

长远锂科 (688779.SH) 高端三元正极龙头，与产业链巨头共成长

2021年09月28日

——公司首次覆盖报告

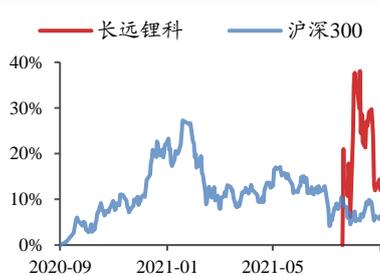
投资评级：买入（首次）
刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

日期	2021/9/27
当前股价(元)	25.28
一年最高最低(元)	34.43/20.07
总市值(亿元)	487.70
流通市值(亿元)	87.86
总股本(亿股)	19.29
流通股本(亿股)	3.48
近3个月换手率(%)	634.93

股价走势图



数据来源：聚源

● 长远锂科深度绑定国内电池前三名，是最具竞争力的高镍正极厂商之一

股东方面：长远锂科的控股股东是五矿集团，五矿集团在2021年世界500强中排名第65位，是全球金属材料行业中的第一位。相比容百科技和当升科技等，长远锂科的股东实力最强且能在原材料端给予公司一定的支持（硫酸镍、碳酸锂等）。**客户方面：**公司的前三大客户分别为宁德时代、比亚迪和亿纬锂能，均为国内一线动力电池厂商，公司产品综合性价比在业内受到一致认可。我们认为公司将伴随龙头电池企业在新能源发展的黄金十年内快速成长。我们预计2021-2023年归母净利润分别为6.78/12.34/17.20亿元，EPS分别为0.35/0.64/0.89元，当前股价对应P/E为72.0/39.5/28.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● “资源支持+领先技术”助力公司控制成本，公司上游成本端优势明显

长远锂科在成本端具备原材料和生产制造双重优势。原材料方面，公司三元前驱体未来不再对外销售，减少外购，实现自供；若公司大股东中国五矿给予其资源端支持，长远锂科在中长期原材料成本端较竞争对手有一定优势。**生产制造方面，**2020年公司生产制造成本约为7700元/吨，而其他公司多为1.05-1.06万元/吨，若按照加工费定价的思路，同样的加工费下长远锂科吨毛利、吨净利将高于竞争对手3000元；而叠加原料成本优势，公司的综合成本竞争力更强。

● 下游战略客户重点服务，公司成功进入多家主流锂电公司供应商体系

公司重点服务战略客户，与现有客户保持长期良好合作关系，同时积极开发优质新客户。2018-2020年宁德时代是长远锂科第一大下游客户，占据主导地位。亿纬锂能是公司第二大客户。2018年，公司积极开发重点客户比亚迪，并于2019年开始向其出货，2020年，比亚迪已成为公司第三大客户。截至目前，公司已成功进入多家知名锂电池生产企业供应商体系，下游客户开发卓有成效，品牌效应逐渐加强。

● 风险提示：新能源车销量不及预期、行业竞争加剧、降本不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,766	2,011	7,021	11,936	16,959
YOY(%)	4.8	-27.3	249.2	70.0	42.1
归母净利润(百万元)	206	110	678	1,234	1,720
YOY(%)	-14.0	-46.8	517.1	82.2	39.3
毛利率(%)	17.2	14.5	18.7	18.4	18.1
净利率(%)	7.5	5.5	9.6	10.3	10.1
ROE(%)	6.7	3.5	14.6	20.6	22.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.06	0.35	0.64	0.89
P/E(倍)	236.5	444.2	71.98	39.51	28.35
P/B(倍)	15.9	15.4	10.5	8.2	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、三元正极材料深耕已久，五矿集团成员平台占优	4
1.1、公司在三元正极材料领域拥有先发优势	4
1.2、公司是中国五矿直管企业，平台优势凸显	4
1.3、疫情过后业绩恢复，再创辉煌	5
1.4、公司产品性能稳定，三元前驱体加强自供	8
1.5、正极材料行业竞争激烈，公司市占率有望进一步提升	10
2、正极材料领域不断发力，新建产能逐步释放	13
2.1、持续优化产品结构，生产能力向中高镍聚集	13
2.2、公司上下游均深度绑定宁德时代及其下属企业	15
2.3、募资项目：年产4万吨车用锂电三元正极材料生产线即将落地	19
2.4、公司未来产能规划明确，未来可期	20
3、盈利预测与投资建议	20
4、风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1：公司成长为国内三元正极材料行业领先企业	4
图 2：公司实际控制人为中国五矿集团有限公司	5
图 3：收入构成中三元前驱体收入占比显著降低（单位：亿元）	5
图 4：三元正极占总收入比例在 80%-85% 之间（单位：亿元）	5
图 5：2021 年上半年净利润总额、净利率水平显著优于过去三年（单位：亿元）	6
图 6：长远锂科三元正极均价低于当升科技和容百科技	7
图 7：长远锂科与其他两家单吨毛利差距小于均价差距	7
图 8：长远锂科原材料单吨成本低于其他两家	7
图 9：长远锂科制造费用单吨成本显著低于其他两家	7
图 10：公司经营性现金流净额波动较大（单位：亿元）	8
图 11：三元正极材料是锂电池正极材料的重要发展方向	8
图 12：高镍三元正极材料需要氢氧化锂原料、氧气氛围烧结、去离子水洗涤	9
图 13：常规三元正极材料只需要碳酸锂原料，空气氛围烧结，无需去离子水洗涤等	9
图 14：公司钴酸锂正极材料适用于高容量方形电池、聚合物电池	10
图 15：公司主要球镍产品为覆钴氢氧化镍	10
图 16：2021H1 长远锂科和杉杉股份业绩增长速度较快（单位：亿元）	11
图 17：2020 年三元正极材料市场集中度回升	12
图 18：2020 年长远锂科为国内三元正极材料市占率第三	12
图 19：三元正极材料市场 2020 年以 5 系 NCM 为主	12
图 20：2020 年钴酸锂市场集中度回升	13
图 21：钴酸锂市场相对三元正极材料市场集中度更高	13
图 22：2018 年 5 系 NCM 占公司三元正极产量 73.10%	13
图 23：公司 3 系 NCM 正极材料产品已经于 2019 年停产	13
图 24：2020 年 8 系高镍正极材料产量占全部三元正极材料的 12.95%	14
图 25：2020 年公司钴酸锂产能利用率回归正常水平	14
图 26：公司钴酸锂产销率持续大于 100%	14

图 27: 2020 年全球镍产能利用率超过 100%.....	15
图 28: 全球镍产销率较为稳定.....	15
图 29: 从邦普集团采购三元前驱体成本优势较小.....	16
图 30: 2020 年公司从其他供应商购买的硫酸镍成本较市场价低约 11%，较邦普的均价低约 5.5%.....	16
图 31: 2020 年公司碳酸锂采购均价较市场价低约 12.5%.....	17
图 32: 2020 年公司硫酸钴的采购均价较市场价高约 4%.....	17
图 33: 公司业绩受宁德时代影响大.....	18
图 34: 2020 年，公司对比亚迪营业收入达 2.66 亿元，比亚迪成为公司重要客户.....	19
图 35: 2020 年，公司对亿纬锂能营业收入达 3.03 亿元，同比减少 22%.....	19
表 1: 长远锂科的可比公司包括当升科技、容百科技、杉杉能源、厦钨新能.....	11
表 2: 邦普集团为长远锂科的第一大供应商.....	16
表 3: 宁德时代、亿纬锂能、比亚迪为长远锂科主要下游客户.....	18
表 4: 公司募资项目助力产能扩张.....	20
表 5: 公司发展规划明确.....	20
表 6: 我们预计公司未来三年营业收入为 71.94/120.04/157.14 亿元.....	21
表 7: 我们预计归母净利润分别为 7.03/10.79/13.23 亿元.....	22

1、三元正极材料深耕已久，五矿集团成员平台占优

1.1、公司在三元正极材料领域拥有先发优势

长远锂科主要从事高效电池正极材料研发、生产和销售。公司致力于为新能源电池提供高安全性、高能量密度、高循环次数的正极材料，旨在成为全球新能源材料行业的引领者。主要产品包括三元正极材料及前驱体、钴酸锂正极材料、球镍等。

公司最早从事三元正极材料相关研发、生产，抢先具备三元正极材料量产能力。近年来，受益于新能源汽车的高景气度，三元正极材料市场大幅增长。公司于2011年开始从事三元正极材料研发工作，2012年实现三元正极材料产品小规模量产，2015年，公司三元正极材料产品顺利进入锂离子动力电池领域，2018年，公司实现NCM811型三元正极材料小批量生产，公司目前已成功进入宁德时代等主流锂电池企业供应商体系。根据GGII统计，2016-2019年，公司稳居国内三元正极材料出货量前两名，其中2016年、2018年位列国内三元正极材料出货量第一名。

图1：公司成长为国内三元正极材料行业领先企业



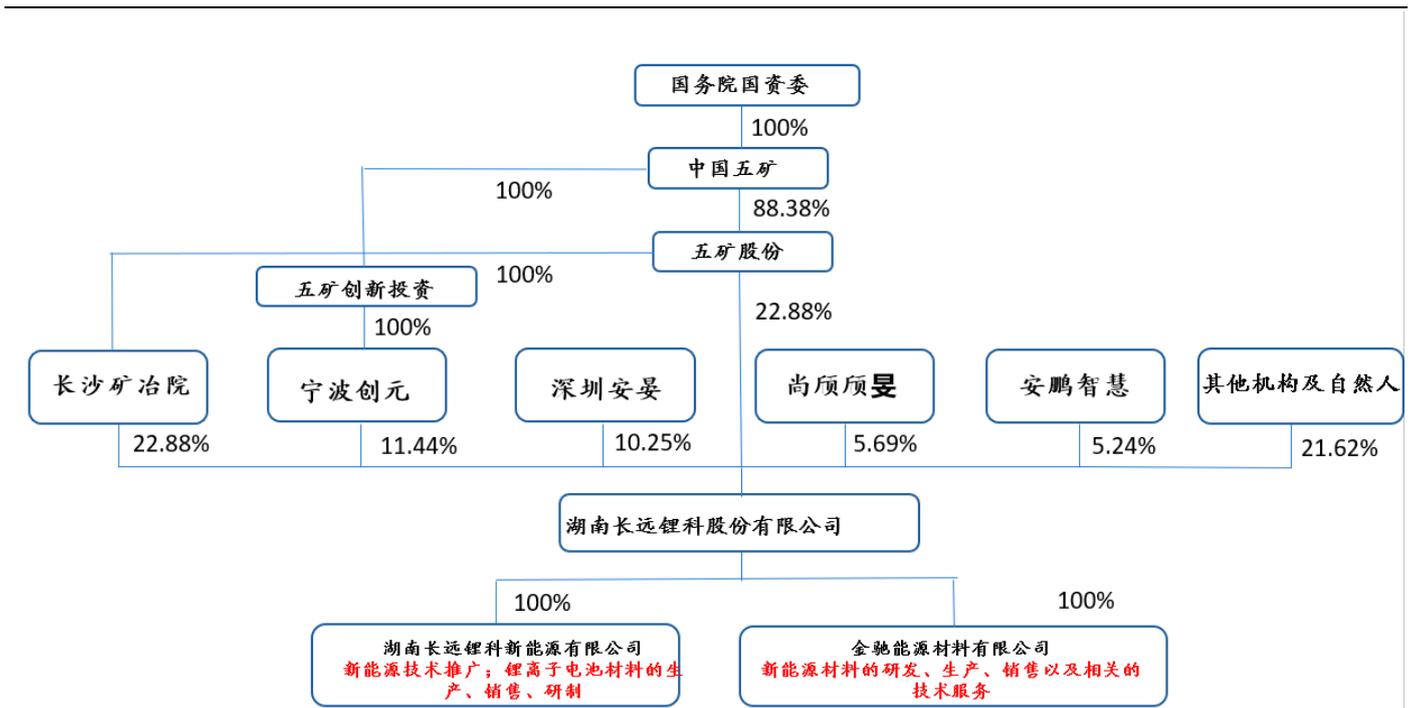
资料来源：招股说明书，开源证券研究所

1.2、公司是中国五矿直管企业，平台优势凸显

长远锂科实际控制人为世界500强企业中国五矿集团有限公司。公司有2家控股子公司：金驰材料和长远新能源。金驰材料聚焦于新能源材料的研发、生产、销售以及相关的技术服务；长远新能源专注于新能源技术推广、锂离子电池材料的生产、销售、研制。公司股权结构稳定，便于管理，提高决策效率。

总经理胡柳泉极富战略眼光和卓越领导力。近年来，在胡柳泉的带领下，长远锂科对标国际一流企业，完成多种改革创新措施；优化研发机制，落实项目负责制和项目里程碑管理；打破公司内部条块分割机制，设立生产中心、经营中心和研发中心三大业务中心。长远锂科顺利完成从钴酸锂到三元材料、从数码市场到动力市场的转型。

图2: 公司实际控制人为中国五矿集团有限公司

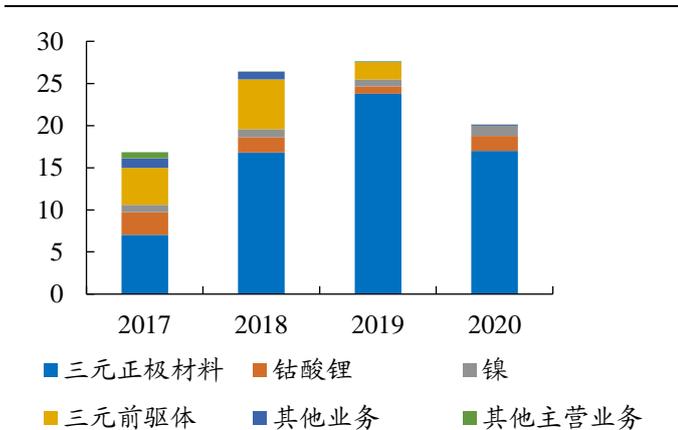


资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

1.3、疫情过后业绩恢复，再创辉煌

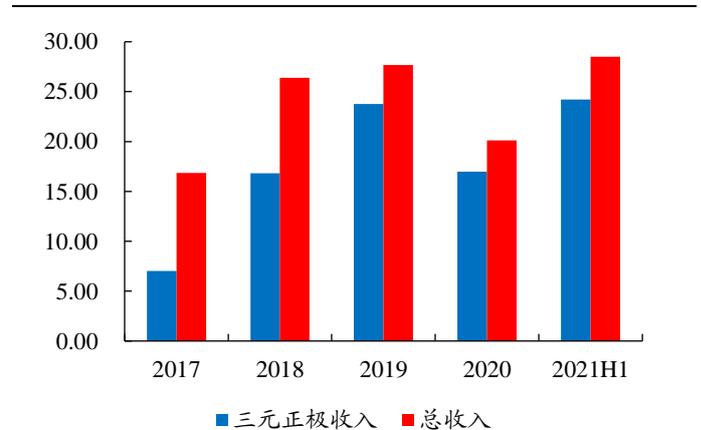
受新冠肺炎疫情和新能源汽车整体市场波动影响，2020 年公司营业收入约 20.11 亿元，2021 年上半年收入则大幅提升。公司作为国内三元正极材料龙头企业，后续产能不断扩张与释放，公司营业收入也将快速增长。2021 年上半年公司营业收入达 28.49 亿元，半年的收入已超过往年的最高收入额。公司收入占比中三元正极占比约 80%-85%，2021 年上半年锂电材料需求大幅扩张，我们判断三元正极产品收入占比达 85%左右，即正极材料贡献的收入约 24.2 亿元。

图3: 收入构成中三元前驱体收入占比显著降低 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 三元正极占总收入比例在 80%-85%之间 (单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

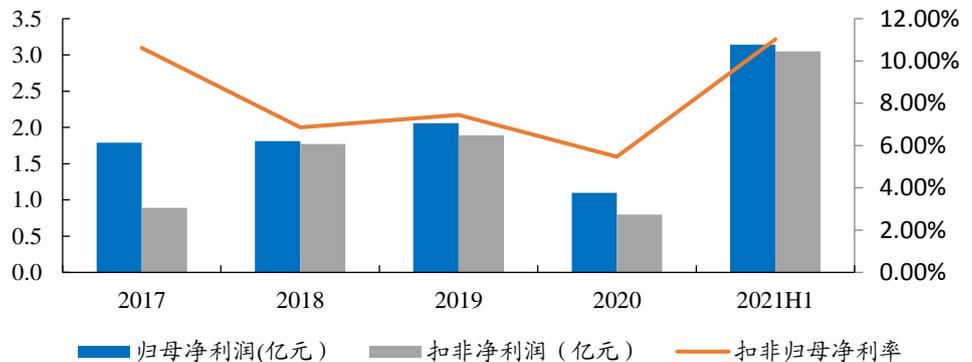
2019 年公司三元正极材料营业收入占比快速增加，2020 年钴酸锂占比增加。公司主要产品为三元正极材料及前驱体、钴酸锂正极材料和球镍，以三元正极材料为主。

2018 年，根据下游需求，公司优先发展三元正极材料相关产品业务，新建产能实现

规模扩张，并将部分钴酸锂正极材料生产线改造生产三元正极材料，实现三元正极材料营业收入 16.81 亿元。2019 年公司三元正极材料营业收入达 23.77 亿元，同比增长 41.4%；2019 年钴酸锂正极材料营业收入 0.86 亿元，同比下降 52.75%。2020 年，公司积极应对新能源汽车市场波动，加大三元正极材料以外产品投入。2020 年钴酸锂正极材料营业收入达 1.77 亿元，同比增加 105.81%。

2020 年受疫情影响利润承压，2021 年上半年归母净利润大幅放量。2020 年归母净利润约 1.10 亿元，同比下滑 46.76%。营业收入减少叠加核心产品产能利用率降低导致毛利减少，2020 年公司净利表现较弱。此外，受疫情影响，2020 年公司计提停工损失 0.41 亿元，管理费用增加。2021 年上半年归母净利润增长至 3.14 亿元，扣非归母净利润达 3.05 亿元，扣非归母净利率也提升至 11%，公司整体净利润的改善一方面得益于上半年锂电材料需求放量带动业绩放量，另一方面公司原材料端成本控制得当，一定量的原材料库存（2020 年底原材料库存达 2.36 亿元）有效缓解了原料价格上涨的压力，毛利率改善带动净利率提升。

图5：2021 年上半年净利润总额、净利率水平显著优于过去三年（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营业务毛利率呈现波动趋势，毛利最大贡献来源于三元正极材料。2018-2020 年，公司主营业务毛利率分别为 15.87%/17.18%/14.47%。三元正极材料贡献最多毛利，2018-2020 年三元正极材料实现毛利分别为 2.73/4.38/2.51 亿元，毛利贡献分别为 65.16%/92.21%/86.25%。2020 年受疫情和下游市场波动双重影响，三元正极材料需求减少，其他产品需求量提升，三元正极毛利贡献下滑。

长远锂科 2020 年及以前产品单吨价格和单吨毛利低于当升科技和容百科技，但单吨毛利的差距低于均价的差距。产品均价方面，2020 年长远锂科（约 10.5 万元/吨）< 当升科技（约 12.5 万元/吨）< 容百科技（约 13.4 万元/吨），价格差异主要是基于容百科技 8 系产品出货占比最高，长远锂科 2020 年 8 系产品占比约 9.45%，相对较低，5 系产品占比达 67%。从单吨毛利的角度分析，2020 年长远锂科（约 1.1 万元/吨）与容百科技（约 2.6 万元/吨）和当升科技（约 2.5 万元/吨）的差距分别约为 1.5 万元/吨/1.4 万元/吨，相比均价方面的差距，吨毛利方面的差距显著缩小，我们认为的是长远锂科在成本控制端有一定优势。

图6: 长远锂科三元正极均价低于当升科技和容百科技

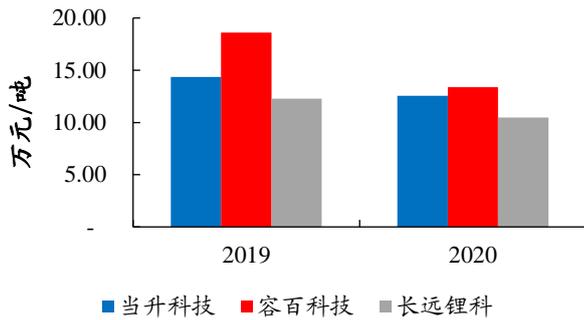
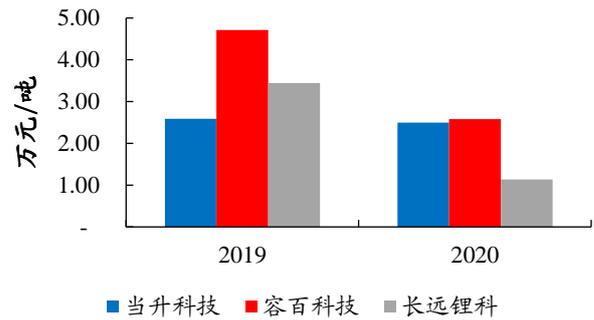


图7: 长远锂科与其他两家单吨毛利差距小于均价差距



数据来源: 各公司年报、招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 各公司年报、招股说明书、开源证券研究所

单位原材料成本端长远锂科均较其他两家有一定优势。单位原材料成本方面, 2020年长远锂科(8.49万元/吨)较当升科技(8.88万元/吨)低4000元左右, 较容百科技(9.59万元/吨)低1.1万元/吨。2020年长远锂科的吨毛利优势较2019年缩小, 2019年长远锂科的原材料吨成本较其余两家低2万元以上。**长远锂科成本有优势的主要原因体现在两方面:**(1) 长远锂科2019年/2020年主要以5系产品为主, 其中2019年5系产品占比更是高达86%, 2020年降到67%, 5系三元正极产品原材料成本较6系低5%左右, 较8系低10%左右(根据各种原材料成本价格变化具体比例有波动); (2) 长远锂科的三元前驱体主要由宁德时代旗下的邦普供应, 在2019年长远锂科向宁德时代供货占比较大的年份, 邦普提供给长远锂科的前驱体成本较前驱体市场价格低10%左右, 2020年长远锂科向宁德时代供货减少, 对应邦普的前驱体采购价较市场价无额外优势。

图8: 长远锂科原材料单吨成本低于其他两家

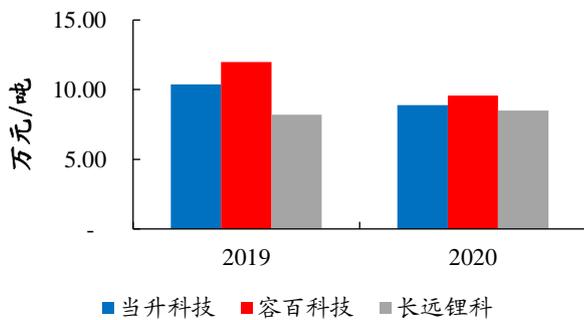
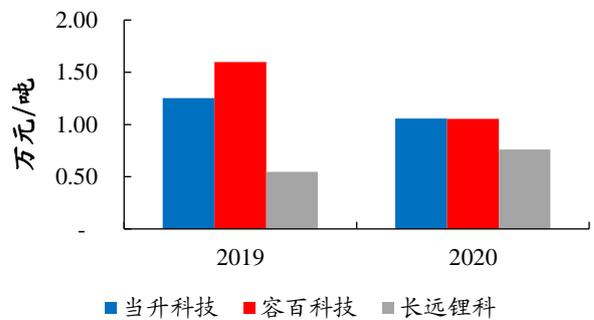


图9: 长远锂科制造费用单吨成本显著低于其他两家



数据来源: Wind、开源证券研究所

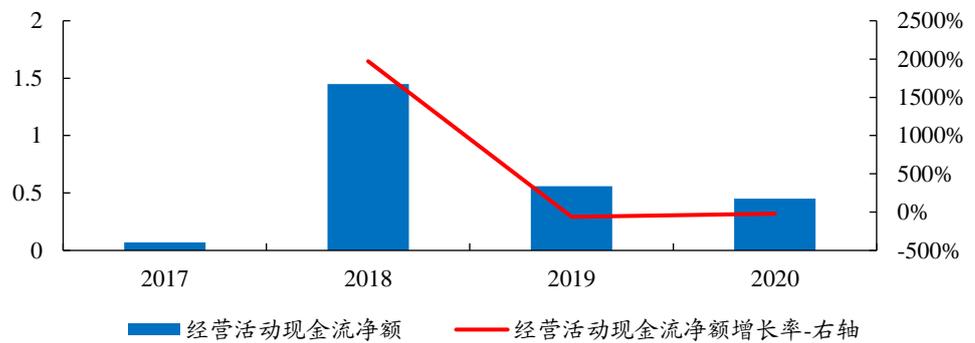
数据来源: Wind、开源证券研究所

核心工艺+设备革新, 长远锂科生产制造成本行业最低。五矿在工程、设备领域的地位以及长沙矿冶研究院在冶金装备以及工艺领域中的能力行业领先, 长远锂科采用定制化开发的窑炉及正极产线, 单线产出高于行业水平, 使得单吨成本较低。扣除原料成本外, 单就生产制造成本来看, 2020年长远锂科在7600元/吨, 而其他公司多为1.05-1.06万元/吨, 若按照加工费定价的思路, 同样的加工费下长远锂科吨毛利、吨净利将高于竞争对手3000元左右; 而叠加原料成本优势, 公司的综合成本竞争力更强。

公司经营性现金流净额波动较大。2017年-2020年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.07/1.45/0.56/0.45亿元。公司2019、2020年经营活动产生的现金流量净额分别同比下滑61%/20%, 幅度较大。公司于2019年以票据背书转让形式结算工程款

项，该部分票据不再进行贴现，且金额较大，减少了该部分经营活动现金流入。

图10: 公司经营性现金流净额波动较大 (单位: 亿元)

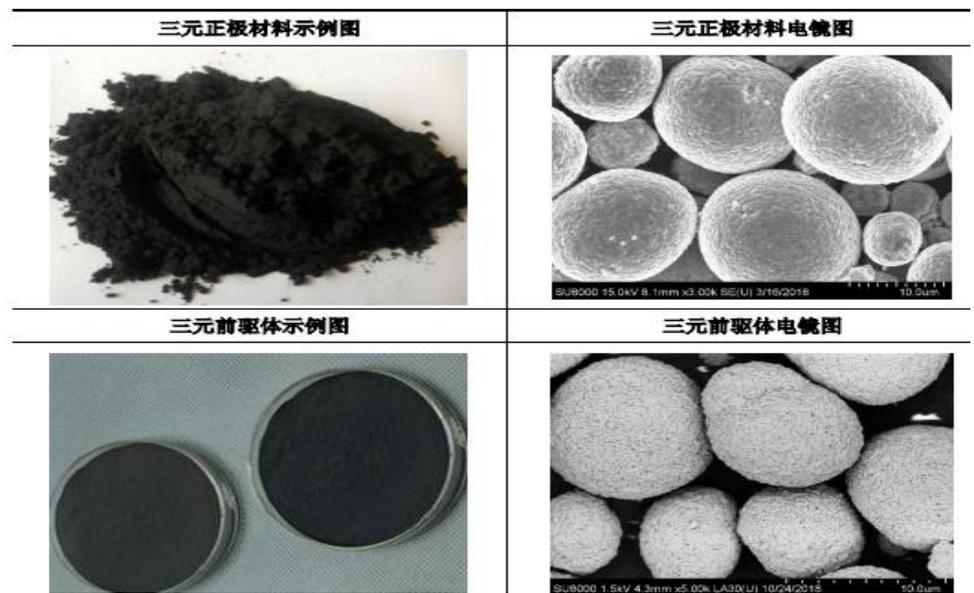


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、公司产品性能稳定，三元前驱体加强自供

公司主要产品包括三元正极材料及前驱体、钴酸锂正极材料、球镍等产品。正极材料是锂电池的核心关键材料，其特性对于电池的能量密度、循环寿命等影响重大。正极材料成本占锂电池系统成本的30%-40%。凭借能量密度高、放电容量大、循环性能好等优势，三元正极材料是锂电池正极材料的重要发展方向。三元前驱体是三元正极材料生产主要中间品和主要原材料。公司生产三元前驱体，优先自供，用以生产三元正极材料。

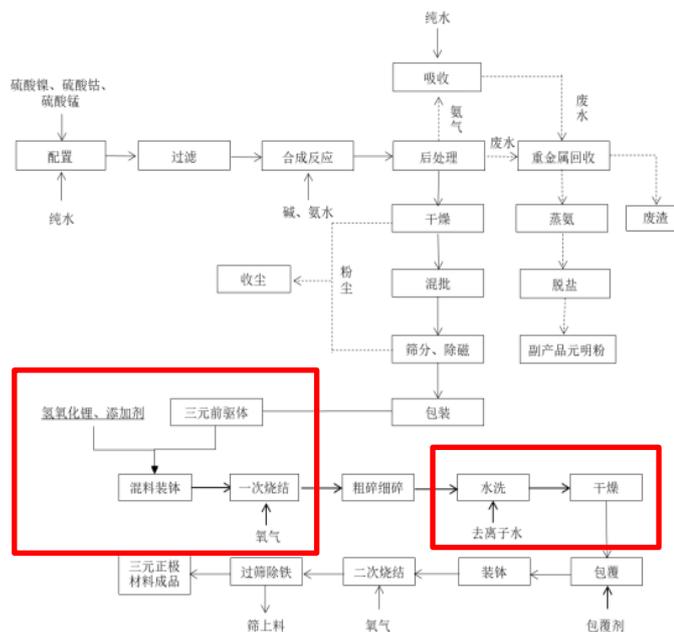
图11: 三元正极材料是锂电池正极材料的重要发展方向



资料来源: 招股说明书

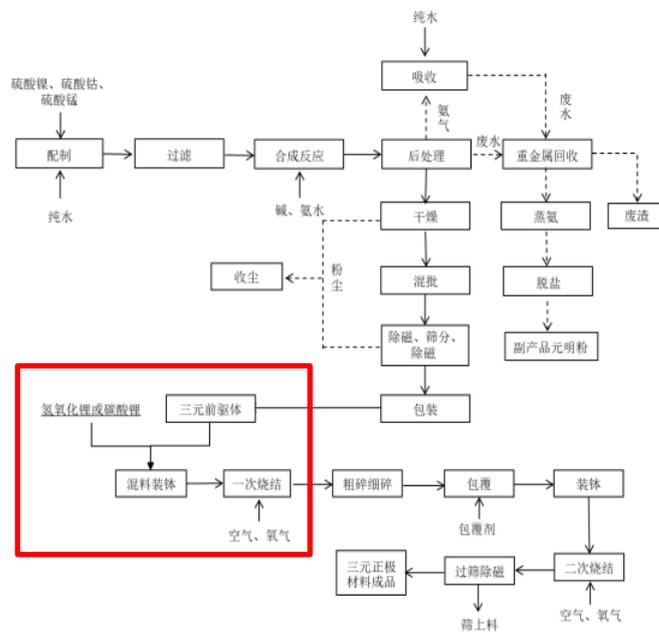
公司三元前驱体主要采用共沉淀法制备，优先用于自身连续生产三元正极材料。公司三元正极材料制备采用烧结法，其中 NCM622、NCM811 等高镍三元正极材料相对 NCM523 等常规三元正极材料而言工序更为复杂。例如高镍三元正极材料需要氢氧化锂原料、氧气氛围烧结、去离子水洗涤；但常规三元正极材料只需要碳酸锂原料，空气氛围烧结，无需去离子水洗涤等。

图12: 高镍三元正极材料需要氢氧化锂原料、氧气氛围烧结、去离子水洗涤



资料来源: 招股说明书

图13: 常规三元正极材料只需要碳酸锂原料, 空气氛围烧结, 无需去离子水洗涤等

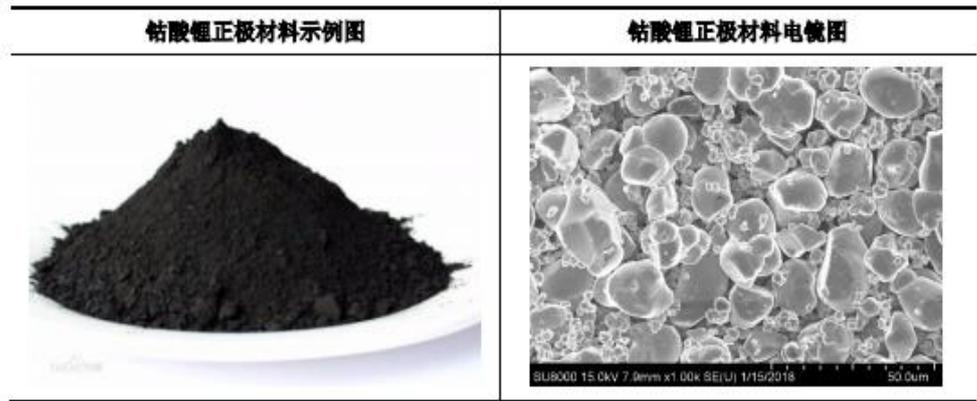


资料来源: 招股说明书

整合五矿体系内三元前驱体龙头企业。2017年, 长远锂科控股股东五矿、长沙矿冶院将下属前驱体企业金驰材料并入长远锂科, 同时将五矿资本下属7000吨三元正极材料项目并入长远锂科。重组前, 金驰材料与长远锂科均从事新能源汽车材料领域相关业务, 且存在上下游关系, 构成关联交易; 7,000吨正极项目系从五矿资本剥离的电池材料相关资产业务, 本次重组是中国五矿对下属新能源汽车材料业务整合的统筹考虑。金驰材料是三元前驱体领域的第一梯队企业, 具备NCM523、NCM622、NCM811、NCA等前驱体的量产能力, 根据招股说明书中主营业务数据, 2020年以前公司存在对外销售三元前驱体的情形, 三元前驱体客户包括当升科技、巴莫科技、振华新材、杉杉能源等三元正极材料第一梯队企业。

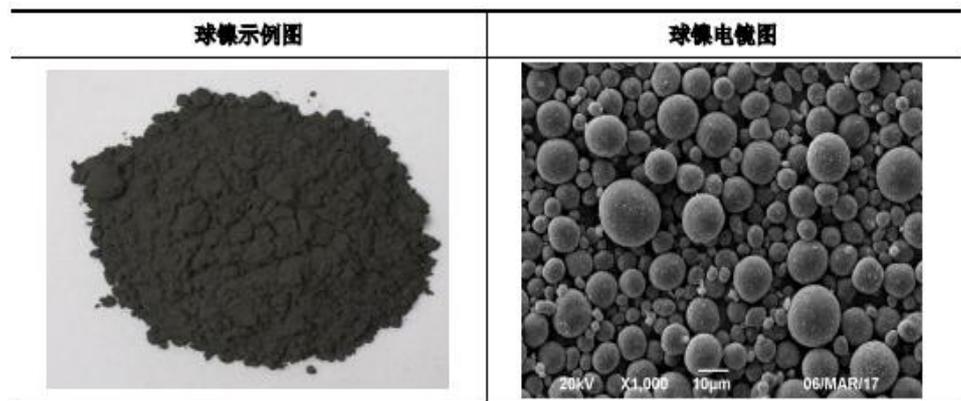
公司停止三元前驱体对外销售并减少三元前驱体外购量。2020年二季度后, 公司减少从邦普购买三元前驱体, 并调整经营策略, 不再对外出售三元前驱体, 金驰材料生产的前驱体优先用于公司自身的三元正极材料生产。公司目前整体的三元前驱体产能约2万吨/年, 公司暂时没有大幅扩产三元前驱体的规划。未来随着公司三元正极产能持续扩张, 前驱体自供存在一定缺口, 除了向宁德时代旗下的邦普采购外, 公司承诺向中冶新能源采购的三元前驱体数额不超过整体外购三元前驱体数量的30%, 其他三元前驱体供应商包括格林美、湖北江宸等。

公司钴酸锂正极材料适用于高容量方形电池、聚合物电池。钴酸锂正极材料具有振实密度大、充放电稳定、工作电压高的优势, 用于电池正极可以有效降低电池内阻提高导电性能。

图14: 公司钴酸锂正极材料适用于大容量方形电池、聚合物电池


资料来源: 招股说明书

球镍是锌镍、镍氢电池的常用正极材料, 主要应用于各种移动电源及动力电源中。球镍分为覆钴氢氧化镍和普通氢氧化镍, 公司主要球镍产品为覆钴氢氧化镍。

图15: 公司主要球镍产品为覆钴氢氧化镍


资料来源: 招股说明书

1.5、正极材料行业竞争激烈, 公司市占率有望进一步提升

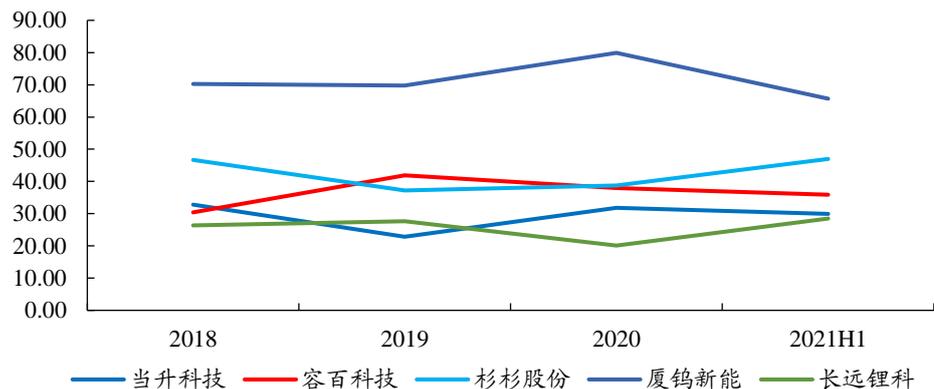
正极材料行业竞争激烈, 后续正极材料市场进一步扩大, 同行业公司各自发力抢占市场份额。长远锂科可比公司包括当升科技、容百科技、杉杉能源和厦钨新能等。

五家正极厂商 2018 至 2020 年营业收入均存在上下浮动。回顾 2018 年至 2020 年, 五家三元正极厂商中没有一家可以保持连续三年营业收入增长, 其中容百科技和长远锂科均是在 2019 年业绩有所增长但 2020 年业绩回落; 当升科技则在 2019 年经历低谷后, 2020 年营业收入回到 2018 年的水平; 厦钨新能 2018 年与 2019 年业绩基本持平, 维持在 70 亿元左右, 2020 年营业收入提升至约 80 亿元; 杉杉能源则是在 2018 年营业收入达到约 47 亿元后, 2019 年至 2020 年营业收入维持在 37 至 39 亿元之间。营业收入波动在客观上反映了正极厂商之间激烈的竞争。2021 年上半年, 长远锂科和杉杉股份营业收入增速优于其他三家, 且其营业收入均超过过去三年年度营业收入的最高值。

表1: 长远锂科的可比公司包括当升科技、容百科技、杉杉能源、厦钨新能

公司简称	主营业务	应用领域
当升科技	多元材料、钴酸锂等正极材料以及多元前驱体、精密模切设备的研发、生产和销售。	车用动力电池领域、储能电池领域、数码消费类电子领域、物联网 RFID 及医疗卫生等领域。
容百科技	NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体研发、生产和销售。	新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品等领域。
杉杉能源	锂离子电池正极材料的研发、生产与销售，包括钴酸锂、多元正极材料（如 NCM、NCA 等）、镍酸锂、锰酸锂等正极材料产品。	移动设备储能电池以及汽车动力电池的生产。
厦钨新能	锂离子电池正极材料的研发、生产和销售。	3C 电子产品、新能源汽车以及储能等三大领域。
长远锂科	高效电池正极材料的研发、生产和销售，主要产品包括三元正极材料及前驱体、钴酸锂正极材料、球镍等。	新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品等领域。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图 16: 2021H1 长远锂科和杉杉股份业绩增长速度较快（单位：亿元）


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2020 年三元正极材料市场集中度回升。三元正极材料已成为锂电池正极材料主要发展方向，未来应用空间广阔。新能源汽车行业不断成熟，新企业持续进军三元正极材料领域，市场集中度将出现暂时性下降的情况。根据 GGII 数据显示，2016-2020 年，三元正极材料市场 CR5 集中度分别为 50.00%/49.70%/48.20%/49.74%/52%。2020 年，随着市场竞争的优胜劣汰，市场集中度重新回升。

图17: 2020年三元正极材料市场集中度回升

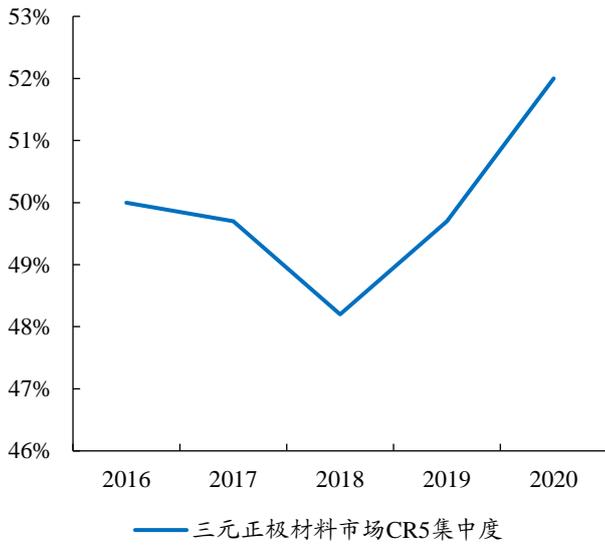
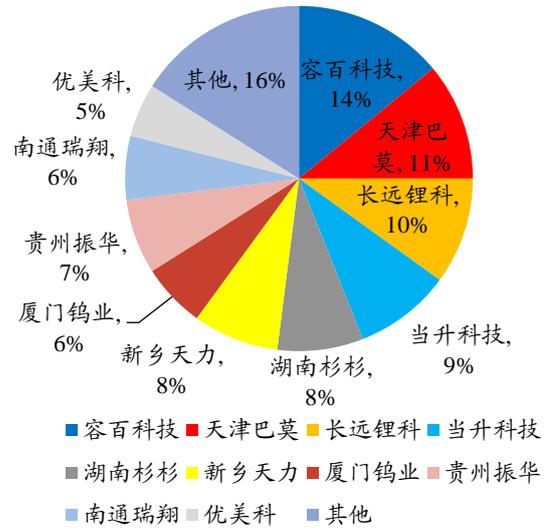


图18: 2020年长远锂科为国内三元正极材料市占率第三



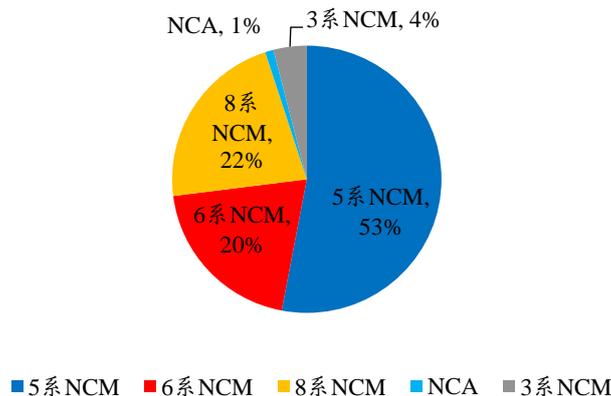
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

2020年中国三元正极材料企业产能市占率前三名为: 容百科技、天津巴莫、长远锂科。根据GGII统计, 2016-2019年, 公司稳居国内三元正极材料出货量前两名, 其中2016、2018年位列国内三元正极材料出货量第一名。

三元正极材料市场当前以5系NCM为主。根据GGII调研数据, 2020年我国三元正极材料出货量23.6万吨, 同比增长23%。根据中国化学与物理电源行业协会、鑫椏资讯统计, 2020年三元正极材料总产量中, 5系NCM产量占比为53%; 6系NCM产量占比为20%; 8系NCM产量占比为22%。三元正极材料市场当前以5系NCM为主。根据鑫椏资讯数据, 长远锂科5系及以下三元正极材料产品国内市场占有率约为14%, 6系三元正极材料产品国内市场占有率约为7%。

图19: 三元正极材料市场2020年以5系NCM为主



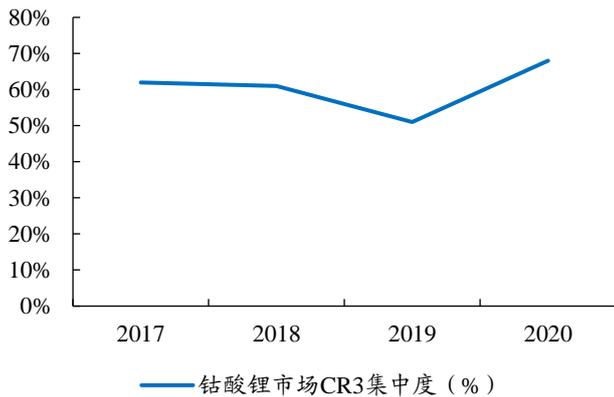
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

高镍产品(8系NCM+NCA)的市场份额逐步提升。目前国内已有部分企业能够实现批量化生产8系NCM及NCA正极材料, 代表性企业包括容百科技、巴莫科技、当升科技、杉杉能源、长远锂科等。容百科技2019年高镍三元正极材料出货量占中国高镍三元正极材料出货量60%以上, 领先优势凸显。根据鑫椏资讯数据, 2020年

长远锂科国内高镍三元正极材料产品市场占有率约为 4%。长远锂科在行业高镍化的浪潮下不断成长，高镍产品市占率持续提升。

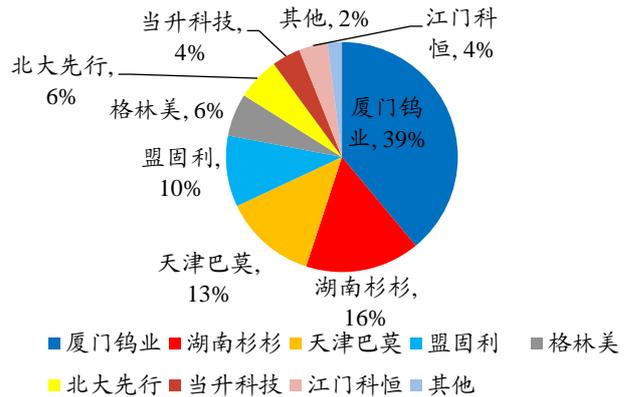
钴酸锂市场相对于三元正极材料市场集中度更高，市场竞争格局更清晰，厦门钨业、杉杉能源、天津巴莫稳居市场第一梯队。根据中国化学与物理电源行业协会、鑫椏资讯数据，2017-2020 年，钴酸锂市场 CR3 集中度分别为 62%/61%/51%/68%，市场集中度出现暂时性下降的情况。2020 年，随着市场竞争的优胜劣汰，市场集中度重新回升。

图20: 2020 年钴酸锂市场集中度回升



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图21: 钴酸锂市场相对三元正极材料市场集中度更高



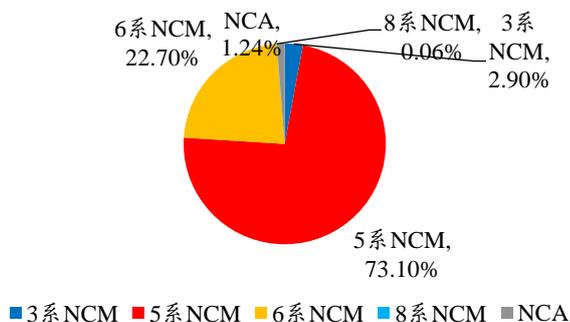
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

2、正极材料领域不断发力，新建产能逐步释放

2.1、持续优化产品结构，生产能力向中高镍聚集

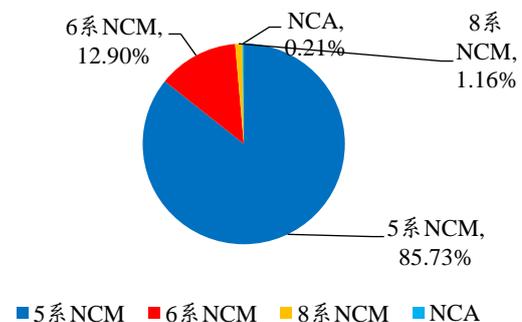
5系 NCM 正极材料为公司核心三元正极产品，未来公司积极向 8 系进发。根据公司公告，2020 年三元正极材料占主营业务 84.94%。公司 3 系 NCM 正极材料产品已经于 2019 年停产，产线均转向生产 5 系 NCM 正极材料产品。公司主要生产的产品为 5 系 NCM 正极材料，2020 年产量占三元正极总产量的 62.35%，凭借稳定的性能和性价比优势，使得公司在三元正极市场中保持高市场份额的领先地位。公司 8 系 NCM 高镍正极材料产品于 2019 年开始逐步实现量产并交付客户，2020 年 8 系高镍正极材料产量占全部三元正极材料的 12.95%。8 系产品出货占比持续提升。

图22: 2018 年 5 系 NCM 占公司三元正极产量 73.10%



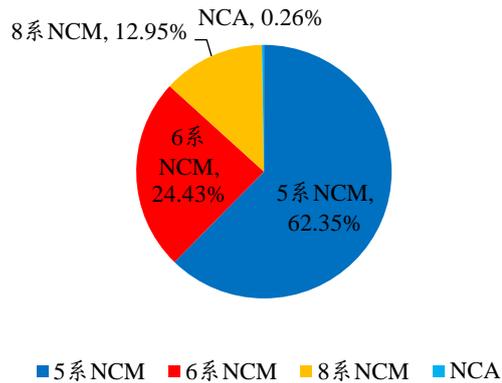
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 公司 3 系 NCM 正极材料产品已经于 2019 年停产



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

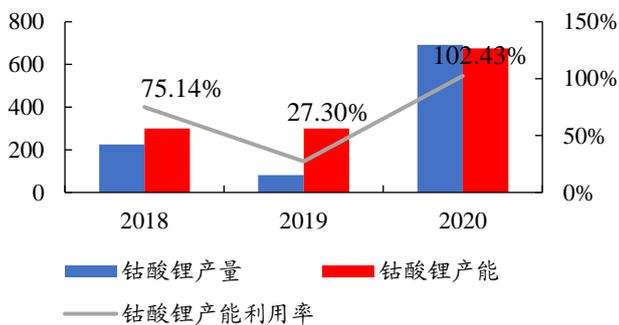
图24: 2020年8系高镍正极材料产量占全部三元正极材料的12.95%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司通过自产以及同时通过委外加工的形式以满足钴酸锂正极材料销售需求, 产销率持续大于 100%。钴酸锂是长远锂科的传统主营业务, 2020 年占主营业务 8.85%。由于 2019 年公司为了打开下游高电压钴酸锂正极材料市场, 安排生产线进行高电压产品生产调试但尚未形成有效产量, 产量大幅降低, 最终导致产能利用率较低。并且 2019 年基本通过委外加工的形式实现生产, 委外加工率高达 80.59%, 因此产销率非常高。2020 年钴酸锂产能扩产落地, 产能利用率、产销率回归正常水平。

图25: 2020年公司钴酸锂产能利用率回归正常水平



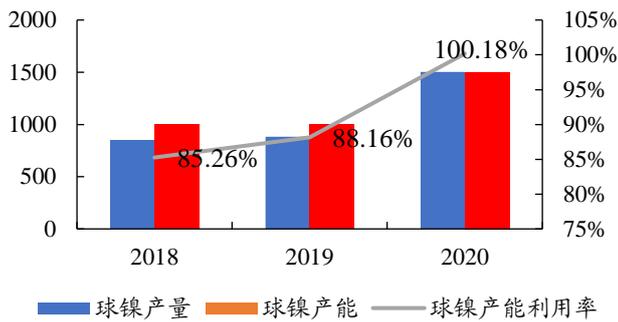
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 公司钴酸锂产销率持续大于 100%

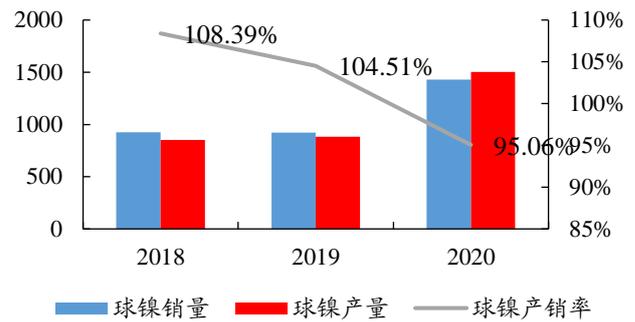


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司球镍产品产能利用率与产销率较为稳定, 并且不断提升。根据公司公告, 长远锂科对于球镍产品主要采取保持策略, 聚焦高端重点客户。球镍产品为公司第三大主营业务, 占主营业务的 6.21%。2018 年、2019 年公司球镍产品产能利用率分别为 85.26%、88.16%, 这是公司主动选择的结果。2020 年, 球镍下游需求受新冠肺炎疫情影响较小且恢复较快, 公司当年根据市场情况提升产能, 加大投入, 产能利用率超过 100%。

图27: 2020 年球镍产能利用率超过 100%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 球镍产销率较为稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、公司上下游均深度绑定宁德时代及其下属企业

邦普集团是长远锂科主要的上游供应商。公司的主营业务为三元正极材料、三元前驱体、钴酸锂正极材料等产品的制造，位于产业链中游，因此需要通过上游供应商来采购镍、钴、锰、锂等。2018年至2020年，上游CR5采购金额占比分别为66.95%、74.28%以及59.84%，其中来自邦普集团（广东邦普、湖南邦普，均系宁德时代下属子公司）的采购金额占比分别为37.3%、53.09%以及27.95%。

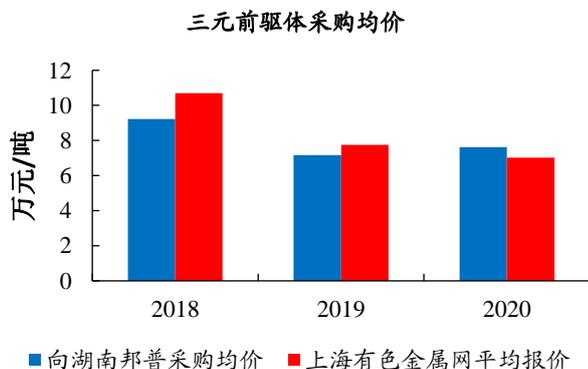
公司外购的三元前驱体基本都来自邦普集团，2020年起公司减少外购量增加自产自供。根据招股说明书内数据，2018-2020年，公司三元前驱体主要从湖南邦普采购，占三元前驱体总采购金额的比例分别为99.87%、93.97%和99.78%。公司向宁德时代销售的三元正极材料产品大部分为特定型号产品，非市场通用型产品，对应的三元前驱体原材料只能由公司自产或者从其指定的供应商采购。2020年起公司减少从邦普集团外购前驱体，增加自产前驱体供应比例。

表2: 邦普集团为长远锂科的第一大供应商

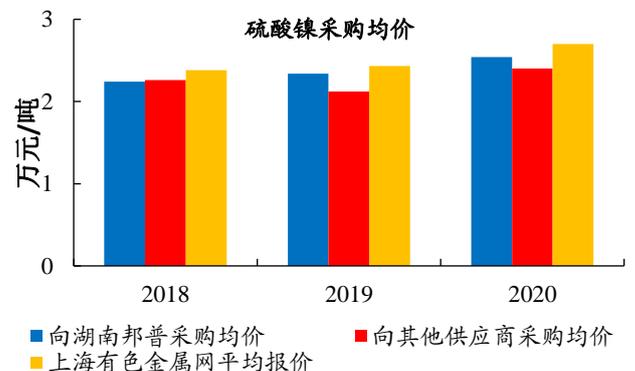
年份	排序	供应商	采购内容	采购金额 (万元)	占比
2018	1	湖南邦普循环科技有限公司	三元前驱体、硫酸镍、碳酸锂、硫酸钴、四氧化三钴	72151.7	37.30%
	2	成都天齐锂业有限公司	碳酸锂、氢氧化锂	23752.24	12.28%
	3	湖南金瑞新冶材料有限公司	镍豆、硫酸镍、硫酸钴	13397.01	6.93%
	4	广西银亿新材料有限公司	硫酸镍、硫酸钴	11617.34	6.01%
	5	浙江华友钴业股份有限公司	硫酸钴、四氧化三钴、硫酸镍	8578.34	4.43%
		CR5 合计		129496.63	66.95%
2019	1	湖南邦普循环科技有限公司	三元前驱体、硫酸镍、碳酸锂、硫酸钴	116078.54	53.09%
	2	江西赣锋锂业股份有限公司	碳酸锂、氢氧化锂	14917.49	6.82%
	3	成都天齐锂业有限公司	碳酸锂	12427.36	5.68%
	4	格林美股份有限公司	四氧化三钴、硫酸镍、硫酸钴	10466.16	4.79%
	5	银亿投资控股集团有限公司	硫酸镍、硫酸钴	8528	3.90%
		CR5 合计		162417.55	74.28%
2020	1	广东邦普循环科技有限公司	三元前驱体、硫酸镍、碳酸锂、硫酸钴	49258.86	27.95%
	2	中国五矿集团有限公司	硫酸镍	16934.35	9.61%
	3	金川集团股份有限公司	四氧化三钴、硫酸镍	16058.25	9.11%
	4	格林美股份有限公司	四氧化三钴、硫酸镍、硫酸钴	15881.77	9.01%
	5	赣州腾远钴业新材料股份有限公司	硫酸钴	7325.8	4.16%
		CR5 合计		105459.03	59.84%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

长远锂科向邦普集团采购的前驱体、硫酸镍、碳酸锂、硫酸钴等无明显成本优势, 公司增加从其他供应商采购可逐步建立成本优势。前驱体成本方面, 公司在 2018 年至 2019 年大量从邦普采购三元前驱体, 对应采购均价较市场价分别低 13.7%、7.5%, 随着 2020 年公司从邦普采购的前驱体数量大幅度下调, 邦普集团的前驱体价格不再有优势, 与之相对应公司 2020 年供给宁德时代正极材料价格优惠幅度较小。硫酸镍成本方面, 招股说明书显示 2020 年起长远锂科加大从其他供应商采购硫酸镍, 硫酸镍整体综合的采购成本较市场价低 10% 左右。

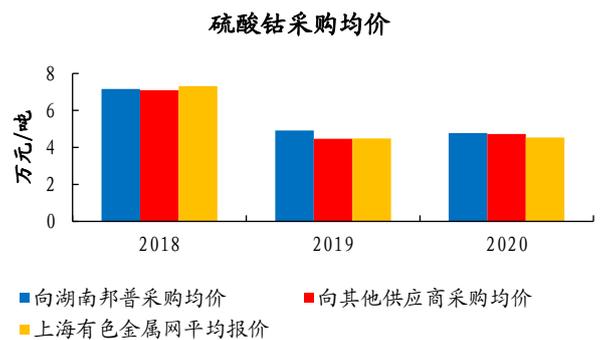
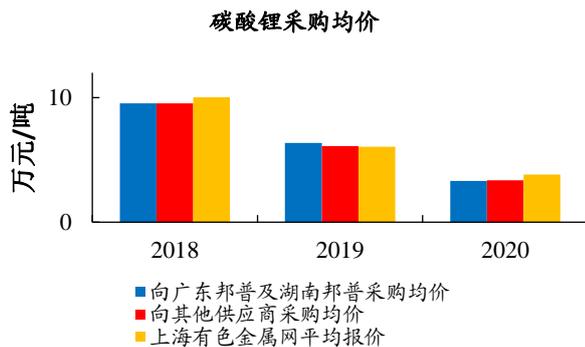
图29: 从邦普集团采购三元前驱体成本优势较小


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图30: 2020 年公司从其他供应商购买的硫酸镍成本较市场价低约 11%, 较邦普的均价低约 5.5%


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司碳酸锂采购价格较市场价有一定优势。2020 年公司从其他供应商碳酸锂采购价格较市场价低约 12.5%，从邦普采购的碳酸锂均价较市场均价低约 13.6%。从近三年数据看购买碳酸锂的成本优势并非十分稳固，2019 年公司出货量显著提升，碳酸锂需求大，其采购价格基本与市场均价持平。采购商方面，2018 年/2019 年公司从天齐锂业/赣锋锂业购买较多碳酸锂，2020 年上述两家锂资源龙头并未出现在前五供应商名单中。钴资源采购方面，公司采购均价整体与市场价接近，2020 年公司采购的硫酸钴价格较市场均价高约 4%。

图31：2020 年公司碳酸锂采购均价较市场价低约 12.5%
图32：2020 年公司硫酸钴的采购均价较市场价高约 4%


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

长远锂科是五矿旗下新能源板块的支柱企业，若五矿给予其资源端支持，公司在中长期原材料成本端较竞争对手有一定优势。**锂资源方面：**2010 年，青海省人民政府和中国五矿集团公司签署了《关于一里坪盐湖资源综合开发合作协议》，支持五矿集团作为一里坪盐湖资源的开发主体，对一里坪盐湖进行综合开发。一里坪项目总体建设规模为年产 3-5 万吨碳酸锂（以每吨三元正极材料需要 0.4 吨碳酸锂计算，可供每年生产约 10 万吨三元正极材料）；**钴镍资源方面：**中冶新能源为五矿孙公司，拥有大量的钴镍资源储备。中冶新能源镍钴项目位于巴布亚新几内亚的马当省，是集采选冶为一体的世界级矿业项目。目前项目已探明和可控的镍矿石储量为 7569 万吨，总资源量为 1.2062 亿吨。项目生产镍钴中间产品，折合金属当量约为镍 32,601 吨/年，钴 3,335 吨/年。**前驱体方面：**中冶新能源目前拥有 4+6 合计 10 万吨三元前驱体，其中一期年产 4 万吨高镍三元前驱体（NCM622）项目已于 2018 年 12 月 22 日顺利投产，二期合计年产 6 万吨高镍三元前驱体（NCM811）2020 年开工建设，预计后续前驱体方面将会和中冶新能源展开合作。

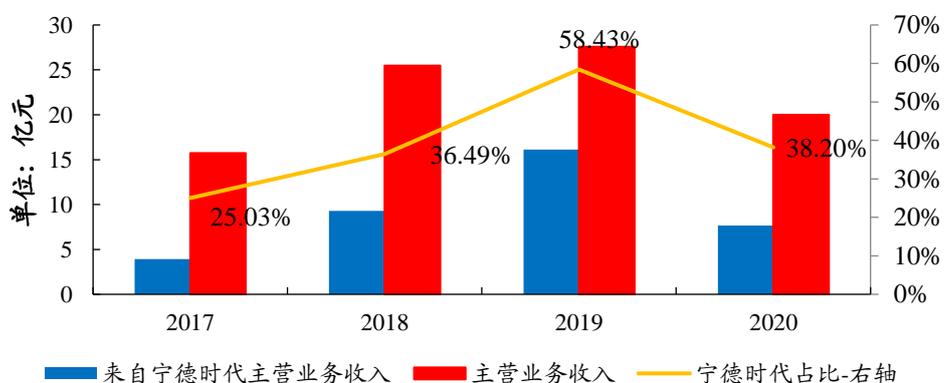
下游客户方面，宁德时代是长远锂科主要的下游客户，占据主导地位。长远锂科的下游主要客户有宁德时代、亿纬锂能、当升科技等，客户集中度较高。2018 年至 2020 年，公司前五大客户主营业务销售收入占当期主营业务收入的比例分别为 72.41%、86.61%以及 78.38%。公司系宁德时代 NCM523 正极材料的最大供应商，对宁德时代及其下属企业 2018 至 2020 三年销售额占营收总额比重分别达 36.49%、58.43%和 38.20%。2020 年向宁德时代销售收入下降有以下几方面原因：（1）宁德时代自身装机量中磷酸铁锂占比大幅提升，据统计宁德时代 2019 年三元装机量为 21GWh，同期磷酸铁锂为 11GWh，2020 年三元装机量下降为 16.76GWh，磷酸铁锂装机量则提升至 13.68GWh，三元本身装机量下降约 20%；（2）价格方面 2020 年三元正极行业均价较 2019 年下降约 15%。此外，2020 年向亿纬锂能和比亚迪的销售额分别占公司营业收入的 15-20%。

表3: 宁德时代、亿纬锂能、比亚迪为长远锂科主要下游客户

年份	排序	客户	主要销售产品	主营业务销售收入 (万元)	占比
2018	1	宁德时代新能源科技股份有限公司	三元正极材料	92901.94	36.49%
	2	惠州亿纬锂能股份有限公司	三元正极材料	35933.82	14.11%
	3	北京当升材料科技股份有限公司	三元前驱体	21609.17	8.49%
	4	欣旺达电子股份有限公司	三元正极材料、钴酸锂正极材料	18294.52	7.18%
	5	湖南杉杉能源科技股份有限公司	三元前驱体	15638.79	6.14%
		CR5 合计		184378.24	72.41%
2019	1	宁德时代新能源科技股份有限公司	三元正极材料	161203.63	58.43%
	2	惠州亿纬锂能股份有限公司	三元正极材料	38919.46	14.11%
	3	欣旺达电子股份有限公司	三元正极材料	21046.92	7.63%
	4	比亚迪股份有限公司	三元正极材料、钴酸锂正极材料	9846.75	3.57%
	5	北京当升材料科技股份有限公司	三元前驱体	7930.41	2.87%
		CR5 合计		238947.17	86.61%
2020	1	宁德时代新能源科技股份有限公司	三元正极材料	76424.77	38.20%
	2	惠州亿纬锂能股份有限公司	三元正极材料	30294.47	15.14%
	3	比亚迪股份有限公司	三元正极材料	26624.8	13.31%
	4	欣旺达电子股份有限公司	三元正极材料、钴酸锂正极材料	14482.31	7.24%
	5	江苏塔菲尔新能源科技股份有限公司	三元正极材料	8974.51	4.49%
		CR5 合计		156800.86	78.38%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

从供应链份额看, 公司是行业最大的三家电池厂商的主要正极供应商。2018 至 2019 年公司均为宁德时代的前五大供应商之一, 是排名第一的正极材料供应商。2020 年预计公司占宁德时代三元正极采购的 20-30% 左右。比亚迪方面其 811 电池前驱体均向长远锂科采购。亿纬锂能方面占其正极供应的 50% 以上。良好的客户结构和客户认可, 印证了公司产品综合竞争力和优质的研发、管理、供应以及服务能力。

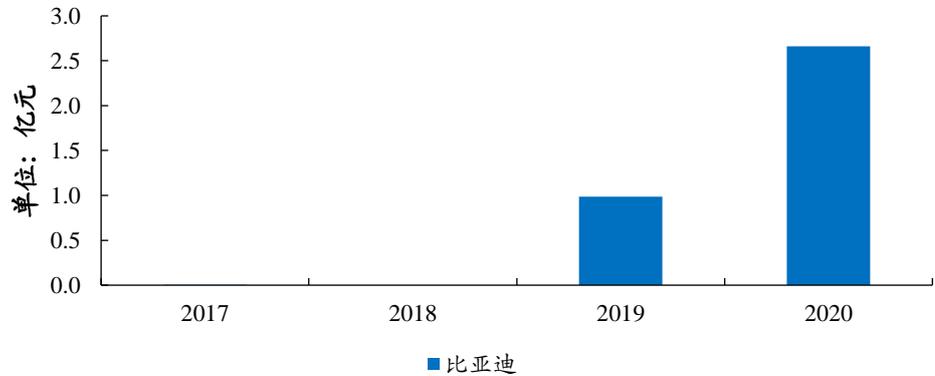
图33: 公司业绩受宁德时代影响大


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

长远锂科是目前比亚迪最为依赖的三元正极厂商。2017 年公司对比亚迪的营业收入为 7.18 万元, 公司与比亚迪尚未建立重要合作关系。2018 年起, 公司开始重点开发战略客户比亚迪, 积极配合比亚迪相关工作, 测试导入高端三元正极材料。成功通过

比亚迪测试后，2019年，公司开始与比亚迪正式合作，对比亚迪营业收入达0.98亿元。2020年，公司对比亚迪营业收入实现2.66亿元，同比增长170%，比亚迪成为公司重要客户。2021年，公司已实现中高镍产品向比亚迪稳定批量供应。

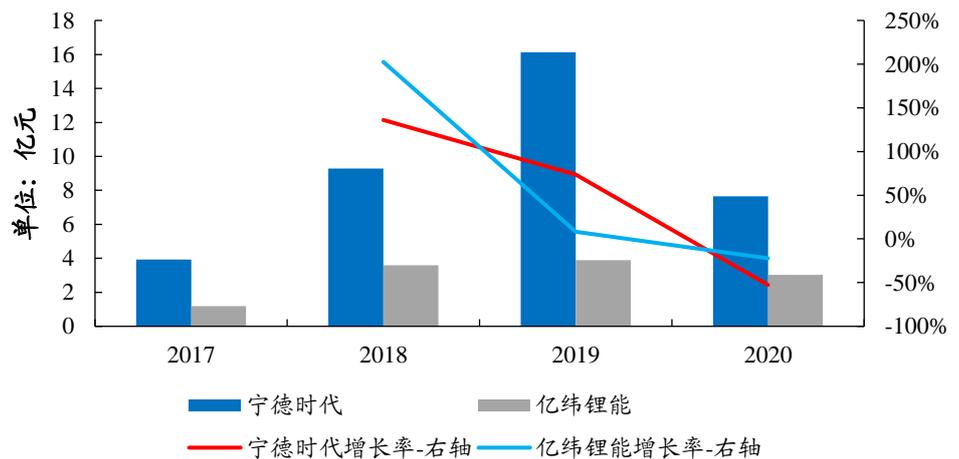
图34：2020年，公司对比亚迪营业收入达2.66亿元，比亚迪成为公司重要客户



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司与亿纬锂能保持长期稳定合作关系。2018-2020年，亿纬锂能始终是公司第二大客户。2018-2019年，公司对亿纬锂能的营业收入分别为3.59亿元、3.89亿元，同比增长203%、8%。疫情之下，公司仍然与亿纬锂能合作紧密。2020年，公司对亿纬锂能营业收入达3.03亿元，同比减少22%。收入下降主要是受产品单价下降影响，根据锂电材料日度价格统计测算，2019年5系三元材料均价约为14万元/吨，2020年三元正极材料均价约为11.88万元/吨，2020年均价较2019年下降约15%。此外，公司连续两年荣获亿纬锂能“2018年度战略合作伙伴”、“2019年度战略合作供应商”的荣誉，是亿纬锂能三元正极材料最大的供应商。

图35：2020年，公司对亿纬锂能营业收入达3.03亿元，同比减少22%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、募资项目：年产4万吨车用锂电三元正极材料生产线即将落地

募资27.18亿元助力产能扩张。本项目实施主体为长远新能源，项目投资19.18亿元，其中，工程费用16.27亿元，工程建设及其他费用1.99亿元，预备费9132.85万元。补充运营资金8亿元。项目引进国内先进、性能稳定可靠的设备，将建成年产

4万吨车用锂电三元正极材料生产线，有力助推公司三元正极材料的产能扩张，助力公司继续保持三元正极材料的核心竞争优势。

表4: 公司募资项目助力产能扩张

项目名称	实施主体	项目投资金额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)
车用锂电池正极材料扩产一期项目	长远新能源	191,789.77	191,789.77
补充营运资金	长远锂科	80,000.00	80,000.00
合计		271,789.77	271,789.77

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.4、公司未来产能规划明确，未来可期

2022年规划产能有望达到11万吨，远期产能规划50万吨。根据公司招股说明书披露，公司争取在2022~2025年，动力三元材料市场占有率保持全球第一(20%以上)，这需要一定的产能支持；在产能方面，2019~2021年，建成“2+1项目”并达到满负荷生产，同时筹建4+4万吨正极材料项目，其中4万吨的项目一期即为本次募资的投资项目。若投产顺利2022年产能有望提升到11万吨。远期产能扩张到50万吨。

表5: 公司发展规划明确

阶段	发展目标
2019~2021年	正极材料2+1项目建成并达到满负荷生产，筹建4+4万吨正极材料项目建设；在动力三元材料细分领域，成为技术品质领先、市场占有率第一的供应商。
2022~2025年	正极材料完成4+4万吨项目建设，达到11万吨产能，动力三元材料市场占有率保持全球第一(20%以上)。适时发展其它体系正极材料，形成多元材料为主，锰系、铁系、钴系为辅的产品组合，在数码、储能领域均形成行业影响力及竞争力。
2026~2035年	三元正极材料扩大生产规模到50万吨。同时开始转型到新一代电池材料生产。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司积极开发高镍三元市场，并辅以其他体系正极材料。未来高镍三元电池必将成为主流，届时常规三元正极将面临一定的危机。公司已经具备8系高镍材料的小批量生产，并积极进行技术改进。目前长远锂科通过多家客户认证并逐步给下游客户放量，高镍三元正极材料2020年已实现千吨级销售，销售收入占全部三元正极材料的比例超过10%，后续销量以及市场占比有望大幅提升。另外，同时也在对常规三元正极NCM523、NCM622进行性能上的提升；并继续保持钴酸锂正极材料的核心地位以及球镍业务的维持低位。

保持现有优质客户、不断开发新客户。公司在三元正极材料领域中长期保持了和宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达等一系列行业优质客户的良好合作关系。与宁德时代及其下属子公司签订了长期采购框架性协议；与比亚迪下属子公司签订了长期采购框架协议，新的型号也在陆续导入；同时积极推进亿纬锂能、欣旺达新型产品开发。为防止单一下游客户对公司的巨大影响，2020年公司新开发了丰田、松下、三星SDI、ATL、塔菲尔等厂商共同布局三元材料市场。未来，公司争取在行业发展大潮中提早布局，持续开拓优质客户群体，把握行业竞争中的主动权。

3、盈利预测与投资建议

我们对长远锂科2021-2023年进行收入拆分及预测，其中核心假设为：

(1) 2021-2023年公司的产能分别为7/11/15万吨，结合有效产能预计2021-2023年

产量为 4/7/10 万吨。假设公司的产品产销率为 90%/93%/95%，则公司 2021-2023 年销量分别为 3.6/6.5/9.5 万吨。

(2) 2021 年基于整个锂电产业链景气度高，上游原材料价格上涨，三元正极材料价格出现一定上浮，根据鑫椽锂电数据，我们预测 2021 年全年 NCM811/NCM622/NCM523/NCA 的价格分别为 22/19/17/20 万元/吨。

(3) 2020 年公司 NCM811/NCM622/NCM523/NCA 的产品销售占比分别为 9.45%、23.17%、66.86%和 0.52%。我们预计随着行业高镍化进程加速，NCM523 配套的占比将逐渐下滑，由 2020 年的 66.86%降低至 2023 年的 43%；NCM811 占比逐渐提升，由 2020 年的 9.45%提升至 2023 年的 35%。NCM622 和 NCA 的产品占比相对稳定。

我们预计公司未来三年营业收入 70.21/119.36/169.59 亿元，对应收入增长率为 249%/70%/42%，归母净利润分别为 6.78/12.34/17.20 亿元。EPS 分别为 0.35/0.64/0.89 元，当前股价对应 P/E 为 72.0/39.5/28.4 倍。参考可比公司 2021 年平均 48.41xP/E。考虑到 (1) 公司是宁德时代正极材料核心供应商之一，有望陪同宁德时代一同快速成长；(2) 公司的高镍 811 系列产品力持续提升、产品逐渐成熟并开拓越来越多的客户，比亚迪等采用的是公司而非容百科技的 811 产品；(3) 公司控股股东五矿集团矿产资源丰富，在原材料价格波动期间公司能够较好地控制成本且稳定提货，我们认为成本控制能力是动力电池产业链长期的核心竞争力之一，公司有较为完善的上游布局，有望在正极厂商中保持竞争优势。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 我们预计公司未来三年营业收入为 70.21/119.36/169.59 亿元

长远锂科[688779.SH]	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
整体产能(万吨)	1	3	3	7	11	15	19
长沙麓谷基地(万吨)				4	4	6	8
长沙二期项目(万吨)				0	4	6	8
长沙铜官基地(万吨)		2	2	2	2	2	2
金驰材料与 0.7 万吨项目(万吨)	1	1	1	1	1	1	1
总产量(吨)	10,167.26	21,966.45	15,504.01	40,000.00	70,000.00	100,000.00	140,000.00
营业总收入(亿元)	26.39	27.66	20.11	70.21	119.36	169.59	206.95
YoY	#REF!	5%	-27%	249%	70%	42%	22%
5 系正极收入	11.46	19.96	10.93	32.47	50.61	62.95	66.50
6 系正极收入	4.56	3.52	3.97	13.22	22.61	31.95	37.50
8 系正极收入	0.00	0.28	1.97	19.14	38.89	63.50	90.00
其他正极收入	2.06	0.86	1.88	2.68	4.10	7.44	8.60
其他收入	7.77	3.02	1.34	2.80	3.25	3.85	4.45
营业成本(亿元)	21.60	22.86	17.16	57.09	97.34	138.85	169.97
占营业成本比重				0.81	0.82	0.82	0.82
YoY		6%	-25%	233%	70%	43%	22%
原材料合计	14.59	17.09	13.77	45.68	77.87	111.08	135.98
其他合计	6.37	3.37	1.54	11.42	19.47	27.77	33.99
毛利润(亿元)	4.19	4.75	2.91	13.12	22.01	30.74	36.98
毛利率	16%	17%	14%	18.68%	18.44%	18.13%	17.87%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表7: 我们预计归母净利润分别为 6.78/12.34/17.20 亿元

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E		
			2021/9/27	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688005.SH	容百科技	500	2.13	7.08	13.61	20.92	70.61	36.73	23.91	
300073.SZ	当升科技	380	3.85	7.49	9.83	12.75	50.75	38.66	29.80	
002340.SH	格林美	535	4.13	12.26	17.10	22.84	43.65	31.29	23.42	
600884.SH	杉杉股份	581	1.38	17.98	26.73	34.52	32.32	21.73	16.83	
688778.SH	厦钨新能	289	2.51	6.46	9.79	14.29	44.74	29.52	20.22	
	平均						48.41	31.59	22.84	
688779.SH	长远锂科	486	1.10	6.78	12.34	17.20	71.98	39.51	28.35	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 容百科技、格林美、杉杉股份、厦钨新能等盈利预测来自 Wind 一致预期

4、风险提示

新能源车销量不及预期、行业竞争加剧、降本不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2117	2713	3783	4558	7659
现金	366	238	200	120	848
应收票据及应收账款	644	970	1839	2140	3513
其他应收款	0	5	14	18	27
预付账款	12	117	332	430	652
存货	407	705	927	1237	2031
其他流动资产	688	679	473	613	588
非流动资产	1775	1958	2535	2944	3579
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1380	1583	1812	2045	2528
无形资产	112	246	288	338	386
其他非流动资产	284	129	435	561	665
资产总计	3892	4671	6318	7502	11238
流动负债	716	1399	1681	1780	4150
短期借款	0	0	0	70	540
应付票据及应付账款	567	1163	1374	1407	3222
其他流动负债	149	236	306	303	389
非流动负债	110	97	97	97	97
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	110	97	97	97	97
负债合计	826	1496	1778	1877	4247
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1447	1447	1929	1929	1929
资本公积	1386	1386	1526	1531	1536
留存收益	233	342	1020	2254	3974
归属母公司股东权益	3066	3175	4541	5625	6990
负债和股东权益	3892	4671	6318	7502	11238

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	56	45	20	607	1507
净利润	206	110	678	1234	1720
折旧摊销	81	116	119	143	177
财务费用	-0	-3	32	56	82
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-240	-186	-813	-826	-473
其他经营现金流	9	8	4	-1	-1
投资活动现金流	-160	-223	-701	-551	-812
资本支出	160	224	581	407	634
长期投资	-1	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	0	-119	-143	-177
筹资活动现金流	71	-6	578	-51	-77
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	66	0	482	0	0
资本公积增加	244	0	140	5	5
其他筹资现金流	-238	-6	-45	-56	-82
现金净增加额	-33	-185	-103	5	260

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2766	2011	7021	11936	16959
营业成本	2291	1720	5709	9734	13885
营业税金及附加	12	11	27	53	76
营业费用	25	10	35	60	85
管理费用	63	83	140	239	339
研发费用	165	102	316	418	577
财务费用	-0	-3	32	56	82
资产减值损失	-13	-1	35	60	85
其他收益	18	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
营业利润	218	110	726	1316	1830
营业外收入	3	7	3	3	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	222	116	728	1319	1834
所得税	15	6	51	84	114
净利润	206	110	678	1234	1720
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	206	110	678	1234	1720
EBITDA	291	225	843	1459	2009
EPS(元)	0.11	0.06	0.35	0.64	0.89

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	-27.3	249.2	70.0	42.1
营业利润(%)	9.6	-49.6	559.6	81.3	39.1
归属于母公司净利润(%)	-14.0	-46.8	517.1	82.2	39.3
获利能力					
毛利率(%)	17.2	14.5	18.7	18.4	18.1
净利率(%)	7.5	5.5	9.6	10.3	10.1
ROE(%)	6.7	3.5	14.6	20.6	22.1
ROIC(%)	6.2	3.1	14.2	20.0	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	21.2	32.0	28.1	25.0	37.8
净负债比率(%)	-8.2	-4.0	-2.2	0.8	-2.7
流动比率	3.0	1.9	2.3	2.6	1.8
速动比率	1.4	0.9	1.2	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	1.3	1.7	1.8
应收账款周转率	3.0	2.5	5.0	6.0	6.0
应付账款周转率	5.3	2.0	4.5	7.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.06	0.35	0.64	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.02	0.01	0.31	0.78
每股净资产(最新摊薄)	1.59	1.65	2.41	3.10	4.04
估值比率					
P/E	236.5	444.2	72.0	39.5	28.4
P/B	15.9	15.4	10.5	8.2	6.3
EV/EBITDA	166.5	216.6	57.7	33.5	24.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn