产	4.06	8.09	9.16	10.49

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券。

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>