

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

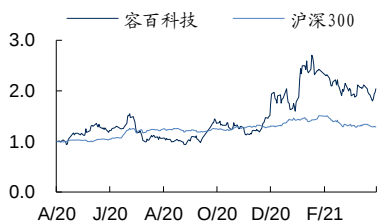
容百科技(688005)
增持

2020 年年报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 19 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)	447/274
总市值/流通(百万元)	25,411/15,564
上证综指/深圳成指	3,427/13,721
12 个月最高/最低(元)	79.80/24.02

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

高镍正极龙头，迎来高速成长期

● 全年业绩符合预期，量价环比增长显著

公司 2020 年营收 37.95 亿元(-9.4%)，归母净利润 2.13 亿元(+144%)，毛利率为 12.18%，净利率为 5.52%。上半年公司湖北主基地受疫情影响，公司仅盈利 0.54 亿元，下半年伴随疫情恢复和需求爆发盈利迅速恢复，Q3 和 Q4 分别盈利 0.59 和 1 亿元，Q4 毛利率和净利率恢复至 13.3%和 6.8%。公司 21 年 Q1 预计实现归母净利润 0.9-1.2 亿元。

● 公司领跑国内正极行业，高镍占比持续提升

2020 年公司三元正极营收 35.14 亿元(-2.9%)，全年销量 2.63 万吨(+20%)。根据鑫椤资讯数据，20 年公司三元正极产量国内市占率升至 14%，其中高镍 811 正极产量国内占比为 47%，均处于国内第一。2020 年公司前驱体营收大幅下降至 1.2 亿元，销量下降 63%至 1712 吨，主要是客户阶段性需求变动所致。伴随行业高镍需求持续增长，公司高镍正极产品下游客户资源丰富，需求旺盛。

● 21 年正极销量有望翻倍，远期产能释放高速增长

公司高镍产品当前供不应求，远期产能规划储备巨大。截止 2020 年底公司拥有正极和前驱体产能 4 万吨和 2.5 万吨，预计 21 年底能建成正极产能 12 万吨，出货量有望突破 5 万吨，22 年底产能突破 20 万吨，市场份额也将快速提升，另外伴随公司客户结构优化、前驱体自供增加和规模优势显现，公司单吨盈利有望保持高位，同时公司自产设备能够显著节约成本，并加速产能建设周期。

● 风险提示：锂电池需求不达预期；扩产项目达产不及预期。

● 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内高镍正极行业龙头，我们看好高镍渗透率提升和公司产能高速扩张带来的盈利高增速，预计公司 21-23 年归母净利润 5.59/8.17/10.85 亿元，同比增长 162%/46%/33%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.25/1.83/2.42 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 46/31/23 倍，结合 FCFF 绝对估值法合理估值区间为 62.0-72.0 元，较当前股价溢价 9-27%，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

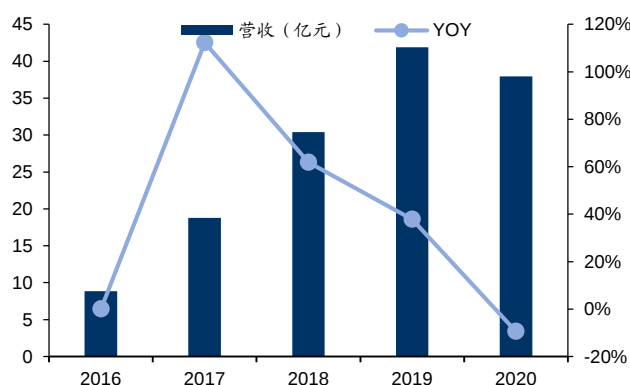
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,795	9,496	12,674	18,573
(+/-%)	-9.4%	150.3%	33.5%	46.5%
净利润(百万元)	213	559	817	1085
(+/-%)	143.7%	162.4%	46.2%	32.7%
摊薄每股收益(元)	0.48	1.25	1.83	2.42
EBIT Margin	4.4%	6.3%	7.1%	6.6%
净资产收益率(ROE)	4.8%	11.3%	14.6%	16.8%
市盈率(PE)	118.2	45.5	31.1	23.4
EV/EBITDA	87.7	39.6	28.0	22.5
市净率(PB)	5.6	5.2	4.6	3.9

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

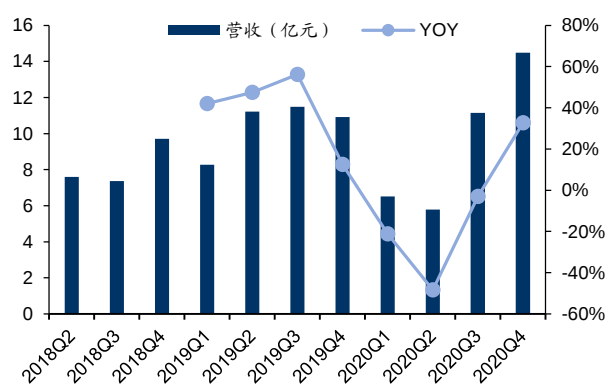
公司 2020 年实现营收 37.95 亿元 (-9.4%)，归母净利润 2.13 亿元 (+144%)，加权 ROE 为 4.84%，与之前的业绩预告基本一致。上半年公司湖北主基地受疫情影响，公司仅盈利 0.54 亿元，Q3 和 Q4 伴随疫情恢复和需求爆发盈利迅速恢复，分别盈利 0.59 和 1 亿元，公司 21 年 Q1 预计实现归母净利润 0.9-1.2 亿元。公司作为国内高镍正极行业龙头，市占率持续提升，20 年盈利大幅增长主要是 19 年计提大量坏账准备基数较低，加回后 19 年和 20 年盈利基本持平。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



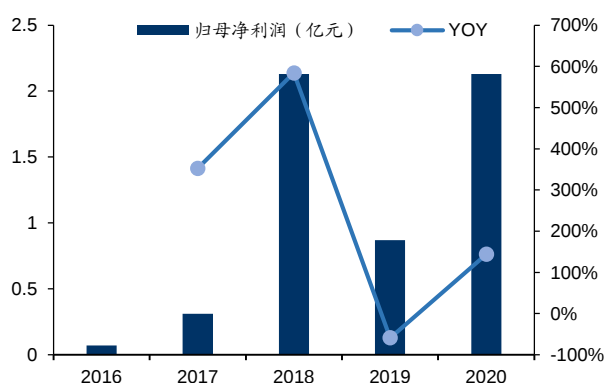
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



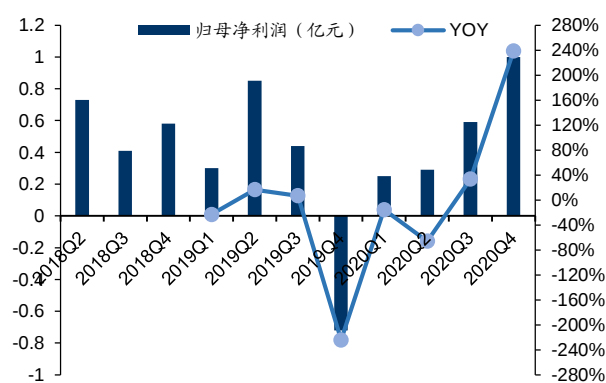
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

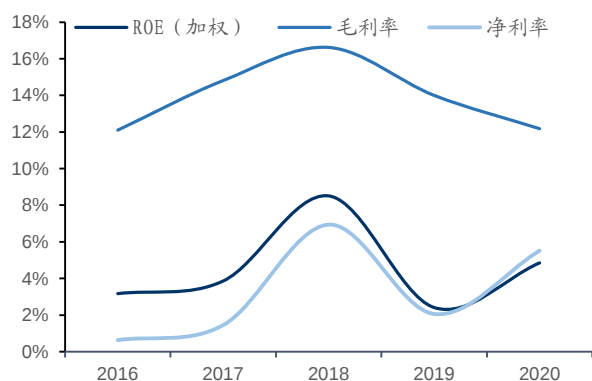


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 12.18% (同比-1.82pct)，净利率为 5.52% (+3.46pct)，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.3% (+0.1pct)、1.1% (+0.1pct)、1.5% (-0.2pct) 和 -0.2% (-0.4pct)。2020 年毛利率受公司上半年开工率较低等影响有所下降，净利率提升主要是 19 年低基数所致，伴随公司产能开满，需求逐季度恢复，公司盈利持续提升，Q4 毛利率和净利率已经升至 13.3% 和 6.8%，单吨盈利已经恢复至 1 万元左右的高位，后续随着公司前驱体自供比例提高，毛利和净利有望持续继续提升。

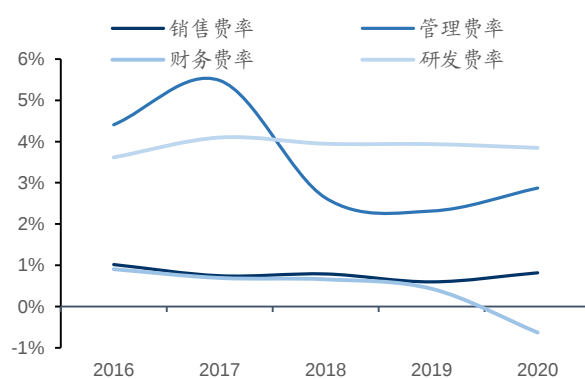
公司资产负债率基本保持稳定，2020 年为 26.8%。全年经营性活动现金净流量达到 7.08 亿元，同比增长 5 倍，主要是公司客户结构优化，优质客户回款良好。2020 年公司分红方案为每 10 股派发现金股利 0.9 元 (含税)，分发现金股利 0.40 亿元，分红总数与 19 年基本持平，现金分红占公司 20 年归母净利润的 18.9%，符合市场预期。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



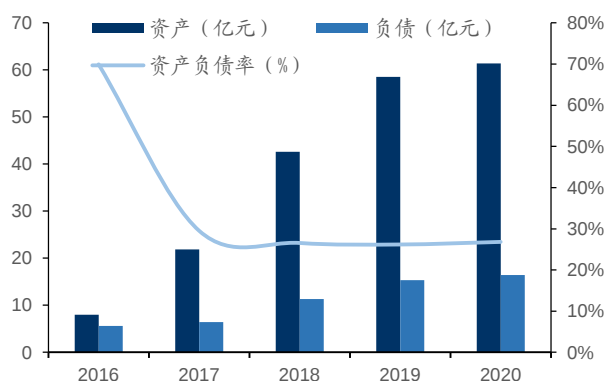
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司三费占比情况变化



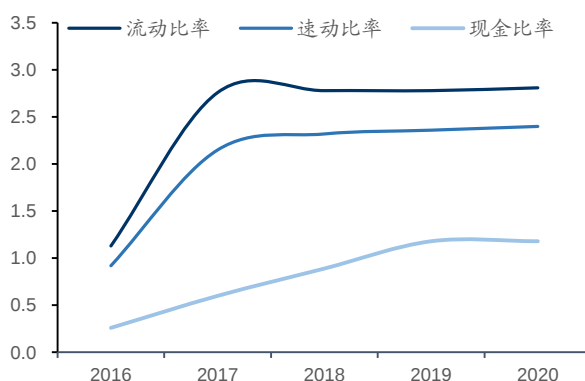
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产负债率变化情况



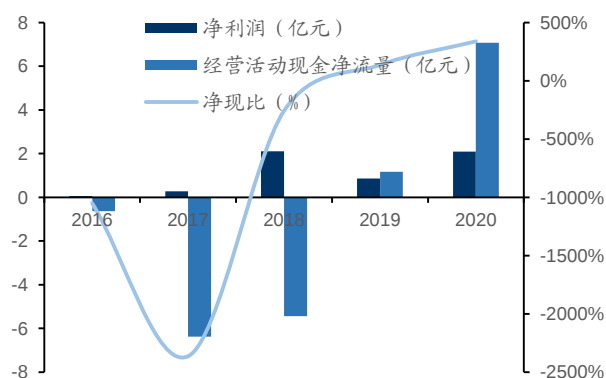
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司短期偿债指标变化



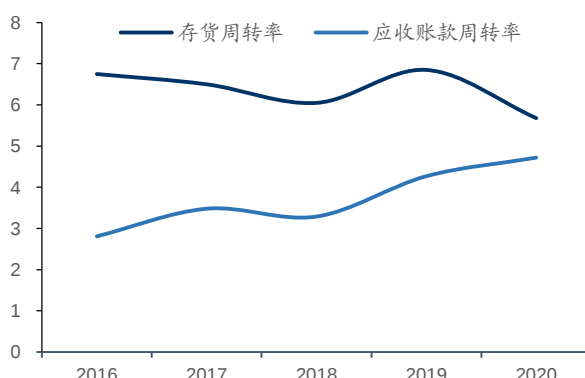
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

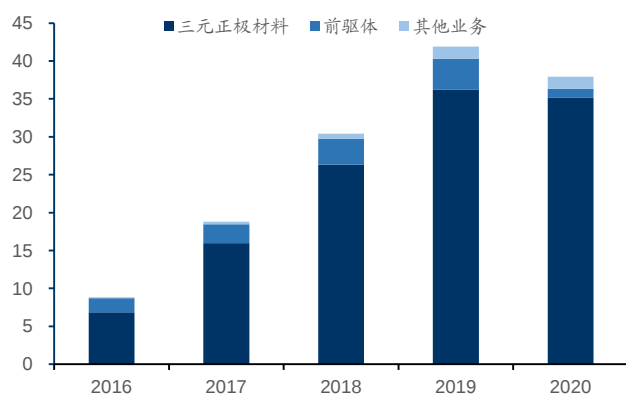
图 10：公司存货和应收账款周转率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

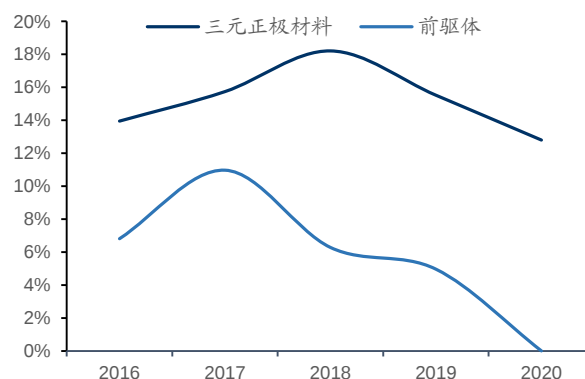
2020 年公司三元正极材料营收 35.14 亿元 (-2.9%)，板块毛利率为 12.8% (-2.7pct)，全年正极材料销量 2.63 万吨 (+20%)，毛利率下降一方面是上半年疫情影响，另一方面是销售结构变化导致。2020 年公司高镍产量需求大增，预计 20 年正极销量中高镍占比在 80%左右，公司三元正极产量国内市占率升至 14%，其中高镍 811 正极产量占比为 47%，均处于行业第一。2020 年公司前驱体营收大幅下降至 1.2 亿元，销量下降 63%至 1712 吨，主要是客户阶段性需求变动所致。

图 11: 公司主营业务营收变化 (亿元)



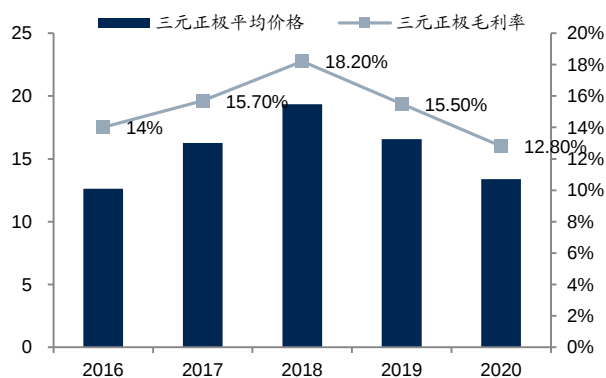
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司主营业务毛利率变化情况



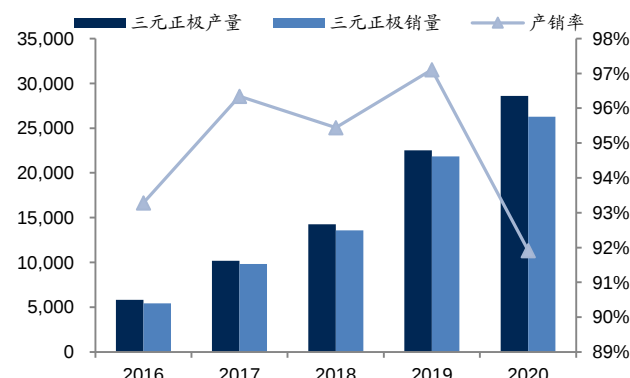
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司三元正极销售均价和毛利率 (万元/吨、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

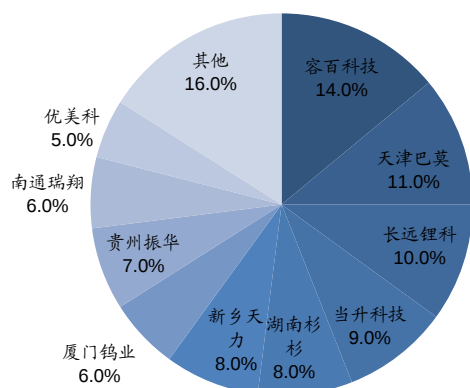
图 14: 公司三元正极材料产销 (吨、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

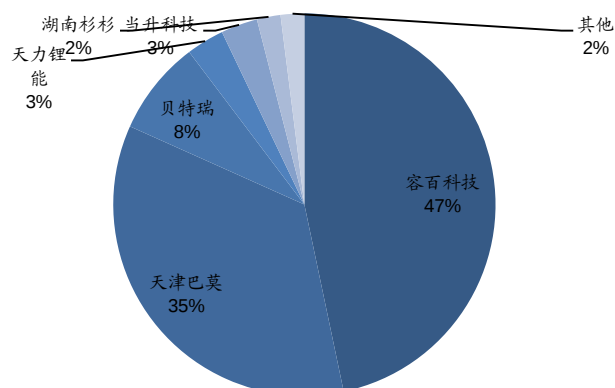
高续航里程要求下，高镍正极渗透率持续增长，公司将享受超额需求增速。2020 年国内三元正极材料中，高镍 8 系材料出货占比持续提升。根据高工锂电数据，2020 三元 5 系及以下材料占比同比下降 9 个百分点，高镍 8 系材料占比同比提升 9 个百分点。一方面是国内电池企业布局高镍电池，海外高镍需求旺盛，出口欧美市场的需求带动高镍电池增长，另一方面国内电动工具受益于出口增加，电动工具用锂电池逐渐向高倍率和大容量方向倾斜。预计随着国内中高镍材料开发应用加快和出口增加，高镍市场占比将持续提升。

图 15: 2020 年国内三元正极材料销量占比



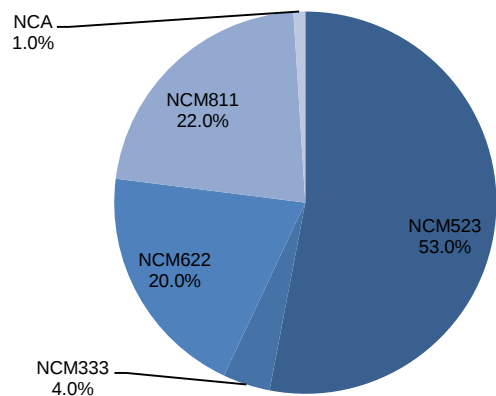
资料来源: GGII、国信证券经济研究所整理

图 16: 2020 年国内高镍 811 正极材料销量占比



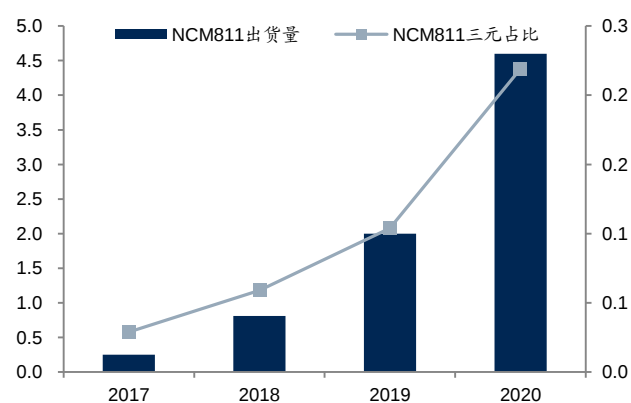
资料来源: GGII、各公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 2020 年国内三元材料出货占比



资料来源: 鑫椤锂电、国信证券经济研究所整理

图 18: 三元 8 系材料出货占比持续上升 (万吨、%)



资料来源: 鑫椤锂电、国信证券经济研究所整理

公司高镍技术国内领先, 大客户订单高速增长。公司是国内最早推出单晶 NCM523、单晶 NCM622 的正极厂商之一, 下游覆盖宁德时代、比亚迪、LG 化学、孚能和比克等锂电企业。技术方面公司当前已经推出第三代 NCM811 产品, 超高镍 9 系已小批量供货, 加速储备研发固态电池、钠离子电池、高压和富锂基正极技术, 未来有望持续占领技术制高点。

公司大客户需求充足, 产能规划储备巨大。截止 2020 年底公司已经拥有正极和前驱体产能 4 万吨和 2.5 万吨, 另外公司浙江、湖北、贵州和海外基地正在快速扩产中, 基于公司龙头电池客户的需求节奏, 预计公司三元正极材料 21 年底能建成产能 12 万吨, 出货量预计突破 5 万吨, 22 年底产能有望突破 20 万吨, 25 年有望突破 30 万吨正极产能, 市场份额将快速提升, 同时公司自产设备有望显著加速产能建设周期。

公司主营业绩预测与估值分析

预计公司三元正极材料 21/22/23 年销量分别为 5.6/8/12 万吨，单吨售价为 16/15/14.8 万元/吨，毛利率分别为 13.8%/14.0%/13.2%。前驱体业务 21-23 年营收分别为 3.6/4.8/6.0 亿元，毛利率分别为 4.4%/5.0%/4.0%。公司 21-23 年综合毛利率分别为 13.3%/13.6%/12.8%。

表 1：公司主营业务营收和盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
三元正极材料							
营收（百万元）	1597	2630	3620	3514	8960	12000	17760
YOY		64.6%	37.6%	-2.9%	155.0%	33.9%	48.0%
总销量（吨）	9828	13602	21854	26267	56000	80000	120000
单吨售价（万元/吨）	16.3	19.3	16.6	13.4	16.00	15.00	14.80
单吨成本（万元/吨）	13.7	15.8	14.0	11.7	13.80	12.90	12.85
单吨毛利润（万元/吨）	2.6	3.5	2.6	1.7	2.20	2.10	1.95
总成本	1346	2151	3058	3064	7728	10320	15420
毛利率	15.7%	18.2%	15.5%	12.8%	13.8%	14.0%	13.2%
前驱体							
营收（百万元）	250	342	411	120	360	480	600
YOY		36.7%	20.0%	-70.7%	199.3%	33.3%	25.0%
销量（吨）	2568	2566	4606	1712	4000	6000	8000
售价（万元/吨）	9.8	13.3	8.9	7.0	9.0	8.0	7.5
单吨成本（万元/吨）	8.7	12.5	8.5	7.0	8.6	7.6	7.2
单吨毛利（万元/吨）	1.1	0.8	0.4	0.0	0.4	0.4	0.3
总成本（百万元）	223	321	390	120	344	456	576
毛利率	11.0%	6.3%	5.0%	-0.1%	4.4%	5.0%	4.0%
其他业务							
营收（百万元）	31	69	159	160	176	194	213
YOY		123.2%	130.5%	0.9%	10.0%	10.0%	10.0%
总成本（百万元）	32	64	154	148	162	178	196
毛利率（%）	-2.3%	7.4%	2.8%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
合计							
营收（百万元）	1879	3041	4190	3795	9496	12674	18573
YOY		61.9%	37.8%	-9.4%	150.3%	33.5%	46.5%
成本（百万元）	1601	2536	3603	3333	8234	10954	16192
毛利率	14.8%	16.6%	14.0%	12.2%	13.3%	13.6%	12.8%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

考虑公司业务将进入高速增长阶段，未来费用率有一定程度下降。

表 2：盈利预测假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	37.8%	-9.4%	150.3%	33.5%	46.5%	45.6%	32.3%
营业成本/营业收入	86.0%	87.8%	86.7%	86.4%	87.2%	87.1%	87.1%
管理费用/营业收入	6.3%	6.7%	6.0%	5.5%	5.3%	5.2%	5.1%
销售费用/销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业税及附加/营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
所得税税率	10.6%	10.3%	12.0%	13.0%	13.0%	14.0%	14.0%
股利分配比率	9.6%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

我们采用 FCFF 估值法进行绝对估值，考虑到 5-10 年锂电池行业仍处于稳步增长阶段，我们假设 10 年后永续增长率为 3.5%，通过对永续增长率和股权资金成本进行敏感性分析，得到公司绝对合理估值区间为 62.0-72.0 元，对应 2022 年动态 PE 为 33.9-39.3 倍。

表 3: 估值假设

	假设值
无杠杆 Beta	1.08
无风险利率	3.60%
股票风险溢价	5.50%
公司股价	56.8
发行在外股数	447
股票市值(E)	25411
债务总额(D)	588
Kd	5.00%
T	15.00%
Ka	9.54%
有杠杆 Beta	1.10
Ke	9.66%
E/(D+E)	97.74%
D/(D+E)	2.26%
WACC	9.54%
永续增长率	3.5%

资料来源: Wind,国信证券经济研究所预测

表 4: FCFF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	595	906	1226	1824	2468	3255	4231	5501	6876	8595	
所得税税率	12%	13%	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	524	788	1066	1569	2122	2767	3597	4676	5845	7306	
折旧与摊销	176	221	261	290	311	327	342	355	368	382	
营运资金的净变动	-486	-488	-894	-1324	-1371	-1686	-2197	-2860	-3100	-3879	
资本性投资	-700	-700	-300	-300	-200	-200	-200	-200	-200	-200	
FCFF	-486	-179	133	234	863	1208	1542	1971	2913	3608	61845
PV(FCFF)	-443	-149	101	163	547	699	815	951	1283	1451	24867
核心企业价值	30285										
减: 净债务	458										
股票价值	29827										
每股价值	66.7										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 5: 敏感性分析

FCFF					
66.67	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%
4.1%	80.97	76.91	73.16	69.69	66.46
3.9%	78.19	74.37	70.84	67.56	64.51
3.7%	75.61	72.02	68.68	65.58	62.69
3.5%	73.22	69.83	66.67	63.73	60.98
3.3%	70.99	67.78	64.78	61.99	59.37
3.1%	68.90	65.86	63.01	60.35	57.85
2.9%	66.95	64.06	61.35	58.81	56.43

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议：公司是国内高镍正极行业龙头，我们看好高镍渗透率提升和公司产能高速扩张带来的盈利高增速，预计公司 21-23 年归母净利润 5.59/8.17/10.85 亿元，同比增长 162%/46%/33%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.25/1.83/2.42 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 46/31/23 倍，结合 FCFF 绝对估值法合理估值区间为 62.0-72.0 元，较当前股价溢价 9-27%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

- （1）全球锂电池需求不达预期的风险；
- （2）正极行业高镍渗透率低于预期；
- （3）公司扩产进度不及预期的风险。

表 6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.04.18	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
688005	容百科技	56.80	254.11	0.48	1.25	1.83	2.42	118.2	45.5	31.1	23.4	增持
300073	当升科技	48.98	222.18	0.85	1.38	1.89	2.33	57.6	35.5	25.9	21.0	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）					利润表（百万元）				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1407	1500	1500	1500	营业收入	3795	9496	12674	18573
应收款项	822	1821	2431	3562	营业成本	3333	8234	10954	16192
存货净额	584	1333	1774	2631	营业税金及附加	9	21	28	41
其他流动资产	1014	1424	1901	2786	销售费用	31	76	89	130
流动资产合计	4034	6179	7706	10579	管理费用	109	602	729	1017
固定资产	1564	2098	2613	2696	财务费用	(24)	(20)	(7)	(1)
无形资产及其他	323	290	258	226	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	187	187	187	187	资产减值及公允价值变动	11	20	20	20
长期股权投资	28	30	32	34	其他收入	(98)	32	32	32
资产总计	6135	8784	10796	13722	营业利润	253	635	933	1247
短期借款及交易性金融负债	9	579	914	1002	营业外净收支	(20)	0	6	0
应付款项	1368	2889	3844	5700	利润总额	233	635	939	1247
其他流动负债	58	149	197	291	所得税费用	24	76	122	162
流动负债合计	1435	3617	4956	6993	少数股东损益	(4)	0	0	0
长期借款及应付债券	9	9	9	9	归属于母公司净利润	213	559	817	1085
其他长期负债	201	221	241	261					
长期负债合计	209	229	249	269	现金流量表（百万元）				
负债合计	1645	3846	5205	7263		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7	7	7	7	净利润	213	559	817	1085
股东权益	4484	4931	5584	6452	资产减值准备	(188)	42	16	9
负债和股东权益总计	6135	8784	10796	13722	折旧摊销	138	176	221	261
					公允价值变动损失	(11)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	(24)	(20)	(7)	(1)
					营运资本变动	117	(486)	(488)	(894)
					其它	185	(42)	(16)	(9)
					经营活动现金流	455	229	530	431
					资本开支	(12)	(700)	(700)	(300)
					其它投资现金流	245	107	0	0
					投资活动现金流	235	(595)	(702)	(302)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(2)	0	0	0
					支付股利、利息	(42)	(112)	(163)	(217)
					其它融资现金流	(256)	570	335	88
					融资活动现金流	(344)	458	172	(129)
					现金净变动	346	93	0	0
					货币资金的期初余额	1062	1407	1500	1500
					货币资金的期末余额	1407	1500	1500	1500
					企业自由现金流	394	(486)	(179)	133
					权益自由现金流	136	102	163	222

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