

业绩亮眼，单吨盈利持续向上

买入（维持）

2021年03月09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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,190	3,788	9,090	14,219
同比（%）	37.8%	-9.6%	140.0%	56.4%
归母净利润（百万元）	87	213	598	1,052
同比（%）	-56.6%	155.5%	179.4%	76.0%
每股收益（元/股）	0.20	0.48	1.34	2.35
P/E（倍）	272.54	111.94	39.85	22.63

投资要点

■ **Q1 业绩实现高增，符合预期。**公司预告 21Q1 净利润 0.9-1.2 亿元，同比增长 257%-376%，环比-9%~+21%；扣非归母净利润 0.7-1 亿元，同比增长 178%-297%，环比增长-2%~+40%；符合预期。其中 Q1 股权激励费用影响 1500 万，若加回，扣非净利润中枢为 1 亿。Q1 出货量环比微降，但单吨利润如期上升。21 年第一季度基本满产，我们预计 Q1 公司出货量 8500 吨，同比增长近 80%，环比略降 6%，主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，加回股权激励费用，Q1 单吨利润达到 10000-11000 元/吨。环比 Q4 提升 10%，主要受益于前驱体自供比例提升。

■ **扩产提速+大客户放量，未来 2 年持续高增。**公司目前产能 4 万吨，6 月新增 2 万吨，Q3 新增 2 万吨，年底规划达到 12 万。我们预计今年公司出货 6 万吨左右，同比实现 130%+；22 年出货有望超 10 万吨，连续翻番。公司深度绑定宁德时代，21H1 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，公司 25 年目标 30 万吨，远期市占率目标 30%。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，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。

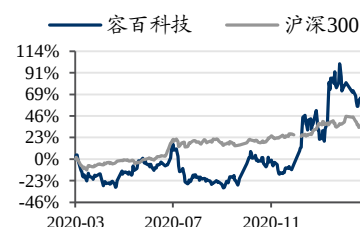
■ **全球销量持续超预期，电解液业务快速增长。**我们预计公司全年电解液出货 4.6 万吨，同比增长 50%以上，其中 Q4 电解液出货 1.8 万吨，同环比大增+131%/+38%，主要受益于下游需求的增加。Q4 起六氟供需格局改善，开启涨价周期，截至目前从底部上涨 30%+，公司终止收购九九久股权，我们预计受原材料涨价影响，电解液价格短期未完全传导，影响 Q4 电解液业务盈利水平，全年预计为公司贡献 1.3 亿元左右净利润，同比接近翻番。

■ **一体化加强，盈利能力将进一步提升。**21Q1 单吨净利润 1.1+万/吨（不考虑股权激励费用），后续新产能投产后有望进一步降低成本，同时前驱体自供比例也将从年初 10%提升到 30%，全年单吨利润有望达到 1.2 万/吨；未来随着客户结构的改变，并加强一体化布局，单吨利润可维持且有进一步上升的空间。

■ **盈利预测与投资评级：**维持前期盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 2.1/6/10 亿元，同比增长 144%/181%/76%，对应 PE 为 112x/40x/23x，考虑正极格局好转，公司是高镍龙头，给予 21 年 60xPE，对应目标价 80 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策及销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.25
一年最低/最高价	24.02/79.80
市净率(倍)	5.43
流通 A 股市值(百万元)	14591.05

基础数据

每股净资产(元)	9.80
资产负债率(%)	27.19
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）业绩预告：业绩基本符合预期，高镍龙头开启高增长》2021-01-31

2、《容百科技（688005）：锁定大客户和重视研发，铸就全球高镍龙头》2020-12-24

公司预告 21 年第一季度归母净利润 0.9-1.2 亿元，同比增长 256.75%-375.66%，符合预期。公司发布业绩预增公告，归母净利润 0.9-1.2 亿元，同比增长 256.75%-375.66%，环比-9%~+21%；扣非归母净利润 0.7-1 亿元，同比增长 177.73%-296.76%，环比-2%~+40%；非经常性损益为部分坏账准备转回。2020 年第四季度至今，国内外新能源汽车销量大幅回升，国际主流车企加速布局高镍电池技术路线，下游电池厂加大扩产速度，高镍系列正极材料销量大幅增长，促进当期业绩实现了较大幅度同比增长，且我们预计公司 21 年一季度股权激励费用影响 1500 万，若加回，我们预计公司一季度扣非净利润值在 1 亿元左右。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

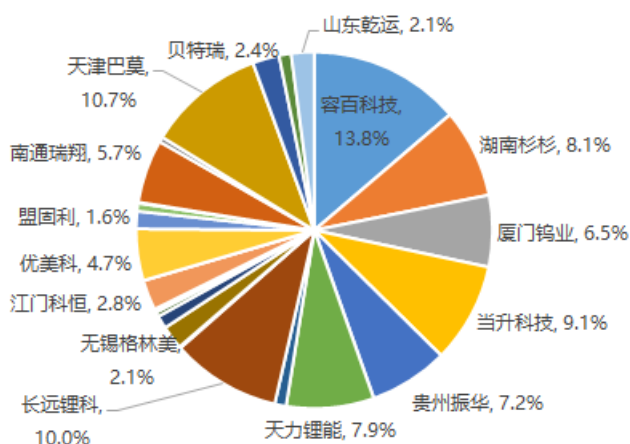
	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)			1,114.2	579.2	652.3	1,091.8	1,149.3	1,121.5	827.1
-同比			-3.05%	-48.35%	-21.13%	12.45%	56.11%	47.48%	42.04%
毛利率			11.43%	10.03%	12.89%	16.11%	12.59%	14.84%	12.05%
归母净利润(百万)	90-120	99.9	59.2	29.1	25.2	-71.7	44.3	85.0	29.8
-同比	256.75-375.66%	239.30%	33.59%	-65.83%	-15.31%	-224.20%	6.81%	16.70%	-23.02%
净利率			5.22%	4.82%	3.80%	-6.59%	3.86%	7.54%	3.57%
扣非归母净利润(百万)	70-100	71.4	40.93	23.46	25.20	-88.18	41.90	75.35	27.38
-同比	177.73-296.76%	180.93%	-2.32%	-68.87%	-7.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
扣非归母净利率			3.67%	4.05%	3.86%	-8.08%	3.65%	6.72%	3.31%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q1 出货量环比微降，但单吨利润如期上升。21 年第一季度基本满产，我们预计 Q1 公司出货量 8500 吨，同比增长近 80%，环比略降 6%，主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，加回股权激励费用，Q1 单吨利润达到 10000-11000 元/吨。环比 Q4 提升 10%，主要受益于前驱体自供比例提升。

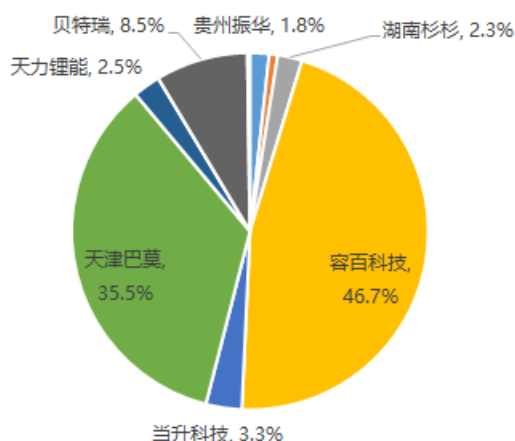
扩产提速+大客户放量，未来 2 年持续高增。公司目前产能 4 万吨，6 月新增 2 万吨，Q3 新增 2 万吨，年底规划达到 12 万。我们预计今年公司出货 6 万吨左右，同比实现 130%+；22 年出货有望超 10 万吨，连续翻番。公司深度绑定宁德时代，21H1 开始供 SK，且海外大客户紧密接触中，海外占比 22 年将大幅提升，公司 25 年目标 30 万吨，远期市占率目标 30%。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。

图 2：20 年正极厂商市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: 20 年 811 正极厂商市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球销量持续超预期，电解液业务快速增长。我们预计公司全年电解液出货 4.6 万吨，同比增长 50%以上，其中 Q4 电解液出货 1.8 万吨，同环比大增+131%/+38%，主要受益于下游需求的增加。Q4 起六氟供需格局改善，开启涨价周期，截至目前从底部上涨 30%+，公司终止收购九九久股权，我们预计受原材料涨价影响，电解液价格短期未完全传导，影响 Q4 电解液业务盈利水平，全年预计为公司贡献 1.3 亿元左右净利润，同比接近翻番。

一体化加强，盈利能力将进一步提升。21Q1 单吨净利润 1.1+万/吨（不考虑股权激励费用），后续新产能投产后有望进一步降低成本，同时前驱体自供比例也将从年初 10%提升到 30%，全年单吨利润有望达到 1.2 万/吨；未来随着客户结构的改变，并加强一体化布局，单吨利润可维持且有进一步上升的空间。

盈利预测: 公司为高镍正极龙头, 产能利用提升及一体化生产, 盈利水平逐步恢复, 未来几年有望维持高增长。基本维持前期盈利预测, 我们预计 2020-2022 年归母净利润 2.1/6/10 亿元, 同比增长 144%/181%/76%, 对应 PE 为 112x/40x/23x, 考虑正极格局好转, 公司是高镍龙头, 给予 21 年 60xPE, 对应目标价 80 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策及销量不及预期

容百科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,911	3,481	6,875	10,233	营业收入	4,190	3,788	9,090	14,219
现金	1,062	379	909	1,422	减:营业成本	3,603	3,325	7,683	12,023
应收账款	876	1,177	3,059	4,943	营业税金及附加	9	8	20	32
其他应收款	13	13	13	13	销售费用	25	30	68	100
预付账款	13	12	27	42	管理费用	262	250	573	825
存货	590	572	1,335	2,098	财务费用	18	11	30	57
其他流动资产	1,358	1,329	1,532	1,715	资产减值损失	44	-18	81	13
非流动资产	1,939	2,830	3,283	3,399	加:投资净收益	-6	10	10	10
长期投资	30	30	30	30	其他收益				
固定资产	1,165	1,567	2,131	2,360	营业利润	99	252	705	1,240
无形资产	259	252	342	332	加:营业外净收支	-3	-2	-1	-1
其他非流动资产	483	981	780	678	利润总额	97	251	704	1,239
资产总计	5,850	6,312	10,158	13,633	减:所得税费用	10	38	106	186
流动负债	1,407	1,580	4,882	7,397	少数股东损益	-1	0	1	1
短期借款	262	523	2,448	3,593	归属母公司净利润	87	213	598	1,052
应付账款	590	544	1,257	1,968	EBIT	370	650	1,168	1,566
其他流动负债	555	513	1,176	1,836	EBITDA	224	371	882	1,480
非流动负债	124	124	124	124					
长期借款	10	10	10	10	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	114	114	114	114	每股收益(元)	0.20	0.48	1.34	2.35
负债合计	1,532	1,704	5,006	7,522	每股净资产(元)	9.64	10.29	11.50	13.64
					发行在外股份(百万股)	447	447	447	447
少数股东权益	5	5	6	7	ROIC(%)	3.0%	4.8%	8.7%	11.9%
归属母公司股东权益	4,313	4,602	5,146	6,104	ROE(%)	2.0%	4.6%	11.6%	17.2%
负债和股东权益	5850	6312	10158	13633	毛利率(%)	14.0%	12.2%	15.5%	15.4%
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	2.1%	5.6%	6.6%	7.4%
经营活动现金流	117	-19	-722	-191	资产负债率(%)	26.2%	27.0%	49.3%	55.2%
投资活动现金流	-535	-990	-590	-290	收入增长率(%)	37.8%	-9.6%	140.0%	56.4%
筹资活动现金流	1,213	326	1,842	993	净利润增长率(%)	-57.5%	143.5%	180.9%	76.0%
现金净增加额	795	-683	530	513	P/E	272.54	111.94	39.85	22.63
折旧和摊销	107	108	147	183	P/B	5.52	5.18	4.63	3.90
资本支出	263	1,000	600	300	EV/EBITDA	108	65	27	16
营运资金变动	-289	-323	-1,569	-1,487					

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>