

688388.SH

增持

市场价格：人民币 49.25

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(14.2)	0.1	(12.6)	(0.8)
相对上证指数	(18.5)	5.5	(20.4)	(11.6)

发行股数(百万)	231
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	11,371
3 个月日均交易额(人民币 百万)	189
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
广东嘉元实业投资有限公司	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 9 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属

证券分析师：沈成
(8621)20328319
cheng.shen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：朱凯
(86755)82560533
kai.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518050002

嘉元科技

锂电铜箔龙头，高端产能扩张

公司是高端锂电铜箔龙头企业，产品结构持续升级，深度绑定优质客户；产能利用率与产销率保持高位，新增产能即将释放，业绩有望重返增长轨道；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- 公司专注于铜箔业务，收入盈利实现快速增长。公司成立于 2001 年，2019 年 7 月成功登陆科创板，主要产品为锂电池用 6-12μm 铜箔、PCB 用电解铜箔。公司 2019 年实现收入、盈利分别为 14.46 亿元、3.30 亿元，2015-2019 年年均复合增速分别为 44.5%、103.5%。受疫情影响，公司 2020 年上半年盈利 5,761 万元，同比下滑 68.1%。
- 产能利用率与产销率保持高位，新增产能即将释放。公司 2016-2019 年铜箔产能分别为 0.60 万吨、0.66 万吨、1.38 万吨、1.60 万吨，产能利用率分别为 111.6%、119.9%、110.4%、110.6%，长期处于超负荷运转状态，产销率分别为 97.1%、94.7%、96.2%、97.9%，长期保持高位。公司未来新增产能主要包括 IPO 募投 5000 吨产能、拟使用 IPO 超募资金及可转债募集资金投建 1.5 万吨产能，完全达产后总产能将达到 3.6 万吨，其中 IPO 募投 5000 吨产能预计 2020 年底开始逐步投产。
- 产品结构持续升级，深度绑定优质客户。公司研发实力较强，2018 年批量生产 6μm 锂电铜箔，2019 年研发生产 6μm 以下的产品，已经成功开发出 5μm 和 4.5μm 产品。公司 2018 年前五大客户分别为宁德时代、ATL、比亚迪、孚能科技、星恒电源，收入合计占比 77.17%；2019 年前五大客户收入占比提升至 90.47%。2018 年公司对宁德时代的 6μm 铜箔收入占公司 6μm 铜箔销售总额的比例为 92.3%，占宁德时代需求比例约 45%-50%，2019 年一季度该比例上升至 60%。

估值

- 在当前股本下，预计公司 2020-2022 年预测每股盈利分别为 0.97/1.39/2.13 元，对应市盈率 50.9/35.3/23.1 倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 公司研发不达预期；公司新建产能投放不达预期；公司大客户集中风险；市场竞争加剧风险；新冠疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车下游需求不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,153	1,446	1,285	1,670	2,230
变动(%)	104	25	(11)	30	34
净利润(人民币 百万)	176	330	223	322	492
全面摊薄每股收益(人民币)	0.764	1.428	0.967	1.393	2.132
变动(%)	55.3	86.9	(32.3)	44.1	53.0
全面摊薄市盈率(倍)	64.4	34.5	50.9	35.3	23.1
价格/每股现金流量(倍)	84.3	24.1	52.1	39.8	21.6
每股现金流量(人民币)	0.58	2.04	0.94	1.24	2.28
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.1	24.8	40.0	26.5	17.0
每股股息(人民币)	0.000	0.430	0.290	0.418	0.640
股息率(%)	n.a.	0.9	0.6	0.8	1.3

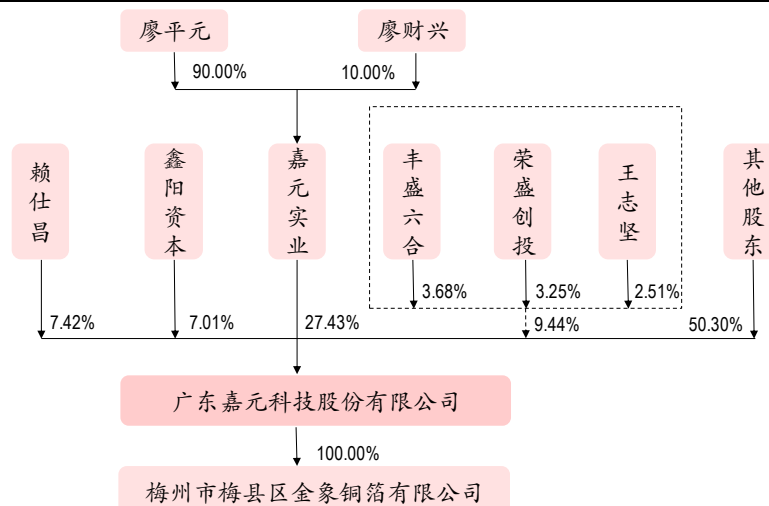
资料来源：公司公告，中银证券预测

公司专注于铜箔业务，收入盈利实现较快增长

公司 2019 年 7 月在科创板上市，主要产品为锂电铜箔。公司原名为广东梅县梅雁电解铜箔有限公司，系经梅县工商局核准设立的企业，成立于 2001 年，2015 年在新三板挂牌上市，2019 年 7 月成功登陆科创板。公司主要产品为锂电池用 6-12 μ m 铜箔，以及 PCB 用电解铜箔。公司主要通过采购铜线和硫酸等原材料，经过溶铜、生箔、后处理、分切等工艺流程制成电解铜箔，以直销的方式销售给客户。

公司实际控制人为廖平元。截至 2020 年中报，公司的控股股东是嘉元实业（廖平元持股 90%，廖财兴持股 10%，廖财兴是廖平元之父），嘉元实业持有上市公司 27.43% 的股权，廖平元是公司的实际控制人。公司唯一的全资子公司金象铜箔，主要为公司的铜箔业务提供加工生产服务。

图表 32. 嘉元科技股权结构

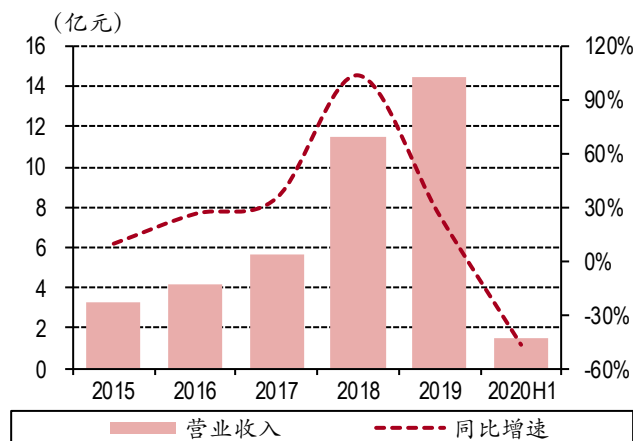


资料来源：嘉元科技招股说明书，嘉元科技公告，中银证券

2015-2019 年期间，公司收入盈利增长较快。公司 2019 年实现营业收入 14.46 亿元，同比增长 25.4%，2015-2019 年年均复合增速为 44.5%；2019 年实现归属上市公司股东净利润 3.30 亿元，同比增长 86.9%，2015-2019 年年均复合增速为 103.5%。

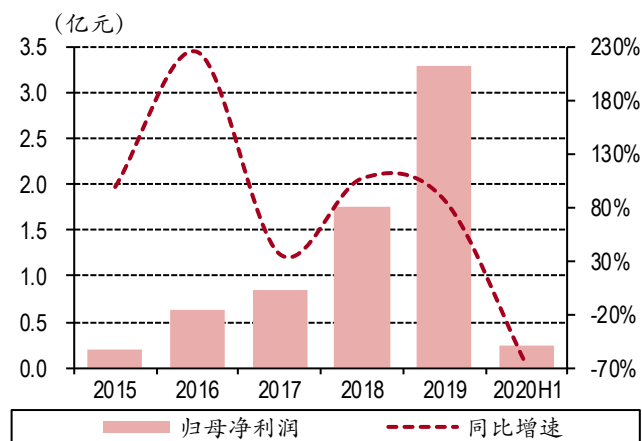
2020 年上半年受疫情影响，盈利显著下滑。2020 年上半年受疫情影响，下游客户延迟复工，公司调整了产品结构，加大了>8 μ m 超薄铜箔以及 PCB 用铜箔的生产，上半年实现营业收入 4.05 亿元，同比下滑 46.8%，归属上市公司股东净利润 5,761 万元，同比下滑 68.1%。

图表 33. 嘉元科技 2015-2020H1 营业收入及同比增速



资料来源：万得，中银证券

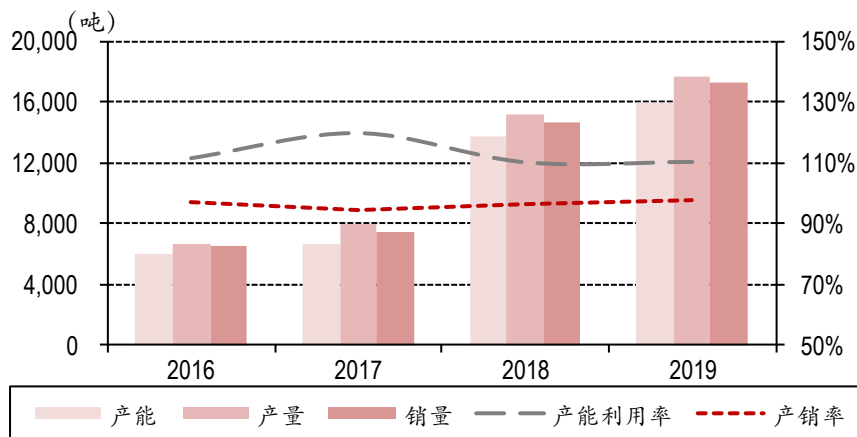
图表 34. 嘉元科技 2015-2020H1 盈利及同比增速



资料来源：万得，中银证券

公司产能利用率与产销率持续保持高位。根据公司招股说明书与 2019 年年报，公司 2016-2019 年铜箔产能分别为 0.60 万吨、0.66 万吨、1.38 万吨、1.60 万吨，铜箔总产量分别为 0.67 万吨、0.79 万吨、1.52 万吨、1.77 万吨，铜箔销量分别为 0.65 万吨、0.75 万吨、1.46 万吨、1.73 万吨；产能利用率分别为 111.6%、119.9%、110.4%、110.6%，长期处于超负荷运转状态，产销率分别为 97.1%、94.7%、96.2%、97.9%，长期保持高位。

图表 35. 嘉元科技 2016-2019 年产能、产量、销量情况



资料来源：嘉元科技招股说明书，嘉元科技公告，中银证券

公司 2019 年拥有铜箔产能 1.6 万吨。根据公司 2019 年 12 月 10 投资者关系活动记录表，2016 年公司铜箔总产能 6,000 吨，三期 6,500 吨、四期 3,500 吨新能源动力电池用高性能铜箔技改项目 2018 年陆续投产，实现总产能 1.6 万吨。

公司规划扩产至 3.6 万吨。公司未来新增产能主要来自两部分：1) 公司 IPO 募集资金 9.69 亿元，其中 3.72 亿元用于新建 5000 吨新能源动力电池用高性能铜箔产能，预计 2020 年底开始逐步投产。2) 拟投资 10.1 亿元新建 1.5 万吨产能，其中拟使用 IPO 超募资金 5.4 亿元，剩余部分由公司自有资金或者自筹资金投入；公司 2020 年 8 月 13 日发布可转债预案，拟募资 12.5 亿元，其中 4.68 亿元用于该 1.5 万吨新建产能；根据公司 2020 年 9 月 3 日投资者关系活动记录表，本次 1.5 万吨项目拟建设 4 条高性能铜箔产线，分两期建设，建设期 2.5 年，一期项目建设期为 2020 年 6 月至 2023 年 3 月，报批投建、设备招标工作正在推进；二期项目已于 2020 年 8 月取得建设用地，正在进行相关报批报建、节能审查工作。

图表 36. 嘉元科技扩产规划

时间	新增产能 (万吨)	累计产能 (万吨)	投产进度
2020 年底	0.5	2.1	2019 年总产能 1.6 万吨，IPO 募资新建 5,000 吨产能，预计 2020 年底开始逐步投产。
2022 年 3 月之后	1.5	3.6	拟投资 10.1 亿元新建 1.5 万吨产能，分两期建设，一期规划建设期为 2020 年 6 月至 2022 年 3 月，二期项目于 2020 年 8 月取得建设用地；其中 5.4 亿元来自 IPO 超募资金，4.68 亿元来自 2020 年可转债募集资金。

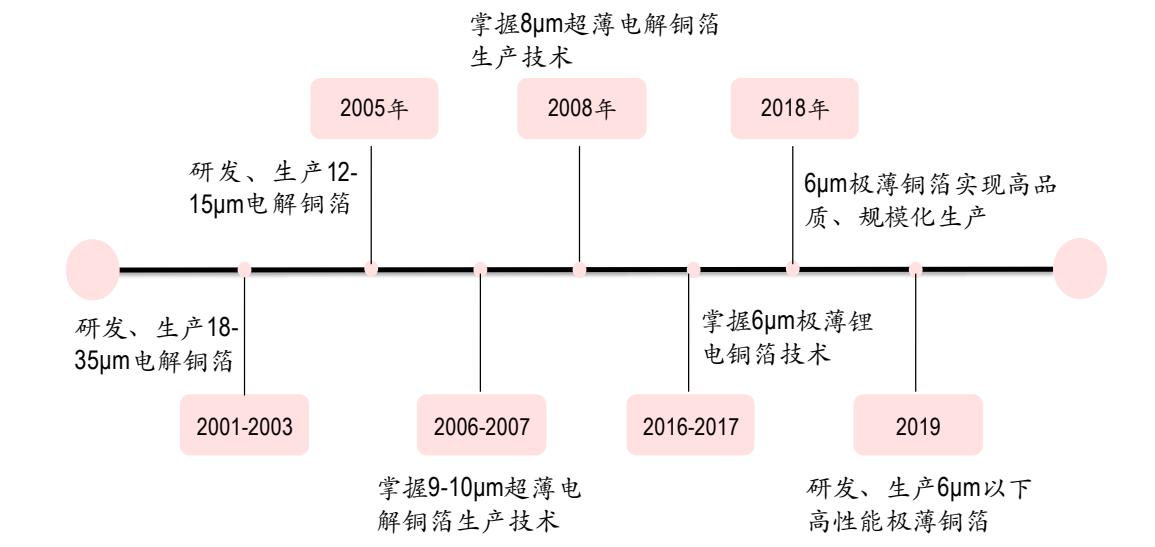
资料来源：嘉元科技公告，中银证券

公司研发实力较强，产品结构持续升级

公司研发实力较强。截至 2020 年 6 月，公司拥有的核心技术包括：超薄和极薄电解铜箔制备技术、添加剂技术、阴极辊研磨技术、溶铜技术、清理铜粉技术，其中添加剂技术为公司的特有技术，其余为行业共性技术。2016-2019 年期间，公司研发费用率分别为 5.78%、4.21%、3.32%、4.37%，研发人数占比分别为 9.39%、7.91%、8.51%、10.55%。

公司产品结构持续升级。新能源汽车要求锂电铜箔朝着高密度、低轮廓、超轻薄化、高抗拉强度、高延伸率方向发展。公司 2001 年成立主要研发生产 18-35 μm 的电解铜箔，2018 年批量生产 6 μm 锂电铜箔，2019 年研发生产 6 μm 以下的锂电铜箔，已经成功开发出 5 μm 和 4.5 μm 锂电铜箔产品。

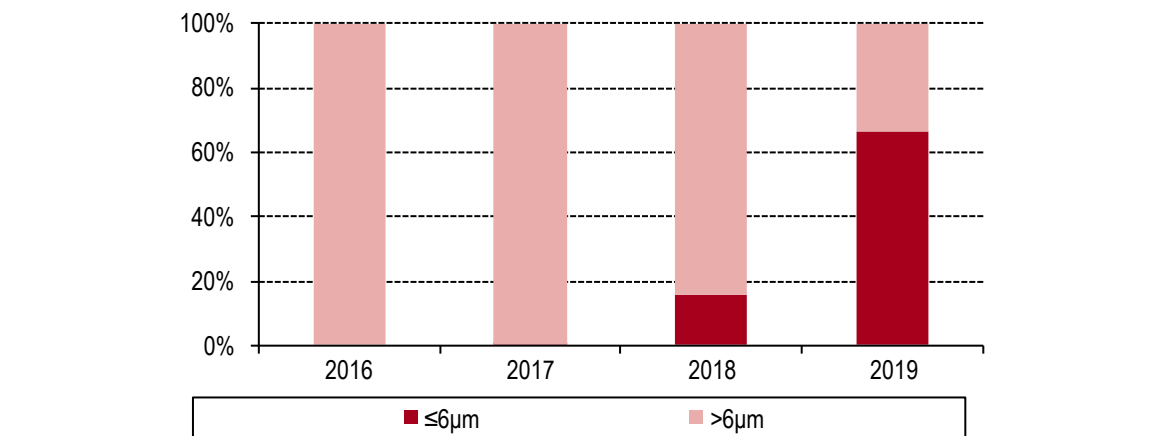
图表 37. 嘉元科技产品结构升级历程



资料来源：嘉元科技招股说明书，中银证券

公司 2019 年 $\leq 6\mu\text{m}$ 锂电铜箔销量占比为 64.4%。2016-2019 年期间，公司铜箔产品不断向轻薄化方向发展，2016 年公司销售产品均为 $>6\mu\text{m}$ 锂电铜箔，2017 年 6 μm 锂电铜箔实现 0.35 吨的小批量出货，2018 年 6 μm 锂电铜箔实现销量 2,407 吨，占比 16.4%，2019 年 $\leq 6\mu\text{m}$ 铜箔产品销量为 1.11 万吨，占公司总销量比例 64.4%。2020 年上半年，公司主要产品为 6 μm 锂电铜箔，并且已经成功批量生产了 6 μm 以下的极薄锂电铜箔。

图表 38. 嘉元科技 2016-2019 年产品结构



资料来源：嘉元科技公告，中银证券

深度绑定优质客户，享受高端产品超额红利

公司的客户集中度高，绑定优质龙头客户。公司主要客户覆盖了宁德时代、ATL、比亚迪等国内锂电池龙头企业。2018 年前五大客户分别为宁德时代、ATL、比亚迪、孚能科技、星恒电源，2018 年前五大客户的销售额占比为 77.17%；2019 年这一比例提升至 90.47%，其中第一大客户销售额占比达到 67.90%。

图表 39. 嘉元科技 2018 年前五大客户销售额及产品结构

客户名称	公司	主要产品	销售收入（万元）	占公司收入比例(%)
宁德时代	宁德时代新能源科技股份有限公司	双光 6μm	20,901.77	18.12
		双光 8 及 8μm 以上	21,421.13	18.57
	青海时代新能源科技有限公司	双光 8μm	819.64	0.71
ATL	宁德新能源科技有限公司	双光 8μm	14,665.15	12.72
		双光 8μm 以上	3,723.75	3.23
	东莞新能源科技有限公司	双光 8 及 8μm 以上	1,970.32	1.71
比亚迪		双光 6μm	290.99	0.25
		双光 8μm	14,866.23	12.89
孚能科技		双光 8 及 8μm 以上	5,301.32	4.60
星恒电源		双光 6μm	154.51	0.13
		双光 8μm	4,880.93	4.23
合计			88,995.75	77.17

资料来源：嘉元科技招股说明书，中银证券

公司是宁德时代的核心铜箔供应商，主供 6μm 极薄锂电铜箔产品。根据公司招股说明书，2018 年公司实现 6μm 铜箔的批量出货，主要客户为宁德时代、比亚迪、星恒电源，销售额占公司 6μm 铜箔销售总额的比例分别为 92.3%、1.3%、0.7%，其中供应宁德时代的双光 6μm 铜箔占其需求量比例约 45%-50%；2019 年一季度公司双光 6μm 铜箔占宁德时代采购同类产品的比例上升至 60%。

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 公司新增产能顺利投产释放，铜箔销量持续高增长。
- 2) 同类型产品的加工费平稳下滑，毛利率持续下滑。
- 3) 6μm 铜箔渗透率不断提升，该产品毛利率保持较高盈利水平。

图表 40. 嘉元科技营业收入与毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
双光 6μm 铜箔					
营业收入 (百万元)	226.47	999.79	918.00	1,233.75	2,171.15
毛利率(%)	39.14	38.42	34.12	35.09	34.68
双光 7-8μm 铜箔					
营业收入 (百万元)	769.68	398.60	256.00	396.00	39.00
毛利率(%)	25.01	26.95	16.41	17.42	16.46
8μm 以上铜箔					
营业收入 (百万元)	79.09	36.00	65.00	19.80	6.50
毛利率(%)	26.63	23.61	16.15	15.91	14.92
标准铜箔					
营业收入 (百万元)	78.02	11.61	45.50	20.10	13.40
毛利率(%)	14.91	14.64	11.08	11.94	11.94
营业收入合计 (百万元)	1153.31	1446.05	1284.55	1669.70	2230.10
综合毛利率(%)	27.21	34.70	28.87	30.39	34.17

资料来源：嘉元科技公告，万得，中银证券

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 12.85 亿元、16.70 亿元、22.30 亿元，分别同比增长-11.17%、29.98%、33.56%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.23 亿元、3.22 亿元、4.92 亿元，分别同比增长-32.30%、44.10%、53.04%；在当前股本下，每股收益分别为 0.97 元、1.39 元、2.13 元。

相对估值：根据 2020 年 9 月 25 日收盘价，公司 2020-2022 年对应市盈率分别为 50.9 倍、35.3 倍、23.1 倍。

投资建议：公司是高端锂电铜箔龙头企业，产品结构持续升级，深度绑定优质客户；产能利用率与产销率保持高位，新增产能即将释放，业绩有望重返增长轨道；首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

公司研发不达预期：随着行业竞争加剧及下游需求的变化，对铜箔的质量及工艺提出了更高的要求，若公司技术研发效果未达预期，将导致公司面临技术创新带来的风险。

公司新建产能投放不达预期：公司规划新建产能体量较大，若新建产能投放进度不达预期，可能将给公司带来业绩增速不达预期的风险。

公司大客户集中风险：公司前五大客户占公司收入比重较大，如果主要客户出于市场战略、原材料供应、产品技术等原因而终止与公司的合作，或者对方自身经营情况发生重大变化导致对公司产品的需求量降低，而公司无法及时拓展新客户，将对公司经营产生不利的影响。

市场竞争加剧风险：原有 PCB 用标准铜箔产线可能进行升级改造，或者新建锂电铜箔产能超预期，均可能加剧锂电铜箔的市场竞争。

新冠疫情影响超预期：新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

新能源汽车产业政策不达预期：新能源汽车尚处于成长期，产业政策对于新能源汽车销量增长具有重要作用；目前国内和海外产业政策均呈现边际向好的趋势，有望带动销量增长；若产业政策不达预期，则可能影响新能源汽车销量和产业链需求。

新能源汽车下游需求不达预期：若新冠疫情影响超预期、产业政策不达预期叠加主流车企电动化进程不达预期，则新能源汽车下游需求可能不达预期，从而导致产业链需求低于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,153	1,446	1,285	1,670	2,230
销售成本	(844)	(953)	(919)	(1,169)	(1,477)
经营费用	(30)	(63)	(94)	(80)	(91)
息税折旧前利润	280	430	272	421	662
折旧及摊销	(49)	(49)	(54)	(88)	(123)
经营利润(息税前利润)	230	381	217	333	539
净利息收入/(费用)	(25)	(13)	24	10	(4)
其他收益/(损失)	(1)	20	36	42	48
税前利润	203	380	263	371	568
所得税	(27)	(50)	(39)	(49)	(75)
少数股东权益	0	(0)	0	0	1
净利润	176	330	223	322	492
核心净利润	175	329	223	321	491
每股收益(人民币)	0.764	1.428	0.967	1.393	2.132
核心每股收益(人民币)	0.759	1.426	0.964	1.390	2.129
每股股息(人民币)	0.000	0.430	0.290	0.418	0.640
收入增长(%)	104	25	(11)	30	34
息税前利润增长(%)	123	65	(43)	53	62
息税折旧前利润增长(%)	99	54	(37)	55	57
每股收益增长(%)	55	87	(32)	44	53
核心每股收益增长(%)	55	88	(32)	44	53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	203	380	263	371	568
折旧与摊销	49	49	54	88	123
净利息费用	25	21	(10)	4	19
运营资本变动	(113)	119	(91)	25	(125)
税金	(27)	(50)	(39)	(49)	(75)
其他经营现金流	(3)	(46)	41	(153)	17
经营活动产生的现金流	135	472	218	286	527
购买固定资产净值	61	9	370	500	500
投资减少/增加	0	8	25	30	35
其他投资现金流	(239)	(1,170)	(745)	(1,006)	(1,007)
投资活动产生的现金流	(178)	(1,153)	(350)	(476)	(472)
净增权益	0	(99)	(67)	(97)	(148)
净增债务	82	(214)	130	316	223
支付股息	0	99	67	97	148
其他融资现金流	(13)	1,502	(57)	(100)	(166)
融资活动产生的现金流	69	1,289	73	216	57
现金变动	26	608	(59)	26	113
期初现金	22	49	701	642	668
公司自由现金流	(43)	(681)	(132)	(190)	55
权益自由现金流	65	(874)	(12)	130	298

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	49	701	642	668	781
应收帐款	230	86	195	170	317
库存	103	155	94	223	178
其他流动资产	1	4	1	5	2
流动资产总计	382	2,016	2,003	2,136	2,349
固定资产	586	579	898	1,314	1,694
无形资产	25	41	41	40	39
其他长期资产	5	5	5	5	5
长期资产总计	616	625	943	1,358	1,738
总资产	1,013	2,654	2,956	3,502	4,090
应付帐款	44	27	42	46	65
短期债务	94	0	130	446	670
其他流动负债	76	19	20	19	21
流动负债总计	213	46	191	511	755
长期借款	71	0	0	0	0
其他长期负债	26	64	64	64	64
股本	231	231	231	231	231
储备	530	2,293	2,449	2,674	3,019
股东权益	761	2,524	2,680	2,905	3,250
少数股东权益	0	20	20	21	22
总负债及权益	1,013	2,654	2,956	3,502	4,090
每股帐面价值(人民币)	3.30	10.93	11.61	12.58	14.08
每股有形资产(人民币)	3.19	10.75	11.43	12.41	13.91
每股净负债/(现金)(人民币)	0.50	(3.04)	(2.22)	(0.96)	(0.48)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.2	29.7	21.1	25.2	29.7
息税前利润率(%)	20.0	26.3	16.9	19.9	24.2
税前利润率(%)	17.6	26.3	20.5	22.2	25.5
净利率(%)	15.3	22.8	17.4	19.3	22.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	44.0	10.5	4.2	3.1
利息覆盖率(倍)	9.1	13.8	55.7	19.3	16.1
净权益负债率(%)	15.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	40.6	10.0	3.7	2.9
估值					
市盈率(倍)	64.4	34.5	50.9	35.3	23.1
核心业务市盈率(倍)	64.9	34.5	51.1	35.4	23.1
市净率(倍)	14.9	4.5	4.2	3.9	3.5
价格/现金流(倍)	84.3	24.1	52.1	39.8	21.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.1	24.8	40.0	26.5	17.0
周转率					
存货周转天数	41.2	49.4	49.6	49.6	49.5
应收帐款周转天数	49.3	39.9	39.9	39.9	39.9
应付帐款周转天数	12.3	9.0	9.8	9.5	9.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	27.4	20.1	8.6	11.5	16.0
资产收益率(%)	22.0	18.0	6.6	9.0	12.3
已运用资本收益率(%)	5.6	4.8	2.1	2.6	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测