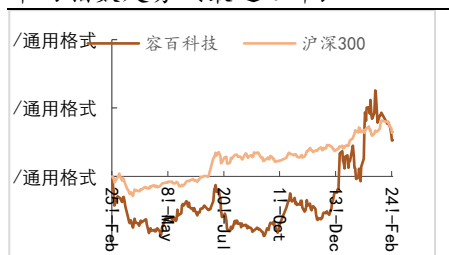


**评级： 买入**
**核心观点**

王帅  
 首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110520090004  
 wangshuai@sczq.com.cn  
 电话: 86-10-5651 1892

**市场指数走势 (最近 1 年)**


资料来源: 聚源数据

**公司基本数据**

最新收盘价 (元)	58.58
一年内最高/最低价 (元)	79.80/23.93
市盈率 (当前)	627.61
市净率 (当前)	5.92
总股本 (亿股)	4.47
总市值 (亿元)	262.08

资料来源: 聚源数据

**相关研究**

·  
·  
·

- **公司公告 2020 年度业绩快报:** 公司 2020 年度实现营业收入 37.88 亿元, 较上年同期下降 9.59%, 归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元, 同期增长 144.13%。其中, 公司 2020 年度营业收入较上年同期有所下降, 主要系由于 2020 年上半年全球新能源汽车市场受新冠疫情影响较大, 公司及下游厂商开工率暂时性下降所致, 上半年营业收入较上年同期下降约 36.8%; 2020 年下半年, 随着国内疫情得到控制, 新能源汽车市场需求恢复, 战略客户需求增加, 公司下半年订单较为饱满, 产能利用率逐步恢复至较高水平, 高镍三元正极材料 NCM811 产销量大幅增长, 促进了年度经营业绩的较快恢复。
- **全年出货增长 15%, 高镍占比持续提升。** 根据产品价格水平和客户需求等估算, 公司全年出货量预计在 2.5 万吨左右, 同比增长 15%, 其中高镍占比估计在 75% 左右, 高镍出货占比在持续提升。盈利能力来看, 全年毛利率预计在 13%, 单吨净利在 0.65 万元左右, 相比去年下降较为明显, 我们认为这主要是因为上半年受疫情影响产能利用率降低所致。
- **四季度盈利能力出现显著回升, 公司业绩迎来拐点。** 公司四季度扣非净利润为 0.7 亿元, 结合公司前期公告折价出售比克电芯带来的减值影响, 我们测算公司四季度单吨净利在 0.9 万元到 1 万元, 盈利能力回升明显, 预计在原材料持续涨价的影响下, 公司一季度单吨净利有望达到 1.2 万元, 盈利能力拐点已经确认。
- **高镍趋势加速推演, 助力龙头称霸正极。** 高镍正极由于对设备和生产工艺要求更高, 目前份额集中在头部厂商, 2020 年国内 811 正极市场容百占比 50% 左右, 随着高镍正极渗透率的逐渐提升, 助推公司提升正极市占率。
- **投资建议:** 在高镍趋势不断推进和下游放量的带动下, 我们预计 2020 年、2021 年和 2022 年容百出货分别为 2.5 万吨、5 万吨和 8.7 万吨, 对应 2020 年、2021 年和 2022 年归母净利润为 2.13 亿元、4.85 亿元和 7.62 亿元, 继续维持买入评级。

**盈利预测**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营收 (亿元)	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
营收增速 (%)	37.76	-9.59	125.00	76.33
净利润 (亿元)	86.4	211.3	479.9	754.4
净利润增速 (%)	-59.03	144.46	127.16	57.19
EPS (元/股)	0.20	0.48	0.91	1.43
PE	296.5	121.5	64.3	40.9

资料来源: Wind, 首創證券

容百科技 2020 年度实现营业收入 37.88 亿元，较上年同期下降 9.59%，归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，同期增长 144.13%。其中，公司 2020 年度营业收入较上年同期有所下降，主要系由于 2020 年上半年全球新能源汽车市场受新冠疫情影响较大，公司及下游厂商开工率暂时性下降所致，上半年营业收入较上年同期下降约 36.8%；2020 年下半年，随着国内疫情得到控制，新能源汽车市场需求恢复，战略客户需求增加，公司下半年订单较为饱满，产能利用率逐步恢复至较高水平，高镍三元正极材料 NCM811 产销量大幅增长，促进了年度经营业绩的较快恢复。

## 1 高镍渗透持续提升，盈利能力拐点已现

根据产品价格水平和客户需求等估算，我们估计公司全年出货量预计在 2.5 万吨左右，同比增长 15%，其中高镍出货大概在 1.8 万吨左右，占比估计在 75%左右，高镍出货占比在持续提升。从盈利能力来看，我们测算公司全年毛利率预计在 13%，根据公司扣非净利润，我们估计全年平均单吨净利在 0.65 万元左右，相比去年下降较为明显，我们认为这主要是因为上半年受疫情影响产能利用率降低所致。公司主要产能位于湖北，上半年产能利用率较低导致单吨成本上升，下半年随着产能利用率提升，预计单吨成本已经开始回落。

公司四季度扣非净利润为 0.7 亿元，结合公司前期公告，签订折价出售比克电芯销售合同带来的减值影响，我们测算公司四季度单吨净利在 0.9 万元到 1 万元，盈利能力相较上半年回升明显。近期原材料持续涨价，尤其是钴价近期持续上行，预计 2021 年一季度上行趋势还将持续。正极行业采取成本加成定价模式，同时受益于前期库存，预计公司一季度单吨净利有望达到 1.2 万元，盈利能力拐点已经确认。

此外公司积极向上游延伸布局前驱体产能，现有前驱体产能 3.8 万吨，2021 年底预计可达 7 万吨，2025 年规划前驱体产能 20 万吨。公司 2020 年前驱体自供比例 20%，预计 2021 年自供比例可达 30%，前驱体自供比例的提升可以进一步增厚正极业务毛利率。

## 2 兵马未动粮草先行，激进扩产响应客户需求

容百科技目前占据宁德时代高镍正极主供地位，预计 811 正极占宁德需求比例为 80%。目前正极行业产能低端过剩，高镍优质产能紧缺，并且正极不同型号包覆、添加剂等差异巨大，正极作为核心材料，企业在车型设计阶段就有参与，供应商较难快速切换，预计未来两年容百主供地位继续稳固。

不考虑 LG 对特斯拉供货带来的边际影响，宁德时代在国内市场市占率相较于去年稳中有升。9 月开始宁德时代已经开始对标准续航版的 MODEL 3 供货，2020 年全年宁德时代动力电池装机的市占率保持在 50%左右，霸主地位不可撼动。2021 年在造车新势力的供应地位稳定，对宝马和大众将继续保持接近独供的局面，在造车新势力崛起和 MEB 平台合资车型崛起的背景下，2021 年宁德时代预计仍能保持 50%左右份额。海外来看 2021 年宁德时代有望受益配套 e-208 等车型，对 PSA 的供货开始放量，同时作为宝马主供应商，也有望受益 iX3 等车型的放量，海外出货增速预计超过 100%

国内高镍在三元正极的渗透率由 2019 年的 11%提高到 2020 年的 22%，2021 年在大众 ID.4 等车型放量的背景下，预计渗透率可达 35%。容百目前在 8 系正极占比超过 50%，在高镍渗透不断提升背景下，龙头优势将愈发显著，有望在正极领域加速脱颖而出。

海外方面，公司高管具有韩企背景，在国内卡位中航锂电、力神的基础上海外布局加速，目前进入 SK 供应链且开始供货，客户结构优质且下游渠道丰富。预计 2021 年全球高镍占三元占比由 30%提升至 35%，到 2025 年高镍正极出货量占比达到 60%，伴随高镍渗透率提升，公司将进一步稳固龙头地位。

为了强化领先地位，公司产能扩张激进，现有产能 4 万吨，预计 2021 年底扩至 10

万吨，2025 年将达到 32 万吨，积极扩张产能攻城略地，公司有望充分受益本轮高镍渗透提升的红利，从目前正极分散的格局中脱颖而出。

## 投资建议

在高镍趋势不断推进和下游放量的带动下，我们预计 2020 年、2021 年和 2022 年容百出货分别为 2.5 万吨、5 万吨和 8.7 万吨，对应 2020 年、2021 年和 2022 年归母净利润为 2.13 亿元、4.85 亿元和 7.62 亿元，继续维持买入评级。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)					现金流量表(百万元)				
2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
流动资产	3911.1	3800.4	6102.2	10283.8	经营活动现金流	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
现金	1061.5	916.1	200.0	200.0	净利润	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
应收账款	876.1	774.5	1742.6	3072.7	折旧摊销	9.3	11.4	17.0	30.1
其它应收款	13.0	11.7	26.4	46.6	财务费用	25.3	30.3	51.1	90.2
预付账款	12.6	11.5	25.5	45.3	投资损失	165.0	151.5	340.9	601.1
存货	590.3	815.9	1813.9	3219.7	营运资金变动	97.1	117.4	170.4	300.6
其他	756.0	683.4	1537.7	2711.5	其它	18.1	0.1	12.6	80.8
非流动资产	1938.5	1898.7	1863.1	1791.9	投资活动现金流	-198.9	48.0	-50.0	-50.0
长期投资	30.2	30.2	30.2	30.2	资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1165.4	1149.9	1136.0	1083.9	长期投资	25.9	19.8	0.0	0.0
无形资产	259.5	238.5	219.7	202.7	其他	98.7	249.9	554.8	872.1
其他	98.1	98.1	98.1	98.1	筹资活动现金流	0.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	5849.6	5699.1	7965.4	12075.7	短期借款	2.5	17.8	0.0	0.0
流动负债	1407.4	1101.0	2818.7	6223.2	长期借款	96.7	232.1	554.8	872.1
短期借款	226.5	50.0	535.9	2205.3	其他	10.2	20.8	74.9	117.7
应付账款	589.7	539.3	1198.9	2128.1	现金净增加额	86.4	211.3	479.9	754.4
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	124.3	124.3	124.3	124.3	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	10.3	10.3	10.3	10.3	成长能力				
其他	104.3	104.3	104.3	104.3	营业收入	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
负债合计	1531.7	1225.3	2943.0	6347.5	营业利润	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
少数股东权益	5.1	3.0	-1.8	-9.3	归属母公司净利润	9.3	11.4	17.0	30.1
归属母公司股东权益	4312.8	4470.8	5024.1	5737.6	获利能力				
负债和股东权益	5849.6	5699.1	7965.4	12075.7	毛利率	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
					净利率	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
					ROE	9.3	11.4	17.0	30.1
					ROIC	25.3	30.3	51.1	90.2
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	偿债能力				
营业收入	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9	资产负债率	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
营业成本	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0	净负债比率	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
营业税金及附加	9.3	11.4	17.0	30.1	流动比率	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
营业费用	25.3	30.3	51.1	90.2	速动比率	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
研发费用	165.0	151.5	340.9	601.1	营运能力				
管理费用	97.1	117.4	170.4	300.6	总资产周转率	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
财务费用	18.1	0.1	12.6	80.8	应收账款周转率	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
资产减值损失	-198.9	48.0	-50.0	-50.0	应付账款周转率	9.3	11.4	17.0	30.1
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	25.9	19.8	0.0	0.0	每股收益	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
营业利润	98.7	249.9	554.8	872.1	每股经营现金	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
营业外收入	0.5	0.0	0.0	0.0	每股净资产	9.3	11.4	17.0	30.1
营业外支出	2.5	17.8	0.0	0.0	估值比率				
利润总额	96.7	232.1	554.8	872.1	P/E	4189.7	3787.7	8522.4	15027.9
所得税	10.2	20.8	74.9	117.7	P/B	3603.1	3294.9	7325.5	13003.0
净利润	86.4	211.3	479.9	754.4					
少数股东损益	-1.0	-2.1	-4.8	-7.5					
归属母公司净利润	87.4	213.4	484.7	761.9					
EBITDA	212.3	395.5	708.7	1090.4					
EPS(元)	0.20	0.48	0.91	1.43					

## 分析师简介

王帅，电力设备与新能源行业首席分析师，哈尔滨工业大学热能工程专业博士，具有3年证券从业经历，7年产业公司高管经历，熟悉产业公司日常运作，对产业趋势、技术发展有很好的判断力。曾获第十届、第十一届新财富最佳分析师电力设备与新能源行业第一名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现