

公司研究

业绩符合预期，看好铜箔下半年景气度

——嘉元科技（688388.SH）2021 年半年度业绩预告点评

要点

事件：公司发布 2021 年半年度业绩预增公告，预计归母净利润 2.06-2.79 亿，同增 258%-384%；扣非净利润 1.98-2.68 亿，同增 390%-563%。其中，21Q2 归母净利润 0.95-1.68 亿，同增 179%-394%；扣非净利润 0.92-1.62 亿，同增 254%-523%，业绩符合预期。

点评：

21Q2 业绩符合预期，单吨净利约 2.1 万元。预计 21Q2 出货量环比一季度略有提升，我们测算单吨净利约 2.1 万元。公司 2021 年上半年业绩同比增长主要由于（1）2020 年上半年基数较低；（2）今年以来新能源车需求向好，锂电产业链排产饱满，铜箔加工费上涨；（3）公司 4.5μm 产品出货占比提升；（4）募投项目 5000 吨/年铜箔技改项目投产，公司整体产能进一步提升。

设备限制扩产，4.5μm 铜箔壁垒提升、渗透加速：由于设备产能制约、良品率提升需要技术经验积累等方面，4.5μm 铜箔技术壁垒有一定提升。公司掌握了超薄和极薄电解铜箔的制造技术、添加剂技术、阴极辊研磨技术、溶铜技术和清理铜粉技术等多项核心技术，技术能力在行业处于较高水平。公司 4.5μm 产品生产过程良率较高，已实现批量给客户供货，订单饱满，供不应求。目前仅有诺德股份、嘉元科技等少数企业具备 4.5μm 铜箔量产能力。

加工费上涨仍有预期，公司产能与盈利弹性大：今年以来截至 6 月初铜箔价格快速上涨，供不应求带来的加工费上涨直接提升公司盈利能力。下半年缺芯与其他紧缺材料环节的缓解，铜箔供需紧缺情况凸显，加工费仍有上涨预期。另外，随着公司 4.5μm 铜箔出货占比不断提升，整体毛利率仍有提升空间。截至 2021Q1 公司产能 2.1 万吨/年，在建或规划产能 6.6 万吨/年，优质产能将逐步释放。

维持“买入”评级：预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 24.83/32.44/43.64 亿元，归母净利润分别为 4.90/6.31/8.44 亿元，对应 EPS 为 2.12/2.73/3.66 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 43/33/25 倍。考虑到公司作为国内动力电池锂电铜箔龙头，在 4.5μm 超薄铜箔领域技术与市占率双领先，受益于新能源车下游旺盛带来的高性能锂电铜箔需求，以及 4.5μm 超薄锂电铜箔供不应求带来的量价齐升，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高、产能消化风险、竞争加剧市场份额下滑、技术迭代、核心技术人员流失等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,446	1,202	2,483	3,244	4,364
营业收入增长率	25.38%	-16.86%	106.57%	30.62%	34.53%
净利润（百万元）	330	186	490	631	844
净利润增长率	86.89%	-43.46%	162.59%	28.95%	33.78%
EPS（元）	1.43	0.81	2.12	2.73	3.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.07%	7.14%	16.09%	17.92%	20.24%
P/E	63	112	43	33	25
P/B	8.3	8.0	6.9	5.9	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-01

买入（维持）

当前价：90.30 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：郝菁

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

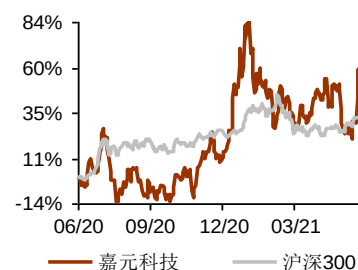
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.31
总市值(亿元):	208.48
一年最低/最高(元):	46.46/105.83
近 3 月换手率:	94.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.20	15.14	39.49
绝对	5.06	16.82	60.61

资料来源：Wind

相关研报

铜箔轻薄化迭代构筑壁垒，产能与盈利弹性大——嘉元科技（688388.SH）投资价值分析报告（2021-06-10）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,446	1,202	2,483	3,244	4,364
营业成本	944	911	1,696	2,180	2,917
折旧和摊销	46	48	101	169	234
税金及附加	9	3	7	9	12
销售费用	19	4	9	10	11
管理费用	32	36	75	94	123
研发费用	63	72	124	164	223
财务费用	21	-14	19	83	137
投资收益	8	23	0	0	0
营业利润	383	214	558	718	960
利润总额	380	211	555	716	957
所得税	50	25	65	84	113
净利润	330	186	490	631	844
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	330	186	490	631	844
EPS(按最新股本计)	1.43	0.81	2.12	2.73	3.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	472	91	302	729	997
净利润	330	186	490	631	844
折旧摊销	46	48	101	169	234
净营运资金增加	256	84	1,080	608	891
其他	-159	-228	-1,368	-679	-973
投资活动产生现金流	-1,153	295	-1,492	-1,502	-1,002
净资本支出	-63	-516	-1,502	-1,502	-1,002
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,090	810	10	0	0
融资活动现金流	1,289	8	1,630	1,229	677
股本变化	58	0	0	0	0
债务净变化	-214	113	1,677	1,445	984
无息负债变化	14	87	119	73	110
净现金流	608	394	440	456	672

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.7%	24.2%	31.7%	32.8%	33.2%
EBITDA 率	30.4%	19.5%	27.7%	30.0%	30.6%
EBIT 率	27.0%	15.2%	23.7%	24.8%	25.3%
税前净利润率	26.3%	17.6%	22.3%	22.1%	21.9%
归母净利润率	22.8%	15.5%	19.7%	19.5%	19.3%
ROA	12.4%	6.3%	9.5%	8.8%	9.5%
ROE (摊薄)	13.1%	7.1%	16.1%	17.9%	20.2%
经营性 ROIC	19.0%	6.9%	10.8%	10.6%	11.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	4%	11%	41%	51%	53%
流动比率	43.98	7.06	1.53	1.13	1.13
速动比率	40.60	6.47	1.36	1.00	1.00
归母权益/有息债务	-	23.10	1.70	1.09	0.99
有形资产/有息债务	-	25.31	2.84	2.19	2.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,654	2,941	5,169	7,168	8,911
货币资金	701	1,050	1,490	1,946	2,618
交易性金融资产	926	20	20	20	20
应收帐款	86	167	354	431	539
应收票据	0	67	139	181	244
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	155	150	279	359	480
其他流动资产	144	314	314	314	314
流动资产合计	2,016	1,783	2,623	3,287	4,263
其他权益工具	0	40	40	40	40
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	562	683	1,592	2,557	3,236
在建工程	16	284	776	1,144	1,233
无形资产	41	59	59	59	59
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2	60	60	60	60
非流动资产合计	637	1,158	2,546	3,881	4,648
总负债	110	311	2,107	3,625	4,720
短期借款	0	113	1,490	2,635	3,419
应付账款	27	74	138	177	238
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	0	35	35	35	35
流动负债合计	46	252	1,718	2,919	3,787
长期借款	0	0	300	600	800
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	55	85	103	130
非流动负债合计	64	58	388	706	932
股东权益	2,544	2,631	3,063	3,542	4,191
股本	231	231	231	231	231
公积金	1,679	1,697	1,722	1,722	1,722
未分配利润	614	683	1,089	1,569	2,218
归属母公司权益	2,524	2,611	3,043	3,522	4,171
少数股东权益	20	20	20	20	20

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.35%	0.35%	0.35%	0.30%	0.25%
管理费用率	2.21%	3.01%	3.01%	2.91%	2.81%
财务费用率	1.42%	-1.15%	0.76%	2.55%	3.14%
研发费用率	4.37%	6.03%	5.00%	5.05%	5.10%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.43	0.25	0.66	0.85	1.13
每股经营现金流	2.04	0.39	1.31	3.16	4.32
每股净资产	10.93	11.31	13.18	15.26	18.07
每股销售收入	6.26	5.21	10.76	14.05	18.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	63	112	43	33	25
PB	8.3	8.0	6.9	5.9	5.0
EV/EBITDA	46.1	89.5	32.9	24.7	18.8
股息率	0.5%	0.3%	0.7%	0.9%	1.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE