

再推股权激励，高镍龙头开启高速增长 买入（维持）

2021年07月07日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

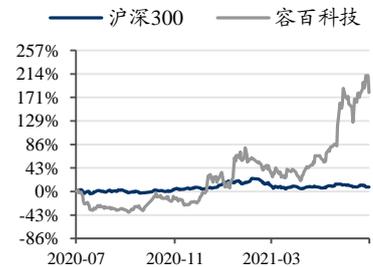
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,795	10,169	20,058	28,885
同比（%）	-9%	168%	97%	44%
归母净利润（百万元）	213	729	1,495	2,317
同比（%）	144%	242%	105%	55%
每股收益（元/股）	0.48	1.63	3.34	5.18
P/E（倍）	247.65	72.34	35.29	22.78

投资要点

- **容百科技 21 年股权激励方案落地，明确 22-24 年目标，利于公司长期发展。**公司拟实施 21 年股权激励计划，计划授予 202 万股，占总股本 0.45%，其中第一类限制性股票 67.4 万股，第二类 134.8 万股，首次授予 135 人，包含公司董秘及其他需要激励的 134 人。第一类授予价格为 63.6 元/股（7 月 6 日收盘价的 54%），第二类限制性股票授予价格为 114.35 元/股（7 月 6 日收盘价的 97%）。公司明确公司、个人层面考核，公司层面要求：22 年净利润 12 亿元或 22 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 800 亿、23 年净利润 18 亿元或 23 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 1000 亿元、24 年净利润 25 亿元或 24 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 1200 亿元。
- **容百科技延续净利润+市值考核模式，上修 20 年股权激励草案中考核目标，明确 24 年利润指引。**公司 20 年股票激励计划授予 1500 万股，占总股本的 3.38%，且考核 21-23 年业绩指标，对应净利润指标为 3.5/5.5/7 亿元，市值指标为 260/400/500 亿元，本次股票激励计划将 22-23 年业绩考核指标调整为 12/18 亿元，明确 24 年考核指标为 25 亿元，同比增长 38%，且调整 22-23 年市值目标至 800/1000 亿元。20 年股票激励计划尚在实施中，此次方案进一步明确管理层信心，目标在于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，使各方共同关注公司的长远发展。
- **高镍大趋势明确，大客户排产超市场预期，在手订单充裕，需求确定性较强。**高镍已过两年以上装机验证，主流车企对高镍电池技术路线认可度提升，国内造车新势力、合资车企布局激进，未来高镍大趋势明确。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商。同时公司海外客户拓展顺利，21 年开始供 SK。全年有效产能达 6 万吨，公司满产满销，年中产能落地后排产逐月向上，我们预计全年出货 6 万吨左右，同比增长 130%+，22 年新产能落地+大客户放量，出货有望超 12 万吨，连续两年翻番以上，成长空间大。
- **前驱体产能加速落地，一体化增强公司竞争优势，盈利拐点明确。**我们测算公司 Q1 单吨扣非净利达 1.05 万/吨，若加回 0.15 亿元左右的股权激励费用，Q1 单吨利润达到 1.2 万元/吨以上，环比 Q4 提升 20%，盈利拐点明确。公司 20 年前驱体亏损预计达 0.7-0.8 亿元左右，21Q1 前驱体环节开始扭亏，我们预计全年随着产能利用率提升与客户结构优化，有望扭亏为盈，贡献盈利。
- **投资建议：**高镍趋势开始明确，伴随欧系和 Tesla 车型放量，明年将开始加速。容百为全球高镍龙头，技术和成本领先，客户优质，伴随产能释放和加强前驱体配套，盈利开始高速增长，成长空间大。我们上修 21-23 年公司归母净利润至 7.3/15.0/23.2 亿元（原预测 6.02/10.57/15.8 亿元），同比增长 242%/105%/55%，对应 PE 为 72/35/23x，考虑正极格局好转，公司是高镍龙头，给予 22 年 50xPE，目标价 167 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	117.94
一年最低/最高价	25.62/135.10
市净率(倍)	11.44
流通 A 股市值(百万元)	32316.77

基础数据

每股净资产(元)	10.31
资产负债率(%)	35.88
总股本(百万股)	447.38
流通 A 股(百万股)	274.01

相关研究

- 1、《容百科技 (688005)：21Q1 季报点评：盈利拐点确立，龙头开启高速增长》2021-04-29
- 2、《容百科技 (688005) 2020 年年报点评：盈利拐点已现，高镍龙头启航》2021-04-18
- 3、《容百科技 (688005) 业绩预告点评：业绩亮眼，单吨盈利持续向上》2021-03-09

21 年股权激励方案落地，明确 22-24 年目标，利于公司长期发展。公司拟实施 21 年股权激励计划，计划授予 202 万股，占总股本 0.45%，其中第一类限制性股票 67.4 万股，第二类 134.8 万股，首次授予 135 人，包含公司董秘及其他需要激励的 134 人。本激励计划授予第一类限制性股票的限售期分别为授予登记完成日起 18 个月、30 个月、42 个月，第一类授予价格为 63.6 元/股（7 月 6 日收盘价的 54%），第二类限制性股票归属期分别为授予日起 18 个月起至 30 个月止、授予日起 30 个月至 42 个月、授予日起 42 个月至 54 个月，授予价格为 114.35 元/股（7 月 6 日收盘价的 97%）。公司明确公司、个人层面考核，公司层面要求：22 年净利润 12 亿元或 22 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 800 亿、23 年净利润 18 亿元或 23 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 1000 亿、24 年净利润 25 亿元或 24 年 H2 连续二十交易日市值算术平均达 1200 亿，个人层面考核绩效指标，个人系数与绩效挂钩，若各年度公司层面业绩考核条件达标，激励对象个人当年实际解除限售额度=个人系数（N）×个人当年计划解除限售额度。

图 1：公司股票激励首次授予部分对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	职务	获授的第一类 限制性股票数 量 (万股)	占授予第一类 限制性股票总 数的比例	获授的第二类 限制性股票数 量 (万股)	占授予第二类 限制性股票总 数的比例
高管	葛欣 董事会秘书	2.1	3.11%	4.2	3.11%
其他激励对象	134人	51.9	77.01%	103.8	77.01%
首次授予部分合计		54.0	80.12%	108.0	80.12%
预留授予部分合计		13.4	19.88%	26.8	19.88%
合计		67.4	100.00%	134.8	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

延续净利润+市值考核模式，上修 20 年股权激励草案中考核目标，明确 24 年利润指引。公司 20 年股票激励计划考核 21-23 年业绩指标，对应净利润指标为 3.5/5.5/7 亿元，市值指标为 260/400/500 亿元，本次《2021 年限制性股票激励计划（草案）》中延续了净利润+市值考核的模式，且将 22-23 年业绩考核指标调整为 12/18 亿元，明确 24 年考核指标为 25 亿元，同比增长 38%，且调整 22-23 年市值目标至 800/1000 亿元。《2020 年限制性股票激励计划》尚在实施中，此次股权激励进一步明确公司管理层信心，目标在于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

图 2：2021 年公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标	20年草案目标对比
第一个解除限售期	2022年净利润达到12亿元；或2022年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到800亿；	2022年净利润达到5.5亿元；或2022年下半年任意连续个交易日收盘市值的算术平均数达到400亿元；
第二个解除限售期	2023年净利润达到18亿元；或2023年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到1000亿；	2023年净利润达到7亿元；或2023年下半年任意连续二个交易日收盘市值的算术平均数达到500亿元；
第三个解除限售期	2024年净利润达到25亿元；或2024年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到1200亿；	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新增 21-25 年费用，22 年需摊销约 0.25 亿元。假设公司 2021 年 8 月授予第一类及第二类限制性股票，按照相关估值工具确定授予日第一类及第二类限制性股票的公允价值，并最终确定本激励计划的股份支付费用，该等费用将在本激励计划的实施过程中按照解除限售的比例进行分期摊销，据公司测算，21-25 年分别需分摊 834/2501/1409/637/88 万元，将在经常性损益中列支，且预留部分授予时将产生额外的股份支付费用。

图 3：公司股权激励费用测算（不包含限制性股票预留部分）

	限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2021年 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)	2025年 (万元)
第一类	54	2,894	456	1,367	724	306	41
第二类	108	2,573	378	1,133	685	331	46
合计	162	5,467	834	2,501	1,409	637	88

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高镍大趋势明确，大客户排产超市场预期，在手订单充裕，需求确定性较强。高镍已经过两年以上装机验证，主流车企对高镍电池技术路线认可度提升，其中特斯拉为高镍引领者，以大众、戴姆勒、宝马为代表的海外车企待上市新车型高镍比例高，国内造车新势力、合资车企布局激进，未来高镍大趋势明确。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，我们预计宁德 2H21 产量 70gwh+，22 全年产量或超 250gwh，同比翻番，远超此前市场预期。同时公司海外客户拓展顺利，21 年开始供 SK，且海外大客户紧密接触中，海外占比 22 年将大幅提升，供应新订单增量。公司 20 年年底产能 4 万吨，6 月新增 2 万吨，Q3 新增 2 万吨，全年有效产能达 6 万吨，公司满产满销，年中产能落地后排产逐月向上，我们预计全年出货 6 万吨左右，同比增长 130%+，22 年新产能落地+大客户放量，出货有望超 12 万吨，连续两年翻番以上，成长空间大。

前驱体产能加速落地，一体化增强公司竞争优势，盈利拐点明确。我们测算公司 Q1 单吨扣非净利达 1.05 万/吨，若加回 0.15 亿元左右的股权激励费用，Q1 单吨利润达到 1.2 万元/吨以上，环比 Q4 提升 20%，盈利拐点明确。公司 20 年前驱体亏损预计达 0.7-0.8 亿元左右，21Q1 前驱体环节开始扭亏，我们预计全年随着产能利用率提升与客

户结构优化，有望扭亏为盈，贡献盈利。公司计划加快推进募投项目临山6万吨三元前驱体产能，其中1-1期年产3万吨预计于2021年底前实现部分投产，年底产能达6万吨，21年前驱体自供比例将从年初10%提升到30%，进一步增强公司成本优势。我们预计公司单吨盈利有望维持1.2万吨+，主要受益于前驱体自供率的提升、正极技术进步与生产效率的提升。

图4：单吨利润测算

	20H1	20Q3	20Q4	20年合计	21Q1
产能 (万吨)	2.4	1.2	1.2	4.0	1.2
出货 (万吨)	0.8	0.8	1.0	2.6	0.9
扣非净利润 (亿元)	0.5	0.4	0.7	1.6	0.9
单吨净利 (万元/吨)	0.6	0.5	0.7	0.6	1.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：高镍趋势开始明确，伴随欧系和Tesla车型放量，明年将开始加速。容百为全球高镍龙头，技术和成本领先，客户优质，伴随产能释放和加强前驱体配套，盈利开始高速增长，成长空间大。我们上修21-23年公司归母净利润至7.3/15.0/23.2亿元（原预测6.02/10.57/15.8亿元），同比增长242%/105%/55%，对应PE为72/35/23x，考虑正极格局好转，公司是高镍龙头，给予22年50xPE，目标价167元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期等

容百科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,034	6,397	11,273	15,757	营业收入	3,795	10,169	20,058	28,885
现金	1,407	1,017	2,006	2,889	减:营业成本	3,333	8,558	16,773	24,125
应收账款	732	2,174	4,356	6,306	营业税金及附加	9	24	47	68
存货	584	1,508	2,963	4,269	销售费用	31	81	150	202
其他流动资产	1,234	1,511	1,588	1,780	管理费用	255	671	1,264	1,675
非流动资产	2,101	3,659	5,230	6,404	财务费用	-24	22	66	113
长期股权投资	28	28	28	28	资产减值损失	46	15	70	57
固定资产	1,207	2,277	3,562	4,751	加:投资净收益	3	10	10	10
无形资产	323	312	400	386	公允价值变动净收益	0	0	0	0
其他非流动资产	543	1,042	1,240	1,239	其他收益	0	0	0	0
资产总计	6,135	10,056	16,502	22,161	营业利润	253	858	1,749	2,704
流动负债	1,435	4,195	8,279	11,827	加:营业外净收支	-20	-9	-8	-8
短期借款	9	548	1,141	1,565	利润总额	233	849	1,741	2,696
应付账款	666	1,710	3,351	4,820	减:所得税费用	24	121	251	393
其他流动负债	760	1,937	3,787	5,442	少数股东损益	-4	1	2	2
非流动负债	209	709	1,709	1,709	归属母公司净利润	213	729	1,495	2,317
长期借款	9	509	1,509	1,509	EBIT	229	880	1,815	2,818
其他非流动负债	201	201	201	201	EBITDA	373	1,022	2,044	3,143
负债合计	1,645	4,904	9,988	13,536					
少数股东权益	7	8	9	11	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	4,484	5,144	6,505	8,613	每股收益(元)	0.48	1.63	3.34	5.18
负债和股东权益	6,135	10,056	16,502	22,161	每股净资产(元)	10.02	11.50	14.54	19.25
					发行在外股份(百万股)	443	447	447	447
					ROIC(%)	6.3%	12.6%	17.4%	21.1%
					ROE(%)	4.8%	14.2%	23.0%	26.9%
					毛利率(%)	12.2%	15.8%	16.4%	16.5%
					销售净利率(%)	5.5%	7.2%	7.5%	8.0%
					资产负债率(%)	26.8%	48.8%	60.5%	61.1%
					收入增长率(%)	-9.4%	168.0%	97.2%	44.0%
					净利润增长率(%)	143.7%	242.3%	105.0%	54.9%
					P/E	247.65	72.34	35.29	22.78
					P/B	11.77	10.26	8.11	6.13
					EV/EBITDA	141	52	26	17

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>