

有色金属

2019年07月19日

嘉元科技 (688388)

——技术领先的超薄锂电铜箔龙头

发行上市资料:

发行价格 (元)	28.3
发行股数 (万股)	5780
发行日期	2019-07-12
发行方式	战略配售,网下询价,上网定价
主承销商	东兴证券股份有限公司
上市日期	2019-07-22

*首日上市股数-万股

基础数据 (发行前): 2019年03月31日

每股净资产 (元)	4.53
总股本/流通 A 股(百万)	173/-
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com
王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com

联系人

王宏为
(8621)23297818×转
wanghw@swsresearch.com

投资要点:

- **公司是国内第二大锂电铜箔生产商。**公司主营业务为锂离子电池负极集流体应用的 6~12 μm 各类高性能电解铜箔及 PCB 用电解铜箔的研究、生产和销售。公司实际拥有 1.83 万吨锂电铜箔年产能,是国内第二大锂电铜箔生产商。
- **新能源汽车产业链较高的准入壁垒将保证公司未来长期成长性。**铜箔属于资本密集型和技术密集型行业,公司核心产品 6-8μm 锂电铜箔主要供给宁德时代、新能源科技、比亚迪等下游龙头客户,未来随着新能源汽车的高速发展,核心下游电池龙头对锂电铜箔需求量将快速提升,公司作为主要供应商将充分受益行业高速发展红利。
- **公司是少数掌握超薄锂电铜箔生产能力的龙头企业,高附加值的 6μm 锂电铜箔将逐渐成为主流。**长期看新能源汽车动力电池企业将紧跟政策和车企对能量密度的要求,加速改善材料体系提升能量密度进程,更轻薄的 6μm 锂电铜箔将快速成为主流,公司 6μm 产品产量加速提升,预计 2019 年公司 6μm 产品占比将达到 60%以上,产品结构升级将保证未来公司的持续盈利能力。
- **合理估值区间 27.74 元/股—29.9 元/股,上市发行价格 28.3 元/股位于合理区间。**预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.42 亿元、4.41 亿元、4.57 亿元。**采用绝对估值法**,无风险利率 3.2%,股票市场溢价为 5%,1 倍 Beta 对应公司股权成本为 8.2%,结合公司未来长期盈利预测预计公司 IPO 后绝对估值为 61.36 亿元,对应每股价格 27.74 元。**采用相对估值法的可比公司 ROE/PB 法**,综合可比公司估值和未来行业趋势变化我们给予公司发行前 PB 估值为 6.6 倍(考虑到超薄铜箔竞争加剧,公司未来盈利优势或有所减弱,因此估值采用可比公司 2016-2018 年 ROE/PB 法计算得到的公司 PB8.8 的 75%),对应 IPO 前市值 51.7 亿元,对应每股价格 29.9 元。因此给予公司合理估值区间 27.74 元/股—29.9 元/股。
- **新股溢价效应:**根据历史数据统计,上市前 30 日的新股具有明显溢价特征,2018 年以来新股平均溢价率 47%-69%,因此公司上市初期可能价格波动区间为 40.78-50.53 元/股。
- **风险提示:** PCB 铜箔转产锂电铜箔较多导致加工费下降、新能源汽车需求低预期。
- **特别提示:**本报告所预测合理股价区间不是上市初期价格表现,而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	1,153	335	1,493	1,610	1,752
同比增长率 (%)	103.7	69.4	29.4	7.9	8.8
归母净利润 (百万元)	176	80	342	441	457
同比增长率 (%)	107.1	214.0	93.7	28.9	3.6
每股收益 (元/股)	1.02	0.46	1.48	1.91	1.98
毛利率 (%)	27.2	36.3	33.1	34.0	32.6
ROE (%)	25.1	10.2	12.7	14.1	12.8
市盈率	-	-	-	-	-

财务指标

	2016	2017	2018
流动比率	1.0	1.0	1.8
资产负债率	21.8	34.0	30.6
应收账款周转率	13.5	14.4	11.7
存货周转率	9.6	6.2	8.8



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 嘉元科技：国内第二大锂电铜箔生产商	4
1.1 加工费定价模式应对原材料价格波动.....	5
1.2 6 μ m 锂电铜箔将逐渐成为主流	6
1.3 募集资金将主要用于扩张高性能铜箔产能	7
2. 铜箔行业：超薄铜箔成为主流，供需略有过剩.....	8
2.1 铜箔需求：动力电池需求快速增长.....	8
2.2 锂电铜箔供给：产量有序扩张	11
2.3 供需平衡：未来两年略有过剩	11
3. 估值：合理估值 27.74 元/股—29.9 元/股	12
3.1 绝对估值：合理估值 27.74 元/股.....	12
3.2 相对估值：合理估值 29.9 元/股	13

图表目录

图 1: 公司营收利润持续增长.....	4
图 2: 公司 ROE 稳步提升.....	4
图 3: 主要原材料-铜线采购价格构成 (千元/吨)	5
图 4: 2018 年全球锂电铜箔需求分布	10
表 1: 不同类型铜箔性能对比	4
表 2: 收入构成.....	5
表 3: 成本构成、毛利率.....	6
表 4: 2018 年前五大客户	6
表 5: 公司产品产销量	7
表 6: 募投项目.....	7
表 7: 2014-2020 全球各终端锂离子电池市场产量 (GWh)	8
表 8: 全球主要车企新能源汽车战略规划	9
表 9: 每 GWh 锂电铜箔需求 (万吨/GWh)	10
表 10: 2014-2020 全球锂电铜箔需求 (万吨)	10
表 11: 2014-2020 全球锂电铜箔产量 (万吨)	11
表 12: 2014-2020 全球锂电铜箔供需平衡表 (万吨)	11
表 13: 铜箔加工费预测	11
表 14: 假设条件及盈利预测	12
表 15: WACC 计算.....	12
表 16: DDM 估值 (百万元、百万股、元/股)	13
表 17: 可比公司 PE 估值.....	13
表 18: 可比公司估值.....	14

1. 嘉元科技：国内第二大锂电铜箔生产商

公司实际拥有 1.83 万吨锂电铜箔产能，是国内第二大锂电铜箔生产商。广东嘉元科技股份有限公司，成立于 2001 年 9 月，股份公司成立日期 2011 年 3 月。公司主要从事各类高性能电解铜箔的研究、生产和销售，主要产品为 6~12 μm 各类高性能电解铜箔，主要用于锂离子电池的负极集流体，是锂离子电池行业重要基础材料。最终应用在新能源汽车、3C 数码产品、储能系统、通讯设备、汽车电子等终端应用领域。同时，公司生产少量 PCB 用标准铜箔产品。

图 1：公司营收利润持续增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：公司 ROE 稳步提升



资料来源：公司公告、申万宏源研究

6 μm 极薄锂电铜箔逐渐成为公司主流产品。公司锂电铜箔产品分类主要是根据其轻薄化和表面形态结构进行分类，目前销售的主要产品有双光 6 μm 极薄锂电铜箔和双光 7-8 μm 超薄锂电铜和其他锂电铜箔，二者销售占比合计达成七成左右。自公司设立以来，主营业务未发生重大变化。

表 1:不同类型铜箔性能对比

锂电铜箔产品类别	双光 6 μm	双光 7-8 μm	8 μm 以上
负荷率	最低	较低	高
成品率	最低	较低	高
开工率	最低	较低	高
工艺成本	高	较低	最低
使用性能	较优秀的物理特性，双面表面结构对称，适用于较高质量锂离子电池制造	较优秀的物理特性，双面表面结构对称，适用于较高质量锂离子电池制造	物理特性一般，双面表面结构相对不对称，适用于普通电池制造或 PCB
产品应用	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系	普通 3C 数码产品

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

表 2：收入构成

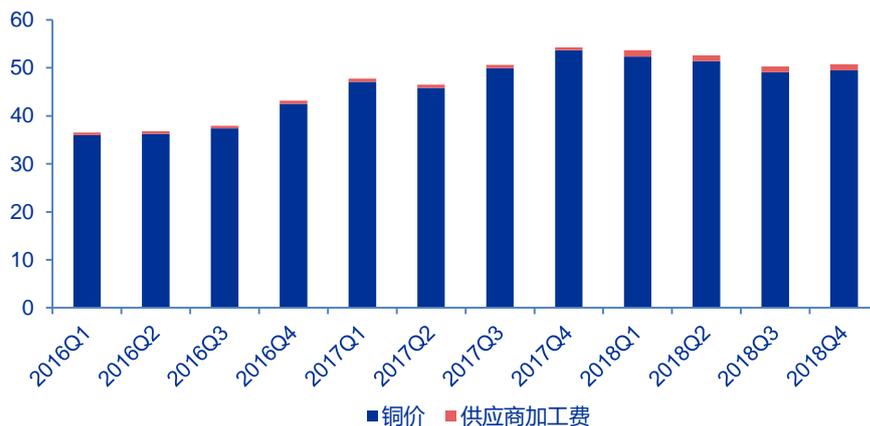
项目	2016		2017		2018	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
锂电铜箔	39260	94	47349	84	107525	93
其中：双光 6μm	-	-	4	0	22647	20
双光 7-8μm	26660	64	40755	72	76968	67
8μm 以上	12601	30	6590	12	7909	7
标准铜箔	2615	6	9272	16	7802	7
合计	41876	100	56622	100	115326	100

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.1 加工费定价模式应对原材料价格波动

公司主要原材料铜线和硫酸属于大宗采购商品，市场价格透明，货源充足。公司铜线和硫酸采购有稳定的供应渠道，与供应商建立了良好的合作关系。公司制定了与采购相关的规章制度，从供应商选择、采购业务流程、采购价格及品质管理等方面对采购工作进行了规范。

图 3：主要原材料-铜线采购价格构成 (千元/吨)



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

公司原材料铜线采购价格主要是按照“铜价+供应商加工费”定价，即“上海有色金属网现货 1#铜的日均价+供应商加工费”。同时公司电解铜箔的销售价格主要是按照“铜价+本公司加工费”定价，即“上海有色金属网现货 1#铜的上一个月的月均价+本公司加工费”。

因此，发行人营业毛利的决定因素为发行人与供应商的加工费差额，即“本公司加工费-供应商加工费”，铜价的变化对发行人营业毛利影响较小，因而对发行人利润率的影响亦较小。2016-2018年，公司毛利率分别达到27%、24%和30%，盈利能力稳定。

表 3：成本构成、毛利率

项目	2016			2017			2018		
	采购额 (万元)	采购 占比 (%)	占营收 (%)	采购额 (万元)	采购 占比 (%)	占营收 (%)	采购额 (万元)	采购 占比 (%)	占营收 (%)
成本合计	30461	100	73	42808	100	76	81132	100	70
原材料-铜线	24724	81	59	35719	83	63	68547	84	59
原材料-辅助材料	1067	4	3	1419	3	3	3343	4	3
周转材料	1305	4	3	2236	5	4	3095	4	3
电力	2813	9	7	2748	6	5	4959	6	4
运输	552	2	1	685	2	1	1189	1	1
营业收入		41877			56623			115331	
毛利率		27%			24%			30%	

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.2 6 μ m 锂电铜箔将逐渐成为主流

新能源汽车产业链较高的准入壁垒将保证公司未来长期成长性。铜箔属于资本密集型和技术密集型行业，公司核心产品 6-8 μ m 锂电铜箔主要供给宁德时代、新能源科技、比亚迪等下游龙头客户。公司对宁德时代销售收入占比大幅提升，2018 年公司对宁德时代销售收入为 43,142 万元，占收入比重为 37.4%，2019 年一季度公司对宁德时代销售收入为 23,733 万元，占收入比重为 70%。未来随着新能源汽车的高速发展，核心下游电池龙头对高端锂电铜箔需求量将快速提升，公司作为主要供应商将充分受益行业高速发展红利。宁德时代成长为公司最大的客户，带动公司双光 6 μ m 锂电铜箔高速增长。

表 4：2018 年前五大客户

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占公司营业收入的比例 (%)
1	宁德时代新能源科技股份有限公司	42323	37
	青海时代新能源科技有限公司	820	1
	小计	43143	37
2	宁德新能源科技有限公司	18389	16
	东莞新能源科技有限公司	1970	2
	小计	20359	18
3	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	15157	13

4	孚能科技（赣州）有限公司	5301	5
5	星恒电源股份有限公司	5035	4
	合计	88996	77

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

长期看新能源汽车动力电池企业将紧跟政策和车企对能量密度的要求，加速改善材料体系提升能量密度进程。2018年，公司双光 6 μ m 极薄锂电铜箔销售收入为 22,647 万元，销售占比从 2017 年的 4% 上涨至 20%，2019 年一季度，公司双光 6 μ m 极薄锂电铜箔销售收入为 23,141 万元，占收入比重为 69.10%，公司 6 μ m 极薄铜箔销售占比大幅提升。预计到 2021 年，公司双光 6 μ m 极薄锂电铜箔销量将达到 17000 吨，成为公司主流产品。

表 5：公司产品产销量

销量 (吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总产量	6696	7913	15216	17668	18700	20700
总销量	6500	7496	14643	17668	18700	20700
8 μ m 以上	1968	763	1018	1000	500	500
双光 7-8 μ m	4138	5440	10057	4500	2000	2000
双光 6 μ m	0	0.4	2407	10968	15000	17000
标准铜箔	394	1293	1161	1200	1200	1200

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

1.3 募集资金将主要用于扩张高性能铜箔产能

募集资金主要用于扩张高性能铜箔产能。根据 GGII 统计，2018 年中国新能源汽车产量同比增长 50.62%，达 122 万辆，产量为 2014 年的 14.6 倍。强劲需求下，公司规划建设年产 5000 吨新能源动力电池用高性能铜箔生产线项目（项目一），拟投资 37,246.41 万元进一步提升公司的新能源动力锂离子电池用高性能铜箔的生产产能和生产制造水平，充分满足市场需求的同时进一步提高公司市场占有率。

项目二计划对现有标准铜箔生产设备进行技术改造，并更换成满足生产高性能锂电铜箔的设备，在市场需要时转产高性能锂电铜箔，从而显著提升生产线产值。项目三将主要针对高性能锂电铜箔材料进行相关技术和产品的研发。

电解铜箔生产所用主要原材料是铜线。项目四主要目的是实施配套建设高洁净度铜线加工中心，从而更好适应 6 μ m 及更高水平铜箔的制造需求，并进一步降低制造成本，提高经济效益。

表 6：募投项目

项目名称	募资金额 (万元)
------	-----------

5000 吨/年新能源动力电池用高性能铜箔技术改造项目	37246
现有生产线技术改造项目	14960
企业技术中心升级技术改造项目	8000
高洁净度铜线加工中心建设项目	6735
补充流动资金	30000
合计	96,941

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

2. 铜箔行业：超薄铜箔成为主流，供需略有过剩

2.1 铜箔需求：动力电池需求快速增长

新世纪以来，由于拥有能量密度高、循环使用寿命长等诸多优点，锂离子电池在手机、笔记本电脑等 3C 数码领域得到广泛应用。近年来，出于环保、争抢赛道等目的，世界各国政府高度重视新能源发展并加大政策支持力度，带动世界新能源汽车市场快速发展。

世界新能源汽车市场的快速发展推动了动力电池领域的发展，使其成为近年来推动世界锂离子电池市场飞速增长的主要动力。据高工产研锂电研究所（GGII）数据，2018 年全球锂离子电池市场产量同比增长 21.81%，达 188.80GWh，过去 5 年年复合增长率达 27.12%。

表 7：2014-2020 全球各终端锂离子电池市场产量（GWh）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
动力	13.8	31.1	48.5	69.0	107.0	149.8	209.7
数码	54.0	59.3	69.1	76.5	68.3	72.0	77.1
储能	4.5	5.7	7.5	9.5	13.5	18.8	24.5

资料来源：高工产研锂电研究所（GGII）、申万宏源研究

从细分应用领域来看，传统 3C 数码市场增长逐渐放缓，过去 5 年复合增长率为 6.05%；储能市场增速较快，过去 5 年复合增长率为 31.57%；动力电池领域受新能源汽车市场的快速发展带动，成为增长最为强劲的细分领域，过去 5 年复合增长率达到 66.87%。我们认为，未来 5 年动力电池仍会是锂离子电池行业增长最快的板块，其增长主要受世界各国及地区积极开发、推动新能源汽车而带动。

在新能源汽车产业规划方面，挪威、芬兰、德国、英国、法国分别宣布在 2025 年、2025 年、2030 年、2040 年、2040 年开始全面禁售燃油车。全球各大车企也在纷纷发布新能源汽车发展战略，下表为全球各大车企新能源汽车规划：

表 8：全球主要车企新能源汽车战略规划

车企	新能源汽车战略目标
大众	2020 年前在中国推广 13 款新能源汽车，产能达到 30 万辆； 2025 年实现新能源车型 80 款，纯电动汽车 30 款，年产 100 万辆； 2026 年之后不再对燃油车进行研发投入
通用	制定电动化战略“Evness”，到 2020 年将推出超过 9 款新能源汽车； 2023 年前在中国推出 20 余款纯电动车型
福特	2025 年底在中国推出 50 款汽车车型，其中包括 8 款纯电动汽车车型
宝马	制定“第一战略”，2020 年之前所有车系都具备电动化选项； 2025 年实现新能源汽车销量占据总销量的 15-25%
奔驰	投资 100 亿欧元开发新能源汽车，设立全新完整新能源汽车系列子品牌 EQ
戴勒姆	2025 年前推出 10 款电动车型；2025 年纯电动汽车销量占比 15-25%
日产	2020 年销售车辆的 20%为零排放汽车，2025 年电动车占总销售额的 40%
丰田	制定全球电气化战略，混合动力车 2020 年以前全球年销量达到 150 万辆； 2030 年零排放电动汽车和燃料电池汽车的年销量达到 100 万辆左右
雷诺·日产	借鉴日产技术推出混动产品，日产到 2020 年两成以上汽车实现零排放目标
沃尔沃	全球电气化战略，全系车型引入插电混动选项，“三步走”新能源战略； 2025 年实现新能源汽车占据总销量的 50%，新能源汽车销量达到 100 万辆
本田	2025 年前推出 20 款以上的电动化车型；2030 年前新能源产品占比 2/3
标志雪铁龙	到 2021 年推出 7 款插电车型和 4 款纯电车型
三菱	2020 年前向市场投放 14 款新能源汽车，新能源车占比 20%
菲亚特	到 2018 年推出 4 款插电混合动力新能源车； 到 2025 年，菲亚特的绝大多数车型都将采用混合动力
特斯拉	上海总工厂产能将达到 50 万台，一期产能 25 万台， 争取 2019 年底周产量爬坡至 3000 台。

资料来源：各公司公告、嘉元科技招股说明书、申万宏源研究

由各国对汽车产业的长期计划和各大车企对车型规划可知，新能源汽车取代传统燃油汽车势在必行，世界动力电池市场将会继续高速增长，预计到 2020 年全球动力电池产量将突破 246.30GWh。

根据应用领域的不同，可以分为锂电铜箔、标准铜箔；根据铜箔厚度不同，可以分为极薄铜箔（ $\leq 6\mu\text{m}$ ）、超薄铜箔（6-12 μm ）、薄铜箔（12-18 μm ）、常规铜箔（18-90 μm ）和厚铜箔（ $> 70\mu\text{m}$ ）；根据表面状况不同可以分为双面光铜箔、双面毛铜箔、双面粗铜箔、单面毛铜箔和甚低轮廓铜箔（VLP 铜箔）。

2018 年极薄铜箔才真正实现国内规模化应用，国内目前仅有少数厂商能实现 6 μm 极薄铜箔规模化量产。不同厚度的铜箔对下游应用领域锂离子电池的具体性能影响程度主要在于，锂电铜箔越薄，对电池的能量密度提升作用越大。以主流方形电池为例，铜箔厚度从 8 μm 减少到 6 μm ，可以在电芯体积不变条件下，增大活性材料的用量，浆料涂覆厚度增厚，将直接使电芯能量密度提高。

综上，做出以下假设：2014 年-2017 年动力和储能铜箔单位用量为 0.09 万吨/GWh，即 900 吨每 GWh，由于技术持续进步，2018 年动力和储能铜箔单位用量下降到 0.08 万

吨/GWh, 2019 年动力和储能铜箔单位用量下降到 0.072 万吨/GWh, 2020 年动力和储能铜箔单位用量下降到 0.068 万吨/GWh; 2014 年-2020 年 3C 电池铜箔单位用量保持在 0.07 万吨/GWh。

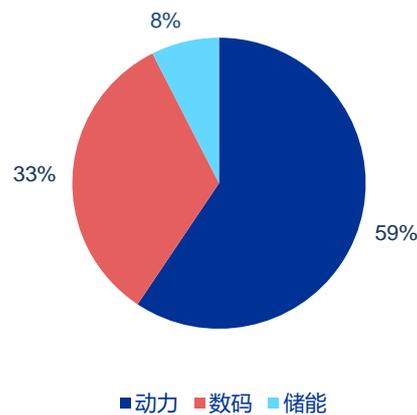
表 9: 每 GWh 锂电铜箔需求 (万吨/GWh)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
动力和储能铜箔单位用量	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08	0.072	0.068
3C 电池铜箔单位用量	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07

资料来源: 高工锂电、申万宏源研究

2018 年全球锂电铜箔需求分布主要为动力电池 (59%), 数码 (33%), 储能 (8%)。

图 4: 2018 年全球锂电铜箔需求分布



资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII)、申万宏源研究

结合全球各终端锂离子电池市场产量分析, 可以得到 2014-2020 全球锂电铜箔需求, 如下表所示。

表 10: 2014-2020 全球锂电铜箔需求 (万吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
动力	1.24	2.80	4.37	6.21	8.56	10.79	14.16
数码	3.78	4.15	4.84	5.36	4.78	5.04	5.40
储能	0.41	0.51	0.68	0.86	1.08	1.35	1.65
合计	5.43	7.46	9.88	12.42	14.42	17.18	21.21

资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII)、申万宏源研究

预计到 2020 年，动力锂电铜箔需求占比达到 67%，数码需求占比达到 25%，储能需求占比达到 8%。

2.2 锂电铜箔供给：产量有序扩张

近年来，全球锂离子电池市场快速发展，锂电铜箔需求保持着稳步增长的趋势，据高工产研锂电研究所 (GGII) 调研统计，预计 2018 年全球锂电铜箔产量同比增长 29.20%，达 14.60 万吨，增速低于同期锂离子电池的增速，主要是因为锂离子电池往轻薄化和高能量密度方向发展，6-7 μm 的超薄锂电铜箔应用比例逐渐增多，因此导致铜箔产量同比增速要低于电池。

未来几年，受全球锂离子电池市场增长带动，全球锂电铜箔市场将延续着高增长的状态，GGII 预计未来四年产量 CAGR 达 24%，到 2020 年产量将突破 20 万吨。

表 11：2014-2020 全球锂电铜箔产量 (万吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
总供给	5.90	7.40	9.30	11.30	14.60	17.70	21.70

资料来源：高工产研锂电研究所 (GGII)、申万宏源研究

2.3 供需平衡：未来两年略有过剩

综合锂电铜箔供给与需求的分析，预计 2019-2020 年锂电铜箔供需略有过剩，预计铜箔加工费略有下滑。

表 12：2014-2020 全球锂电铜箔供需平衡表 (万吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
总供给	5.90	7.40	9.30	11.30	14.60	17.70	21.70
总需求	5.43	7.46	9.88	12.42	14.42	17.18	21.21
供需平衡	0.47	-0.06	-0.58	-1.12	0.18	0.52	0.49

资料来源：高工产研锂电研究所 (GGII)、申万宏源研究

综合锂电铜箔供给与需求的分析，预计 2019-2021 年铜箔加工费将略有下滑，预计双光 6 μm 铜箔 2019-2021 年加工费分别为 9.2 万元/吨、9 万元/吨、8.8 万元/吨。

表 13：铜箔加工费预测

测算加工费(万元/吨、不含税、含铜)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
8 μm 以上	6.4	8.6	7.8	7.5	7.4	7.3

双光 7-8 μ m	6.4	7.5	7.7	7.4	7.3	7.2
双光 6 μ m		11.4	9.4	9.2	9.0	8.8
标准铜箔	6.6	7.2	6.7	6.5	6.4	6.3

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. 估值：合理估值 27.74 元/股—29.9 元/股

预计 2019-2021 年双光 6 μ m 锂电铜箔加工费分别为 9.2 万元/吨、9 万元/吨、8.8 万元/吨，2019-2021 年公司双光 6 μ m 锂电铜箔销量分别为 10968 吨、15000 吨、17000 吨，则根据假设条件计算得到公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.42 亿元、4.41 亿元、4.57 亿元。

表 14：假设条件及盈利预测

加工费(万元/吨、不含税、含铜)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
8 μ m 以上	6.4	8.6	7.8	7.5	7.4	7.3
双光 7-8 μ m	6.4	7.5	7.7	7.4	7.3	7.2
双光 6 μ m		11.4	9.4	9.2	9.0	8.8
标准铜箔	6.6	7.2	6.7	6.5	6.4	6.3
销量 (吨)						
8 μ m 以上	1968	763	1018	1000	500	500
双光 7-8 μ m	4138	5440	10057	4500	2000	2000
双光 6 μ m	0	0	2407	10968	15000	17000
标准铜箔	394	1293	1161	1200	1200	1200
归母净利润 (亿元)	0.63	0.85	1.76	3.28	4.12	4.28

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.1 绝对估值：合理估值 27.74 元/股

目前无风险利率 3.2%，股票市场溢价为 5%，1 倍 Beta 对应公司股权成本为 8.2%。综合 Beta 及公司债务成本、有效税率等数据得到加权平均 WACC 为 6.2%。

表 15：WACC 计算

项目	比率	备注
无风险利率	3.2%	
股票市场溢价	5.0%	申银万国证券研究所
Beta	1	申银万国证券研究所
股权成本(Ke)	8.2%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	5.0%	根据历史平均水平预测
资产负债率	50.0%	分析师判断的长期资本结构
有效税率	15.0%	结合当前税率判断的长期值

WACC 6.2% 加权平均

资料来源：公司公告、申万宏源研究

根据绝对估值方法,假设显性阶段与半显性阶段均为三年,永续阶段净利润增长率 3%、ROE 为 12%,则得到公司 IPO 后合理估值为 61.36 亿元,对应每股价格 27.74 元。

表 16: DDM 估值 (百万元、百万股、元/股)

	历史阶段		显性			半显性				递减过渡			永续阶段	
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
净利润	63	85	176	342	441	457	502	552	608	660	708	749	781	805
现金分红率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.0%	27.4%	27.8%	20.8%	30.5%	40.4%	50.7%	61.3%	75.0%
ROE	18.3%	16.2%	25.1%	12.7%	14.1%	12.8%	12.8%	12.9%	13.0%	12.8%	12.6%	12.4%	12.2%	12.0%
现金分红	0	0	0	0	0	123	138	154	126	201	286	380	479	604
折现值	—	—	—	0	0	94	105	109	82	121	159	196	228	
各阶段现值				94			296			704				5042
股权价值				6136										
总股本				231										
每股价值				27.74										

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 相对估值：合理估值 29.9 元/股

可比公司包括诺德股份、生益科技,嘉元科技 6 μ m 超薄锂电铜箔占比远高于诺德股份,净利率及 roe 等盈利能力指标更好。而生益科技主营覆铜板,属于嘉元科技下游龙头,因此可比公司估值角度不宜直接采用平均 PE 进行估值。

表 17: 可比公司 PE 估值

代码	名称	股价		EPS		PE		
		2019/7/18	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600110.SH	诺德股份	5.35	0.08	0.11	0.13	67	50	41
600183.SH	生益科技	14.40	0.47	0.53	0.64	31	27	23
	行业平均					49	38	32

资料来源：Wind、申万宏源研究 (生益科技来自 wind 一致预期)

建议采用可比公司 ROE/PB 法进行估值,考虑到铜箔行业加工费每年有较大波动,因此 ROE 水平采用过去三年及 2016-2018 年平均 ROE,可比公司诺德股份与生益科技对应

的过去三年平均 ROE/PB 分别为 2.1%和 3.5%，平均值为 2.8%，而嘉元科技 2016-2018 年平均 ROE 为 24.88%，因此给与公司当前目标 PB 估值为 8.8 倍，但考虑到嘉元科技目前 6 μ m 超薄锂电铜箔占比较高，盈利能力较强，而未来随着竞争对手逐渐转为生产超薄铜箔后超薄铜箔加工费将逐渐回落，公司盈利能力将有所下滑，因此目前嘉元科技估值应该有所折扣，综合可比公司估值和未来行业趋势变化我们给予公司发行前 PB 估值为 6.6 倍（可比公司 ROE/PB 法计算的 PB8.8 的 75%），对应市值 51.7 亿元，对应每股价格 29.9 元。

表 18: 可比公司估值

代码	名称	股价		ROE(%)		PB	过去三年平均 ROE/PB
		2019/7/18	2016	2017	2018		
600110.SH	诺德股份	5.35	4.55	6.14	7.39	2.8	2.1
600183.SH	生益科技	14.40	15.65	20.12	16.39	5.0	3.5
可比公司平均							2.8
688388.SH	嘉元科技		24.82	21.13	28.68		

资料来源: Wind、申万宏源研究

公司估值采用绝对和相对估值法均合理，因此预计公司合理价格为合理估值 27.74 元/股—29.9 元/股。

新股溢价效应: 根据历史数据统计，上市前 30 日的新股具有明显溢价特征，2018 年以来新股平均溢价率 47%-69%，因此公司上市初期可能的价格波动区间为 40.78-50.53 元/股。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	566	1,153	1,493	1,610	1,752
8μm 以上	66	79	75	37	37
双光 7-8μm	408	770	333	146	144
双光 6μm	0	226	1,007	1,350	1,496
标准铜箔	93	78	78	77	76
其他	0	0	0	0	0
营业总成本	472	949	1,088	1,086	1,208
营业成本	411	839	999	1,062	1,181
8μm 以上	45	58	56	28	28
双光 7-8μm	299	577	255	114	114
双光 6μm	0	138	620	852	970
标准铜箔	67	66	68	68	68
其他	-	-	-	-	-
税金及附加	3	5	8	8	8
销售费用	9	15	19	21	23
管理费用	15	19	24	26	28
财务费用	9	25	-12	-31	-32
资产减值损失	0	7	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	8	0	0	0
营业利润	100	212	405	524	544
营业外收支	-2	-9	-1	-4	-5
利润总额	98	203	404	520	539
所得税	13	27	62	80	82
净利润	85	176	342	441	457
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	85	176	342	441	457

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

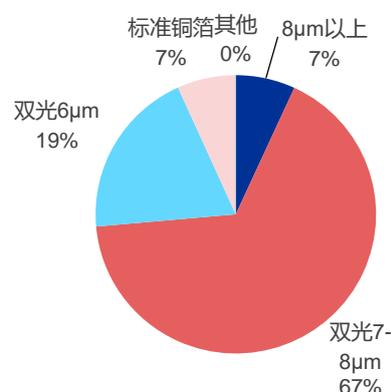
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	85	176	342	441	457
加: 折旧摊销减值	38	56	49	44	134
财务费用	9	25	-12	-31	-32
非经营损失	0	-4	3	-1	-1
营运资本变动	-119	-128	107	-28	-14
其它	4	9	20	7	-11
经营活动现金流	17	135	509	432	532
资本开支	167	109	79	510	410
其它投资现金流	-50	-68	-30	6	6
投资活动现金流	-218	-178	-109	-504	-404
吸收投资	118	0	1,636	0	0
负债净变化	81	82	-75	12	1
支付股利、利息	5	13	-12	-31	-32
其它融资现金流	0	0	-6	2	0
融资活动现金流	194	69	1,566	45	34
净现金流	-7	26	1,966	-26	162

资料来源: wind, 申万宏源研究

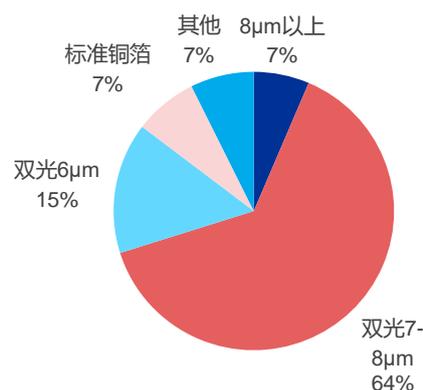
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
-----	------	------	-------	-------	-------

收入结构



成本结构



流动资产	205	382	2,290	2,286	2,468
现金及等价物	22	49	2,015	1,989	2,150
应收款项	85	231	169	190	212
存货净额	88	103	103	103	103
其他流动资产	10	0	3	4	3
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	527	586	626	1,090	1,364
无形资产及其他资产	67	45	63	59	56
资产总计	799	1,013	2,980	3,435	3,888
流动负债	202	213	207	220	216
短期借款	83	143	68	80	80
应付款项	47	70	115	108	116
其它流动负债	72	1	24	32	19
非流动负债	70	97	92	93	94
负债合计	272	310	299	314	310
股本	173	173	231	231	231
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	155	155	1,733	1,733	1,733
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	20	39	75	121	169
未分配利润	179	336	642	1,036	1,445
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	527	703	2,681	3,122	3,578
负债和股东权益合计	799	1,013	2,980	3,435	3,888

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.49	1.02	1.48	1.91	1.98
每股经营现金流	0.10	0.78	2.20	1.87	2.30
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	3.04	4.06	11.61	13.52	15.50
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	13.4	20.9	40.2	28.3	23.7
ROE	16.2	25.1	12.7	14.1	12.8
毛利率	27.4	27.2	33.1	34.0	32.6
EBITDA Margin	25.5	24.1	29.5	29.8	33.3
EBIT Margin	18.9	19.8	26.3	27.1	25.6
收入同比增长	35	104	29	8	9
净利润同比增长	36	107	94	29	4
资产负债率	34.0	30.6	10.0	9.1	8.0
净资产周转率	1.31	1.87	0.88	0.55	0.52
总资产周转率	0.83	1.27	0.75	0.50	0.48
有效税率	13.0	13.3	15.3	15.3	15.3
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/Sale	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股本	173	173	231	231	231

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。