

业绩基本符合预期，高镍龙头开启高增长
买入（维持）

2021年01月31日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

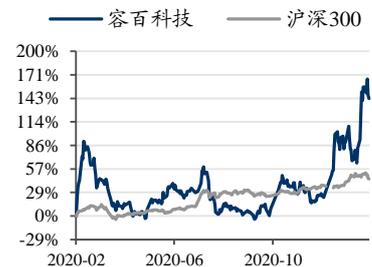
ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4190	4378	9235	14450
同比（%）	38%	4%	111%	56%
归母净利润（百万元）	87	210	597	1004
同比（%）	-58%	140%	184%	68%
每股收益（元/股）	0.20	0.47	1.33	2.24
P/E（倍）	377.18	140.20	49.39	29.37

投资要点

- **公司预告 20 年归母净利润 1.9-2.3 亿元，同比增长 117.35%-163.11%，基本符合预期：**公司发布业绩预增公告，归母净利润 1.9-2.3 亿元，同比增长 117.35%-163.11%，其中扣非归母净利润 1.2-1.7 亿元，同比增长 112.61%-201.2%，非经常性损益为部分坏账准备转回。公司公告显示，子公司容百贸易向比克电池采购 0.61 亿元圆柱电池，等额抵消了比克的应付账款，冲回应收账款坏账准备 0.5 亿元，该部分存货以 0.38 亿元销售，折价销售导致了 0.23 亿元的经常性亏损，且我们预计公司四季度职工奖金和战略咨询费用等新增 2000 万左右，若加回，我们预计全年扣非净利润处于预告上限，整体符合预期。
- **季度看，Q4 同比转正，环比大增 29.2%-96.8%：**Q4 归母净利润预计 0.77-1.17 亿元，同比转正，环比增长 29.22%-96.79%；扣非后归母净利润预计 0.3-0.8 亿元，同比转正，环比-25.70%+96.46%。19 年 Q4 公司主要受比克电池坏账准备影响，业绩基数较低，20 年 Q4 公司归母净利润转正，同环比大增，其中坏账准备转回计入非经常性损益，但电池折价销售降低了经常性损益，且四季度整体费用较多，若加回该部分亏损及费用后，我们预计 Q4 扣非归母净利润中值在 0.9 亿元左右，基本符合预期。
- **高镍化大势所趋，公司作为龙头有望维持高增长：**Q4 以来需求旺盛，公司基本满产满销，我们预计容百 Q4 出货 9000 吨左右，同环比增 30%+，全年出货 2.5 万吨左右，同比增长 15%，在国内高镍正极市占率达到 47%。未来 3 年我们预计公司将恢复高增长，21 年有望实现 5-6 万吨出货，翻番以上增长，主要受益于产能释放和新客户拓展。产能方面，公司产能扩张激进，20 年底产能 4 万吨，21 年底规划 12 万吨产能，新增 8 万吨产能 21 年陆续投产，全年有效产能超 6 万吨；公司 25 年规划 30 万吨，远期市占率目标 30%。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。
- **受益于产能利用率提升，公司实际单吨利润提升明显。**20 年受疫情影响，公司上半年产能利用率不足 50%，影响盈利水平，我们预计上半年公司单吨盈利达 6000 元/吨左右，下半年起产能利用率逐渐恢复，Q4 基本满产，我们预计 Q4 公司出货 0.9 万吨以上，若加回 2 千万比克电池导致的经常性损失及新增费用，单吨净利恢复至 0.8 万/吨以上。随着 21 年全年产能利用率的提升以及前驱体自供比例的进一步提高，我们预计 21 年全年净利润有望达到 1.2 万/吨左右，未来通过一体化布局及规模效应还将可能超预期。
- **投资建议：**公司为高镍正极龙头，产能利用提升及一体化生产，盈利水平逐步恢复，未来几年有望维持高增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.1/6/10 亿元，同比增长 140%/184%/68%，对应 PE 为 140x/49x/29x，给与 21 年 60x 的 PE，对应目标价 80 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.88
一年最低/最高价	24.02/74.50
市净率(倍)	6.72
流通 A 股市值(百万元)	18051.80

基础数据

每股净资产(元)	9.80
资产负债率(%)	27.19
总股本(百万股)	447.38
流通 A 股(百万股)	274.01

相关研究

- 1、《容百科技（688005）：锁定大客户和重视研发，铸就全球高镍龙头》2020-12-24

公司预告 20 年归母净利润 1.9-2.3 亿元，同比增长 117.35%-163.11%，基本符合预期：公司发布业绩预增公告，归母净利润 1.9-2.3 亿元，同比增长 117.35%-163.11%，其中扣非归母净利润 1.2-1.7 亿元，同比增长 112.61%-201.2%，非经常性损益为部分坏账准备转回。公司公告显示，子公司容百贸易向比克电池采购 0.61 亿元圆柱电池，等额抵消了比克的应付账款，冲回应收账款坏账准备 0.5 亿元，该部分存货以 0.38 亿元销售，折价销售导致了 0.23 亿元的经常性亏损，且我们预计公司四季度职工奖金和战略咨询费用等新增 2000 万左右，若加回，我们预计全年扣非净利润处于预告上限，整体符合预期。

季度看，Q4 同比转正，环比大增 29.2%-96.8%：Q4 归母净利润预计 0.77-1.17 亿元，同比转正，环比增长 29.22%-96.79%；扣非后归母净利润预计 0.3-0.8 亿元，同比转正，环比-25.70%+96.46%。19 年 Q4 公司主要受比克电池坏账准备影响，业绩基数较低，20 年 Q4 公司归母净利润转正，同环比大增，其中坏账准备转回计入非经常性损益，但电池折价销售降低了经常性损益，且四季度整体费用较多，若加回该部分亏损及费用后，我们预计 Q4 扣非归母净利润中值在 0.9 亿元左右，基本符合预期。

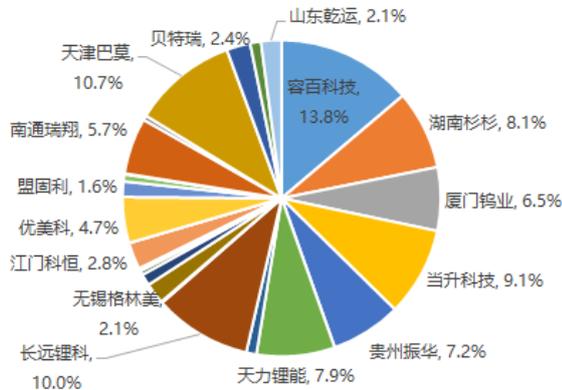
图 1：公司分季度业绩拆分

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)		1,114.2	579.2	652.3	1,091.8	1,149.3	1,121.5	827.1
-同比		-3.05%	-48.35%	-21.13%	12.45%	56.11%	47.48%	42.04%
毛利率		11.43%	10.03%	12.89%	16.11%	12.59%	14.84%	12.05%
归母净利润(百万)	76.5-116.5	59.2	29.1	25.2	-71.7	44.3	85.0	29.8
-同比	转正	33.59%	-65.83%	-15.31%	-224.20%	6.81%	16.70%	-23.02%
净利率		5.22%	4.82%	3.80%	-6.59%	3.86%	7.54%	3.57%
扣非归母净利润(百万)	30.4-80.4	40.93	23.46	25.20	-88.18	41.90	75.35	27.38
-同比	转正	-2.32%	-68.87%	-7.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
扣非归母净利率		3.67%	4.05%	3.86%	-8.08%	3.65%	6.72%	3.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

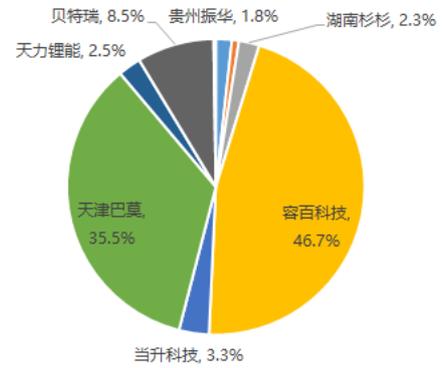
高镍化大势所趋，公司作为龙头有望维持高增长：Q4 以来需求旺盛，公司基本满产满销，我们预计容百 Q4 出货 9000 吨左右，同环比增 30%+，全年出货 2.5 万吨左右，同比增长 15%，在国内高镍正极市占率达到 47%。未来 3 年我们预计公司将恢复高增长，21 年有望实现 5-6 万吨出货，翻番以上增长，主要受益于产能释放和新客户拓展。产能方面，公司产能扩张激进，20 年底产能 4 万吨，21 年底规划 12 万吨产能，新增 8 万吨产能 21 年中陆续投产，全年有效产能超 6 万吨；公司 25 年规划 30 万吨，远期市占率目标 30%。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。

图 2：20 年正极厂商市占率



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

图 3：20 年 811 正极厂商市占率



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

受益于产能利用率提升，公司实际单吨利润提升明显。20 年受疫情影响，公司上半年产能利用率不足 50%，影响盈利水平，我们预计上半年公司单吨盈利达 6000 元/吨左右，下半年起产能利用率逐渐恢复，Q4 基本满产，我们预计 Q4 公司出货 0.9 万吨以上，若加回 2 千万比克电池导致的经常性损失及新增费用，单吨净利恢复至 0.8 万/吨以上。随着 21 年全年产能利用率的提升以及前驱体自供比例的进一步提高，我们预计 21 年全年净利润有望达到 1.2 万/吨左右，未来通过一体化布局及规模效应还将可能超预期。

图 4：单吨利润测算（Q4 加回了折价销售电池存货带来的经常性损失）

	20H1	20Q3	20Q4	合计
产能 (万吨)	2	1	1	4
出货 (万吨)	0.8	0.75	0.95	2.5
产能利用率	40%	75%	95%	63%
扣非净利润 (亿元)	0.49	0.41	0.80	1.70
单吨扣非净利润 (万/吨)	0.61	0.55	0.84	0.68

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：公司为高镍正极龙头，产能利用提升及一体化生产，盈利水平逐步恢复，未来几年有望维持高增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利 2.1/6/10 亿元，同比增长 140%/184%/68%，对应 PE 为 140x/49x/29x，给与 21 年 60x 的 PE，对应目标价 80 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期

容百科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,911	3,857	6,966	10,392	营业收入	4,190	4,378	9,235	14,450
现金	1,062	438	924	1,445	减: 营业成本	3,603	3,834	7,807	12,285
应收账款	876	1,360	3,108	5,024	营业税金及附加	9	10	20	32
其他应收款	13	13	13	13	销售费用	25	35	69	101
预付账款	13	13	27	43	管理费用	262	289	582	838
存货	590	662	1,357	2,144	财务费用	18	14	32	58
其他流动资产	1,358	1,371	1,537	1,723	资产减值损失	44	17	51	13
非流动资产	1,939	2,830	3,283	3,399	加: 公允价值变动收				
长期投资	30	30	30	30	益	0	0	0	0
固定资产	1,165	1,567	2,131	2,360	投资净收益	-6	10	10	10
无形资产	259	252	342	332	营业利润	99	249	703	1,182
其他非流动资产	483	981	780	678	加: 营业外收入	0	1	2	2
资产总计	5,850	6,688	10,249	13,791	减: 营业外支出	3	3	3	3
流动负债	1,407	1,958	4,976	7,604	利润总额	97	248	703	1,182
短期借款	262	740	2,503	3,718	减: 所得税	10	37	105	177
应付账款	590	628	1,278	2,011	净利润	86	210	597	1,005
其他流动负债	555	590	1,195	1,876	减: 少数股东损益	-1	0	1	1
非流动负债	124	124	124	124	EBIT	87	210	597	1,004
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	224	371	883	1,424
其他非流动负债	114	114	114	114	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,532	2,082	5,100	7,728	每股收益 (元)	0.20	0.47	1.33	2.24
少数股东权益	5	5	6	7	每股净资产 (元)	9.64	10.28	11.50	13.54
股本	443	447	447	447	发行在外股份 (百万				
资本公积	3,534	3,629	3,629	3,629	股)	443	447	447	447
留存收益	333	524	1,067	1,980	ROIC (%)	3.0%	4.6%	8.7%	11.3%
归属母公司股东权益	4,313	4,600	5,143	6,056	ROE (%)	2.0%	4.6%	11.6%	16.6%
负债和股东权益	5,850	6,688	10,249	13,791	毛利率 (%)	14.0%	12.4%	15.5%	15.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率 (%)	2.1%	4.8%	6.5%	7.0%
经营活动现金流	117	-174	-602	-254	资产负债率 (%)	26.2%	31.1%	49.8%	56.0%
投资活动现金流	-535	-990	-590	-290	收入增长率 (%)	38%	4%	111%	56%
筹资活动现金流	1,213	541	1,678	1,065	净利润增长率 (%)	-58%	140%	184%	68%
现金净增加额	795	-624	486	521	P/E	337.18	140.20	49.39	29.37
折旧和摊销	107	108	147	183	P/B	6.83	6.41	5.73	4.87
资本开支	263	1,000	600	300	EV/EBITDA	133	80	34	21
营运资本变动	-289	-514	-1,420	-1,504					
企业自由现金流	477	-702	105	95					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>