

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

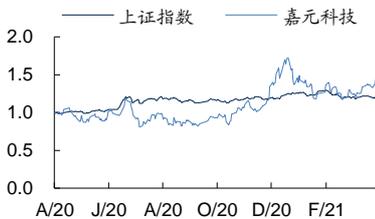
新能源

嘉元科技(688388)
增持

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 231/165 |
| 总市值/流通(百万元) | 19,216/13,769 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,427/13,721 |
| 12 个月最高/最低(元) | 105.83/46.46 |

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
 《嘉元科技-688388-2020 年年报点评:盈利逐季恢复,铜箔格局向好》——2021-03-30

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: 010-88005329
 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

铜箔量价齐升, Q1 盈利创新高

● 公司 Q1 盈利超预期, 盈利水平环比持续改善

2021Q1 公司营收 5.31 亿元, 同比+259%, 环比+28.6%, Q1 归母净利润 1.11 亿元, 同比+366%, 环比+58.6%, 单季度毛利率为 31.46% (环比+7.22pct), 净利率为 10.85% (环比+5.34pct), 公司 Q1 盈利超过市场预期。Q1 全球新能源汽车需求保持高增速和疫情冲击逐渐恢复加速改善公司业绩释放, 盈利水平大幅提高。2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.2%/1.7%/4.5%/0.8%, Q1 销售费用率环比下降-0.1pct, 主要系运费调至成本所致, 财务费用率转正 (环比+0.8pct), 主要系贷款利息及贴现费用增加所致。

● 公司现金流短期承压主要系产能扩张增加原材料采购所致

2021Q1 公司经营活动现金净流量转负至-0.64 亿元, 主要是扩产节奏加速增加原材料采购成本。公司紧跟下游客户产能扩张节奏, 进行梅州、宁德、赣州等地新增 5 万吨铜箔产能规划项目, 扩产增加下游原材料购入, 另外铜箔原材料价格上涨, 加速公司经营活动现金流流出。

● 高性能锂电铜箔优势巩固, 产品矩阵进一步丰富

公司深耕 6 μ m 及以下锂电铜箔多年, 其高性能铜箔在技术研发、产品结构、客户结构等方面领先优势明显, 轻薄化+铜箔需求高增长的双重趋势下, 公司有望在锂电铜箔竞争中突围。公司在宁德和梅州各进行 1.5 万吨锂电铜箔产能建设, 随产能逐步释放, 公司在高性能锂电铜箔细分领域的竞争优势将强化, 市场份额有望进一步增加。另外公司在赣州进行 PCB 铜箔及锂电铜箔等产能建设, 有助于公司产品结构丰富和铜箔应用领域拓宽, 并有利于公司抗风险能力提高。

● 风险提示: 新能源车销量不达预期; 轻薄铜箔渗透率提高不及预期。
● 投资建议: 看好轻薄化铜箔发展前景, 维持“增持”评级。

我们看好锂电铜箔轻薄化趋势和行业全年供需偏紧的行情, 维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 4.4/6.2/7.9 亿元, 同比+134/41/29%; EPS 分别为 1.89/2.66/3.43 元, 当前股价对应 PE 为 44/31/24x, 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) | 103.1 | 44.1 | 31.2 | 24.3 |
| EV/EBITDA | 65.9 | 39.9 | 28.3 | 22.3 |
| 市净率(PB) | 7.4 | 6.5 | 5.6 | 4.7 |

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 2021Q1 营收 5.31 亿元，同比+259%，环比+28.6%，Q1 归母净利润 1.11 亿元，同比+366%，环比+58.6%，单季度毛利率为 31.46%（环比+7.22pct），净利率为 20.85%（环比+5.34pct），公司 Q1 业绩超过市场预期。伴随 Q1 全球新能源汽车需求保持高增速和疫情冲击逐渐恢复，整个行情供需持续偏紧，公司凭借自身在高性能铜箔上的领先优势，盈利水平持续改善。

2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.2%/1.7%/4.5%/0.8%，公司实施业务聚焦战略，生产基地靠近下游客户且客户集中度较高，另外管理扁平化，因此销售费用率和管理费用率较低，其中 Q1 销售费用率环比下降-0.1pct，主要系运费调至成本所致。Q1 公司财务费用率转正（环比+0.8pct），财务费用由去年同期的-0.03 亿元变为 0.04 亿元，主要系贷款利息及贴现费用增加所致。

图 1：嘉元科技营业收入及增速（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：嘉元科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



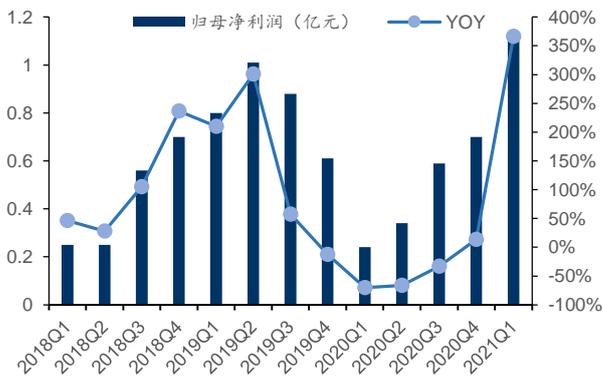
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：嘉元科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



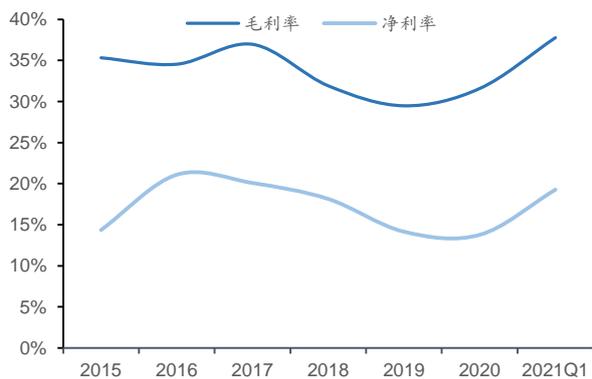
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：嘉元科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



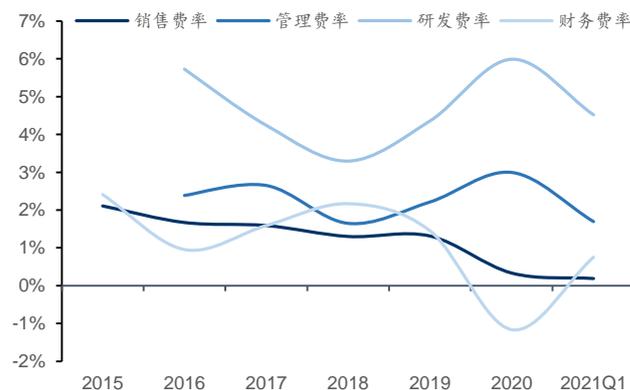
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

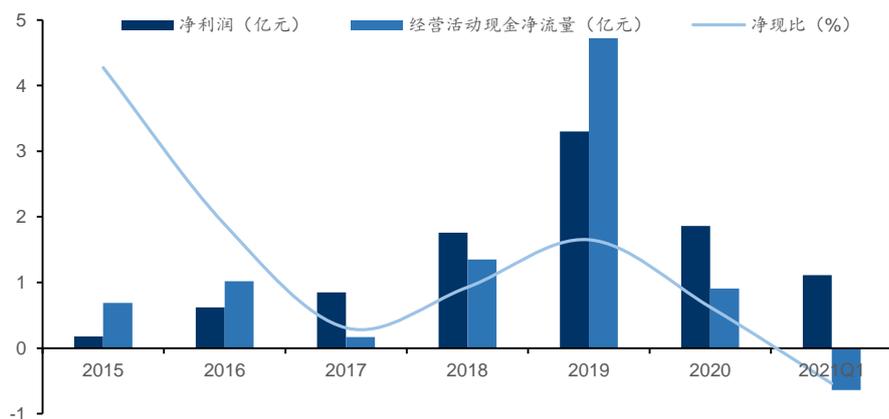
图 6: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021Q1 公司经营活动现金流净流量转负至-0.64 亿元。公司紧跟下游客户产能扩张节奏, 进行梅州 1.5 万吨高性能铜箔项目、宁德 1.5 万吨锂电铜箔项目、赣州 2 万吨锂电铜箔项目等项目建设, 扩产增加下游原材料购入, 另外铜箔原材料价格上涨, 加速公司经营活动现金流流出。

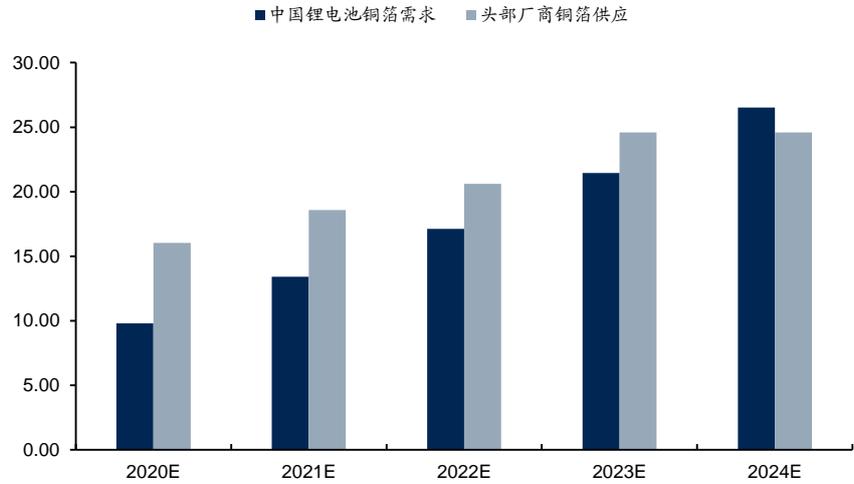
图 7: 公司净利润和经营性活动现金流情况



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 $6\mu\text{m}$ 及以下铜箔产品的单位用量约为 800 吨/GWh, 宁德时代 2020-2022 年 $6\mu\text{m}$ 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 $6\mu\text{m}$ 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 $6\mu\text{m}$ 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 $6\mu\text{m}$ 及以下锂电铜箔多年, 除厚度外, 公司产品在铜纯度、面密度、抗拉强度、延伸率、抗氧化、附着力等关键性能指标上均保持领先地位, 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。我们认为在轻薄化+铜箔需求高增长的双重趋势下, 公司有望在锂电铜箔竞争中突围。

图 8: 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

产能建设加码, 巩固竞争优势并丰富产品结构。公司投资 12 亿元在宁德进行 1.5 万吨高性能铜箔产能建设, 投资 10.1 亿元在梅州进行 1.5 万吨锂电铜箔产能建设, 随产能逐步释放, 公司在高性能锂电铜箔细分领域的竞争优势有望进一步强化, 市场份额有望进一步增加。此外, 公司在赣州投资 13.5 亿元进行 2 万吨 PCB 铜箔及锂电铜箔等产能建设, 产品结构和铜箔应用领域将进一步丰富和拓宽, 另外有利于提高公司抗风险能力。

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; 项目二期计划在二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: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 我们维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年营收为 75.3/96.2/121.2 亿, 同比增速 42.6/27.8/26.0%, 21-23 年归母净利润预测为 10.6/13.3/17.0 亿元, 同比增速 59.2/25.4/27.7%; EPS 分别为 1.89/2.66/3.43 元, 当前股价对应 PE 为 44/31/24x, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价(元) 21.04.16 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | | 投资评级 |
|--------|------|-------------------|-------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | |
| 002709 | 天赐材料 | 88.20 | 481.69 | 0.98 | 2.35 | 2.86 | 3.51 | 90.4 | 37.5 | 30.8 | 25.1 | 增持 |
| 300037 | 新宙邦 | 77.19 | 317.09 | 1.26 | 1.74 | 2.29 | 2.84 | 61.3 | 44.4 | 33.7 | 27.2 | 增持 |
| 603659 | 璞泰来 | 108.03 | 535.86 | 1.35 | 2.14 | 2.69 | 3.43 | 80.0 | 50.5 | 40.2 | 31.5 | 增持 |
| 688388 | 嘉元科技 | 83.23 | 192.16 | 0.81 | 1.89 | 2.66 | 3.43 | 102.8 | 44.0 | 31.3 | 24.3 | 增持 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

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。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 1050 | 2729 | 2988 | 3286 | 营业收入 | 1202 | 1978 | 2686 | 3726 |
| 应收款项 | 234 | 434 | 589 | 817 | 营业成本 | 911 | 1391 | 1829 | 2581 |
| 存货净额 | 150 | 180 | 237 | 340 | 营业税金及附加 | 3 | 8 | 11 | 15 |
| 其他流动资产 | 329 | 297 | 403 | 559 | 销售费用 | 4 | 16 | 30 | 41 |
| 流动资产合计 | 1783 | 3689 | 4267 | 5052 | 管理费用 | 36 | 125 | 181 | 248 |
| 固定资产 | 967 | 1148 | 1143 | 1113 | 财务费用 | (14) | (29) | (44) | (43) |
| 无形资产及其他 | 59 | 53 | 47 | 41 | 投资收益 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| 投资性房地产 | 132 | 132 | 132 | 132 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 5 | 5 | 5 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (70) | 6 | 6 | 6 |
| 资产总计 | 2941 | 5023 | 5589 | 6338 | 营业利润 | 214 | 499 | 711 | 915 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 113 | 100 | 100 | 100 | 营业外净收支 | (3) | (4) | (4) | (4) |
| 应付款项 | 74 | 108 | 142 | 204 | 利润总额 | 211 | 495 | 707 | 911 |
| 其他流动负债 | 65 | 58 | 77 | 111 | 所得税费用 | 25 | 59 | 92 | 118 |
| 流动负债合计 | 252 | 266 | 319 | 414 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 1700 | 1700 | 1700 | 归属于母公司净利润 | 186 | 436 | 615 | 792 |
| 其他长期负债 | 58 | 78 | 98 | 118 | | | | | |
| 长期负债合计 | 58 | 1778 | 1798 | 1818 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 311 | 2044 | 2118 | 2232 | 净利润 | 186 | 436 | 615 | 792 |
| 少数股东权益 | 20 | 20 | 20 | 20 | 资产减值准备 | 2 | 36 | (0) | (1) |
| 股东权益 | 2611 | 2959 | 3452 | 4085 | 折旧摊销 | 48 | 94 | 116 | 122 |
| 负债和股东权益总计 | 2941 | 5023 | 5589 | 6338 | 公允价值变动损失 | (0) | (5) | (5) | (5) |
| | | | | | 财务费用 | (14) | (29) | (44) | (43) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (350) | (115) | (245) | (373) |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | (2) | (36) | 0 | 1 |
| 每股收益 | 0.81 | 1.89 | 2.66 | 3.43 | 经营活动现金流 | (115) | 409 | 482 | 537 |
| 每股红利 | 0.45 | 0.38 | 0.53 | 0.69 | 资本开支 | (437) | (300) | (100) | (80) |
| 每股净资产 | 11.31 | 12.82 | 14.95 | 17.70 | 其它投资现金流 | 906 | (30) | 0 | 0 |
| ROIC | 10% | 14% | 19% | 23% | 投资活动现金流 | 469 | (330) | (100) | (80) |
| ROE | 7% | 15% | 18% | 19% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 24% | 30% | 32% | 31% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 21% | 22% | 24% | 23% | 支付股利、利息 | (104) | (87) | (123) | (158) |
| EBITDA Margin | 25% | 27% | 28% | 26% | 其它融资现金流 | 202 | (13) | 0 | 0 |
| 收入增长 | -17% | 65% | 36% | 39% | 融资活动现金流 | (5) | 1600 | (123) | (158) |
| 净利润增长率 | -43% | 134% | 41% | 29% | 现金净变动 | 349 | 1679 | 259 | 299 |
| 资产负债率 | 11% | 41% | 38% | 36% | 货币资金的期初余额 | 701 | 1050 | 2729 | 2988 |
| 息率 | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 货币资金的期末余额 | 1050 | 2729 | 2988 | 3286 |
| P/E | 103.1 | 44.1 | 31.2 | 24.3 | 企业自由现金流 | (520) | 70 | 330 | 407 |
| P/B | 7.4 | 6.49 | 5.6 | 4.7 | 权益自由现金流 | (318) | 83 | 368 | 444 |
| EV/EBITDA | 65.9 | 39.9 | 28.3 | 22.3 | | | | | |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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