证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

嘉元科技(688388)

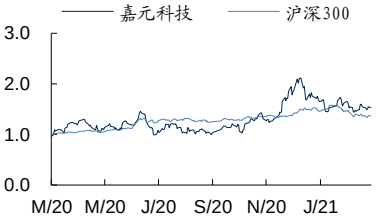
增持

2020 年年报点评

（维持评级）

2021 年 03 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	231/165
总市值/流通(百万元)	16,711/11,974
上证综指/深圳成指	3,435/13,771
12 个月最高/最低(元)	105.83/45.06

相关研究报告:

《国信证券-电力设备新能源-锂电行业深度之二-锂电铜箔专题-锂电铜箔轻薄化：当周期遇上创新》 ——2020-12-09

证券分析师：王蔚祺
E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080003
联系人：万里明
电话：021-60875172
E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

盈利逐季恢复，铜箔格局向好

- **全年业绩符合预期，基本面持续向好**

公司 2020 年营收 12.02 亿元（-16.86%），归母净利润 1.86 亿元（-43.46%），业绩整体下滑，但单季度环比持续改善，盈利符合预期。Q4 公司归母净利润 0.70 亿元（+13.78%），增速同比转正。全年毛利率为 24.24%（-10.46pct），净利率为 15.51%（-7.29pct）。业绩下滑一方面是疫情冲击铜箔需求减少，另外锂电铜箔厂商产能释放加剧市场竞争所致，随生产恢复和需求好转，公司盈利水平逐季度改善。

- **铜箔业务阶段性结构调整，标准铜箔营收占比提升**

为提高产能利用率，公司 2020 年主动调整产品结构。全年锂电铜箔营收 10.79 亿元（-25%），标准铜箔营收 1.24 亿元（+933%）。公司全年锂电铜箔毛利率 25.89%（-9.0pct），标准铜箔毛利率为 9.86%（-4.8pct），其中 6μm 及以下铜箔销量 0.77 万吨（-30.91%）；6μm 以上铜箔销量 0.83 万吨（+35.08%），6μm 以下铜箔有望持续回暖。

- **看好锂电铜箔轻薄化趋势，龙头公司有望享受技术红利**

在提升能量密度和成本降低需求的驱动下，6μm 及以下产品渗透率将逐年提升。从供需上来看，6μm 及以下锂电铜箔扩产周期较长且需求增长迅速，细分环节供需结构较优且边际优化。公司高端铜箔技术优势显著，将充分收益。当前公司拥有铜箔产能 2.1 万吨，2020 年接连在福建、广东和江西三地启动了新产能建设，合计新增产能达到 5 万吨，为后续市场份额和业务规模的快速提升奠定基础。

- **风险提示：** 电动车销量不及预期；轻薄铜箔渗透率提升不及预期。

- **投资建议：看好轻薄化铜箔发展前景，维持“增持”评级**

公司是高性能锂电铜箔领先制造商，技术、产品、客户等优势突出，充分受益于锂电铜箔轻薄化趋势和需求高增长。基于 20 年业绩和 21 年铜价大幅上涨，我们上调了公司营收和盈利，预计公司 21-22 年归母净利润 4.4/6.2 亿元（原预测 4.3/5.9 亿元），同比增长 134/41%，新增 23 年盈利 7.9 亿元（+29%），对应 21-23 年 EPS 分别为 1.89/2.66/3.43 元，对应动态 PE 为 38/27/21 倍，维持“增持”评级。

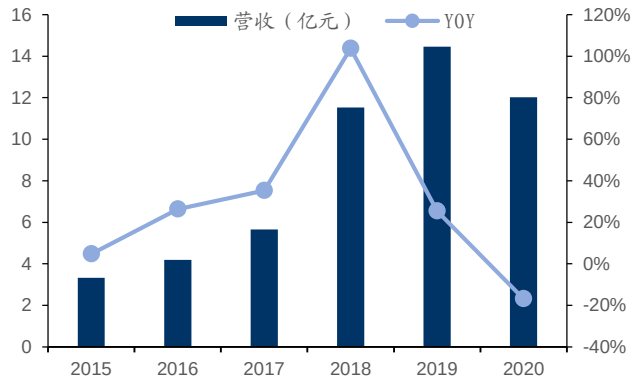
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,202	1,978	2,686	3,726
(+/-%)	*-16.9%*	*64.6%*	*35.8%*	*38.7%*
净利润(百万元)	186	436	615	792
(+/-%)	*-43.5%*	*133.8%*	*41.1%*	*28.8%*
摊薄每股收益(元)	0.81	1.89	2.66	3.43
EBIT Margin	20.6%	22.5%	23.9%	22.7%
净资产收益率(ROE)	7.1%	14.7%	17.8%	19.4%
市盈率(PE)	89.6	38.3	27.2	21.1
EV/EBITDA	57.5	35.2	25.0	19.7
市净率(PB)	6.4	5.6	4.8	4.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

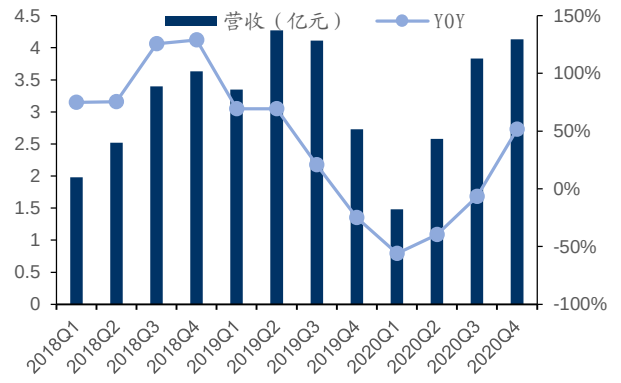
公司 2020 年实现营收 12.02 亿元(-16.86%),归母净利润 1.86 亿元(-43.46%),加权 ROE 为 7.31%(-14.9pct),其中 Q4 营收 4.13 亿元(同比+51.52%、环比+7.8%),归母净利润 0.70 亿元(同比+13.78%、环比+18.6%)。公司全年业绩基本符合预期,业绩下行主要系疫情冲击叠加锂电铜箔厂商产能释放加剧市场竞争所致,前三季度盈利同比下滑,但环比逐季改善,Q4 营收和归母净利润增速同比转正。长期锂电铜箔轻薄化趋势不改,短期疫情冲击逐步恢复,公司业绩有望持续好转。

图 1:公司营业收入及增速(单位:亿元、%)



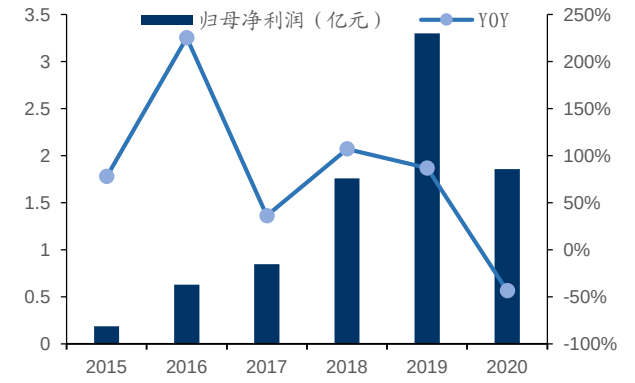
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2:公司单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



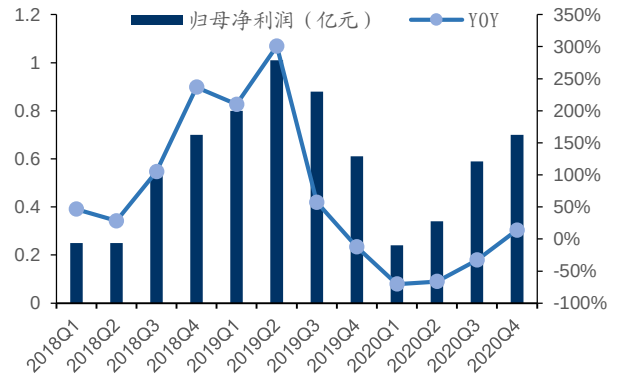
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3:公司归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4:公司单季度归母净利润及增速(单位:亿元、%)

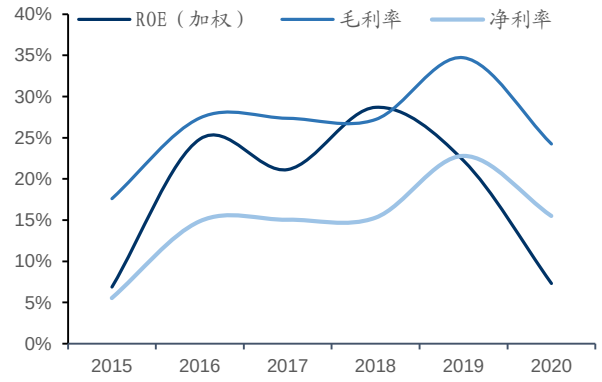


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 24.24%(-10.46pct),净利率为 15.51%(-7.29pct)。毛利率和净利率大幅下滑受供需两方面影响,一方面,疫情冲击降低下游厂商铜箔需求,另一方面,随各铜箔厂商新建产能逐步释放,行业供给增加使得竞争加剧,拖累公司业绩。在 20H1 相对疲软的需求下,公司为加强产能利用效率,增加了标准铜箔的生产和销售量,锂电铜箔产销量占比下降也导致公司综合毛利率下降。

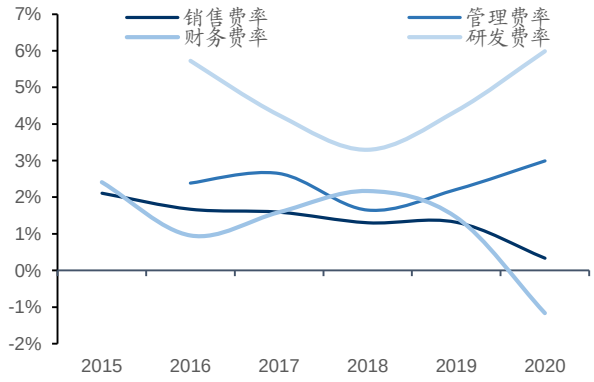
公司 2020 年销售/管理/研发/财务费率分别为 0.3%(-1.0pct)、3.0%(+0.8pct)、6.0%(+1.6pct)和-1.2%(-2.6pct)。销售费用率下降主要系新会计准则执行,0.12 亿元运杂费计入生产成本所致。公司加大研发力度,全年研发费用同比增长 14.70%,研发费率创近五年历史新高。2020 年公司每 10 股派息 2.5 元,合计现金分红 5772 万元,分红占比 30.96%,和上年基本一致,符合预期。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



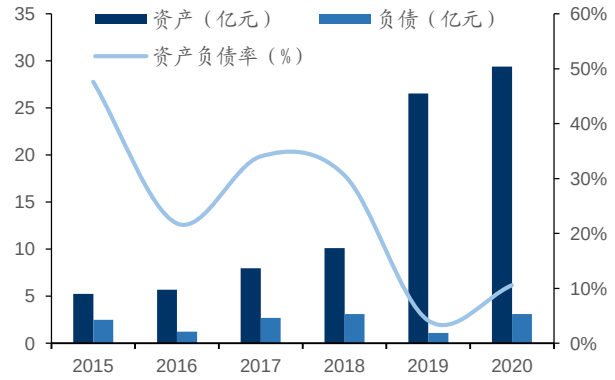
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



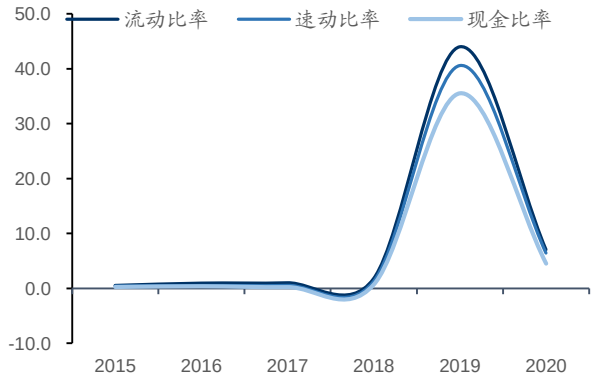
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产负债率变化情况



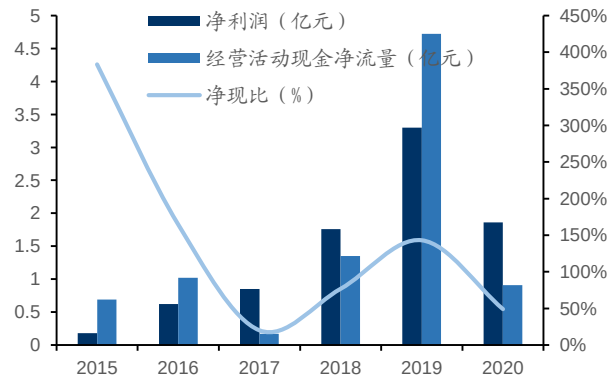
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司短期偿债指标变化



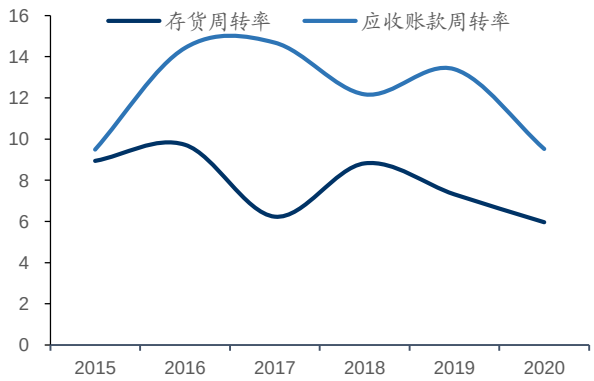
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司经营性现金流持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司存货和应收账款周转率情况



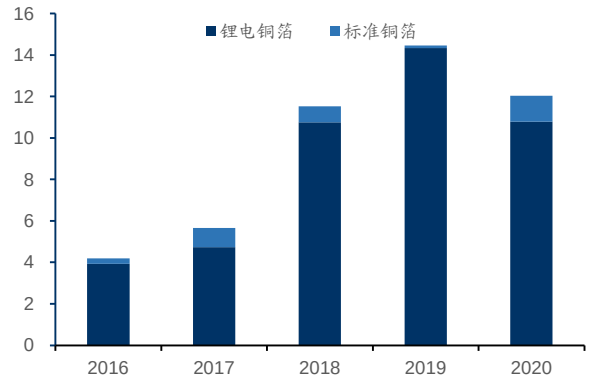
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分部收入方面：为减小上半年疫情爆发后下游对锂电铜箔需求相对疲软的冲击，公司 2020 年产品结构有所调整。公司 2020 年锂电铜箔营收 10.79 亿元，同比下降 25%，标准铜箔营收 1.24 亿元，同比大幅增加 933%，锂电铜箔营收占比

下降至 89.7%。公司全年锂电铜箔毛利率为 25.89%，同比下降 9.0pct，标准铜箔毛利率为 9.86%，同比下降 4.8pct。

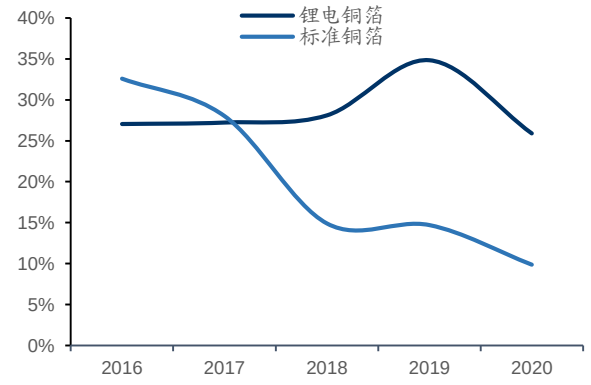
产销量方面，公司 6μm 及以下铜箔产量为 0.69 万吨，同比下降 41.47%，销量为 0.77 万吨，同比下降 30.91%；6μm 以上铜箔产量为 0.82 万吨，同比增加 39.48%，销量为 0.83 万吨，同比增加 35.08%。

图 11：公司主营业务营收变化（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司主营产品毛利率变化

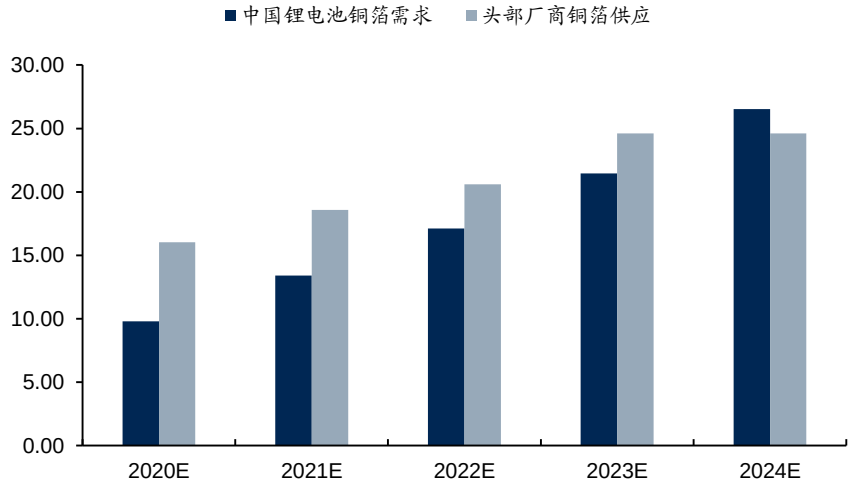


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

轻薄锂电铜箔市场供需结构较优，公司有望加速突破。我们假设 6μm 及以下铜箔产品的单位用量约为 800 吨/GWh，宁德时代 2020-2022 年 6μm 及以下产品的渗透率为 90%、92%、95%，比亚迪的渗透率为 20%、55%、70%，国轩高科的渗透率为 15%、40%、50%，其他动力电池厂商渗透率为 10%、30%、45%，则我们预测行业 2020-2022 对 6μm 及以下产品的需求量预计为 3.84/8.65/14.21 万吨，而按目前一线厂商的规划预计 2020-2022 年 6μm 及以下产能分别为 7.8/13.2/16.2 万吨，细分环节供需相对较优且边际优化。

公司在高性能铜箔领域领先优势明显，深耕 6μm 及以下锂电铜箔多年，已在技术研发、产品性能、客户结构等方面取得一定领先优势，轻薄化趋势+需求激增下，公司有望在锂电铜箔竞争中突围。

图 13：2020-2024 中国锂电池铜箔需求与供给趋势（万吨）



资料来源：GGII、国信证券经济研究所预测

公司新建产能快速释放，截止 2020 年底公司拥有铜箔产能 2.1 万吨，为了响应宁德时代等核心客户快速增长的需求，把握行业快速发展的机遇，公司在 2020 年接连启动了三地新产能建设，针对高端锂电铜箔和 PCB 铜箔等，合计新增产能达到 5 万吨，建成后总产能将达到 7.1 万吨，为后续市场份额和业务规模的快速提升奠定基础，有利于与上下游产业链、供应链的紧密合作，使公司在产业链竞争中占据更有利的地位。

表 1：公司锂电铜箔计划新建项目汇总

项目所在地	规划新建产能（万吨）	投资额（亿元）	项目建设周期	主要产品	公告日期
福建宁德市	1.5	12	开工建设 24 个月后逐步投产，36 个月全面达产	高性能铜箔	2020 年 4 月
广东梅州市	1.5	10.1	项目一期自开工建设起不超过 21 个月；项目二期计划在一期投产后一年内启动，自开工建设起不超过 18 个月；整体项目建设周期不低于 36 个月	锂电铜箔	2020 年 10 月
江西赣州市	2	13.5	开工建设 24 个月后逐步投产，40 个月内全面建成并投产。	包括但不限于 PCB 铜箔、锂离子电池铜箔等	2020 年 11 月
合计	**5**	**35.6**			

资料来源：

投资建议：公司是高性能锂电铜箔领先制造商，技术、产品、客户等优势突出，充分受益于锂电铜箔轻薄化趋势和需求高增。基于 20 年业绩和 21 年铜价大幅上涨，我们上调了公司盈利预测，预计公司 21-22 年归母净利润 4.4/6.2 亿元（原预测 4.3/5.9 亿元），同比增长 134/41%，新增 23 年盈利 7.9 亿元（+29%），对应 21-23 年 EPS 分别为 1.89/2.66/3.43 元，对应 21-23 年 PE 为 38/27/21 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

（1）国内外新能源汽车销量、政策不达预期；

（2）轻薄型锂电铜箔渗透率提升不达预期；

（3）产品加工费下行速度超预期。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）21.03.30	总市值（亿元）	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	81.11	442.97	0.98	2.35	2.86	3.51	83.1	34.5	28.4	23.1	增持
300037	新宙邦	78.04	320.58	1.26	1.74	2.29	2.84	61.9	44.9	34.1	27.5	增持
688116	天奈科技	53.41	123.84	0.47	1.15	1.95	-	113.6	46.4	27.4	-	增持
603659	璞泰来	95.74	474.90	1.35	2.14	2.69	3.43	70.9	44.7	35.6	27.9	增持
688388	嘉元科技	72.38	167.11	0.81	1.89	2.66	3.43	89.4	38.3	27.2	21.1	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1050	2729	2988	3286
应收款项	234	434	589	817
存货净额	150	180	237	340
其他流动资产	329	297	403	559
流动资产合计	**1783**	**3689**	**4267**	**5052**
固定资产	967	1148	1143	1113
无形资产及其他	59	53	47	41
投资性房地产	132	132	132	132
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**2941**	**5023**	**5589**	**6338**
短期借款及交易性金融负债	113	100	100	100
应付款项	74	108	142	204
其他流动负债	65	58	77	111
流动负债合计	**252**	**266**	**319**	**414**
长期借款及应付债券	0	1700	1700	1700
其他长期负债	58	78	98	118
长期负债合计	**58**	**1778**	**1798**	**1818**
负债合计	**311**	**2044**	**2118**	**2232**
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益	2611	2959	3452	4085
负债和股东权益总计	**2941**	**5023**	**5589**	**6338**

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.81	1.89	2.66	3.43
每股红利	0.45	0.38	0.53	0.69
每股净资产	11.31	12.82	14.95	17.70
ROIC	10%	14%	19%	23%
ROE	7%	15%	18%	19%
毛利率	24%	30%	32%	31%
EBIT Margin	21%	22%	24%	23%
EBITDA Margin	25%	27%	28%	26%
收入增长	-17%	65%	36%	39%
净利润增长率	-43%	134%	41%	29%
资产负债率	11%	41%	38%	36%
息率	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%
P/E	89.6	38.3	27.2	21.1
P/B	6.4	5.65	4.8	4.1
EV/EBITDA	57.5	35.2	25.0	19.7

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**1202**	**1978**	**2686**	**3726**
营业成本	911	1391	1829	2581
营业税金及附加	3	8	11	15
销售费用	4	16	30	41
管理费用	36	125	181	248
财务费用	(14)	(29)	(44)	(43)
投资收益	23	20	20	20
资产减值及公允价值变动	0	5	5	5
其他收入	(70)	6	6	6
营业利润	214	499	711	915
营业外净收支	(3)	(4)	(4)	(4)
利润总额	**211**	**495**	**707**	**911**
所得税费用	25	59	92	118
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**186**	**436**	**615**	**792**

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	186	436	615	792
资产减值准备	2	36	(0)	(1)
折旧摊销	48	94	116	122
公允价值变动损失	(0)	(5)	(5)	(5)
财务费用	(14)	(29)	(44)	(43)
营运资本变动	(350)	(115)	(245)	(373)
其它	(2)	(36)	0	1
经营活动现金流	**(115)**	**409**	**482**	**537**
资本开支	(437)	(300)	(100)	(80)
其它投资现金流	906	(30)	0	0
投资活动现金流	**469**	**(330)**	**(100)**	**(80)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(104)	(87)	(123)	(158)
其它融资现金流	**202**	**(13)**	**0**	**0**
融资活动现金流	(5)	1600	(123)	(158)
现金净变动	349	1679	259	299
货币资金的期初余额	701	1050	2729	2988
货币资金的期末余额	1050	2729	2988	3286
企业自由现金流	(520)	70	330	407
权益自由现金流	(318)	83	368	444

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032