

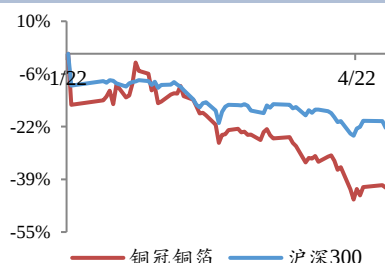
6 μm 占比提升增厚利润，产能扩张有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-06

收盘价（元）	12.76
近 12 个月最高/最低（元）	21.70/11.96
总股本（百万股）	829
流通股本（百万股）	190
流通股比例（%）	22.97
总市值（亿元）	106
流通市值（亿元）	24

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

1.“标箔+锂电铜箔”双核驱动，尽享行业高增长红利 2022-01-27

主要观点：

- **事件：**公司于 2022 年 4 月 20 日发布 2021 年报，于 2022 年 4 月 26 日发布 2022 年第一季度报告。

1) 从全年看，公司实现营业收入 40.82 亿元，同比增长 65.92%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 412.46%；扣非净利润 3.49 亿元，同比增长 507.88%。

从单季度看，21Q4 实现营收 10.10 亿元（同比增长 37.66%，环比下降 11.82%），实现归母净利润 0.84 亿元（同比增长 182.74%，环比下降 25.75%），实现扣非净利润 0.80 亿元（同比增长 220.00%，环比下降 50.27%）。

2) 22Q1 实现营收 9.43 亿元（同比增长 7.02%，环比下降 6.62%），实现归母净利润 0.98 亿元（同比增长 33.58%，环比增长 17.38%），实现扣非净利润 0.90 亿元（同比增长 25.80%，环比增长 12.50%）。

- **高性能电子铜箔利润可观拉动盈利飞升。**量：公司 2021 年铜箔产量 4.1 万吨，假设 PCB 铜箔占比约为 65%，则 PCB 铜箔 2.7 万吨，锂电铜箔 1.4 万吨；价：铜箔销售均价为 9.1 万元/吨；利：铜箔产品毛利率为 17%，净利率 9%；单吨毛利 1.56 万元，单吨净利 0.90 万元。

- **产品技术业界领先，2 万吨铜箔项目稳步推进。**高端铜箔是铜箔行业内企业竞争的重要壁垒：PCB 铜箔方面，公司研发的 5G 用 RTP 铜箔、HVLP 铜箔具有极低的表面粗糙度，可有效降低高频信号传输中的信号，在国内厂商中排名首位；锂电铜箔方面，公司 6 μm 产品也在比亚迪等大客户中渗透率迅速提升。公司现有 PCB 铜箔产能为 2.5 万吨，在建产能 1 万吨（IPO 募投项目）预计年底达产，2023 年达到预定产能；现有锂电铜箔产能 2 万吨，今年 4 月公告铜陵铜箔新建 2 万吨项目，预计投资 17 亿元，预计明年投产。公司稳步推进产能建设，预计年内形成产能 5.5 万吨，明年内形成产能 7.5 万吨。

- **铜箔行业景气度高，产能、技术、资金和客户等壁垒构筑护城河。**得益于铜箔终端新能源汽车行业与 5G 通信行业的迅速发展，市场对其上游电子铜箔的需求迅速增加。虽然近两年铜箔行业产能迅速扩张，市场有投资者担忧行业供需格局变差，导致业内公司盈利能力变差，但我们认为铜箔行业具备较高壁垒：1) 产能：下游客户订单较大，不会选择产能较小的厂商，行业存在较多小厂商无序扩张，而这部分名义产能并不会得到释放，大厂的订单依旧是供不应求；2) 技术：铜箔的质量不简单取决于能否突破极薄铜箔等牌号，而是要求铜箔厂商通过长时间的生产研发积累 know-how，比如添加剂选型、设备调试等，这些对产品的均匀性、一致性、良品率都有较大影响；3) 资金：作为锂电材料中的重资产环节，加之目前行业扩产规模均较大，扩产对资金的要求越发

提升；4）客户：龙头厂商进入重要客户供应链后会持续供货，持续生产和统一规格能提升良品率，并且新进入者也会面临较大壁垒，一是客户验证周期较长，二是习惯头部铜箔厂供货的客户未必会选择新进入者的产品。综合以上考虑，我们认为公司作为铜箔行业的领先企业，稳扎稳打持续推进产能扩张，在标箔和锂电铜箔领域都具备优秀的产品和稳定的大客户，具备良好的成长性。

● 投资建议

公司产能布局合理，产品技术领先行业，项目稳步推进，市场占有率持续提升。同时，后疫情时代，新能源汽车行业与 5G 通信行业迅速回暖，铜箔售价持续走高，公司高性能电子铜箔产品有望实现持续性高速盈利。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 4.96/6.65/7.36 亿元，同比增速分别为 35%/34%/11%，对应 PE 分别为 16X/12X/11X，维持“买入”评级。

● 风险提示

5G 商用进度放缓风险；新能源汽车补贴政策调整风险；疫情持续风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4082	4276	5497	6118
收入同比（%）	65.9%	4.8%	28.6%	11.3%
归属母公司净利润	368	496	665	736
净利润同比（%）	412.5%	35.1%	34.0%	10.7%
毛利率（%）	15.7%	17.7%	17.7%	17.7%
ROE（%）	17.7%	19.3%	20.5%	18.5%
每股收益（元）	0.59	0.80	1.07	1.18
P/E	0.00	15.98	11.93	10.78
P/B	0.00	3.08	2.45	2.00
EV/EBITDA	1.21	11.86	8.91	7.60

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1535	1441	1758	2428	营业收入	4082	4276	5497	6118
现金	249	133	14	533	营业成本	3443	3519	4527	5035
应收账款	671	672	895	988	营业税金及附加	20	23	28	31
其他应收款	8	7	11	11	销售费用	6	18	14	17
预付账款	43	16	27	38	管理费用	35	41	52	56
存货	357	395	504	550	财务费用	65	0	0	0
其他流动资产	207	218	307	308	资产减值损失	-3	-1	-1	-1
非流动资产	1899	1844	2173	2288	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1677	1604	1929	2030	营业利润	439	612	799	892
无形资产	115	153	190	221	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	107	88	54	37	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3434	3285	3930	4716	利润总额	440	612	799	892
流动负债	1138	487	463	509	所得税	73	110	130	151
短期借款	879	0	0	0	净利润	368	502	669	741
应付账款	115	140	174	187	少数股东损益	0	6	4	4
其他流动负债	144	347	289	321	归属母公司净利润	368	496	665	736
非流动负债	221	221	221	221	EBITDA	655	671	907	995
长期借款	98	98	98	98	EPS（元）	0.59	0.80	1.07	1.18
其他非流动负债	123	123	123	123	主要财务比率				
负债合计	1358	707	684	729	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	6	10	14	成长能力				
股本	622	622	622	622	营业收入	65.9%	4.8%	28.6%	11.3%
资本公积	948	948	948	948	营业利润	422.8%	39.4%	30.6%	11.5%
留存收益	506	1002	1667	2404	归属于母公司净利	412.5%	35.1%	34.0%	10.7%
归属母公司股东权	2076	2572	3237	3973	获利能力				
负债和股东权益	3434	3285	3930	4716	毛利率（%）	15.7%	17.7%	17.7%	17.7%
现金流量表					净利率（%）	9.0%	11.6%	12.1%	12.0%
单位:百万元					ROE（%）	17.7%	19.3%	20.5%	18.5%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC（%）	13.5%	17.5%	18.8%	17.1%
经营活动现金流	184	796	353	775	偿债能力				
净利润	368	496	665	736	资产负债率（%）	39.6%	21.5%	17.4%	15.5%
折旧摊销	149	86	142	140	净负债比率（%）	65.5%	27.4%	21.1%	18.3%
财务费用	65	0	0	0	流动比率	1.35	2.96	3.79	4.78
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.00	2.12	2.65	3.62
营运资金变动	-409	206	-459	-107	营运能力				
其他经营现金流	789	297	1129	848	总资产周转率	1.19	1.30	1.40	1.30
投资活动现金流	-75	-32	-472	-256	应收账款周转率	6.08	6.36	6.14	6.19
资本支出	-75	-38	-477	-261	应付账款周转率	29.99	25.12	26.02	26.88
长期投资	0	6	6	5	每股指标（元）				
其他投资现金流	1	0	0	0	每股收益	0.59	0.80	1.07	1.18
筹资活动现金流	97	-879	0	0	每股经营现金流薄）	0.30	1.28	0.57	1.25
短期借款	279	-879	0	0	每股净资产	3.34	4.14	5.21	6.39
长期借款	-141	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	0.00	15.98	11.93	10.78
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	0.00	3.08	2.45	2.00
其他筹资现金流	-41	0	0	0	EV/EBITDA	1.21	11.86	8.91	7.60
现金净增加额	206	-116	-119	519					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。