

## 容百科技

688005

审慎增持 (维持)

## 全市场覆盖的正极材料综合供应商

2022年7月23日

## 市场数据

市场数据日期 2022-7-22

收盘价(元)	147.5
总股本(百万股)	451
流通股本(百万股)	280
总市值(百万元)	66540
流通市值(百万元)	41361
净资产(百万元)	5738
总资产(百万元)	18213
每股净资产(元)	12.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

【兴证电新】容百科技跟踪报告: 三元需求回暖, 巩固龙头地位-2022-06-24

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10259	47568	47711	66140
同比增长	170.4%	363.7%	0.3%	38.6%
归母净利润(百万元)	911	2167	3035	4068
同比增长	327.6%	137.8%	40.1%	34.0%
毛利率	15.3%	8.0%	10.5%	9.9%
净利率	8.9%	4.5%	6.3%	6.1%
净资产收益率	16.8%	28.3%	28.4%	27.6%
每股收益(元)	2.02	4.80	6.73	9.02
每股经营现金流(元)	-0.43	35.91	5.32	23.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司 2022 年 7 月 20 日召开 2022 年战略发布会, 重点介绍了公司从三元龙头转型全市场覆盖的正极材料综合供应商。公司通过并购天津斯科兰德、山西中贝新材和四川新国荣三家企业, 实现了在磷酸锰铁锂的布局。公司发布了 4 款钠电池正极产品, 预计 2023 年投产。结合公司的传统三元正极业务, 容百科技可以对动力和储能两大市场需求进行全覆盖。
- **全市场覆盖正极材料综合供应商, 多技术路线布局巩固龙头地位。** 公司布局高镍三元正极、磷酸锰铁锂和钠电池三条技术路线, 预计 2030 年, 高镍三元、锰铁锂和钠电材料在正极材料市场占比达 70%。其中, 高镍三元市场占比达到 30% 以上, 兼具密度和成本的磷酸锰铁锂材料具有不可比拟的优势, 市场占比达到 30% 以上, 钠电材料的市场占比达到 10% 以上。公司通过拓宽产品线, 扩大业务范围, 以市场需求为导向, 不断进行产品升级, 提升公司实力, 实现由三元龙头向正极龙头的战略转型。
- **并购斯科兰德布局磷酸锰铁锂, 未来增长新动力。** 现阶段磷酸铁锂性能和成本已经接近极限, 磷酸锰铁锂通过添加低成本的锰元素提高能量密度, 能量密度可提高 15%, 循环可达 3000 次以上, 具有高性价比。斯科兰德已完成 LMFP64 产品开发, 正配合头部企业进行电池开发, 预计年底建成 1 万吨产能。公司通过并购斯科兰德, 可实现客户、供应链和研发等多维度的协同效应, 进一步夯实公司在磷酸锰铁锂的竞争力。
- **钠电池厚积薄发, 产业化有望加速。** 公司推出了 4 款钠电池正极产品, 涉及普鲁士白和层状氧化物技术路线, 能量密度最高可达到 200Wh/kg。公司预计在 2022 年完成层状氧化物的开发, 2023 年建成 3.6 万吨产能, 公司在钠电池正极的研发和产能在行业中处于领先地位。
- **镍钴价格下行, 利好高镍三元回暖。** 随着印尼红土镍的不断开采, 预计镍价大幅下降。若镍价 < 1.5 万美金, 高镍性价比优于中镍高电压, 考虑到未来电池回收降低原材料成本, 公司认为在 2030 年高镍电池成本低于磷酸铁锂电池。公司 Ni90 已进入量产阶段, Ni92 和 Ni96 年底实现小规模量产, 公司在高镍领域的研发始终保持领先地位。近期 4680 和麒麟电池的投产, 叠加原材料价格下降, 推动高镍三元的大规模应用。
- **盈利预测:** 我们维持了公司 2022-2024 年归母净利润预测, 为 21.67/30.35/40.68 亿元, 对应 7 月 22 日 PE 30.7/21.9/16.4, 维持审慎增持评级。

**风险提示: 新能源汽车销量不及预期; 锂离子电池原材料价格持续上涨超预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

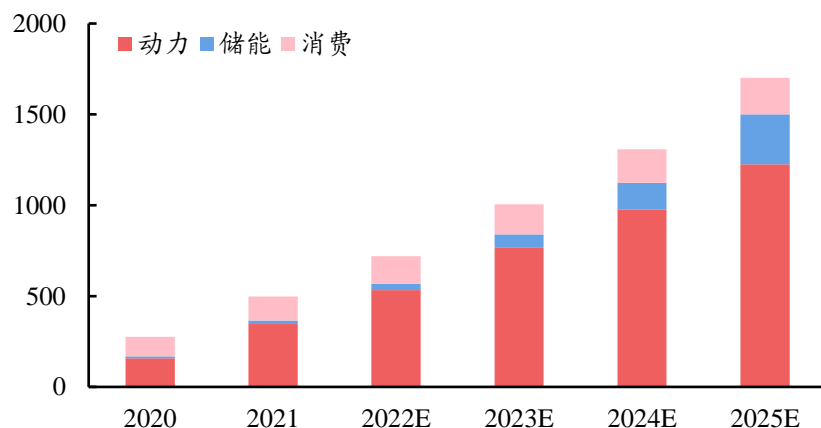
### 事件

- 公司 2022 年 7 月 20 日发布“容百科技 2022 年战略发布会”，重点介绍了全市场覆盖的正极材料综合供应商。公司通过生产高镍三元材料、磷酸锰铁锂材料和钠电材料等三大材料，可以对动力和储能两大市场需求进行全覆盖。高镍三元电池主要应用于新能源汽车高端市场。高镍三元与锰铁锂的系列参混产品和锰铁锂纯用产品将主要应用于新能源汽车中低端市场和储能市场。钠电正极材料将广泛应用于储能市场。公司并购天津斯科兰德、山西中贝新材和四川新国荣三家企业，实现磷酸锰铁锂市场领先。公司发布了 4 款钠电池正极产品，预计 2023 年建成 3.6 万吨产能并开始爬坡投产。2021 年公司传统业务三元国内正极材料市场占有率 14.5%，处于国内外领先地位。

**点评: 全市场覆盖正极材料综合供应商, 多技术路线布局巩固龙头地位。**

公司此次发布钠电池正极和磷酸锰铁锂正极，叠加公司传统业务高镍的技术优势，将对公司未来维持高弹性提供坚实基础。2025 年，公司预计建成高镍三元 60 万吨产能，磷酸锰铁锂预计建成 30 万吨产能，钠电池预计建成 10 万吨产能，为公司后续业绩增长提供坚实助力。2030 年高镍三元电池占 30%，中镍高电压电池占 15%，磷酸锰铁锂电池占 30%，磷酸铁锂占 15%，钠电占 10%。2025 年预计全球需要 1701GWh 电池，预计需要高镍三元 153.10 万吨，磷酸锰铁锂需要 185.57 万吨，钠电池需要 85.05 万吨。面对动力、储能和消费电池的需求旺盛，公司有望实现快速增长。

图 1、全球电池需求 (GWh)



资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

**并购斯科兰德布局磷酸锰铁锂，未来增长新动力。**目前磷酸铁锂的性能和成本已经接近极限，磷酸锰铁锂作为磷酸铁锂的升级版，是在磷酸铁锂的基础上添加锰元素而获得的新型正极材料，凭借高电压、高安全性等优势逐渐投入应用。斯科兰德有多年磷酸锰铁锂的研发经验，从产品专利来看，斯科兰

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

德在压实密度和克容量等性能具有一定的优势；从产能布局来看，斯科兰德已有大量产能布局，在正极材料企业中具有先发优势。

表 1、磷酸锰铁锂产品开发进展

公司名称	工艺	克容量(mAh/g)	压实密度(g·cm <sup>-3</sup> )	中值电压	首次充放电效率
德方纳米	自热蒸发液相法	155 (1C)	2.5	3.96 (0.2C) 3.82 (1C)	-
力泰锂能	共沉淀法	>140 (1C)	-	>3.8 (未提及电流)	90.9%
湖北万润	固相法	146.7 (1C)	-	-	95.5%
斯科兰德	水热合成法	155 (0.2C)	-	3.8 (0.2C)	-
	共沉淀-三步烧法	154 (0.2C)	2.8	3.8 (0.2C)	-

资料来源：专利之星，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、磷酸锰铁锂产品产业化进展

公司	产业化进程
德方纳米	✓ 公司发行定增方案，拟募资 32 亿元，其中 23 亿元用于“年产 11 万吨新型磷酸盐系正极材料生产”项目。
	✓ 公司与曲靖市人民政府、曲靖经济技术开发区管理委员会签订《年产 33 万吨新型磷酸盐系正极材料生产基地项目投资协议》
力泰锂能	✓ 拥有 2000 吨磷酸锰铁锂生产线，2021 年 9 月至 2022 年 3 月，计划新增建设年产 3000 吨磷酸锰铁锂设备。
斯科兰德	✓ 2022 年计划建成 1 万吨磷酸锰铁锂产能，2023 年 10 万吨磷酸锰铁锂产能。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**钠电池厚积薄发，产业化有望加速。**钠离子电池虽然能量密度相比锂离子电池略低，但具有充放电倍率佳、安全性优异的特点，可满足两轮电动车、电动工具、储能、A00 级电动车的能量密度要求。钠离子电池产业链相关公司在积极布局，包括上游资源、中游材料及电芯企业。得益于钠电池和锂电池的生产可以迅速切换，国内数十家锂电企业正在为实现钠电池的产业化做相关准备。随着国家推动钠离子电池商业化、促进产业健康有序发展的政策落地，钠离子电池生产线的研发、量产将会进一步加快。

表 3、钠电池产业进展

公司名称	股票代码	布局情况
电池		
宁德时代	300750.SZ	已发布第一代钠离子电池产品，有望率先推动钠电池在储能、两轮车和微型电动车中的应用。
中科海钠	未上市	拥有多项钠离子电池核心专利，已宣布与三峡能源等共建全球首条钠离子电池规模化量产线，一期将于 2022 年投产。

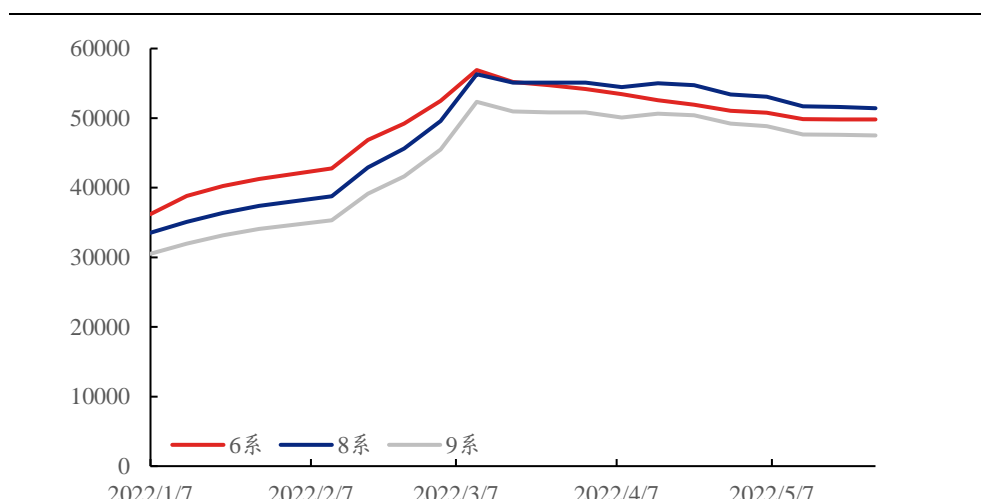
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

钠创新能源	未上市	钠电池材料基地建设正在规划中。
派能科技	688063.SH	2021年公司已开发出了第一代钠离子电池产品并完成小试。
鹏辉能源	300438.SZ	已经做出钠离子电池样品。
欣旺达	300207.SZ	公司拥有钠离子电池补钠的方法、钠离子电池及其制备方法等多项专利,积极探索产学研合作,暂未量产钠离子电池。
中国长城	000066.SZ	公司研发的48V10Ah钠离子电池组,成功落地电动自行车运用。是国内首个钠离子电池实现示范应用的成功案例。
圣阳股份	002580.SZ	公司与院士工作站合作开发的高环保、高循环性钠离子电池,已完成样品测试,效果良好。
山东章鼓	002598.SZ	公司锂/钠离子电池生产线已经可以进行电池量产,公司旗下的46110电池生产线是一个通用性的生产线,可以生产锂离子电池和钠离子电池,该电池技术基于PPS固态膜。
正极材料		
容百科技	688005.SH	公司2023年具备3.6万吨钠电正极材料的生产能力,正在配合下游客户规划开发钠离子电池。
振华新材	688707.SH	层状金属氧化物正极材料研发进展顺利,定增扩产,产线兼容锂电正极与钠电正极。
格林美	002340.SZ	已经完成钠离子电池材料的研发,目前已送至下游客户测试。

资料来源: Wind, 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

**镍钴价格下行, 利好高镍三元回暖。**公司第一代高镍产品Ni83在2017年量产, Ni90已进入批量量产阶段, Ni92和Ni96年底实现小规模量产, 在高镍产品有多年的研发制造经验。随着今年印尼红土镍的不断开采, 预计镍和钴的价格将大幅下降, 高镍三元的性价比将优于中镍高电压材料。从单GWh材料成本看, 9系正极材料能量密度提升, 电池能量提升, 假设其他材料成本不变, 电池每度电摊薄成本降低。针对单GWh的正极成本, 镍价未大幅上涨之前, 6系成本>8系成本>9系成本, 镍价大幅上涨之后, 8系成本>6系成本>9系成本。远期考虑到三元电池回收, 公司认为在2030年高镍电池成本优于磷酸铁锂电池。

图2、6系/8系/9系三元单GWh正极材料成本(万元)



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 盈利预测

我们维持了公司2022-2024年归母净利润预测, 为21.67/30.35/40.68亿元,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

---

对应 7 月 22 日 PE 30.7/21.9/16.4，维持审慎增持评级。

● 风险提示

新能源汽车销量不及预期；锂离子电池原材料价格持续上涨超预期。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9252	36593	36740	52571	<b>营业收入</b>	10259	47568	47711	66140
货币资金	2585	16071	16313	25134	营业成本	8685	43774	42705	59615
交易性金融资产	243	243	243	243	税金及附加	20	104	103	140
应收票据及应收账款	1852	8588	8614	11942	销售费用	32	143	143	198
预付款项	189	931	918	1275	管理费用	278	951	1336	1654
存货	1668	7934	7822	11058	研发费用	360	467	608	729
其他	2715	2826	2830	2921	财务费用	-24	-292	-566	-725
<b>非流动资产</b>	5449	8050	10373	12443	其他收益	31	26	24	27
长期股权投资	32	32	32	32	投资收益	-14	-6	-6	-8
固定资产	2815	7340	9627	11682	公允价值变动收益	25	0	0	0
在建工程	1924	0	0	0	信用减值损失	75	0	0	0
无形资产	391	391	391	391	资产减值损失	-8	-21	-13	-14
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
长期待摊费用	45	68	91	114	<b>营业利润</b>	1016	2419	3385	4532
其他	241	218	232	223	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	14701	44643	47113	65014	营业外支出	4	9	11	8
<b>流动负债</b>	8398	35919	35079	48547	<b>利润总额</b>	1013	2411	3375	4524
短期借款	502	245	252	333	所得税	104	251	349	468
应付票据及应付账款	6875	34,653.	33,807	47,194	净利润	908	2160	3026	4056
其他	1021	1020	1020	1020	少数股东损益	-3	-7	-9	-13
<b>非流动负债</b>	870	1082	1366	1742	<b>归属母公司净利润</b>	911	2167	3035	4068
长期借款	643	857	1139	1516	<b>EPS(元)</b>	2.02	4.80	6.73	9.02
其他	228	225	227	227					
<b>负债合计</b>	9268	37000	36445	50289					
股本	448	451	451	451	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	3746	3746	3746	3746	<b>会计年度</b>	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	1347	3392	6386	10399	<b>成长性</b>				
少数股东权益	4	-3	-12	-24	营业收入增长率	170.4%	363.7%	0.3%	38.6%
<b>股东权益合计</b>	5433	7646	10672	14728	营业利润增长率	301.1%	138.1%	39.9%	33.9%
<b>负债及权益合计</b>	14701	44646	47117	65017	归母净利润增长率	327.6%	137.8%	40.1%	34.0%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	15.3%	8.0%	10.5%	9.9%
					净利率	8.9%	4.5%	6.3%	6.1%
					ROE	16.8%	28.3%	28.4%	27.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	63.0%	82.9%	77.4%	77.3%
					流动比率	1.10	1.02	1.05	1.08
					速动比率	0.90	0.80	0.82	0.86
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	98.5%	160.3%	104.0%	118.0%
					应收帐款周转率	751.2%	901.7%	548.9%	636.8%
					存货周转率	767.8%	910.4%	541.2%	630.5%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	2.02	4.80	6.73	9.02
					每股经营现金	-0.43	35.91	5.32	23.62
					每股净资产	12.03	16.95	23.68	32.70
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	73.0	30.7	21.9	16.4
					PB	12.3	8.7	6.2	4.5

## 现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	911	2167	3035	4068
折旧和摊销	186	415	721	952
资产减值准备	8	104	0	57
资产处置损失	2	2	2	2
公允价值变动损失	-25	0	0	0
财务费用	13	-292	-566	-725
投资损失	-16	6	6	8
少数股东损益	-3	-7	-9	-13
营运资金的变动	-1291	13786	-774	6297
<b>经营活动产生现金流量</b>	-192	16200	2402	10656
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1755	-3014	-3015	-3017
<b>融资活动产生现金流量</b>	1897	300	855	1183
现金净变动	-62	13485	242	8821
现金的期初余额	1080	2585	16071	16313
现金的期末余额	1017	16071	16313	25134

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn