

锂电铜箔供给偏紧，公司持续扩产迎来量价齐升

投资要点

- 公司2021年三季报披露，营业总收入19.87亿元，同比去年增长151.91%，归母净利润为3.94亿元，同比去年增长238.38%，基本EPS为1.71元，平均ROE为13.6%。
- 公司是领先的极薄铜箔生产商，主要产品为6~12 μm 中高端锂电铜箔及高端电子电路铜箔，其中90%以上的营业收入由锂电铜箔贡献，定价模式为“铜价+加工费”，加工费用受供需关系影响较大。产品主要应用于锂离子电池、覆铜板和印制电路板行业。
- 新能源汽车销量持续增长，下游需求旺盛。中汽协数据显示，2021年前三季度，全国新能源汽车产销分别达到216.6万辆和215.7万辆，同比增长1.8倍和1.9倍；我国动力电池产量累计134.7GWh，同比增长195%；销量共计106.8GWh，同比增长177%。锂电池下游市场呈现爆发性增长，带动锂电铜箔行业呈现高景气度。2021年及未来两年，高端铜箔产品供不应求，加工费用普遍上涨，行业毛利率水平显著提升。
- 公司为锂电铜箔行业龙头，技术储备、产品结构丰富。公司目前是国际上极薄铜箔供应量最大的厂家，与国内众多知名锂电池生产龙头企业建立了长期战略合作关系。据不完全统计，公司产品约占国内锂离子动力电池用电解铜箔30%以上的市场份额，占国内锂电铜箔10%以上的市场份额，在国内位居前三。公司产品包括4-6 μm 极薄锂电铜箔、8-10 μm 超薄锂电铜箔等，其中最先进的4.5 μm 极薄高端锂电铜箔占全球50%以上市场份额，位居行业第一。同时公司还是目前唯一实现高端电子电路铜箔国产化生产的厂商。
- 公司积极扩产，产能投放稳步推进。根据公司公告，公司首次公开发行募投项目5000吨/年新能源动力电池用高性能铜箔技术改造项目与今年投产，公司铜箔名义产能已提升至2.1万吨；同时启动再融资工作，筹集资金投入白渡年产1.5万吨高性能铜箔项目。同时，公司收购山东信力源电子铜箔科技有限公司100%股权及全部资产，有利于公司提高扩产进度，先行抢占市场份额。公司远景产能预期为15万吨/年。
- 公司客户资源优势明显，现金流充裕助力产能扩建。公司与宁德时代、比亚迪等众多国内外头部动力电池企业合作关系持续稳定，不断夯实锂电铜箔领域的市场地位。同时，公司多次融资投入产能建设，并积极布局技术升级与产品应用，通过规模效应维持行业领先地位。
- 盈利预测与投资建议。公司锂电铜箔业绩将继续保持高速增长，同时山东、宁德等工厂陆续投产，优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为97%。考虑公司锂电铜箔龙头地位，及公司对新产能、新产品的大力布局，我们给予公司2022年40倍PE，目标价206.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：产业政策变化的风险；行业竞争加剧，产品加工费下降的风险；下游需求不及预期的风险；在建项目投产及达产进度或不及预期的风险。

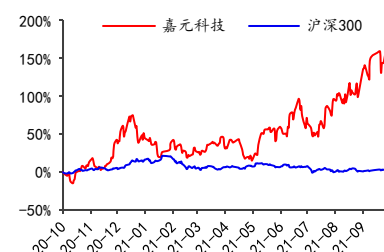
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1202.18	2853.66	6423.66	9258.66
增长率	-16.86%	137.37%	125.10%	44.13%
归属母公司净利润(百万元)	186.41	515.30	1192.76	1707.04
增长率	-43.46%	176.43%	131.47%	43.12%
每股收益EPS(元)	0.81	2.23	5.16	7.39
净资产收益率ROE	7.09%	16.58%	18.41%	30.12%
PE	190	69	30	21
PB	13.56	11.46	8.47	6.27

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.31
流通A股(亿股)	1.68
52周内股价区间(元)	47.65-153.20
总市值(亿元)	354
总资产(亿元)	53.33
每股净资产(元)	12.80

相关研究

1 铜箔站上锂电池风口，行业龙头乘风而起

广东嘉元科技股份有限公司成立于 2001 年 9 月，是一家专门从事研究、制造、销售高性能电解铜箔的大型企业，现拥有年产 2.1 万吨铜箔生产能力，产品主要应用于锂离子电池、覆铜板和印制电路板行业，最终应用在新能源汽车动力电池、储能电池及电子产品等领域。公司于 2019 年 7 月在上交所科创板成为全国首批 25 家上市企业之一。

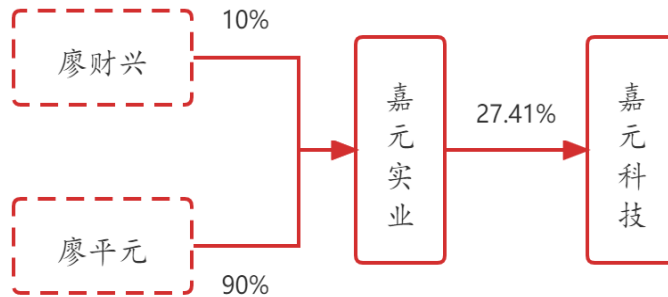
图 1：公司历史沿革



数据来源：Wind，西南证券整理

公司控制权较为集中，决策通道顺畅。公司实控人为廖平元先生，廖平元先生持有嘉元实业 90% 股权，为嘉元实业的控股股东，亦为嘉元科技的实际控制人。董事长廖平元先生拥有深厚的技术背景，为梅县区第六批区管专业技术拔尖人才，且高管团队多出身于金象铜箔、梅雁铜箔，在锂电铜箔行业有多年积累。

公司发布股权激励计划，有望建立长效发展机制。9月18日，公司股权激励草案落地，此激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量 230 万股，约占公告日股本总额的 1%，首次授予价格为每股 74.35 元，激励对象总人数为 161 人，占员工总人数的 12.74%，包括董事、高级管理人员、核心技术员、生产技术（业务）骨干人员。考核目标以 2020 年为基础，2021-2024 年营收增长率不低于 100%/150%/180%/200%，净利润增长率不低于 50%/80%/100%/120%。

图 2：公司股权结构及子公司


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 产能扩张稳步推进，4.5 μm 铜箔量产引领行业变革

押注铜箔轻薄化，打造行业龙头。公司目前分为雁洋、白渡嘉元科技园两个厂区。雁洋厂区占地 220 亩，集生产经营、科技创新于一体，嘉元科技园计划投资 21 亿元，规划占地 199 亩，以生产制造为主，目前正在分两期建设年产 3.1 万吨高性能锂电铜箔项目，2023 年底实现全面投产。年产 2 万吨的铜线加工中心近期投产。

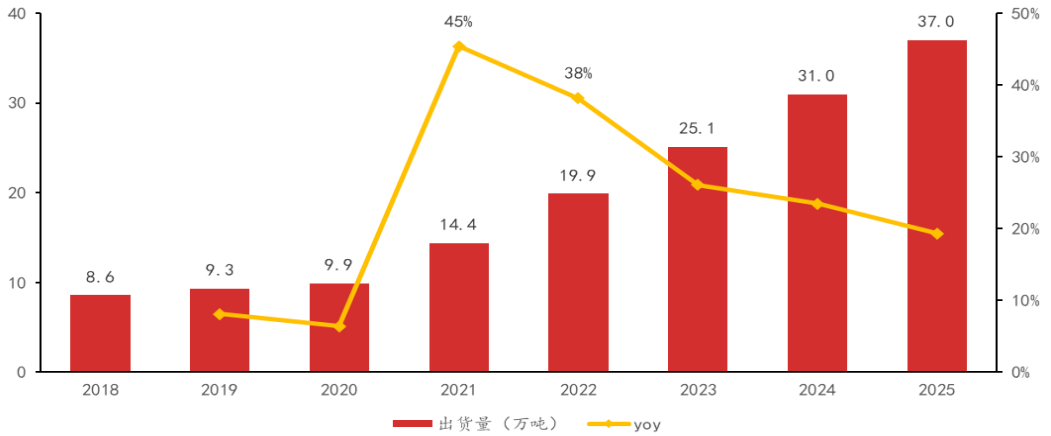
同时，公司加快推进计划投资 43 亿元在梅县区新上的年产 5 万吨高端电解铜箔项目，嘉元科技（宁德）有限公司计划首期投资 13.7 亿元在宁德福安市建设的年产 1.5 万吨高性能锂电铜箔项目、江西嘉元科技有限公司计划首期投资 20 亿元在赣州龙南市建设的年产 2 万吨高端铜箔项目，至 2025 年公司总产能可达 15 万吨以上。

表 1：国内铜箔企业产能情况

企业名称	现有铜箔产能	技术水平
诺德股份	3.9 万吨	具备 4 μm 和 4.5 μm 锂电池铜箔量产能力
灵宝华鑫	6.5 万吨	4.5 μm 锂电池铜箔出货
嘉元科技	2.1 万吨	具备 6 μm 锂电池铜箔量产能力，4.5 μm 铜箔已批量供应
中一科技	1.3 万吨	主要出货为 6 μm 锂电池铜箔，小规模交付 4.5 μm 铜箔
德福科技	3.5 万吨	具备 4.5 μm 锂电池铜箔量产能力
铜冠铜箔	2.0 万吨	主要生产 PCB 铜箔，6 μm 及以下产品占比偏低
超华科技	2.0 万吨	具备 6 μm 锂电池铜箔量产能力
Total	21.3 万吨	

数据来源：各公司公告、官网，西南证券整理

锂电铜箔需求爆发，有望实现量价齐升。需求端，根据 SNE Research 公布数据，2021 年 H1 全国动力电池装机量达到 46.4GWh，在翘尾因素的影响下，预计 2021 年全国动力电池装机量能达到 100GWh，叠加储能电池高速增长、消费电子回暖，今年下游市场景气度高涨，对应今年锂电池铜箔需求超 14GWh，较 2020 年同比增长接近 50%。

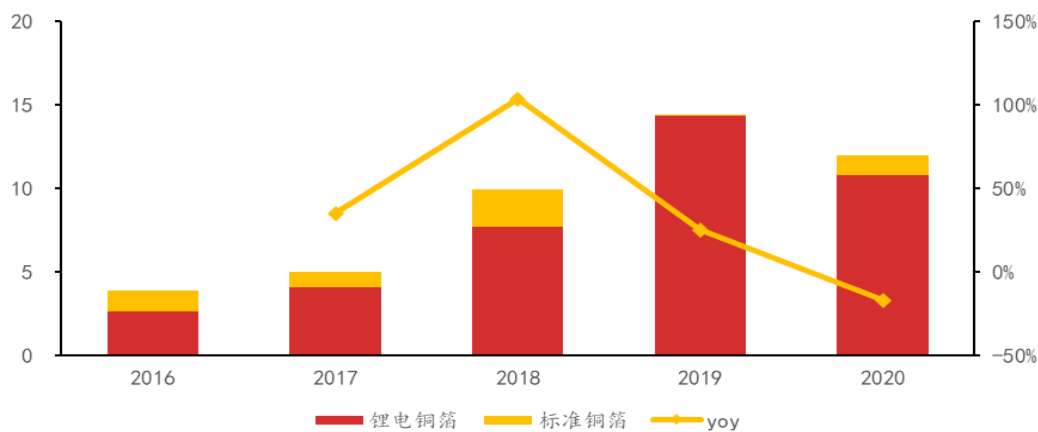
图 3：国内锂电池铜箔出货量及预测


数据来源：GGII，西南证券整理

公司积极调整产品结构，实现 6 微米以下铜箔的技术升级。公司在锂电池不断增加能量密度的趋势下，较早应用超薄和极薄电解铜箔制造技术，实现了 4.5 μm 极薄高端铜箔产业化，4.5 μm 极薄高端铜箔单卷长度可达到 3 万米以上，铜箔面密度、抗拉强度、延伸率等质量关键指标均处于国内领先水平，应用在相同单位体积电池上能提升能量密度 10% 左右，自主研发的 6 μm 铜箔为国内高端锂离子电池制造企业首选产品。

3 公司盈利能力大幅改善，业绩反转成今年主基调

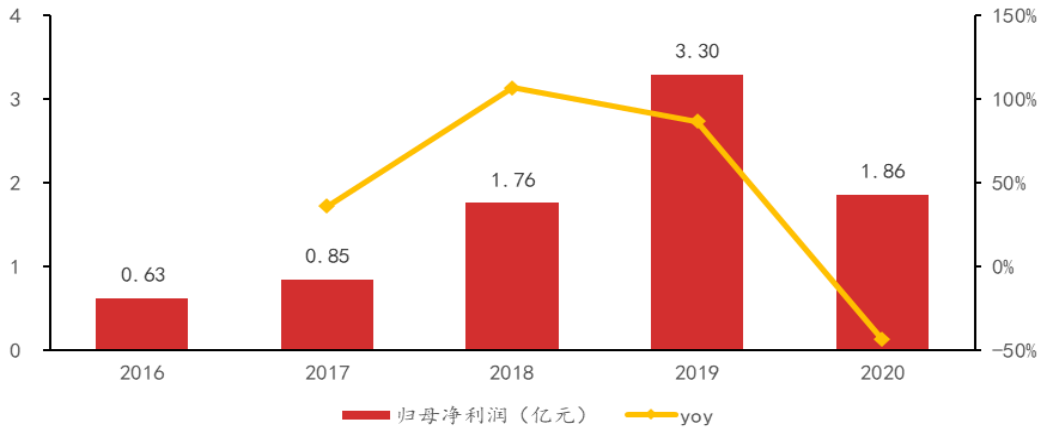
公司顺利抵御疫情冲击，积极扩产重新起航。2015 年至 2020 年，公司营业收入波动较小，锂电铜箔收入贡献占比约 90%，2020 年全年实现营业收入 12.02 亿元，同比呈现小幅下降。随着疫情好转，加之下游需求量爆发式增加，2021 年前三季度已实现营收 19.87 亿元，同比增长 152%。

图 4：公司营业收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利水平大幅提升，业绩向好。2020年，公司推动产品升级、优化客户结构，于当年实现盈利1.86亿元。2021年前三季度，公司归母净利润为3.94亿元，同比增长238.38%，显著高于营业收入增长率。公司上游原材料——铜的价格上涨对公司影响较小，成本压力可转移给下游客户。

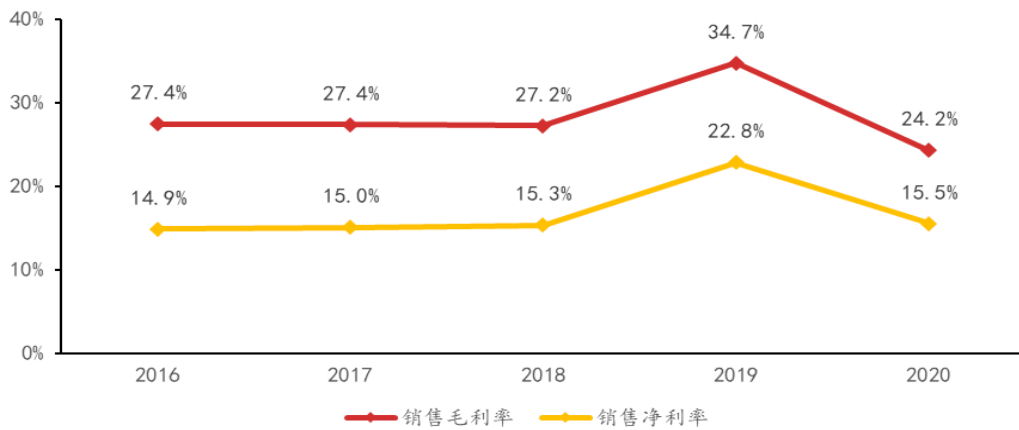
图 5：公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率显著上升，净利率达到历史高值。2021年前三季度毛利率达到30.5%，净利率19.9%。由于公司定价模式为“铜价+加工费”，在铜箔产能相对紧张的情况下，公司议价能力强，今年来加工费多次提升，导致公司盈利水平显著上升。

图 6：公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司产能逐步释放，2021 年/2022 年/2023 年锂电铜箔销量分别为 2.6 万吨/6.0 万吨/8.7 万吨。

假设 2：锂电铜箔整体产能扩张进度较慢，下游需求增长迅速，随着供给紧张，未来三年铜箔单价稳定在 10.5 万元/吨以上。

假设 3：其他业务延续 2020 年营收水平不变。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E	
锂电铜箔	收入	1078.5	2730.0	6300.0	9135.0	
	增速		153.1%	130.8%	45.0%	
	毛利率	15.6%	31.0%	31.0%	31.0%	
其他（标准铜箔等）	收入	123.7	123.7	123.7	123.7	
	增速		0.0%	0.0%	0.0%	
	毛利率	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	
合计	收入	1202.2	2853.7	6423.7	9258.7	
	增速		-16.9%	137.4%	125.1%	44.1%
	毛利率		24.2%	30.1%	30.6%	30.7%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取锂电材料的五家主流公司，2021 年五家公司平均 PE 为 73 倍，2022 年平均 PE 为 44 倍。公司锂电铜箔业绩将继续保持高速增长，同时各生产基地将持续释放新增产能，优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 97%。考虑公司锂电铜箔龙头地位，及公司对新产能、新技术的大力布局，我们保守给予公司 2022 年 40 倍 PE，目标价 206.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600110.SH	诺德股份	23.05	0.00	0.35	0.63	2,399.97	65.02	36.77
300073.SZ	当升科技	83.51	0.85	1.74	2.27	76.43	47.94	36.84
688005.SH	容百科技	118.43	0.48	1.68	3.27	107.23	70.55	36.17
002709.SZ	天赐材料	141.17	0.98	3	3.52	106.38	64.79	40.10

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002812.SZ	恩捷股份	308.95	1.26	2.68	4.44	112.67	115.35	69.52	
平均值								72.73	43.88
688388.SH	嘉元科技	153.20	0.81	2.23	5.16	189.85	68.68	29.67	

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 产业政策变化的风险;
- 2) 行业竞争加剧, 产品加工费下降的风险;
- 3) 下游需求不及预期的风险;
- 4) 在建项目投产及达产进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1202.18	2853.66	6423.66	9258.66	净利润	186.47	515.30	1192.76	1707.04
营业成本	910.73	1994.99	4458.29	6414.44	折旧与摊销	52.22	64.12	74.87	79.68
营业税金及附加	3.34	11.58	25.45	63.88	财务费用	-13.77	39.95	89.93	129.62
销售费用	4.20	11.41	25.69	37.03	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.17	185.49	417.54	601.81	经营营运资本变动	-237.20	-582.64	-1453.63	-1166.00
财务费用	-13.77	39.95	89.93	129.62	其他	103.42	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	91.13	36.73	-96.06	750.35
投资收益	22.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-405.56	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.05	0.00	0.00	0.00	其他	700.09	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	294.52	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	214.36	610.24	1406.76	2011.86	短期借款	113.00	-113.00	234.94	1.33
其他非经营损益	-2.98	-4.00	-3.51	-3.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	211.39	606.24	1403.25	2008.28	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.91	90.94	210.49	301.24	支付股利	-99.28	-37.28	-103.06	-238.55
净利润	186.47	515.30	1192.76	1707.04	其他	-5.63	-39.95	-89.93	-129.62
少数股东损益	0.06	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	8.09	-190.23	41.94	-366.85
归属母公司股东净利润	186.41	515.30	1192.76	1707.04	现金流量净额	393.75	-253.50	-154.12	283.50
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1049.99	796.49	642.37	925.87	成长能力				
应收和预付款项	248.66	491.45	1125.64	1657.17	销售收入增长率	-16.86%	137.37%	125.10%	44.13%
存货	149.98	328.53	734.17	1056.30	营业利润增长率	-44.03%	184.68%	130.53%	43.01%
其他流动资产	334.52	603.80	1334.07	1914.00	净利润增长率	-43.45%	176.34%	131.47%	43.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-44.14%	182.55%	120.01%	41.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	966.74	1010.82	1044.15	1072.67	毛利率	24.24%	30.09%	30.60%	30.72%
无形资产和开发支出	59.10	52.82	46.55	40.27	三费率	2.21%	8.30%	8.30%	8.30%
其他非流动资产	132.36	130.44	128.51	126.59	净利率	15.51%	18.06%	18.57%	18.44%
资产总计	2941.35	3414.34	5055.46	6792.86	ROE	7.09%	16.58%	28.41%	30.12%
短期借款	113.00	0.00	234.94	236.26	ROA	6.34%	15.09%	23.59%	25.13%
应付和预收款项	100.17	169.42	389.62	580.74	ROIC	12.93%	26.65%	37.58%	36.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.03%	25.03%	24.47%	23.99%
其他负债	97.40	136.12	232.40	308.87	营运能力				
负债合计	310.56	305.54	856.96	1125.87	总资产周转率	0.43	0.90	1.52	1.56
股本	230.88	230.88	230.88	230.88	固定资产周转率	1.93	3.41	6.33	8.79
资本公积	1606.78	1606.78	1606.78	1606.78	应收账款周转率	9.52	12.01	12.65	10.49
留存收益	773.07	1251.09	2340.79	3809.28	存货周转率	5.97	8.34	8.39	7.17
归属母公司股东权益	2610.73	3088.75	4178.45	5646.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.57%	—	—	—
少数股东权益	20.05	20.05	20.05	20.05	资本结构				
股东权益合计	2630.79	3108.80	4198.51	5666.99	资产负债率	10.56%	8.95%	16.95%	16.57%
负债和股东权益合计	2941.35	3414.34	5055.46	6792.86	带息债务/总负债	36.39%	0.00%	27.42%	20.98%
					流动比率	7.06	8.97	4.80	5.20
					速动比率	6.47	7.65	3.88	4.21
					股利支付率	53.26%	7.24%	8.64%	13.97%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	252.81	714.30	1571.56	2221.17	每股收益	0.81	2.23	5.16	7.39
PE	189.85	68.68	29.67	20.73	每股净资产	11.30	13.37	18.09	24.44
PB	13.56	11.46	8.47	6.27	每股经营现金	0.39	0.16	-0.42	3.25
PS	29.44	12.40	5.51	3.82	每股股利	0.43	0.16	0.45	1.03
EV/EBITDA	135.68	48.22	22.16	15.55					
股息率	0.28%	0.11%	0.29%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn