

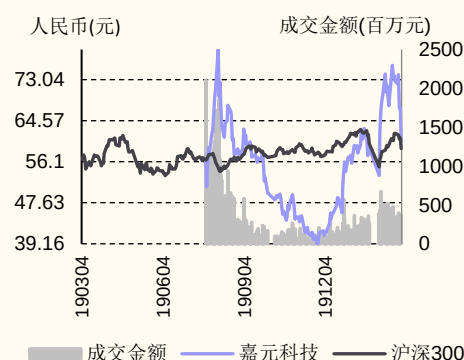
嘉元科技 (688388.SH) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 60.30 元

铜箔减薄, 量价齐升**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	2.31
已上市流通 A 股(亿股)	.56
总市值(亿元)	139.22
年内股价最高最低(元)	76.00/53.26
沪深 300 指数	3940
上证指数	2880

**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	566	1,153	1,471	1,754	2,307
营业收入增长率	35.21%	103.68%	27.54%	19.22%	31.53%
归母净利润(百万元)	85	176	345	472	662
归母净利润增长率	36.24%	107.10%	95.47%	36.84%	40.33%
摊薄每股收益(元)	0.492	1.019	1.494	2.044	2.868
每股经营性现金流净额	0.10	0.78	1.63	2.47	2.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.17%	25.08%	14.03%	16.92%	20.36%
P/E	0.00	0.00	40.37	29.50	21.02
P/B	0.00	0.00	5.66	4.99	4.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司主营锂电铜箔业务:** 公司主营锂电铜箔和标准铜箔, 其中锂电铜箔 2016-2018 年分别占公司总出货 94%、84%、92%, 为公司主要产品。公司锂电铜箔在国内市占率接近 20%, 出货位居行业前三。
- **下游锂电复合增速有望达 30%:** 2020 欧盟碳排放趋严, 预计 2025 年欧洲新能源乘用车销量有望达 336 万辆, 占乘用车总销量 21.4%; 中国 2021-2023 年双积分征求意见稿有望驱动 2025 年新能源乘用车占比达 20% 以上, 叠加美国及其他国家动力、储能、消费电池需求, 2025 年全球锂电需求有望达 940GWh, 未来六年复合增速 30%。
- **极薄铜箔加工费存溢价, 公司在极薄铜箔领域具备显著优势:** 对锂电来说, 降低铜箔厚度, 可减少其单位 Wh 用量, 并提高电池能量密度, 从而降低成本。目前锂电铜箔以 8 微米为主, 少数为 6 微米, 而 6 微米铜箔制造难度大, 产能相对紧缺, 因此其加工费显著高于 8 微米产品。随锂电对 6 微米铜箔需求增加, 公司 6 微米铜箔出货占比逐年提升, 2018、2019 年分别约为 16%、60%, 预计 2020 年有望达 90%, 公司毛利率将进一步提升。随公司 IPO 募投 0.5 万吨新增产能投产, 公司有望量价齐增。
- **深度绑定下游龙头, 合作引领下一代技术潮流:** 极薄铜箔在锂电涂覆、卷绕等环节容易褶皱、断带, 对电池生产工艺要求极高。宁德时代等率先解决 6 μ m 铜箔在锂电生产中的工艺问题。公司占宁德时代 6 μ m 铜箔采购 45%-60%, 深度绑定, 并已与电池龙头企业开展 4.5 μ m 铜箔送样合作, 未来有望继续引领新技术, 享受铜箔减薄带来的加工费溢价。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 14.7 亿元、17.5 亿元和 23.1 亿元; 分别实现归母净利润 3.5 亿元、4.7 亿元和 6.6 亿元, 同比分别增长 95%、37%、40%; EPS 分别为 1.49 元、2.04 元和 2.87 元, 对应 PE 分别为 40.4、29.5、21 倍。考虑公司业务纯正, 极薄铜箔量价具备一定超预期概率, 参考其他锂电材料龙头, 给予 2020 年 36.7 倍估值, 对应股价为 75.02 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 下游不及预期、毛利率下滑超预期、客户集中度高、解禁造成股价波动。

柴明

联系人
chaiming@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、嘉元科技主营锂电铜箔	4
2、锂电未来复合增速 30%，铜箔 2025 年需求有望达 572 亿元	5
2.1 碳排放、双积分等政策有望驱动新能源车持续高增	5
2.2 锂电铜箔全球市场 2025 年有望达 572 亿元	8
3、轻薄化可提升锂电铜箔单位产品盈利能力	8
3.1 降低铜箔厚度有利于电池体积、能量密度提升	8
3.2 公司在极薄铜箔领域具备领先优势	9
3.3 极薄铜箔产能紧缺，加工费存溢价	9
3.4 与电池龙头深度合作，引领下一代技术新潮流	11
4、利润增速大于营收，费用率有序下滑	12
5、盈利预测	14
6、风险提示	16

图表目录

图表 1：毛面铜箔有与光面铜箔	4
图表 2：嘉元科技锂电铜箔和标准铜箔出货占比	4
图表 3：锂电池结构示意图	4
图表 4：PCB 铜箔	4
图表 5：嘉元科技历年锂电铜箔出货及在国内市占率	5
图表 6：锂电全球出货及同比增速	5
图表 7：全球新能源汽车历年销量及同比增速	6
图表 8：欧美地区为海外新能源车主销地区	6
图表 9：中国新能源汽车历年销量及同比增速	6
图表 10：欧洲新能源汽车历年销量及同比增速	6
图表 11：美国新能源汽车历年销量及同比增速	7
图表 12：不同地区新能源车销量全球市占率	7
图表 13：特斯拉美国地区历年销量及同比增速	7
图表 14：美国除特斯拉外新能源车历年销量及同比增速	7
图表 15：全球新能源车销量预测（万辆）	7
图表 16：全球电池复合增速谨慎预计达 30%	8
图表 17：电解铜箔分类	9
图表 18：嘉元科技主要产品技术演变历史	9
图表 19：铜价波动对铜箔毛利率敏感性分析	10
图表 20：公司分产品出货量（万吨）	10
图表 21：公司不同产品出货占比	10
图表 22：公司不同产品历年价格（万/吨）	11
图表 23：6 μ m 铜箔加工费显著高于其他产品	11

图表 24: 公司不同产品毛利率	11
图表 25: 公司 2019H1 毛利率显著提升且高于竞争对手	11
图表 26: 最薄量产铜箔已达 1.5 μ m	12
图表 27: 嘉元科技历年营收及增速	12
图表 28: 嘉元科技历年归母净利润及增速	12
图表 29: 公司历年利润率走势	13
图表 30: 公司历年期间费用 (百万元)	13
图表 31: 公司历年期间费用率	13
图表 32: 铜箔公司历年期间费用率合计走势	14
图表 33: 2018 年铜箔公司期间费用率明细对比	14
图表 34: 铜箔公司历年研发支出 (百万元)	14
图表 35: 研发支出占营业收入比例	14
图表 36: 公司锂电铜箔销量及市占率预测	15
图表 37: 公司电解铜箔产能及产能利用率预测	15
图表 38: 嘉元科技业绩预测	15
图表 39: 可比公司估值比较	15
图表 40: 新能源汽车销量及预测	16
图表 41: 2025 年锂电铜箔弹性需求分析	16
图表 42: 公司历年前五大客户营收占比	17
图表 43: 2018 年公司前五大客户及占比	17
图表 44: 嘉元科技 2020 年 7 月 22 日解禁股东	17

1、嘉元科技主营锂电铜箔

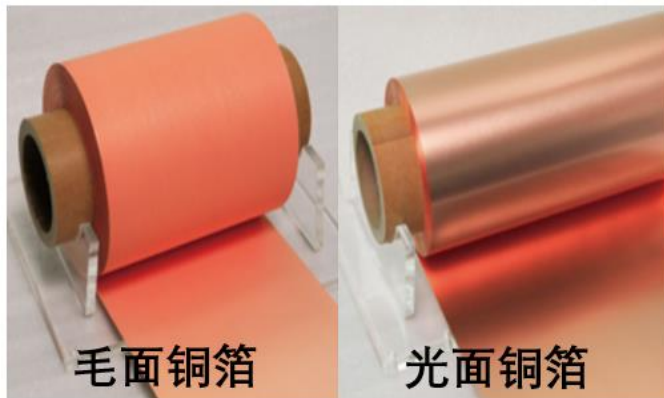
■ 锂电铜箔为公司主营产品

嘉元科技成立于 2001 年，主要从事各类高性能电解铜箔的研究、制造和销售。根据下游应用领域不同，公司铜箔又可分为锂电铜箔和标准铜箔，其中锂电铜箔 2016-2018 年分别占公司出货 94%、84%、92%，为公司主要产品。

锂电铜箔：锂电池正负极为粉状材料，需要与粘结剂、导电剂混合后涂覆在载体上方可使用。铜箔在锂电池中既充当负极活性物质的载体，又充当负极电子流的收集与传输体，是锂电内部必不可少的重要材料之一。

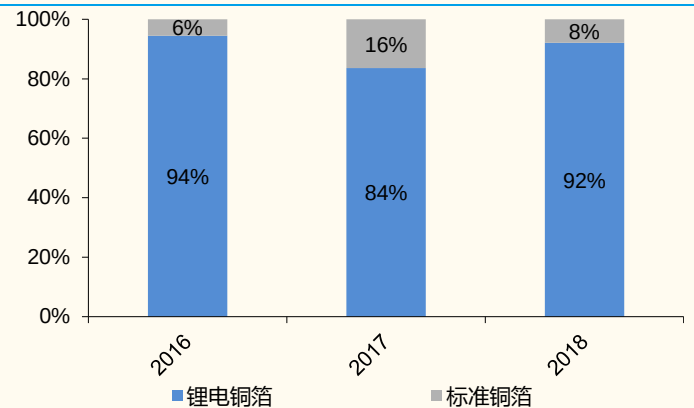
标准铜箔：主要用于 PCB 行业。

图表 1：毛面铜箔与光面铜箔



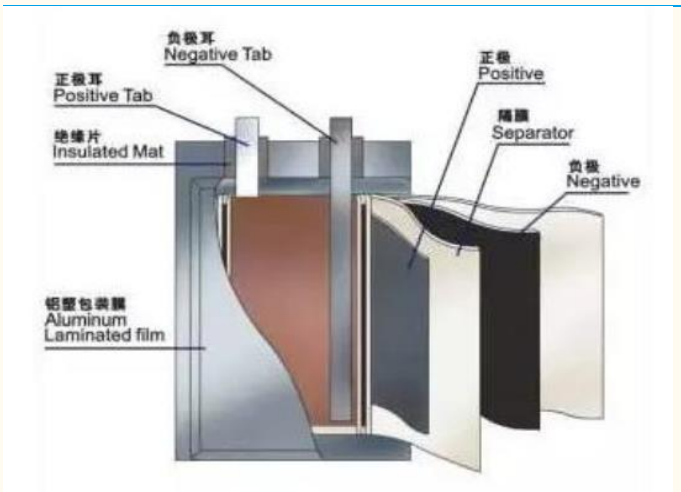
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 2：嘉元科技锂电铜箔和标准铜箔出货占比



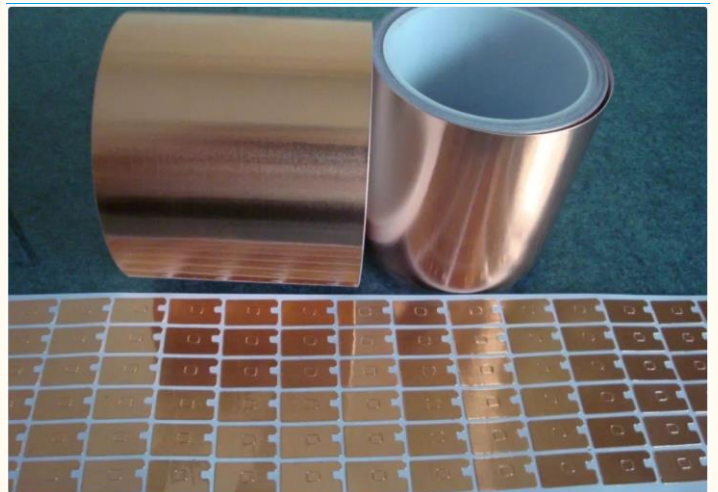
来源：电车资源网、国金证券研究所

图表 3：锂电池结构示意图



来源：电车资源网、国金证券研究所

图表 4：PCB 铜箔

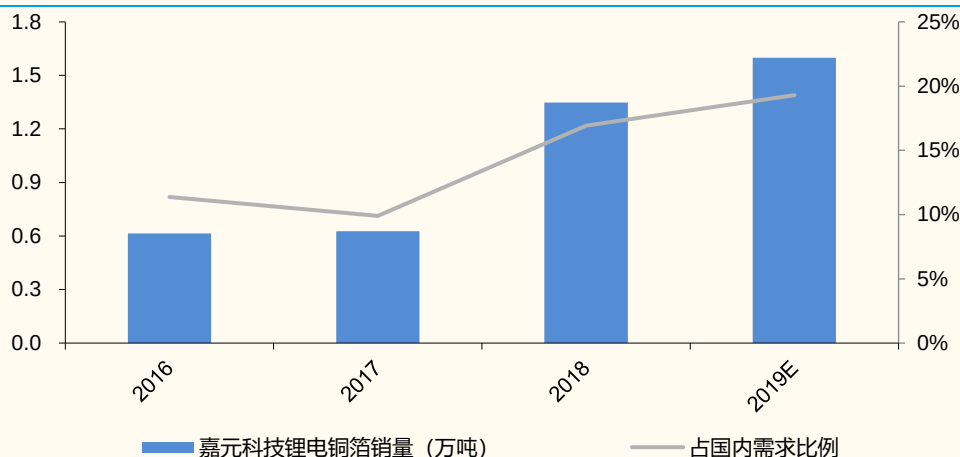


来源：PCB 开门网、国金证券研究所

■ 公司锂电铜箔国内市占率接近 20%，出货位居行业前三

2018 年国内锂电铜箔总需求约 8 万吨，其中公司出货 1.35 万吨，市占率约为 17%。诺德股份 2018 年锂电铜箔在国内市占率达 30% 以上，位居第一，公司与灵宝华鑫出货量相当，位居行业前三。2019 年，公司锂电铜箔预计出货 1.6 万吨，市占率有望进一步提升至 19% 左右。

图表 5：嘉元科技历年锂电铜箔出货及在国内市占率

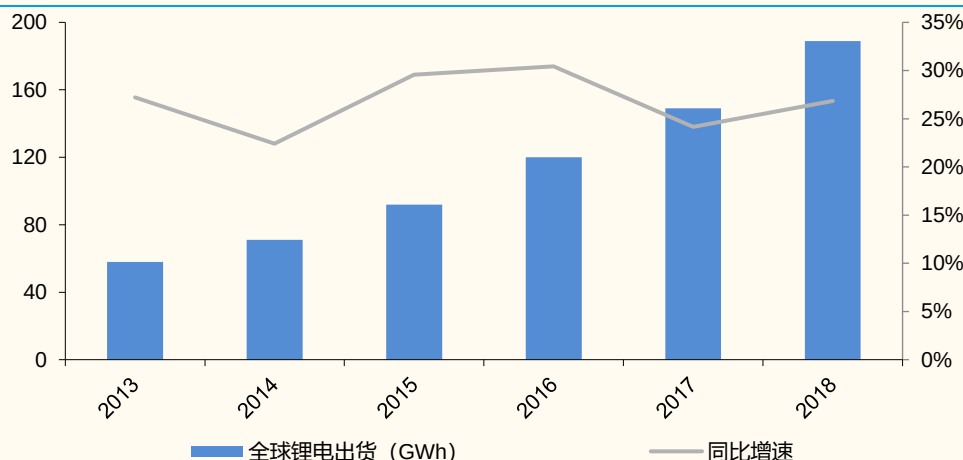


来源：公司公告、GGII、国金证券研究所

2、锂电未来复合增速 30%，铜箔 2025 年需求有望达 572 亿元

2018 年全球锂电池出货 189GWh，其中消费电子领域出货 68GWh，占比 36%；动力电池领域出货大概 100GWh，占比 53%，同比增长约 69%，为锂电增长主要贡献者。2019 年，全球动力电池出货约 117GWh，同比增长约 17%，增速出现下滑，但随欧盟碳排放和中国“双积分”新政陆续落地，动力电池高增有望重新开启。

图表 6：锂电全球出货及同比增速



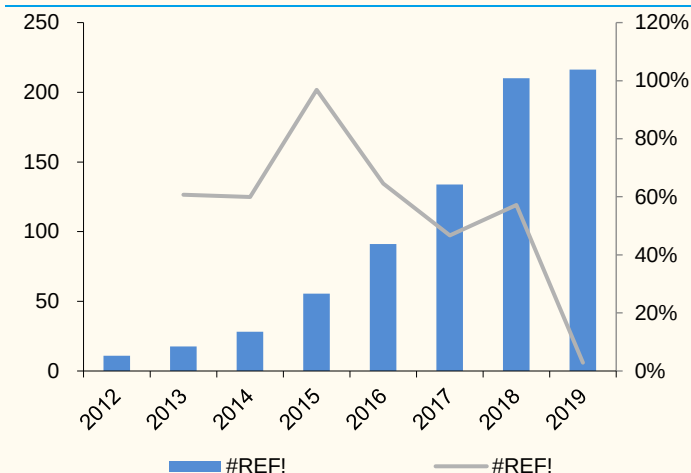
来源：GGII、国金证券研究所

2.1 碳排放、双积分等政策有望驱动新能源车持续高增

■ 新能源车销售主要集中在中国、欧洲及美国三个地区

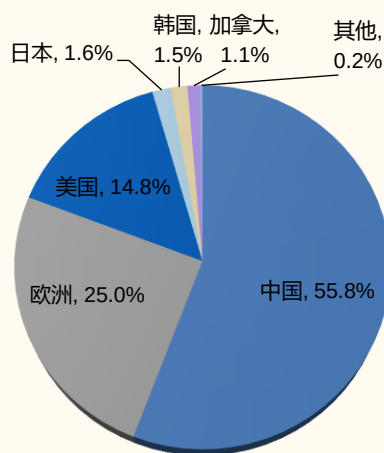
2019 年全球新能源汽车销售约 216 万辆，同比增长 3%，近 3 年复合增速 33%。其中，2019 年中国新能源车销售 121 万辆，占比 55.8%，位列第一；欧洲销售 54 万辆，占比 25%，位列第二；美国销售 32 万辆，占比 14.8%，位列第三。中国、欧洲、美国新能源车销售合计占比 95.6%，为主要销售区域。

图表7：全球新能源汽车历年销量及同比增速



来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

图表8：欧美地区为海外新能源车主销地区



来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

■ 中国2020年补贴退坡趋缓，2021年后“双积分”新政即将落地

2019年中国新能源车销售120.6万辆，同比下滑4%，主要是因为补贴退坡幅度超预期，近3年复合增速33%。2020年补贴大概率趋于缓和，预计新能源车可实现产销量162万辆，同比增长34%。2021年，根据国家颁布“双积分”征求意见稿最新测算，新能源乘用车产量至少达200万辆，综合商用车后新能源车产量有望达220万辆，重回高增之路，若将该政策线性外推至2025年，我国新能源乘用车销量占比有望达20%以上。

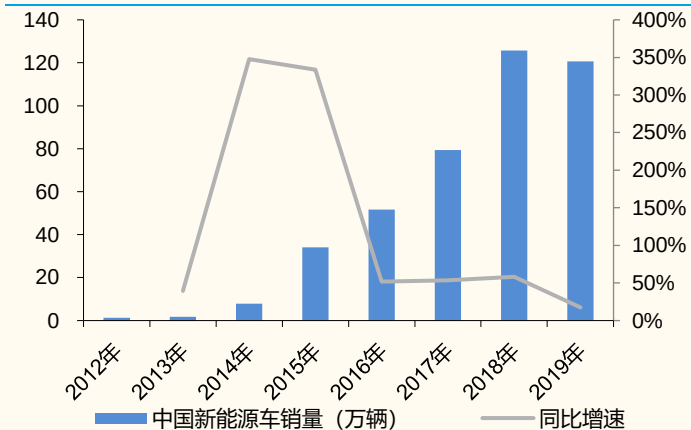
■ 欧洲及美国为海外新能源车主要市场

2019年海外新能源汽车销售95.6万辆，同比增长13%，其中，欧洲地区新能源车销售54万辆，同比增长49%；美国地区销售32万辆，同比下滑9%，以上两个地区销量合计占海外90%，为新能源车海外市场主力销售区域。

碳排放驱动欧盟新能源车未来6年复合增速36%：根据我们测算，欧盟欲免受碳排放超标罚款，2021年、2025年、2030年新能源汽车销量至少为134万辆、336万辆和618万辆，占乘用车比例分别为8.7%、21.4%和38.3%。其中，2019-2021年新能源车复合增速达58%，2021-2025年新能源车复合增速达26%。

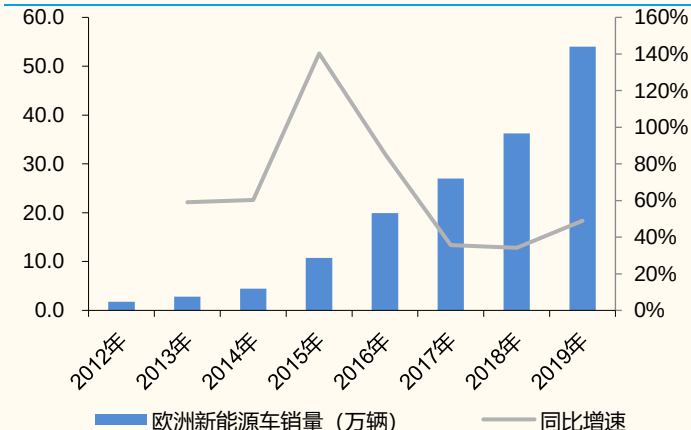
美国需待新车推出：美国2019年增速小幅下滑，但随特斯拉、通用等新车推出，销量亦有望恢复增长。

图表9：中国新能源汽车历年销量及同比增速



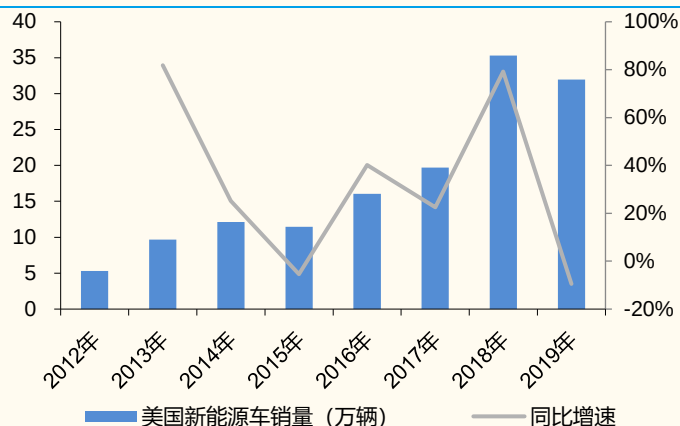
来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

图表10：欧洲新能源汽车历年销量及同比增速



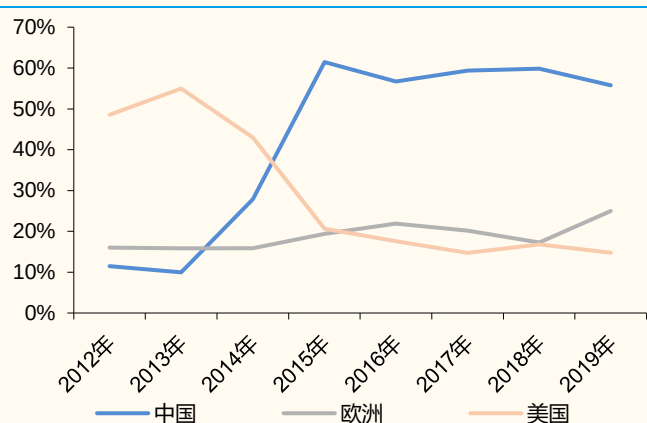
来源：Marklines、国金证券研究所

图表 11：美国新能源汽车历年销量及同比增速



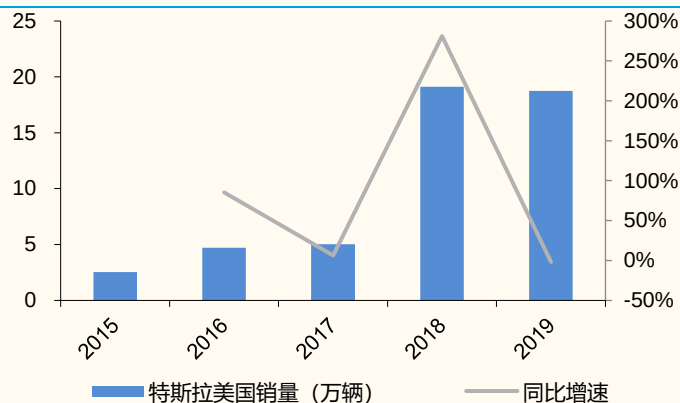
来源：Marklines、国金证券研究所

图表 12：不同地区新能源车销量全球市占率



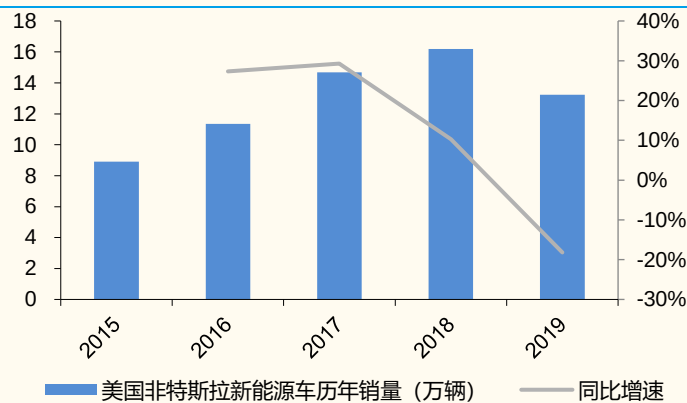
来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

图表 13：特斯拉美国地区历年销量及同比增速



来源：Marklines、国金证券研究所

图表 14：美国除特斯拉外新能源车历年销量及同比增速

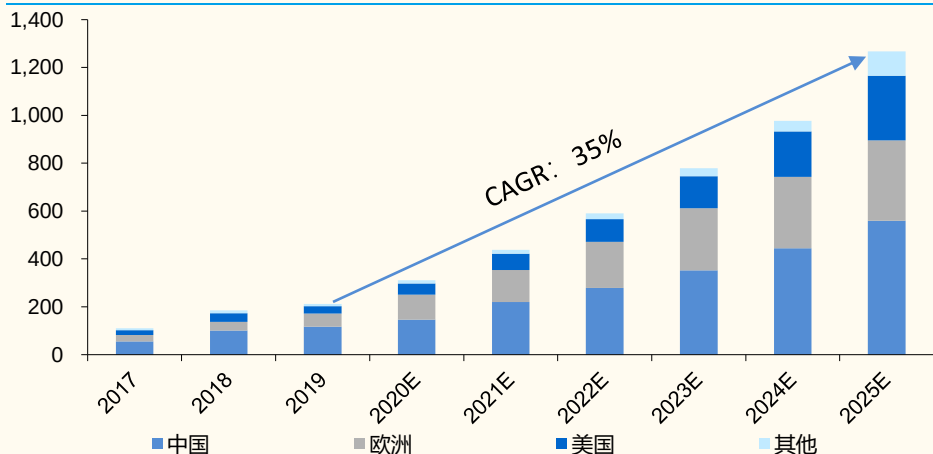


来源：Marklines、国金证券研究所

■ 全球新能源车复合增速有望达 35%

综合中国、欧洲、美国等地区，全球新能源车 2025 年销量有望达 1267 万辆，未来六年复合增速达 35%；对应动力电池需求达 744GWh，未来六年复合增速达 37%。

图表 15：全球新能源车销量预测 (万辆)



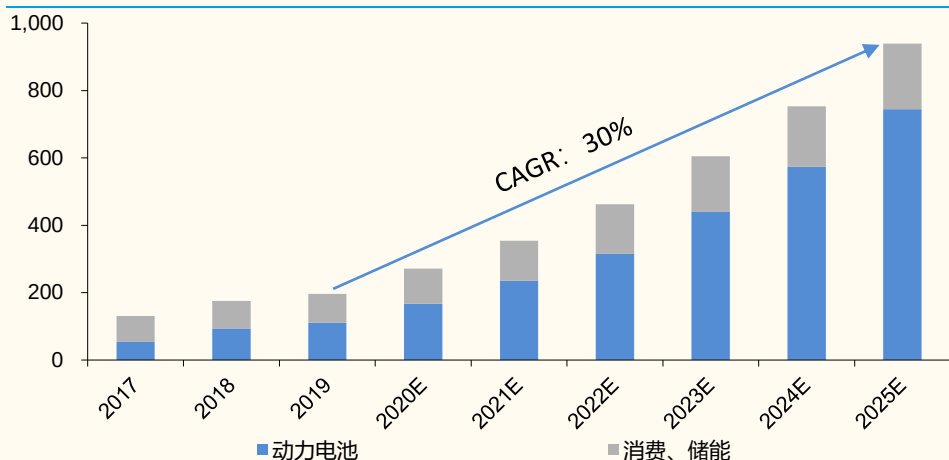
来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

2.2 锂电铜箔全球市场 2025 年有望达 572 亿元

除动力外，锂电主要应用在消费和储能两个领域，消费电子市场相对饱和，行业增速相对较低；储能分大储能和小储能，大储能市场空间较大，但大储能受以下事件影响，短期或难以起量：1) 我国国家电网叫停公司及其下属企业投资“电网侧储能”；2) 2019 年，工商业电价再降 10% 导致峰谷电价差进一步变小；3) 风光储的成本和效率短时间内难以解决；4) 韩国储能电池频频着火，引发市场对短期安全担忧。

基于谨慎原则，预计 2025 年全球锂电需求约为 940GWh，六年复合增速为 30%，其中中国电池约为 380GWh，六年复合增速为 25%。若假设单 GWh 锂电铜箔需求为 800 吨，则 2025 年全球锂电铜箔需求约为 75 万吨，对应市值约为 572 亿元，其中中国铜箔需求约为 30 万吨，对应市值约为 231 亿元。

图表 16：全球电池复合增速谨慎预计达 30%



来源：Marklines、中汽协、国金证券研究所

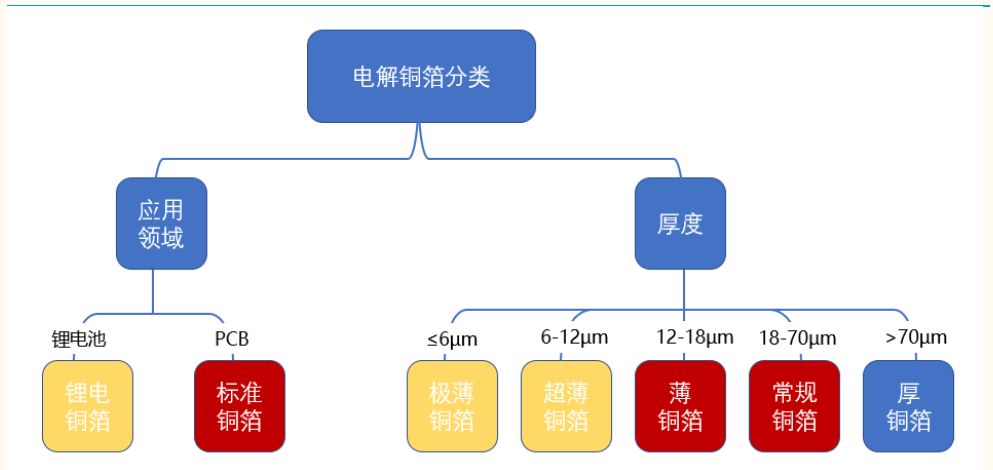
3、轻薄化可提升锂电铜箔单位产品盈利能力

3.1 降低铜箔厚度有利于电池体积、能量密度提升

铜箔根据厚度不同，可分为极薄铜箔 ($\leq 6 \mu\text{m}$)、超薄铜箔 ($6 \sim 12 \mu\text{m}$)、薄铜箔 ($12 \sim 18 \mu\text{m}$)、常规铜箔 ($18 \sim 90 \mu\text{m}$) 和厚铜箔 ($> 70 \mu\text{m}$)。

铜箔对于锂电池主要做为负极的载体和集流体，铜箔越薄，相同大小电芯内可容纳正负极活性物质的空间越大，且铜箔也会更轻，电池体积、能量密度会得到同步提升。基于技术不断进步，锂电铜箔经历从厚到薄的技术演变，目前，市场上常规锂电企业使用铜箔厚度为 $8 \sim 10 \mu\text{m}$ ，少数龙头公司使用 $6 \mu\text{m}$ ，且已启动 $4.5 \mu\text{m}$ 更薄铜箔电池工艺开发。

图表 17：电解铜箔分类



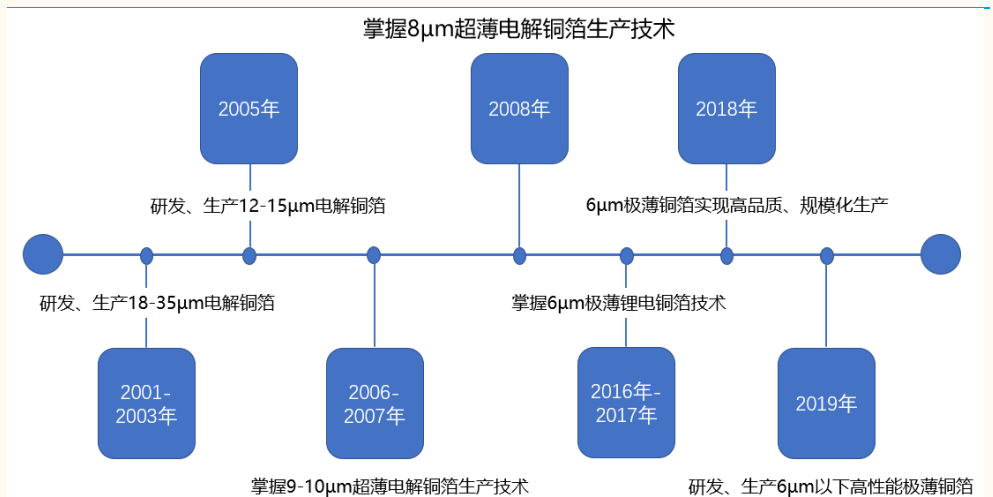
来源：公司招股书、国金证券研究所

3.2 公司在极薄铜箔领域具备领先优势

我国于 2018 年才真正实现极薄铜箔规模化应用，日本早在 2005 年前就实现 $3\mu\text{m}$ 和 $5\mu\text{m}$ 铜箔生产，近年来，部分韩国企业实现 $1.5\mu\text{m}$ 铜箔生产，我国铜箔技术与海外仍有一定差距。但海外电池巨头 LG、松下、三星等动力电池采用铜箔厚度主要集中在 $8\mu\text{m}$ 左右，极薄铜箔在电池量产中仍有很大困难。

国内目前也仅有极少数厂商能实现 $6\mu\text{m}$ 极薄铜箔规模化量产，主要有诺德股份、超华科技、灵宝华鑫等。公司成立之初，主要从事 $18-35\mu\text{m}$ 铜箔生产和制造；2014 年实现 $7\mu\text{m}$ 铜箔规模化量产；2018 年实现 $6\mu\text{m}$ 铜箔规模化量产，并成功导入宁德时代、宁德新能源和星恒电源等公司，具备一定领先优势。

图表 18：嘉元科技主要产品技术演变历史



来源：公司招股书、国金证券研究所

3.3 极薄铜箔产能紧缺，加工费存溢价

■ 成本加成模式，可充分转移原材料价格波动

铜箔产品采用“铜价+加工费”的成本加成定价模式，假设不同年份铜价分别上涨 5%、10%或下降 5%、10%，经分析，铜价变动对毛利率的敏感系数在 0.14-0.17 左右，可见铜价波动可转移至铜箔产品售价当中，铜价变动对铜箔毛利率敏感系数较低。

图表 19：铜价波动对铜箔毛利率敏感性分析

年度	铜线价格变化	毛利率敏感系数分析	
		毛利率变动	敏感系数
2018 年度	5%	-0.78%	0.16
	10%	-1.52%	0.15
	-5%	0.83%	0.17
	-10%	1.71%	0.17
2017 年度	5%	-0.75%	0.15
	10%	-1.47%	0.15
	-5%	0.80%	0.16
	-10%	1.64%	0.16
2016 年度	5%	-0.69%	0.14
	10%	-1.35%	0.14
	-5%	0.73%	0.15
	-10%	1.50%	0.15

注 1：毛利率变动=变化后的毛利率-当年毛利率

注 2：敏感系数=|毛利率变动/铜线价格变动比例|

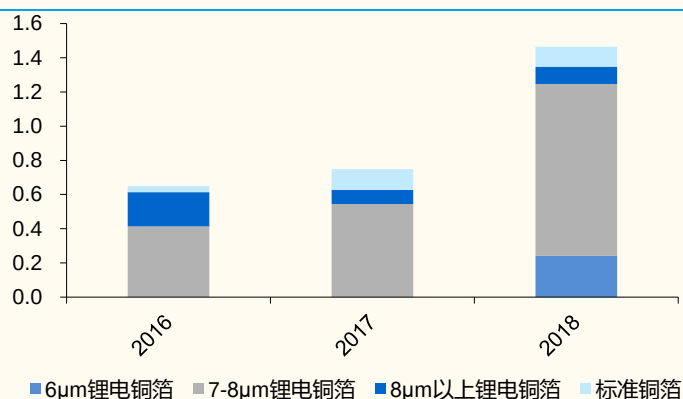
来源：公司招股书、国金证券研究所

■ 极薄铜箔加工费存溢价

公司锂电铜箔产品有 6 μ m、7-8 μ m、8 μ m 以上和标准铜箔等不同系列产品。因铜箔越薄，制造难度越大，6 μ m 锂电铜箔产品相对紧缺，价格和加工费显著高于其他铜箔产品。以 2018 年为例进行分析，公司稳定量产 6 μ m 锂电铜箔加工费约为 5.14 万/吨，较 7-8 μ m 产品 3.28 万/吨加工费高 57%；对应 6 μ m 产品毛利率约为 39.1%，较 7-8 μ m 产品高 12.5pct。

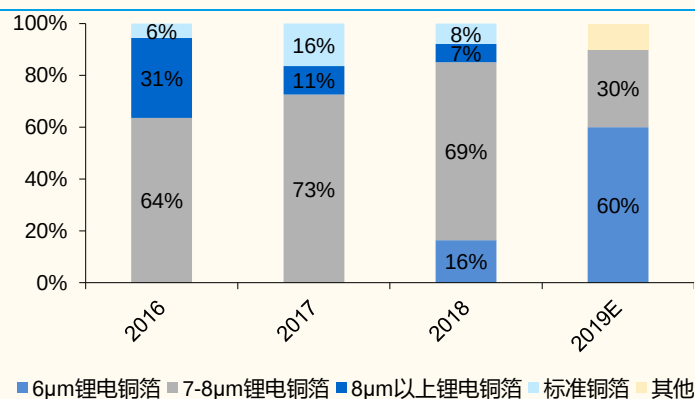
2018 年，公司 6 μ m 锂电铜箔产品占公司总出货约 16%，占比相对较低；2019 年，6 μ m 产品出货占比预计提升至 60%左右，公司 2019H1 毛利率提升至 36.1%，同比提升 13pct，且公司毛利率及提升幅度显著高于竞争对手。

图表 20：公司分产品出货量（万吨）



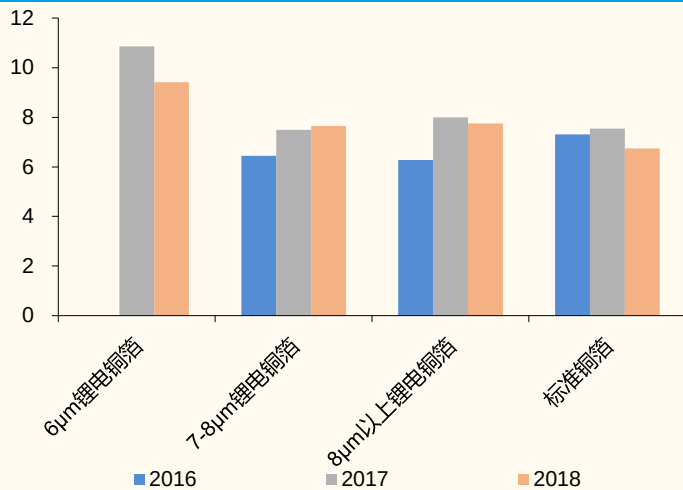
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：公司不同产品出货占比



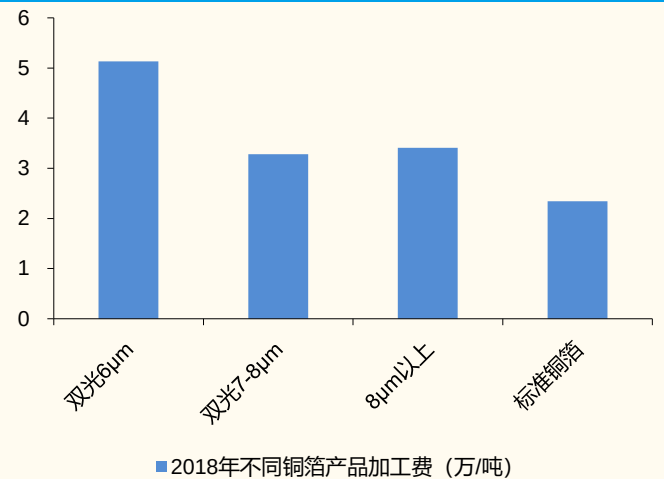
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：公司不同产品历年价格（万/吨）



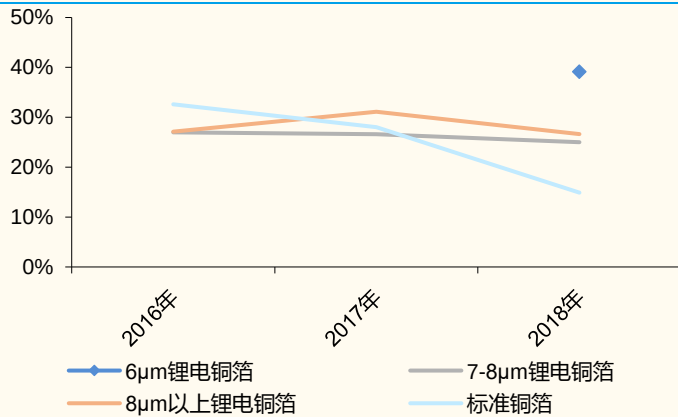
来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 23：6 μm 铜箔加工费显著高于其他产品



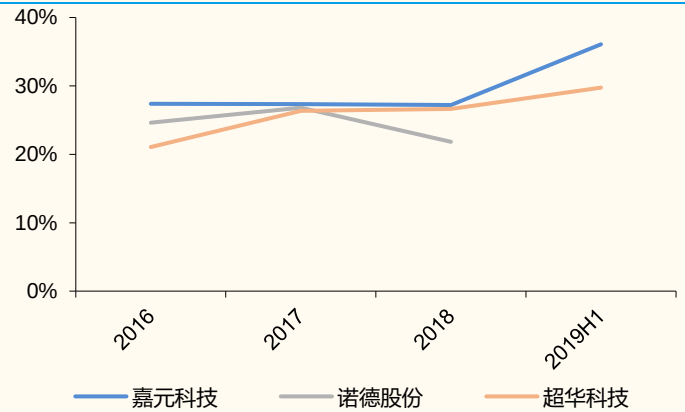
来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 24：公司不同产品毛利率



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 25：公司 2019H1 毛利率显著提升且高于竞争对手



来源：Wind、国金证券研究所（*超华科技、诺德股份为铜箔业务毛利率，嘉元科技为公司毛利率）

3.4 与电池龙头深度合作，引领下一代技术新潮流

■ 深度绑定具备使用极薄锂电铜箔的龙头电池企业

降低铜箔厚度可提升电池能量密度，降低成本，但极薄铜箔在电池涂覆、卷绕过程中存在褶皱、断带等技术问题，对电池企业工艺、设备开发能力要求极高。宁德时代等全球领先电池企业率先研发出适合极薄铜箔涂覆、卷绕的工艺设备，将 6 μm 铜箔量产于锂电之中。公司做为极薄锂电铜箔代表企业之一，2018 年占宁德时代 6 μm 铜箔采购量 45-50%，2019 年 Q1 占比进一步提升至 60%左右，与宁德时代等头部电池企业深度合作、绑定，从而保证公司在铜箔量产新技术中保持领先优势。

■ 合作开发更薄铜箔，引领技术新潮流

锂电铜箔仍有进一步降低厚度诉求，技术迭代带来溢价逻辑有望持续兑现。目前，公司已具备 4.5 μm 铜箔小规模量产能力，并与龙头电池企业展开送样等技术合作。未来技术进一步成熟后更薄铜箔有望被持续导入，公司做为技术领先的铜箔厂家，有望持续享受加工费溢价。

图表 26：最薄量产铜箔已达 1.5 μm

项目	古河电气		LS美创	JX日矿			三井矿业
厚度	5	6	3-5	6	7	9	1.5-5
单位面积质量 (g/m ²)	45	54		--	--	--	
抗拉强度 (MPa)	360	320	--	450	550	500	--
延伸率 (%)	3	7		--	--	--	

来源：各公司官网、国金证券研究所

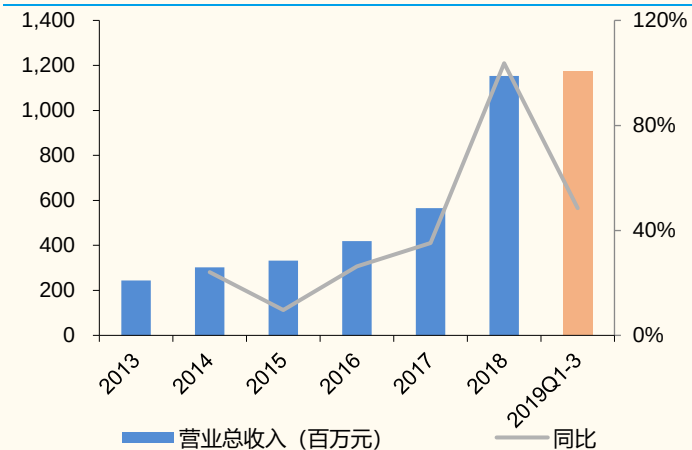
4、利润增速大于营收，费用率有序下滑

■ 营收 3 年复合增速 52%

2018 年公司实现营收 11.5 亿元，同比增长 104%，近 3 年复合增速为 52%；实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 107%，近 3 年复合增速为 109%。利润增速大于营收主要是因为行业需求增加，公司出货规模和价格出现上涨。

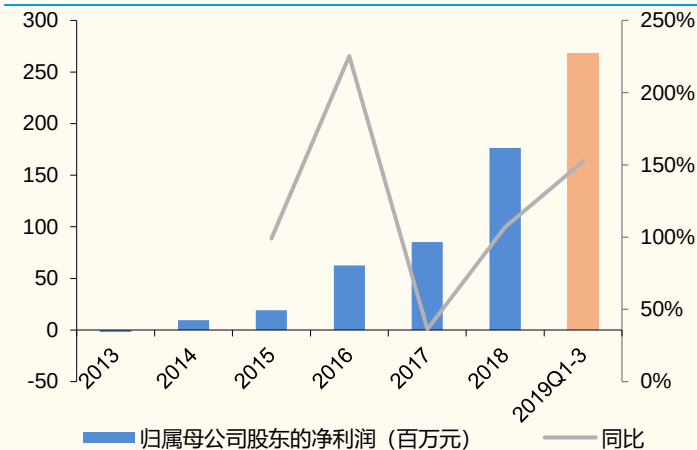
2019 年 Q1-Q3，公司实现营收 11.73 亿元，同比增长 49%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 152%，利润增速大于营收增速主要是因为毛利率较高的 6 μm 铜箔占比提升，带动公司整体毛利率同比提升 9.9pct。

图表 27：嘉元科技历年营收及增速



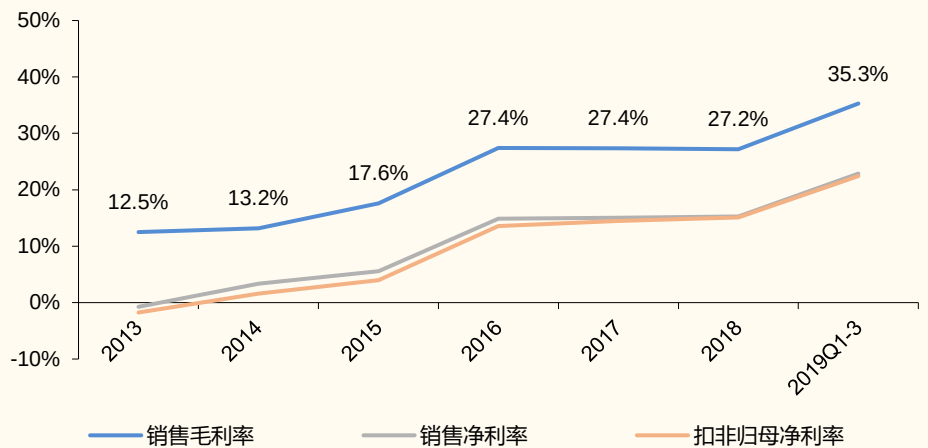
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：嘉元科技历年归母净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：公司历年利润率走势



来源：公司公告、国金证券研究所

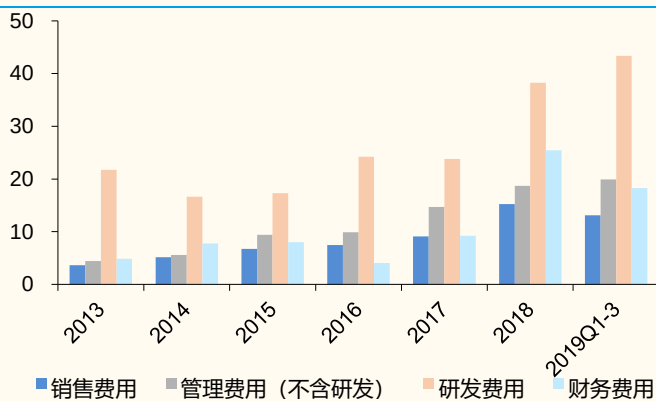
■ 公司费用控制良好，研发支出平稳增长

纵向对比，2018 年，公司期间费用率合计为 8.5%，同比 2017 年下降 1.6pct；2019 年 Q1-Q3 公司期间费用率合计为 8.1%，同比下降 1.1pct。费用率稳步下降主要是因为规模效应以及产品结构调整，相同出货量产品价值量提升。

横向对比，公司费用率显著优于诺德股份和超华科技，2018 年，诺德股份和超华科技期间费用率合计分别为 18.4%和 11.9%，较嘉元科技分别高 9.9pct 和 3.5pct。嘉元科技除研发费用率外，销售、管理、财务费用率均显著低于竞争对手公司，该三项费用率合计为 5.1%，较诺德股份和超华科技分别低 11.2pct 和 6.1pct（诺德股份和超华科技部分研发支出费用化）。

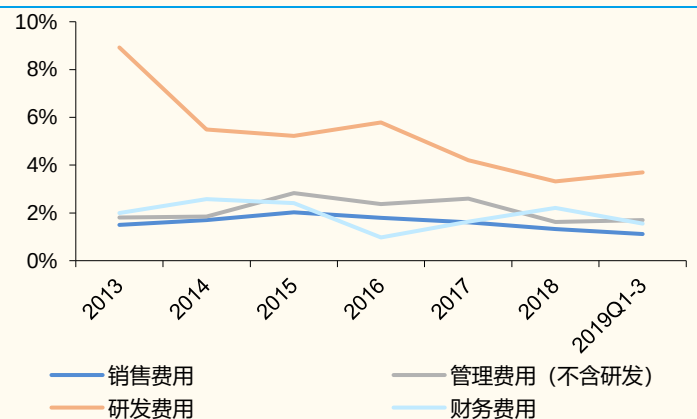
研发支出，公司研发支出和研发支出占营收比例相对平稳。

图表 30：公司历年期间费用（百万元）



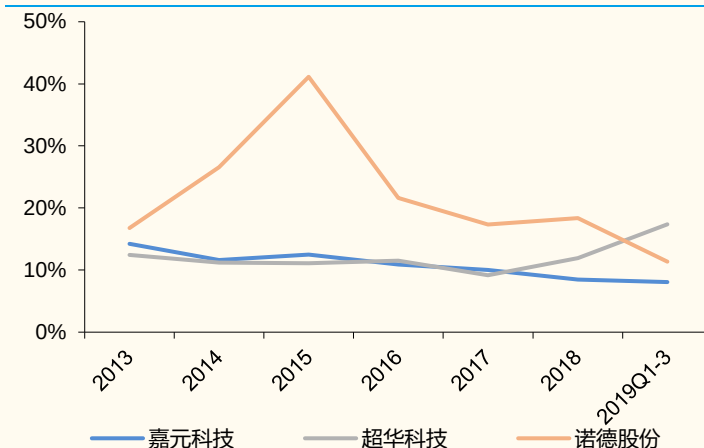
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 31：公司历年期间费用率



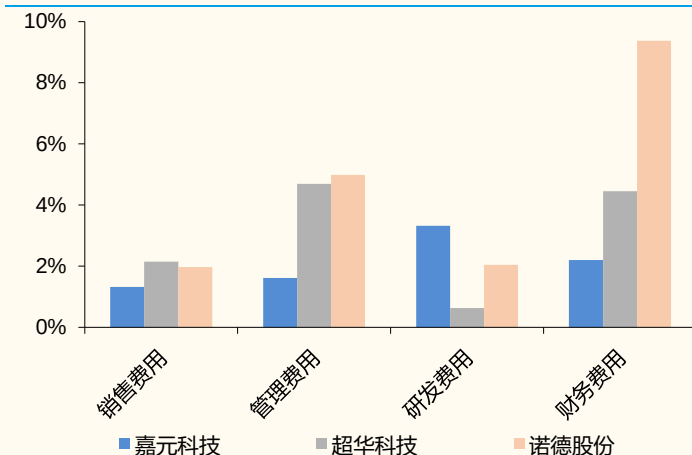
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 32：铜箔公司历年期间费用率合计走势



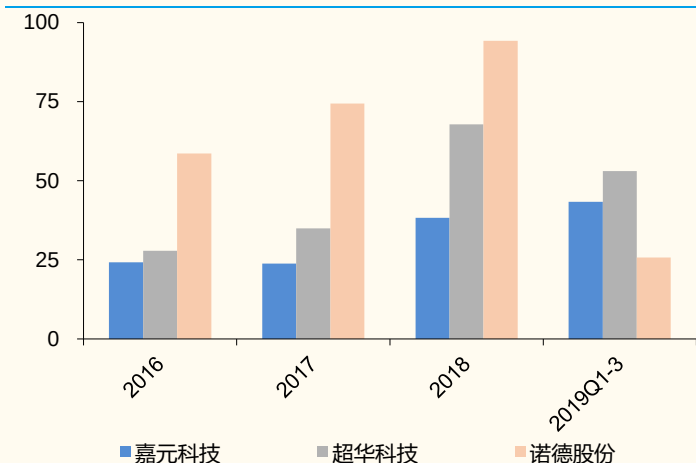
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：2018 年铜箔公司期间费用率明细对比



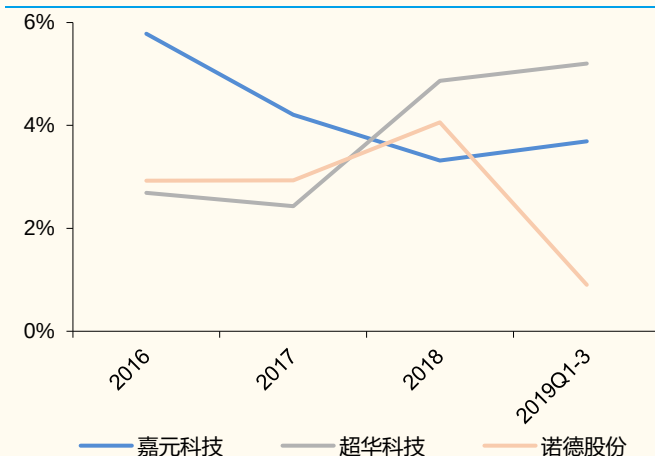
来源：Wind、国金证券研究所

图表 34：铜箔公司历年研发支出（百万元）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表 35：研发支出占营业收入比例



来源：各公司公告、国金证券研究所

5、盈利预测

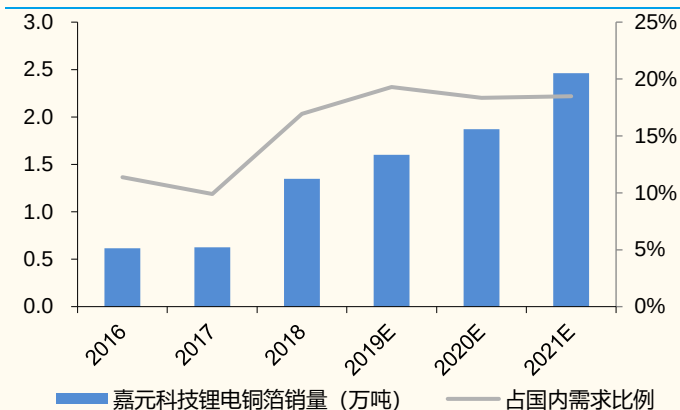
■ 电解铜箔出货预测

公司锂电铜箔 2016~2018 年销量分别为 0.61 万吨、0.63 万吨、1.35 万吨，分别占国内锂电铜箔总需求约 11%、10%、17%。

2016-2018 年，公司铜箔有效产能分别为 5256 吨、6603 吨和 13785 吨，对应产能利用率分别为 127%、120%和 110%，说明公司产能具有一定弹性。公司现有铜箔产能 1.6 万吨/年，新增年产 0.5 万吨募投项目预计 2020 年底开始投产。

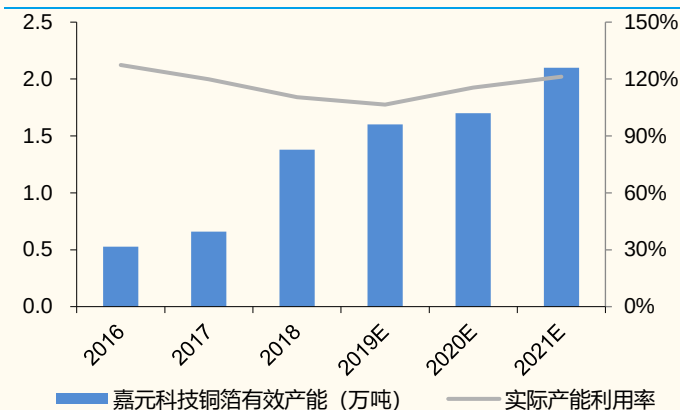
假设公司加快投产节奏，新增产能 2020 年贡献 0.1 万吨，则公司 2020 年有效产能约为 1.7 万吨。假设 2019~2020 年公司产能利用率分别为 107%、116%，对应 2019~2021 公司电解铜箔销量分别为 1.7 万吨、2 万吨和 2.5 万吨，对应锂电铜箔在国内市占率分别约为 19%、18%、19%。

图表 36：公司锂电铜箔销量及市占率预测



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：公司电解铜箔产能及产能利用率预测



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 铜箔毛利率预测

2017~2018 年，公司毛利率分别为 27.4%、27.2%，2019 年 Q1-Q3 公司毛利率为 35.3%，同比提升 9.9pct。未来随 6 μ m 铜箔占比进一步提升以及 4.5 μ m 等更薄铜箔陆续量产，公司毛利率有望进一步提升，假设 2019~2021 年公司毛利率分别为 34.2%、36.9%、38.3%。

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 14.7 亿元、17.5 亿元和 23.1 亿元；分别实现归母净利润 3.5 亿元、4.7 亿元和 6.6 亿元，同比分别增长 95%、37%、40%；EPS 分别为 1.49 元、2.04 元和 2.87 元，对应 PE 分别为 40.4、29.5、21 倍。考虑公司业务纯正，极薄铜箔量价具备一定超预期概率，参考其他锂电材料龙头，给予 2020 年 36.7 倍估值，对应股价为 75.02 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38：嘉元科技业绩预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
铜箔出货 (万吨)	0.75	1.46	1.70	1.96	2.54
同比	15.2%	95.4%	16.4%	15.2%	29.6%
公司营收 (百万元)	566	1,153	1,471	1,754	2,307
同比	35.2%	103.7%	27.5%	24.5%	30.6%
毛利率	27.4%	27.2%	34.2%	36.9%	38.3%

来源：Wind、国金证券研究所

图表 39：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002812.SZ	恩捷股份	58.3	1.03	1.49	1.96	56.6	39.1	29.8
300750.SZ	宁德时代	135.7	2.05	2.59	3.05	66.3	52.3	44.6
603659.SH	璞泰来	83.0	1.59	2.27	2.86	52.4	36.6	29.0
300073.SZ	当升科技	27.4	-0.46	0.93	1.25	-59.2	29.5	21.8
300769.SZ	德方纳米	162.5	2.38	4.09	5.53	68.4	39.8	29.4
300037.SZ	新宙邦	40.0	1.19	1.49	1.64	33.6	26.8	24.4
002709.SZ	天赐材料	24.7	0.18	0.75	1.09	136.1	32.9	22.7
平均值						50.6	36.7	28.8
688388.SH	嘉元科技	60.3	1.49	2.04	2.87	40.4	29.5	21.0

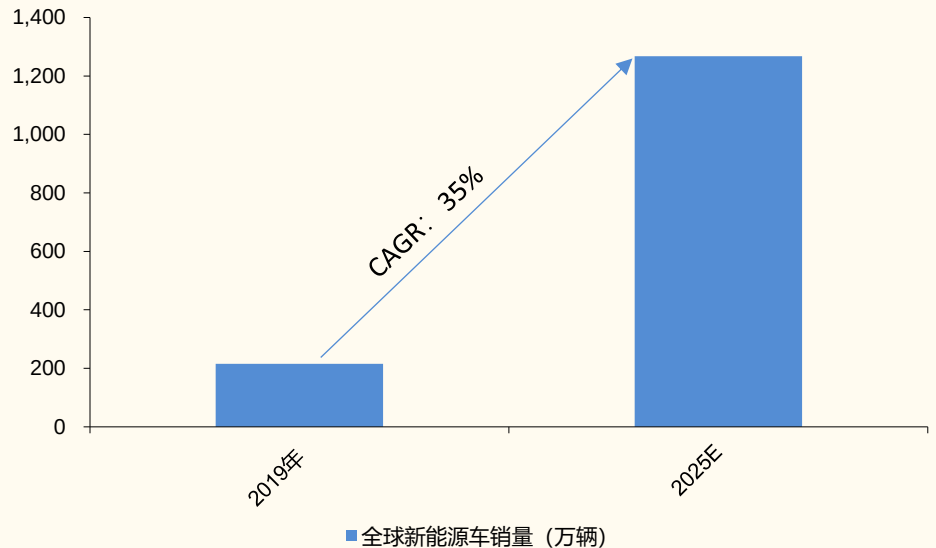
来源：Wind、国金证券研究所

6、风险提示

■ 新能源车增速不及预期

公司动力电池业务增速主要受新能源汽车驱动。与传统汽车相比，新能源汽车仍然存在续航里程短、快充速度慢和成本高三大痛点，需求受路权、补贴等政策性因素影响较大。报告中动力电池销量参照新能源汽车未来年均增速 35% 预测，若下游汽车销量不及预期，动力电池也会存在销量不及预期的风险。针对新能源汽车销量弹性分析如下表。

图表 40：新能源汽车销量及预测



来源：第 1 电动网、GGII、国金证券研究所

图表 41：2025 年锂电铜箔弹性需求分析

条目	谨慎	中性	乐观
新能源车销量 (万辆)	900	1267	1800
铜箔需求 (万吨)	58	75	100
CAGR6	24%	30%	36%

来源：Marklines、第一电动网、国金证券研究所

■ 储能电池业务增长不及预期

5G 推广对公司储能业务拉动较大，但部分 5G 基站采用梯次回收锂电和铅酸电池，若以上两者比例提升，储能锂电增长存在不及预期风险。

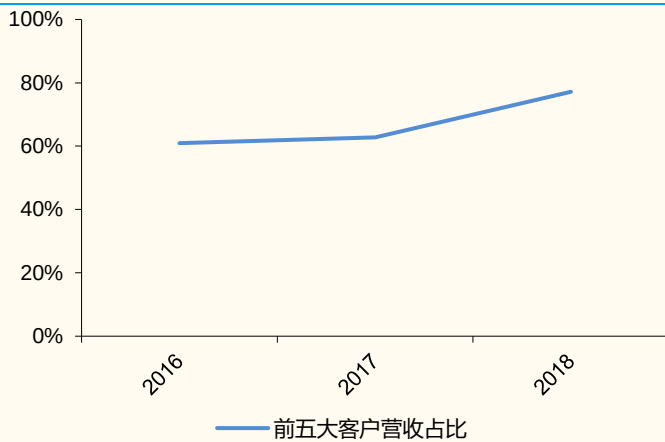
■ 产品毛利率下滑超预期

公司主营锂电铜箔产品，6 μ m 等高端产品由于供给紧张，存在一定溢价。如果后续攻克极薄铜箔企业增加，存在引发价格战的风险。

■ 下游客户集中度较高

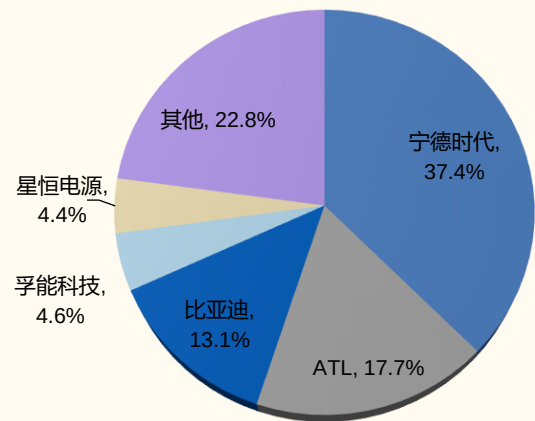
公司下游客户主要为锂电池企业，集中度相对较高。2016-2018 年公司前五大客户占公司营收比例分别为 61%、63%、77%，占比较高，存在一定风险。

图表 42：公司历年前五大客户营收占比



来源：公司招股书、国金证券研究所

图表 43：2018 年公司前五大客户及占比



来源：公司招股书、国金证券研究所

■ 解禁带来股价阶段性波动

2020 年 7 月 22 日，公司有 10975.16 万股首发原股东限售股份解禁，占公司总股本 47.54%，规模较大，解禁可能造成股价波动。

图表 44：嘉元科技 2020 年 7 月 22 日解禁股东

股东名称	本次解禁股份数量(万股)
其他自然人股东	2,296.60
其他法人股东	92.60
赖仕昌	1,712.43
深圳市鑫阳资本管理合伙企业(有限合伙)	1,618.63
宁波梅山保税港区丰盛六合新能源投资合伙企业(有限合伙)	850.00
荣盛创业投资有限公司	751.00
王志坚	578.70
广东粤科振粤一号股权投资合伙企业(有限合伙)	380.00
曾伟权	280.00
李战华	272.58
广州南沙金骏高新壹号投资基金(有限合伙)	265.00
杨国刚	230.00
广州云起科技股权投资企业(有限合伙)	220.00
蔡杨媚	218.12
李跃先	210.00
李云霞	200.00
中小企业发展基金(深圳有限合伙)	200.00
深圳市藤信产业投资企业(有限合伙)	200.00
赵礼贵	200.00
中广创业投资	199.50

来源：Wind、国金证券研究所

关键指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	N/A	35.21%	103.68%	27.54%	19.22%	31.53%
归母净利润增长率		36.24%	107.10%	95.47%	36.84%	40.33%
EBITDA 增长率	N/A	28.73%	97.00%	47.47%	29.72%	40.42%
EBIT 增长率	N/A	34.65%	115.92%	3.10%	2.95%	2.74%
估值指标						
PE				40.37	29.50	21.02
PB				5.66	4.99	4.28
EV/EBITDA				29.63	22.84	16.27
EV/EBIT				34.73	26.28	18.86
EV/NOPLAT				40.66	30.08	21.39
EV/Sales				9.65	8.10	6.15
EV/IC				5.76	5.08	4.36
盈利能力 (%)						
毛利率	27.39%	27.35%	27.21%	34.19%	36.89%	38.28%
EBITDA 率	30.59%	29.12%	28.17%	32.57%	35.44%	37.83%
EBIT 率	22.62%	22.53%	23.88%	27.79%	30.81%	32.63%
税前净利润率	17.52%	17.29%	17.64%	27.20%	31.05%	33.18%
税后净利润率 (归属母公司)	14.93%	15.05%	15.30%	23.44%	26.91%	28.71%
ROA	11.01%	10.67%	17.41%	13.21%	15.81%	19.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.35%	16.17%	25.08%	14.03%	16.92%	20.36%
ROIC	16.09%	16.75%	25.95%	14.31%	16.76%	19.99%
偿债能力						
流动比率	0.96	1.02	1.79	11.59	8.65	9.30
速动比率	0.56	0.58	1.31	10.84	7.90	8.52
归属母公司权益/有息债务	6.76	4.01	3.29			
有形资产/有息债务	10.93	5.90	4.54			
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	0.42	0.49	1.02	1.49	2.04	2.87
每股经营现金流	0.68	0.10	0.78	1.63	2.47	2.81
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.45	0.61	0.86
每股自由现金流 (FCFF)	0.10	-1.16	-0.25	-5.02	1.95	3.59
每股净资产	2.27	3.04	4.06	10.65	12.08	14.09
每股销售收入	2.79	3.27	6.66	6.37	7.60	9.99

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	419	566	1,153	1,471	1,754	2,307
增长率		35.2%	103.7%	27.5%	19.2%	31.5%
主营业务成本	-304	-411	-839	-968	-1,107	-1,424
%销售收入	72.6%	72.6%	72.8%	65.8%	63.1%	61.7%
毛利	115	155	314	503	647	883
%销售收入	27.4%	27.4%	27.2%	34.2%	36.9%	38.3%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-8	-9	-11
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-7	-9	-15	-18	-21	-25
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用	-10	-15	-19	-22	-25	-31
%销售收入	2.4%	2.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
研发费用	0	0	0	-46	-52	-63
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	3.0%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	95	128	275	409	540	753
%销售收入	22.6%	22.5%	23.9%	27.8%	30.8%	32.6%
财务费用	-4	-9	-25	-4	4	14
%销售收入	1.0%	1.6%	2.2%	0.3%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	0	0	-7	-4	0	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	100	212	400	545	765
营业利润率	15.9%	17.6%	18.4%	27.2%	31.1%	33.2%
营业外收支	7	-2	-9	0	0	0
税前利润	73	98	203	400	545	765
利润率	17.5%	17.3%	17.6%	27.2%	31.1%	33.2%
所得税	-11	-13	-27	-55	-73	-103
所得税率	15.2%	13.0%	13.3%	13.8%	13.3%	13.5%
净利润	62	85	176	345	472	662
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	63	85	176	345	472	662
净利率	14.9%	15.0%	15.3%	23.4%	26.9%	28.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	62	85	176	345	472	662
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	38	56	75	81	122
非经营收益	3	13	30	6	0	0
营运资金变动	3	-119	-128	-48	17	-135
经营活动现金净流	102	17	135	377	570	649
资本开支	-87	-167	-109	-335	-520	-220
投资	0	-50	-68	-1,200	400	400
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-87	-218	-178	-1,535	-120	180
股权募资	59	118	0	1,514	0	0
债权募资	8	81	82	-236	0	0
其他	-105	-5	-13	-109	-142	-199
筹资活动现金净流	-38	194	69	1,169	-142	-199
现金净流量	-22	-7	26	11	309	630

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	29	22	49	60	369	999
应收款项	30	82	230	342	335	470
存货	44	88	103	111	142	168
其他流动资产	1	13	1	1,203	804	404
流动资产	105	205	382	1,715	1,650	2,042
%总资产	18.4%	25.7%	37.7%	65.7%	55.3%	58.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	396	527	586	833	1,256	1,341
%总资产	69.7%	66.0%	57.9%	31.9%	42.1%	38.6%
无形资产	17	23	39	57	72	87
非流动资产	463	594	631	896	1,334	1,435
%总资产	81.6%	74.3%	62.3%	34.3%	44.7%	41.3%
资产总计	568	799	1,013	2,611	2,984	3,477
短期借款	50	83	143	0	0	0
应付款项	50	113	46	125	160	177
其他流动负债	9	6	24	23	31	43
流动负债	109	202	213	148	191	220
长期贷款	0	49	71	0	0	0
其他长期负债	15	22	26	4	4	5
负债	124	272	310	152	195	224
普通股股东权益	341	527	703	2,459	2,789	3,253
其中：股本	150	173	173	231	231	231
未分配利润	102	179	336	578	908	1,372
少数股东权益	103	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	568	799	1,013	2,611	2,984	3,477

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.417	0.492	1.019	1.494	2.044	2.868
每股净资产	2.271	3.044	4.064	10.649	12.080	14.088
每股经营现金净流	0.681	0.096	0.780	1.632	2.470	2.811
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.448	0.613	0.861
回报率						
净资产收益率	18.35%	16.17%	25.08%	14.03%	16.92%	20.36%
总资产收益率	11.01%	10.67%	17.41%	13.21%	15.81%	19.05%
投入资本收益率	16.09%	16.75%	25.95%	14.31%	16.76%	19.99%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	35.21%	103.68%	27.54%	19.22%	31.53%
EBIT 增长率	N/A	34.65%	115.92%	48.45%	32.14%	39.31%
净利润增长率		36.24%	107.10%	95.47%	36.84%	40.33%
总资产增长率	N/A	40.69%	26.87%	157.62%	14.30%	16.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.9	24.9	30.0	40.0	31.6	33.9
存货周转天数	26.5	58.5	41.4	42.1	47.3	43.6
应付账款周转天数	15.2	26.2	16.9	19.4	20.8	19.1
固定资产周转天数	339.9	307.1	185.4	133.5	179.2	165.5
偿债能力						
净负债/股东权益	4.74%	20.69%	23.45%	-2.44%	-13.23%	-30.72%
EBIT 利息保障倍数	23.3	13.8	10.8	92.6	-121.7	-53.1
资产负债率	21.77%	34.03%	30.59%	5.82%	6.53%	6.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH