

强烈推荐-A (维持)

嘉元科技 688388.SH

当前股价: 67.29 元  
 2020年07月12日

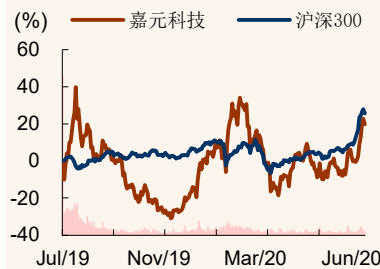
终端拖累上半年业绩 静待电动车消费恢复

基础数据

上证综指	3383
总股本(万股)	23088
已上市流通股(万股)	5568
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	11.0
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	3.6%
主要股东	广东嘉元实业投资有
主要股东持股比例	27.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	14	140
相对表现	7	0	115



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《嘉元科技(688388)一疫情冲击 Q1 扣非利润下滑 7 成 符合预期》2020-04-30
- 2、《嘉元科技(688388)一提出 1.5 万吨铜箔项目规划 打破产能瓶颈忧虑》2020-04-16
- 3、《嘉元科技(688388)一6 微米铜箔占比大幅提升 带动净利润大增八成》2020-03-31

刘文平 S1090517030002  
 liuwenping@cmschina.com.cn

游家训  
 youjx@cmschina.com.cn  
 S1090515050001

刘珺涵  
 liujunhan@cmschina.com.cn  
 S1090519040004

刘伟洁  
 liuweijie@cmschina.com.cn  
 S109051904002

公司公布 2020 年上半年业绩预告, 归母净利润 4866-7066 万元, 同比减少 11,000-13,200 万元, 下滑 60.89%-73.06%。扣非净利润 2,936-5,236 万元, 同比减少 12,500-14,800 万元, 下滑 70.48%-83.45%。

- 利润符合我们近期预期, 主因销售量大幅下降: 中汽协数据, 1-6 月, 新能源汽车产销分别完成 39.7 万辆和 39.3 万辆, 同比分别下降 36.5%和 37.4%。终端消费下滑拖累公司上半年锂电铜箔产销量。由于市场整体锂电铜箔销量大幅下滑, 供需失衡, 加工费上半年有所下滑。高毛利产品的大客户需求下滑拖累单吨盈利。
- 6 μm 铜箔的快速普及是大趋势, 疫情不影响行业中长期发展: 但长期来看, 锂电新能源发展和铜箔薄化趋势是不会因此改变的。动力电池行业正在经历由 8 μm 向 6 μm 切换的过程, 同时部分行业头部企业正在向 4.5 μm 切换。公司主要产品顺利切换成 6 μm 极薄锂电铜箔, 领跑行业, 并已成功研发及小批量生产了 ≤6 微米以下极薄锂电铜箔。公司与国内主要大型锂离子电池制造厂商建立了长期合作关系, 并成为其锂电铜箔的核心供应商, 多次获得宁德时代锂电铜箔优秀供应商称号。未来公司具备持续扩张产能的能力, 同时大力投入研发, 有望在向更薄毛利更高的 4.5 μm 切换的过程中继续保持领先。
- 维持“强烈推荐-A”评级: 7 月 22 日首次公开发行上市届满一年, 短期需要警惕限售股解禁压力。长期看, 产品结构不断优化升级, 在建 5000 吨/年项目预计今年底投产, 明年底产能有望提高到 2.85 万吨/年, 相对当前产能提高 78%。由于上半年业绩不佳, 下调盈利预测, 预计 2020/2021/2022 年归母净利润 2.6/4.7/7 亿元, 对应 PE 分别 59/33/22 倍。公司产品质量和效率行业领先, 未来将受益锂电铜箔行业薄化大趋势。
- 风险提示: 短期限售股解禁上市抛售风险、新产品新技术开发风险、锂电池行业政策波动风险、氢能源替代锂离子电池能源风险、产品结构单一及下游领域集中风险、市场竞争加剧风险、新建产能投产不及预期的风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1153	1446	1195	1716	2417
同比增长	104%	25%	-17%	44%	41%
营业利润(百万元)	212	383	301	546	808
同比增长	111%	80%	-21%	81%	48%
净利润(百万元)	176	330	262	473	700
同比增长	105%	87%	-21%	81%	48%
每股收益(元)	1.02	1.43	1.13	2.05	3.03
PE	66.0	47.1	59.4	32.8	22.2
PB	16.6	6.2	5.8	5.0	4.3

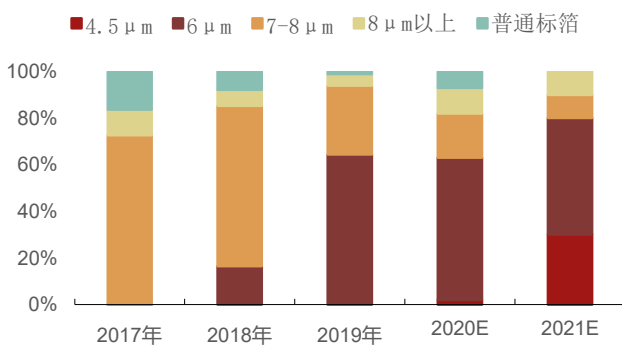
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司季度经营数据 (百万元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
一、营业总收入	335	427	411	273	148
二、营业总成本	243	311	310	222	131
其中: 营业成本	213	274	272	185	115
营业税金及附加	2	3	3	1	0
营业费用	4	5	4	6	2
管理费用	5	6	9	12	4
研发费用	11	15	18	20	12
财务费用	8	9	1	2	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	2	2	2	17	12
其它收益	2	2	2	6	2
公允价值变动收益	0	0	0	3	3
投资收益	0	0	0	7	7
四、营业利润	94	118	104	67	29
加: 营业外收入	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	3	1
五、利润总额	94	118	104	64	28
减: 所得税	14	17	16	3	4
六、净利润	80	101	88	61	24
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	80	101	88	61	24
EPS	0.35	0.44	0.38	0.27	0.10
毛利率	36.3%	35.9%	33.8%	32.2%	22.0%
主营税金率	0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.3%
营业费率	1.1%	1.2%	1.0%	2.3%	1.4%
管理费	1.4%	1.5%	2.2%	4.4%	2.9%
营业利润率	28.0%	27.7%	25.3%	24.6%	19.7%
实际税率	14.7%	14.7%	15.6%	4.3%	15.1%
净利率	23.9%	23.6%	21.3%	22.5%	16.1%
yoy					
收入增长率	69.4%	69.4%	20.9%	-24.9%	-55.9%
营业利润增长率	219.5	292.5%	57.7%	-23.2%	-69.1%
净利润增长率	214.1	300.7%	55.8%	-12.4%	-70.4%

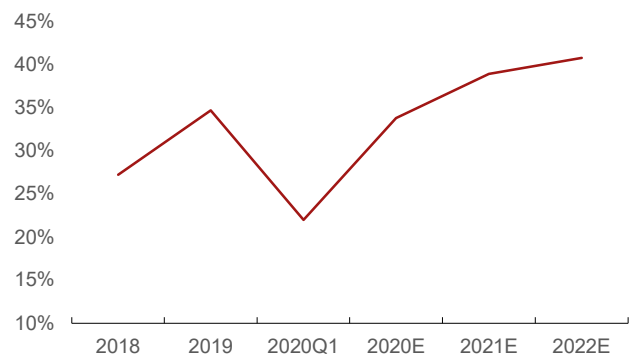
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 公司产品结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 随着产品结构升级, 毛利率将逐步提升



资料来源: 公司公告、招商证券

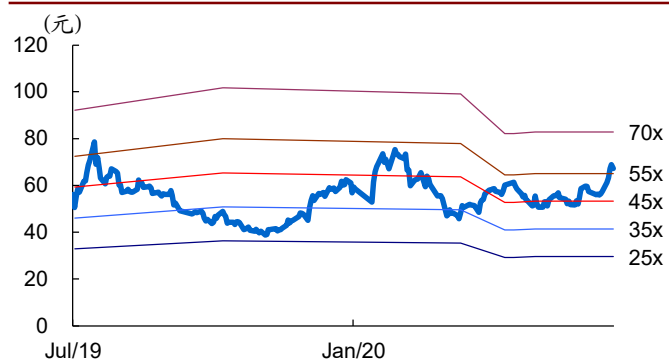
公司于 2019 年 7 月 22 日首次公开发行股份后，总股本由 173,076,000 股变更为 230,876,000 股，新增 57,800,000 股。控股股东、实际控制人股份锁定期为 36 个月，其他原始股东锁定期为 12 个月，保荐机构跟投股份锁定期为 24 个月，网下限售股锁定期为 6 个月。无限售流通股为 52,838,853 股，占发行后总股本的 22.89%。7 月 22 日解禁限售流通股合计 47.55%。其中赖世昌和李战华承诺锁定期届满后，在本人担任发行人的董事、监事或高级管理人员期间，每年转让的股份不超过本人所持有发行人股份总数的 25%；离职后半年内不转让本人所持有的发行人股份。两人合计持股占总股本比例 8.6%。

表 2: 首发发行前后，股本结构变动及限售情况

股东名称	本次发行前		本次发行后		限售期限
	数量(股)	占比(%)	数量(股)	占比(%)	
一、限售流通股					
嘉元实业	63,324,400	36.59	63,324,400	27.43	36 个月
赖仕昌	17,124,300	9.89	17,124,300	7.42	12 个月
鑫阳资本	16,186,300	9.35	16,186,300	7.01	12 个月
丰盛六合	8,500,000	4.91	8,500,000	3.68	12 个月
荣盛创投	7,510,000	4.34	7,510,000	3.25	12 个月
王志坚	5,787,000	3.34	5,787,000	2.51	12 个月
粤科振粤 一号	3,800,000	2.2	3,800,000	1.65	12 个月
曾伟权	2,800,000	1.62	2,800,000	1.21	12 个月
李战华	2,725,800	1.57	2,725,800	1.18	12 个月
金骏高新 壹号	2,650,000	1.53	2,650,000	1.15	12 个月
杨国刚	2,300,000	1.33	2,300,000	1	12 个月
云起科技	2,200,000	1.27	2,200,000	0.95	12 个月
蔡杨媚	2,181,200	1.26	2,181,200	0.94	12 个月
李跃先	2,100,000	1.21	2,100,000	0.91	12 个月
李云霞	2,000,000	1.16	2,000,000	0.87	12 个月
中小企业 发展基金	2,000,000	1.16	2,000,000	0.87	12 个月
藤信产业 投资	2,000,000	1.16	2,000,000	0.87	12 个月
赵礼贵	2,000,000	1.16	2,000,000	0.87	12 个月
中广创业投资	1,995,000	1.15	1,995,000	0.86	12 个月
其余股东	23,892,000	13.8	23,892,000	10.35	12 个月
东兴证券投资有限公司	-	-	2,123,142	0.92	24 个月
网下限售 部分	-	-	2,838,005	1.23	6 个月
小计	173,076,000	100	178,037,147	77.11	
二、无限售流通股					
无限售流 流通股	-	-	52,838,853	22.89	无限售条件
小计	-	-	52,838,853	22.89	
合计	173,076,000	100	230,876,000	100	

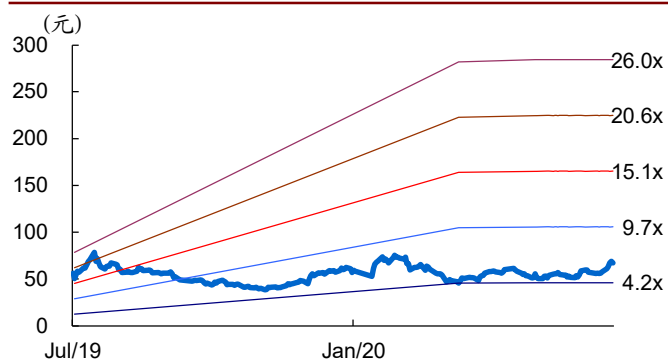
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 嘉元科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 嘉元科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	382	2016	2203	2632	3225
现金	49	701	963	1269	1690
交易性投资	0	926	926	926	926
应收票据	100	0	0	1	1
应收款项	130	86	68	97	137
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	103	155	123	164	223
其他	1	148	122	175	247
<b>非流动资产</b>	631	637	608	582	558
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	586	562	540	520	501
无形资产	25	41	37	34	30
其他	20	34	31	29	28
<b>资产总计</b>	<b>1013</b>	<b>2654</b>	<b>2812</b>	<b>3214</b>	<b>3783</b>
<b>流动负债</b>	213	46	41	49	60
短期借款	94	0	0	0	0
应付账款	44	27	23	30	41
预收账款	2	1	1	1	1
其他	74	18	18	18	18
<b>长期负债</b>	97	64	64	64	64
长期借款	71	0	0	0	0
其他	26	64	64	64	64
<b>负债合计</b>	<b>310</b>	<b>110</b>	<b>106</b>	<b>113</b>	<b>124</b>
股本	173	231	231	231	231
资本公积金	155	1607	1607	1607	1607
留存收益	375	686	848	1243	1801
少数股东权益	0	20	20	20	20
归属于母公司所有者权益	703	2524	2686	3081	3639
<b>负债及权益合计</b>	<b>1013</b>	<b>2654</b>	<b>2812</b>	<b>3214</b>	<b>3783</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	135	472	360	382	558
净利润	176	330	262	473	700
折旧摊销	49	49	51	48	46
财务费用	25	28	26	25	22
投资收益	0	0	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(112)	65	76	(124)	(172)
其它	(4)	1	(6)	8	12
<b>投资活动现金流</b>	(178)	(1153)	27	27	27
资本支出	(109)	(63)	(22)	(22)	(22)
其他投资	(68)	(1090)	49	49	49
<b>筹资活动现金流</b>	69	1289	(126)	(104)	(164)
借款变动	89	(239)	0	0	0
普通股增加	0	58	0	0	0
资本公积增加	0	1452	0	0	0
股利分配	0	0	(99)	(78)	(142)
其他	(20)	18	(26)	(25)	(22)
<b>现金净增加额</b>	<b>26</b>	<b>608</b>	<b>262</b>	<b>306</b>	<b>422</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1153	1446	1195	1716	2417
营业成本	839	944	791	1048	1431
营业税金及附加	5	9	7	10	15
营业费用	15	19	17	22	31
管理费用	19	32	30	38	53
研发费用	38	63	72	76	106
财务费用	25	21	26	25	22
资产减值损失	(7)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	8	8	8
其他收益	8	12	14	14	14
<b>投资收益</b>	0	8	27	27	27
营业利润	212	383	301	546	808
营业外收入	0	0	0	0	0
<b>营业外支出</b>	9	3	3	3	3
利润总额	203	380	298	543	804
所得税	27	50	37	70	105
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>176</b>	<b>330</b>	<b>262</b>	<b>473</b>	<b>700</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	104%	25%	-17%	44%	41%
营业利润	111%	80%	-21%	81%	48%
净利润	105%	87%	-21%	81%	48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.2%	34.7%	33.8%	38.9%	40.8%
净利率	15.3%	22.8%	21.9%	27.6%	28.9%
ROE	25.1%	13.1%	9.7%	15.4%	19.2%
ROIC	22.5%	13.7%	10.5%	15.9%	19.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.6%	4.2%	3.8%	3.5%	3.3%
净负债比率	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	44.0	53.3	53.8	53.6
速动比率	1.3	40.6	50.3	50.5	49.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	0.5	0.4	0.5	0.6
存货周转率	8.8	7.3	5.7	7.3	7.4
应收帐款周转率	7.4	9.2	15.5	20.6	20.5
应付帐款周转率	21.6	26.6	31.7	39.7	40.2
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.02	1.43	1.13	2.05	3.03
每股经营现金	0.78	2.04	1.56	1.65	2.42
每股净资产	4.06	10.93	11.63	13.34	15.76
每股股利	0.00	0.43	0.34	0.62	0.91
<b>估值比率</b>					
PE	66.0	47.1	59.4	32.8	22.2
PB	16.6	6.2	5.8	5.0	4.3
EV/EBITDA	51.5	32.7	38.8	23.7	16.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷和沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源汽车产业链。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。