

极薄铜箔优质供应商，积极扩产迎接需求爆发

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度报告, 2021 年全年实现营业收入 28.04 亿元, 同比增长 133%; 实现归母净利润 5.50 亿元, 同比增长 195%; 实现扣非归母净利润 4.97 亿元, 同比增长 204%。21Q4 实现营业收入 8.17 亿元, 同比增长 98%, 环比增长 4%; 实现归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 123%, 环比增长 4%; 实现扣非归母净利润 1.32 亿元, 同比增长 96%, 环比下降 2%。业绩符合预期。
- **铜箔极薄化 ($\leq 6\mu\text{m}$) 为必然趋势, 公司作为龙头有望率先受益。**目前, 能量密度为车规级动力锂电池重要参数。经测算, 铜箔作为锂电池负极关键材料, 较为高端的 $6\mu\text{m}$ 铜箔单位用量约 620 吨/GWh, 如果替换成 $4.5\mu\text{m}$ 铜箔, 可显著提升锂电池能量密度 5-10%, 继而提升续航里程, 因此中短期内具有极大的市场应用价值和应用场景。当下国内极薄铜箔供应商稀少, 公司作为产品先驱, 兼具技术与产能, 有望在铜箔极薄化过程中率先受益。此外, LME 铜现货价自今年 3 月初上探后始终维持在历史极高水平, 因此短期内技术含量更高的极薄铜箔与单位含铜量更高的超薄 ($>6\mu\text{m}$) 铜箔价差将大幅缩小或出现倒挂, 使得下游客户拥有更大意愿引入极薄铜箔的使用。
- **设备或成扩产瓶颈, 铜箔供给仍将持续紧张。**根据各铜箔供应商公告, 目前国内铜箔产线核心设备阴极辊主要依赖日本进口, 高精度阴极辊被新日铁、住友等少数企业垄断, 年产量不足 300 台, 对应约 7 万吨/年铜箔新增产能, 远落后于锂电池产能扩张速度, 中短期或导致铜箔供给短缺的情况。因此, 公司作为少数能够使用国产阴极辊进行生产的供应商, 扩产速度及成本优势将大大领先于同业竞争者, 有望通过积极扩产率先抢占增量市场。公告显示, 公司近三年产能利用率为 110%、95%、125% (2021 年 1-9 月), 产销率高达 98%、106%、100% (2021 年 1-9 月), 两指标饱满, 反映下游需求旺盛, 供需持续偏紧, 对加工费形成较强支撑。
- **深度绑定宁德时代, 产业链龙头共成长。**2021 年底, 公司与宁德时代签订《合资经营投资意向备忘录》, 双方拟设立合资公司, 其中嘉元科技占比 80%, 建设年产 10 万吨高性能电解铜箔项目, 合资公司所生产的全部产品将优先向宁德时代供应。本次合资建厂, 侧面反映出行业供给或持续偏紧。公告显示, 2021 年末, 公司拥有产能 2.6 万吨, 根据募投项目建设规划, 2022 年至 2025 年, 公司预计实现产能分别为 4.5 万吨、8.3 万吨、10.1 万吨、10.7 万吨。本次合资后, 公司产能扩张将大幅提速, 规划总产能将超过 20 万吨, 产能总量及投产速度显著领先于行业, 伴随着未来新增产能投产, 公司业绩将稳步兑现。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.53 元、8.26 元、12.58 元, 未来三年归母净利润将保持 75% 的复合增长率。考虑到公司深度绑定下游客户, 业绩确定性强, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品和新技术开发风险、核心技术人员流失风险、新能源汽车产业政策变化及所带来的锂离子电池行业波动风险、锂电铜箔核心技术差距的风险、产品结构单一和下游应用领域集中的风险、市场竞争加剧的风险、新增产能未能如期投放的风险。

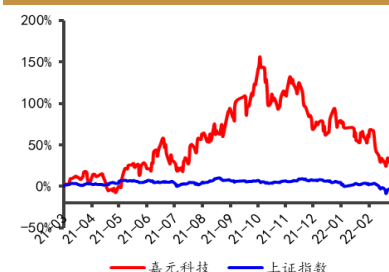
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2804.18	5578.52	9269.01	13631.68
增长率	133.26%	98.94%	66.16%	47.07%
归属母公司净利润 (百万元)	549.96	1060.73	1933.52	2947.22
增长率	195.02%	92.87%	82.28%	52.43%
每股收益 EPS (元)	2.35	4.53	8.26	12.58
净资产收益率 ROE	15.26%	24.38%	18.4%	34.14%
PE	39	20	11	7
PB	6.01	4.98	3.56	2.50

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)	2.34
流通 A 股(亿股)	1.71
52 周内股价区间(元)	64.95-183.00
总市值(亿元)	215.78
总资产(亿元)	60.60
每股净资产(元)	14.55

相关研究

1. 嘉元科技 (688388): 锂电铜箔供给偏紧, 公司持续扩产迎来自来量价齐升 (2021-10-22)

关键假设：

假设 1：公司原有规划产能稳步投产，与宁德时代《合资经营投资意向备忘录》中一期新增 5 万吨产能于 2024 年开始产能爬坡，对应 2022 年/2023 年/2024 年产能分别为 4.8 万吨/8.3 万吨/12.0 万吨；

假设 2：公司定价机制维持“铜价+加工费”原则，成本变动主要由铜价拉动。

假设 3：2022 年原材料 LME 铜价维持 22Q1 的 1 万美元/吨水平，较 2021 年上涨 10%，又因铜价上涨具有周期性，价格高位或难以持续，因此 2023 年至 2024 年铜价回落至 2021 年水平；

假设 4：2022 年/2023 年/2024 年铜箔行业加工费用较稳定，公司加工费随着高端极薄铜箔占比升高，加工费均价随之升高，由 6 μ m 加工费 4.8 万元/吨向 4.5 μ m 加工费 8 万元/吨（鑫椏锂电数据）过渡。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
锂电铜箔	收入	2519.1	5264.9	8924.1	13252.2
	增速		109%	70%	49%
	毛利率	30.2%	30.6%	32.8%	34.0%
标准铜箔及其他	收入	285.1	313.6	344.9	379.4
	增速		10%	10%	10%
	毛利率	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
合计	收入	2804.2	5578.5	9269.0	13631.7
	增速	133%	99%	66%	47%
	毛利率	30.0%	30.5%	32.6%	33.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2804.18	5578.52	9269.01	13631.68	净利润	550.57	1060.73	1933.52	2947.22
营业成本	1962.05	3878.70	6244.29	9018.53	折旧与摊销	81.83	76.05	76.05	76.05
营业税金及附加	10.10	20.83	32.73	94.06	财务费用	40.33	55.79	92.69	136.32
销售费用	7.81	11.16	18.54	27.26	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	61.01	390.50	630.29	886.06	经营营运资本变动	-533.48	-1128.64	-1469.07	-1716.59
财务费用	40.33	55.79	92.69	136.32	其他	179.42	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	318.67	63.93	633.19	1442.99
投资收益	33.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1158.05	-100.00	-200.00	-500.00
公允价值变动损益	20.18	0.00	0.00	0.00	其他	-865.39	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	-2023.44	-100.00	-200.00	-500.00
营业利润	633.13	1221.54	2250.47	3469.44	短期借款	945.97	441.03	0.00	100.00
其他非经营损益	-1.61	-2.31	-2.19	-2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	631.52	1219.23	2248.28	3467.31	股权融资	278.96	0.00	0.00	0.00
所得税	80.96	158.50	314.76	520.10	支付股利	0.00	-109.99	-212.15	-386.70
净利润	550.57	1060.73	1933.52	2947.22	其他	675.29	-264.77	-92.69	-136.32
少数股东损益	0.61	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1900.22	66.27	-304.84	-423.02
归属母公司股东净利润	549.96	1060.73	1933.52	2947.22	现金流量净额	195.45	30.20	128.35	519.97
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1258.98	1289.18	1417.54	1937.51	成长能力				
应收和预付款项	706.17	1336.95	2276.82	3333.98	销售收入增长率	133.26%	98.94%	66.16%	47.07%
存货	323.17	638.85	1028.49	1485.43	营业利润增长率	195.36%	92.94%	84.23%	54.17%
其他流动资产	1025.69	1538.05	2246.52	3084.02	净利润增长率	195.26%	92.66%	82.28%	52.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	198.76%	79.18%	78.75%	52.19%
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	2084.42	2014.43	1944.45	1874.46	毛利率	30.03%	30.47%	32.63%	33.84%
无形资产和开发支出	127.69	225.16	422.63	920.10	三费率	3.89%	8.20%	8.00%	7.70%
其他非流动资产	534.32	530.79	527.25	523.71	净利率	19.63%	19.01%	20.86%	21.62%
资产总计	6060.44	7573.42	9863.68	13159.21	ROE	15.26%	24.38%	31.84%	34.14%
短期借款	1058.97	1500.00	1500.00	1600.00	ROA	9.08%	14.01%	19.60%	22.40%
应付和预收款项	330.18	500.53	870.27	1271.74	ROIC	22.42%	26.00%	33.73%	37.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.93%	24.26%	26.10%	27.01%
其他负债	1062.53	1222.12	1421.26	1654.81	营运能力				
负债合计	2451.68	3222.65	3791.54	4526.55	总资产周转率	0.62	0.82	1.06	1.18
股本	234.19	234.19	234.19	234.19	固定资产周转率	2.69	4.09	7.16	11.13
资本公积	1882.43	1882.43	1882.43	1882.43	应收账款周转率	10.06	10.21	9.61	9.03
留存收益	1265.31	2216.05	3937.43	6497.94	存货周转率	8.29	8.06	7.49	7.17
归属母公司股东权益	3590.66	4332.67	6054.05	8614.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.03%	—	—	—
少数股东权益	18.10	18.10	18.10	18.10	资本结构				
股东权益合计	3608.76	4350.77	6072.14	8632.66	资产负债率	40.45%	42.55%	38.44%	34.40%
负债和股东权益合计	6060.44	7573.42	9863.68	13159.21	带息债务/总负债	77.22%	72.43%	61.56%	53.78%
					流动比率	2.13	2.06	2.41	2.71
					速动比率	1.92	1.79	2.05	2.30
					股利支付率	0.00%	10.37%	10.97%	13.12%
					每股指标				
					每股收益	2.35	4.53	8.26	12.58
					每股净资产	15.33	18.50	25.85	36.78
					每股经营现金	1.36	0.27	2.70	6.16
					每股股利	0.00	0.47	0.91	1.65
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	755.30	1353.38	2419.21	3681.81					
PE	39.24	20.34	11.16	7.32					
PB	6.01	4.98	3.56	2.50					
PS	7.70	3.87	2.33	1.58					
EV/EBITDA	28.13	16.00	8.90	5.73					
股息率	0.00%	0.51%	0.98%	1.79%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn