

证券研究报告—动态报告

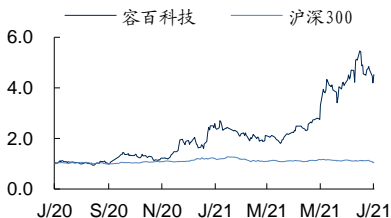
电气设备新能源

新能源

容百科技
买入
2021 年中报业绩预告点评

(调高评级)

2021 年 07 月 29 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)	447/276
总市值/流通(百万元)	56,455/34,805
上证综指/深圳成指	3,362/14,086
12 个月最高/最低(元)	161.41/25.62

相关研究报告:

《容百科技-688005-2020 年年报点评: 高镍正极龙头, 迎来高速增长期》——2021-04-20

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

业绩超预期, 高镍龙头扶摇而上

● 公司 H1 出货高增, 盈利略超预期

公司公布 21 年半年报预告, 预计 21H1 归母净利润为 3.0-3.4 亿元, 同比+456%-530%, 对应 Q2 归母净利润为 1.8-2.2 亿元, 环比+50%-83%。公告 21H1 公司实现扣非归母净利润 2.35-2.75 亿元, 同比+383%-465%。受益高镍加速渗透, 21H1 公司三元正极材料出货量同比增长 135%; 前驱体产能利用率逐步提升, 业务有望盈利改善。

● 高镍大势所趋, 公司充分受益

公司单吨盈利提升, 产能持续加码。21 年 1-5 月国内高镍材料总产量为 4.64 万吨, 市场渗透率达到 33.8%, 预计 21 年全年高镍占比有望提升至 35%以上; 公司作为高镍行业龙头, 出货量持续增加, 预计 Q2 公司正极出货预计达到约 1.4-1.5 万吨, 对应 Q2 单吨盈利预计为 1.2-1.4 万元/吨, 环比持续提升。公司浙江、湖北、贵州和海外基地正在快速扩产中, 预计公司 21 年底正极产能达 12 万吨、出货预计近 6 万吨, 22 年公司出货量有望持续翻倍以上增长, 市占率进一步提升。

● 携手孚能科技, 夯实业绩确定性

7 月 27 日, 公司公告与孚能科技签订协议, 后者在 21 年下半年、22 年全年采购公司 5505 吨、30953 吨高镍三元正极材料, 我们预计此次订单占到公司 21 年下半年出货量的 14%-18%、22 年出货量的 20%-25%。公司是宁德时代高镍正极主供应商, 并与比亚迪、孚能、LG 化学等密切合作, 下游客户出货高增, 持续为公司贡献订单。

● 风险提示: 锂电需求不及预期; 高镍需求不及预期; 扩产不达预期。
● 投资建议: 盈利超预期, 上调至“买入”评级

我们看好正极行业高镍渗透率提升和公司产能扩张带来盈利高增速, 上调公司盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 7.85/17.26/28.0 亿元 (原预测值为 5.59/8.17/10.85 亿元), 同比增长 268%/112%/62%, 对应 21-23 年 PE 分别为 72/33/20 倍, 结合 FCFF 绝对估值法合理估值区间为 153.1-178.7 元, 较当前股价溢价 21-42%, 上调公司至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

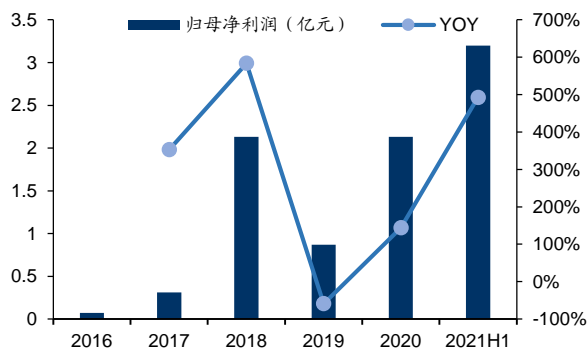
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,795	11,336	24,474	33,813
(+/-%)	-9.4%	198.8%	115.9%	38.2%
净利润(百万元)	213	785	1726	2800
(+/-%)	143.7%	268.4%	119.9%	62.2%
摊薄每股收益(元)	0.48	1.75	3.86	6.26
EBIT Margin	4.4%	7.5%	8.0%	9.5%
净资产收益率(ROE)	4.8%	15.4%	26.6%	32.1%
市盈率(PE)	262.5	71.9	32.7	20.2
EV/EBITDA	188.4	61.1	30.8	19.9
市净率(PB)	12.5	11.0	8.7	6.5

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

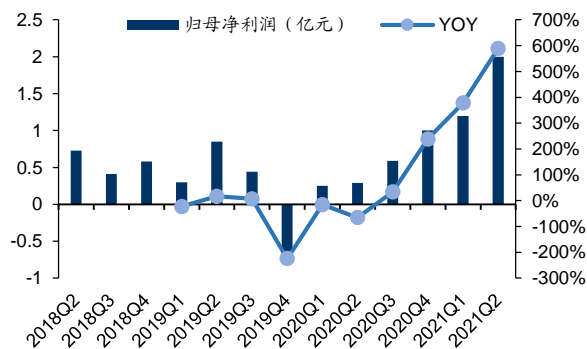
公司高镍三元材料出货同比高增，Q2 业绩超预期。公司公布 21 年半年报预告，预计 21H1 归母净利润为 3.0-3.4 亿元，同比增加 456%-530%，对应 Q2 归母净利润为 1.8-2.2 亿元，环比增 50%-83%。21H1 公司实现扣非归母净利润 2.35-2.75 亿元，同比增长 383%-465%。受益高镍路线加速渗透，21H1 公司高镍及超高镍三元正极材料出货量同比增长 135%，预计 Q2 销量为 1.4-1.5 万吨；前驱体产能利用率逐步提升，业务有望盈利改善；一体化布局助力成本控制，预计 Q2 单吨盈利环比提升。

图 1: 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
注: 21H1 取业绩预告均值

图 2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

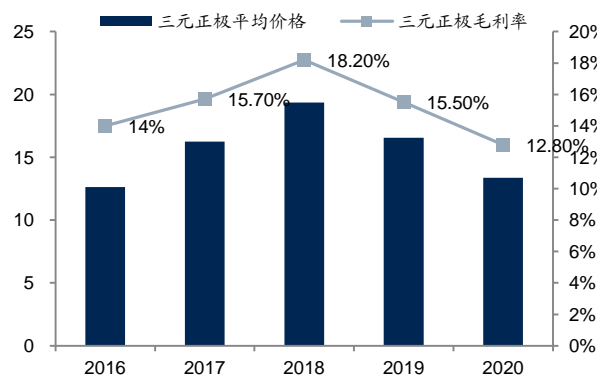


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 21Q2 取业绩预告均值

高镍正极龙头，股权激励指引发展

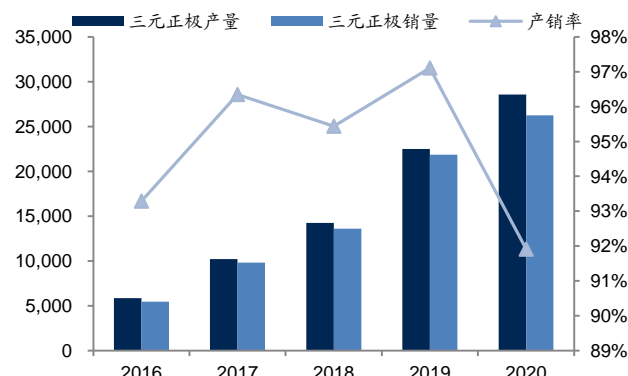
公司在三元正极和高镍 811 领域市占率行业第一。2020 年公司三元正极材料营收 35.14 亿元 (-2.9%)，板块毛利率为 12.8% (-2.7pct)，全年正极材料销量 2.63 万吨 (+20%)。2020 年公司高镍产量需求大增，预计 20 年正极销量中高镍占比在 80%左右，20 年公司三元正极产量国内市占率升至 14%，其中高镍 811 正极产量占比为 47%，均处于行业第一。

图 3: 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 4: 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

公司再发股票激励计划，净利润+市值目标指引公司发展。7 月 7 日，公司 21 年股票激励计划，授予包括董秘在内 135 人 202.2 万股，占公告日公司总股本的 0.45%。此次激励计划将分为三期解锁，解锁条件为 22-24 年净利润分别达到 12/18/25 亿元，或 22H2、23H2、24H2 任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到 800 亿/1000 亿/1200 亿。此次股权激励沿用净利润+市值的考

核方式，进一步明确公司发展目标。

表 1: 公司 21 年股票激励计划解锁条件

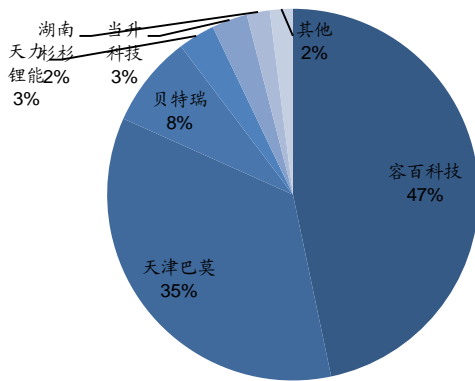
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年会计年度净利润达到 12 亿；或 2022 年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到 800 亿
第二个解除限售期	2023 年会计年度净利润达到 18 亿；或 2023 年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到 1000 亿
第三个解除限售期	2024 年会计年度净利润达到 25 亿；或 2024 年下半年任意连续二十个交易日收盘市值的算术平均数达到 1200 亿

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

高镍路线大势所趋，公司享受超额需求

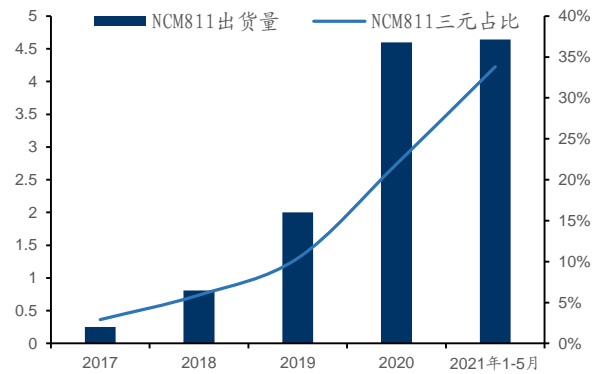
高续航要求下，高镍渗透率持续提升。根据鑫椤锂电数据，21 年 1-5 月国内高镍材料总产量为 4.64 万吨，市场渗透率达到 33.8%，较 20 年 21.9% 的渗透率存在明显提升。海外市场高镍需求持续旺盛，各大车企纷纷侧重高镍研发以期抢占海外市场份额；同时，国内电动工具受益于出口增加，电动工具用锂电池逐渐向高倍率和大容量方向倾斜。预计随着国内中高镍材料开发应用加快和出口增加，高镍市场占比将持续提升。

图 5: 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 6: 三元 8 系材料出货占比持续上升 (万吨、%)



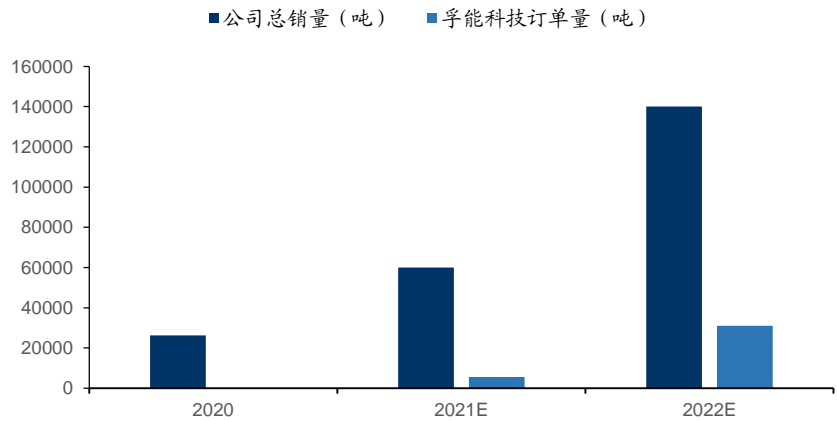
资料来源: 鑫椤锂电、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力进一步提升，产能扩张持续加码。公司下游需求旺盛背景下持续满产满销，21Q2 公司高镍产品出货预计达到 1.4-1.5 万吨左右。公司前驱体产能利用率持续提升，有效保障原材料成本增厚利润，预计 Q2 单吨盈利为 1.25-1.4 万元/吨，较 Q1 的 1.2 万元/吨左右的单吨盈利进一步提升。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 21 年底产能有望达到 12 万吨、出货量预计近 6 万吨，22 年公司出货量有望实现翻倍，市场份额进一步提升。

携手孚能科技，逐步夯实业务确定性

持续获取大订单，业绩获保障。7 月 27 日，公司发布公告与孚能科技签订三元正极长期采购订单。根据协议，孚能科技在 21 年下半年、22 年全年将向公司采购 5505 吨、30953 吨高镍三元正极材料，需求数量可上下浮 20%。此次订单预计占到公司 21 年下半年出货量的 14%-18%，22 年出货量的 20%-25%；进一步增强了公司业务确定性。

图 7: 公司未来销量及与孚能科技签订订单量



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测与整理

公司高镍技术领先,与下游大客户深度合作。公司是国内最早推出单晶 NCM523、单晶 NCM622 的正极厂商之一,目前第三代 NCM811 产品,超高镍 9 系已小批量供货。公司下游深入绑定宁德时代,并与比亚迪、孚能、LG 化学、比克等厂商密切合作,在下游客户持续放量的过程中,公司凭借技术优势大客户订单持续高速增长。

公司主营业务预测与估值分析

预计公司三元正极材料 21/22/23 年销量分别为 6/14/22 万吨，单吨售价为 18/17/15 万元/吨，毛利率分别为 15.0%/14.7%/16.0%。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 14.6%/14.5%/15.7%。

表 2: 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	10800	23800	33000
YOY		64.6%	37.6%	-2.9%	207.3%	120.4%	38.7%
总销量 (吨)	9828	13602	21854	26267	60000	140000	220000
单吨售价 (万元/吨)	16.3	19.3	16.6	13.4	18.0	17.0	15.0
单吨成本 (万元/吨)	13.7	15.8	14.0	11.7	15.3	14.5	12.6
单吨毛利 (万元/吨)	2.6	3.5	2.6	1.7	2.7	2.5	2.4
总成本	1346	2151	3058	3064	9180	20300	27720
毛利率	15.7%	18.2%	15.5%	12.8%	15.0%	14.7%	16.0%
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	11336	24474	33813
YOY		61.9%	37.8%	-9.4%	198.8%	115.9%	38.2%
成本 (百万元)	1601	2536	3603	3333	9686	20934	28492
毛利率	14.8%	16.6%	14.0%	12.2%	14.6%	14.5%	15.7%

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 3: 盈利预测假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	37.8%	-9.4%	198.8%	115.9%	38.2%	42.8%	28.1%
营业成本/营业收入	86.0%	87.8%	85.4%	85.5%	84.3%	84.6%	85.6%
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 153.1-178.7 元，对应 2022 年动态 PE 为 40-46 倍目标。

表 4: 估值假设

	假设值
无杠杆 Beta	1.05
无风险利率	3.50%
股票风险溢价	5.30%
公司股价	117
发行在外股数	447
股票市值(E)	52344
债务总额(D)	742
Kd	5.00%
T	15.00%
Ka	9.07%
有杠杆 Beta	1.06
Ke	9.13%
E/(D+E)	98.60%
D/(D+E)	1.40%
WACC	9.07%
永续增长率	3.5%

资料来源: Wind,国信证券经济研究所预测

表 5: FCFF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	854	1968	3218	4463	5157	6523	8154	10193	12741	15926	
所得税税率	12%	12%	13%	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	752	752	1712	2800	3838	4435	5545	6931	8664	10830	
折旧与摊销	176	176	221	261	290	311	327	342	355	368	
营运资金的净变动	(808)	(808)	(2097)	(1581)	(2325)	(2075)	(2484)	(3108)	(3889)	(4866)	
资本性投资	(700)	(700)	(700)	(300)	(300)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	
FCFF	(581)	(863)	1180	1503	2471	3188	3964	4930	6133	7633	141933
PV(FCFF)	(532)	(726)	909	1062	1601	1894	2159	2462	2808	3205	59592
核心企业价值	74435										
减: 净债务	600										
股票价值	73835										
每股价值	165										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 6: 敏感性分析

FCFF	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%
165.01					
4.1%	202.20	191.65	181.96	173.06	164.84
3.9%	194.78	184.93	175.87	167.51	159.78
3.7%	187.96	178.74	170.24	162.37	155.06
3.5%	181.66	173.01	165.01	157.58	150.67
3.3%	175.84	167.69	160.14	153.11	146.56
3.1%	170.43	162.74	155.60	148.93	142.71
2.9%	165.40	158.13	151.35	145.02	139.09

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议：盈利超预期，上调至“买入”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，我们上调了公司盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润 7.85/17.26/28.0 亿元（原预测值为 5.59/8.17/10.85 亿元），同比增长 268%/112%/62%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.75/3.86/6.26 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 72/33/20 倍，结合 FCFF 绝对估值法合理估值区间为 153.1-178.7 元，较当前股价溢价 21-42%，上调公司至“买入”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 7：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.07.28	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	101.08	963.20	0.98	1.88	3.07	3.72	103.1	53.8	32.9	27.2	买入
002812	恩捷股份	255.99	2,282.47	1.26	2.58	3.6	5.19	203.2	99.2	71.1	49.3	增持
688005	容百科技	126.19	564.55	0.48	1.75	3.86	6.26	262.5	71.9	32.7	20.2	买入
300073	当升科技	66.55	301.88	0.85	1.51	2.15	2.75	78.3	44.1	31.0	24.2	买入

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	11336	24474	33813
应收款项	822	2174	4694	6485	营业成本	3333	9686	20934	28492
存货净额	584	1573	3419	4658	营业税金及附加	9	25	54	74
其他流动资产	1014	1700	3671	5072	销售费用	31	91	171	237
流动资产合计	4034	7047	13384	17815	管理费用	109	712	1378	1824
固定资产	1564	2098	2613	2696	财务费用	(24)	(18)	10	20
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	9652	16474	20958	营业利润	253	892	1978	3218
短期借款及交易性金融负债	9	721	1938	1340	营业外净收支	(20)	0	6	0
应付款项	1368	3408	7408	10093	利润总额	233	892	1984	3218
其他流动负债	58	176	379	516	所得税费用	24	107	258	418
流动负债合计	1435	4305	9725	11949	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	785	1726	2800
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	4534	9975	12219	净利润	213	785	1726	2800
少数股东权益	7	7	7	7	资产减值准备	(188)	42	16	9
股东权益	4484	5111	6492	8732	折旧摊销	138	176	221	261
负债和股东权益总计	6135	9652	16474	20958	公允价值变动损失	(11)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	(24)	(18)	10	20
关键财务与估值指标					营运资本变动	117	(808)	(2097)	(1581)
每股收益	0.48	1.75	3.86	6.26	其它	185	(42)	(16)	(9)
每股红利	0.10	0.35	0.77	1.25	经营活动现金流	455	133	(169)	1460
每股净资产	10.11	11.43	14.51	19.52	资本开支	(12)	(700)	(700)	(300)
ROIC	7%	15%	24%	31%	其它投资现金流	245	107	0	0
ROE	5%	15%	27%	32%	投资活动现金流	235	(595)	(702)	(302)
毛利率	12%	15%	14%	16%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	8%	8%	10%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(42)	(157)	(345)	(560)
收入增长	-9%	199%	116%	38%	其它融资现金流	(256)	712	1217	(598)
净利润增长率	144%	268%	120%	62%	融资活动现金流	(344)	555	871	(1158)
资产负债率	27%	47%	61%	58%	现金净变动	346	93	0	0
息率	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	货币资金的期初余额	1062	1407	1500	1500
P/E	262.5	71.9	32.7	20.2	货币资金的期末余额	1407	1500	1500	1500
P/B	12.5	11.04	8.7	6.5	企业自由现金流	394	(581)	(863)	1180
EV/EBITDA	188.4	61.1	30.8	19.9	权益自由现金流	136	147	345	565

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。

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