

众源新材 (603527.SH)

多元布局，拥抱景气赛道

公司深耕铜带箔主业，实现满产满销，扩大产能定位中高端需求。公司切入新能源领域，布局新能源电池托盘和铝箔业务，为公司创造新的利润增长点。同时培育和孵化多个以高精尖产品为主的优质项目，如防腐材料和保温材料、智能设备及高端装备研发等。

□**业务多元化拓展。**公司多年深耕紫铜带箔材领域，2020年收购哈船新材料进军防腐保温材料领域，2021年子公司众源投资注资众源新能源，负责电池托盘业务，2022年成立众源铝箔计划建设电池铝箔生产线。

□**高精度铜板带产能扩建，定位中高端应用市场。**公司现有紫铜带箔材年产能约10万吨，在建项目为10万吨/年高精度铜合金板带（一期5万吨/年）及5万吨铜带坯，随着新能源和5G通讯等的快速发展，高端铜板带的需求快速增长，此次扩建产能主要面向下游新能源汽车、智能电网、半导体集成电路、5G通讯等行业需求，预计将显著提升公司铜板带产品的盈利能力。

□**紧靠新能源，大力发展电池托盘和电池铝箔业务。**

►公司电池托盘业务主要通过孙公司众源新能源开展，现有新能源汽车电池包托盘及储能用电池包托盘年产能10万件，拟扩至50万件，尚处于产能爬坡阶段，预计2022年底建成投产。

►公司计划投建年产5万吨电池铝箔生产线。受新能源汽车和储能双重拉动，全球电池铝箔需求量有望在2025年达到74万吨，根据目前电池厂生产情况及铝箔厂产能爬坡进度，电池箔供应明显难以匹配下游需求增长。公司电池铝箔项目由子公司众源铝箔主导，建设年产5万吨电池箔生产线，一期2.5万吨预计2023年底投产。

□**收购哈工新材料，进军防腐保温材料领域。**哈船新材在安徽省明光市设立了1个生产基地，设计年产能5万吨，预计2022年下半年竣工，其主要产品是防腐材料和保温材料，防腐材料相关产品可适用于重防腐环境，主要可应用于造船、化工、军工、桥梁等领域。目前中国防腐涂料市场，国外企业占据约60%的市场份额，其中高端市场高达80%，国产替代潜力巨大。

□**首次推荐，给予“强烈推荐”投资评级。**预计2022-2024公司归母净利润分别为1.7/3.1/5.3亿元，对应PE分别为29/16/9倍，给予“强烈推荐”投资评级。

□**风险提示：新能源汽车销量不及预期、新项目建设不及预期、行业竞争风险、原材料价格波动、税收优惠政策变动、当前新能源业务占比低等。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3836	6780	7346	9126	12926
同比增长	19%	77%	8%	24%	42%
营业利润(百万元)	74	167	212	381	649
同比增长	-30%	125%	27%	80%	71%
归母净利润(百万元)	63	138	174	313	533
同比增长	-32%	119%	26%	80%	71%
每股收益(元)	0.26	0.56	0.71	1.28	2.19
PE	79.6	36.3	28.7	16.0	9.4
PB	5.3	4.7	4.2	3.3	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

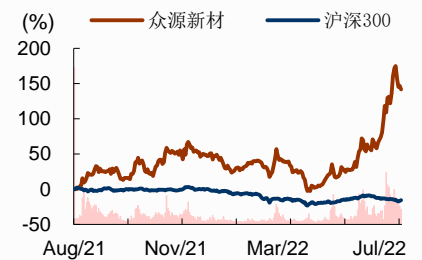
周期/金属及材料
当前股价：21.54元

基础数据

总股本(万股)	24382
已上市流通股(万股)	24382
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	13.2
资产负债率	46.4%
主要股	封全虎
主要股东持股比例	34.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	50	94	120
相对表现	51	103	133



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuwei jie@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、抓住新机遇，紫铜带箔龙头稳中求进.....	5
1、历史沿革.....	5
2、股权结构.....	5
3、主营业务.....	6
二、紫铜带材细分领域龙头，募投项目拓宽品类、聚焦高端.....	9
1、铜带材成为铜加工材第二大细分品种.....	9
2、新能源和 5G 成为铜带材新增长极.....	10
3、公司为国内紫铜带生产领军企业.....	11
三、业务多元拓展助力公司高成长.....	14
1、电池托盘业务初具规模.....	14
2、孵化防腐保温材料项目.....	15
3、布局 5 万吨电池铝箔生产线.....	16
四、投资建议.....	19
五、风险提示.....	20

图表目录

图 1: 众源新材发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司 2021 年营业收入结构.....	7
图 4: 公司 2021 年毛利润结构.....	7
图 5: 公司铜板带产销量 (万吨).....	7
图 6: 公司铜板带单吨毛利 (万元/吨).....	7
图 7: 公司营业收入走势.....	8
图 8: 公司扣非归母净利润走势.....	8
图 9: 铜带箔上市公司销售及管理费用率对比.....	8

图 10: 铜带箔上市公司资产负债率对比	8
图 11: 铜带各品种示意图	9
图 12: 2021 年铜材细分品种产量分布	9
图 13: 2016-2021 中国铜带材产量 (万吨)	9
图 14: 2021 年国内铜带材细分品种产量	10
图 15: 铜板带材下游应用领域	10
图 16: 2021 年连接器下游应用领域	11
图 17: 铜板带行业集中度	12
图 18: 公司紫铜带箔材产能	12
图 19: 一期 5 万吨项目各产品规划产能	13
图 20: 新能源电池结构件示意图	14
图 21: 中国电池托盘需求测算	14
图 22: 中国防腐涂料市场竞争格局	15
图 23: 中国防腐涂料产量及增速情况	16
图 24: 中国重防腐涂料产量及需求量情况	16
图 25: 钠离子电池的工作原理	16
图 26: 钠离子电池的突出优势——成本	16
图 27: 众源新材历史 PE Band	20
图 28: 众源新材历史 PB Band	20
表 1: 众源新材产品介绍表	7
表 2: 铜板带主要应用领域与代表性用材	10
表 3: 连接器主要类别和应用领域	11
表 4: 公司紫铜带产品经营数据	12
表 5: 新能源汽车对电池铝箔需求测算	17
表 6: 储能对电池铝箔需求测算	17
表 7: 全球电池铝箔整体需求	17

表 8: 电池铝箔供需缺口测算 (以 13 μ m 产能进行测算)	18
表 10: 公司主要经营数据预测	19
附: 财务预测表	21

一、抓住新机遇，紫铜带箔龙头稳中求进

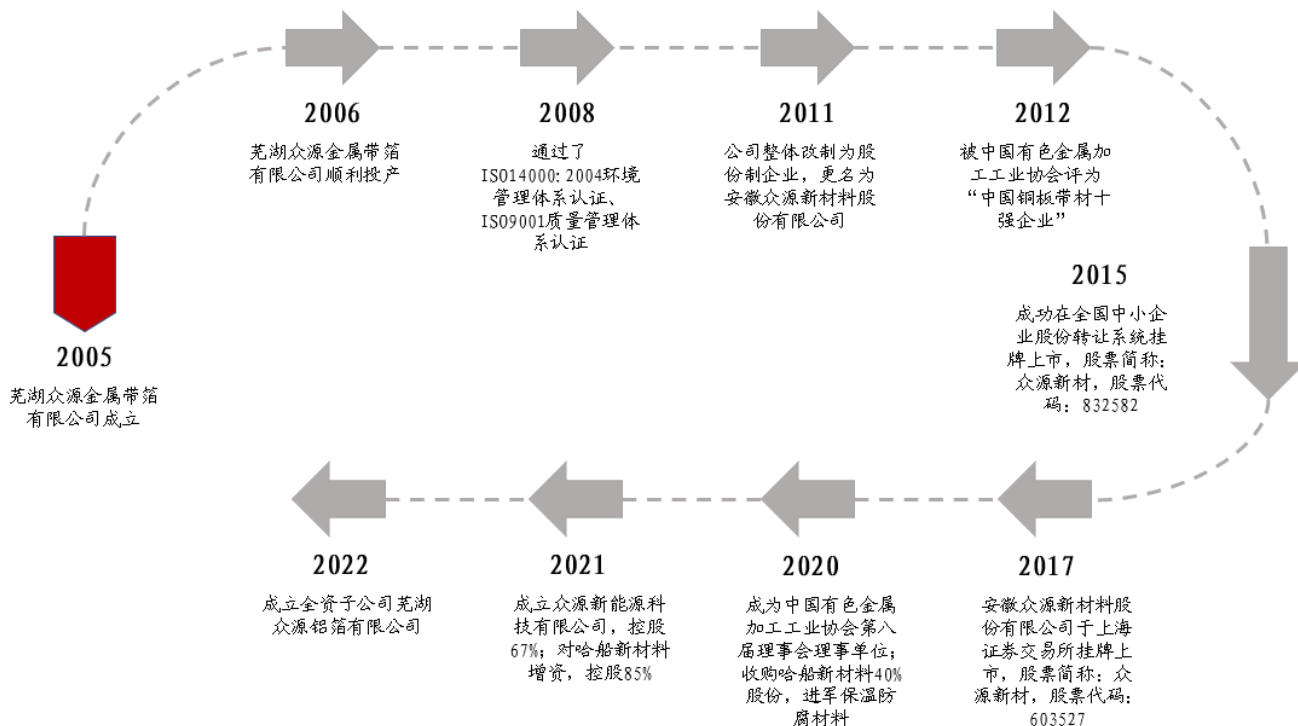
1、历史沿革

安徽众源新材料股份有限公司成立于2005年4月，2017年9月在上海证券交易所挂牌上市。公司主要从事紫铜带箔材的研发、生产和销售业务，广泛应用于通讯、电子、电力、电器等行业，是通讯电缆、电力电缆、变压器、铜包铝、散热器、热交换器、新能源电池等产品的重要材料。公司成立至今，先后被认定为高新技术企业、国家守合同重信用单位、安徽省A级纳税信用单位、安徽省民营企业百强，公司商标认定为安徽省著名商标，产品被评为安徽省名牌产品，多项科技成果被评为省市科技奖，拥有多项发明专利和实用新型专利。公司2017年的3万吨募投项目已正式投产，现已形成年产约10万吨的生产能力，各类紫铜带材的产品将实现多方面覆盖，以满足多层次市场需求，可望成为中国铜带加工企业具竞争力的专业制造商。

2020年4月公司出资人民币400万元收购哈尔滨哈船新材料科技有限公司40%的股权，收购完成后，公司全资子公司众源投资对哈船新材料增资，最终持股比例为70%。2021年8月，因业务发展需要再次进行增资，股权比例增至85%，哈船新材料负责保温及防腐材料新业务板块。2021年10月，因长期战略规划及经营发展的需要，公司以全资子公司众源投资与宝澜投资共同成立安徽众源新能源科技有限公司，主要负责新能源汽车零部件研发销售板块。

2022年3月，公司召开董事会及股东会审议通过了《关于投资建设年产10万吨高精度铜合金板带及5万吨铜带坯生产线项目的议案》，一期项目为新建年产5万吨高精度铜合金板带及5万吨铜带坯的生产线。3月29日公司成立全资子公司芜湖众源铝箔有限公司，在安徽省芜湖经济技术开发区购置土地建设厂房，建设年产5万吨电池箔生产线。

图1：众源新材发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

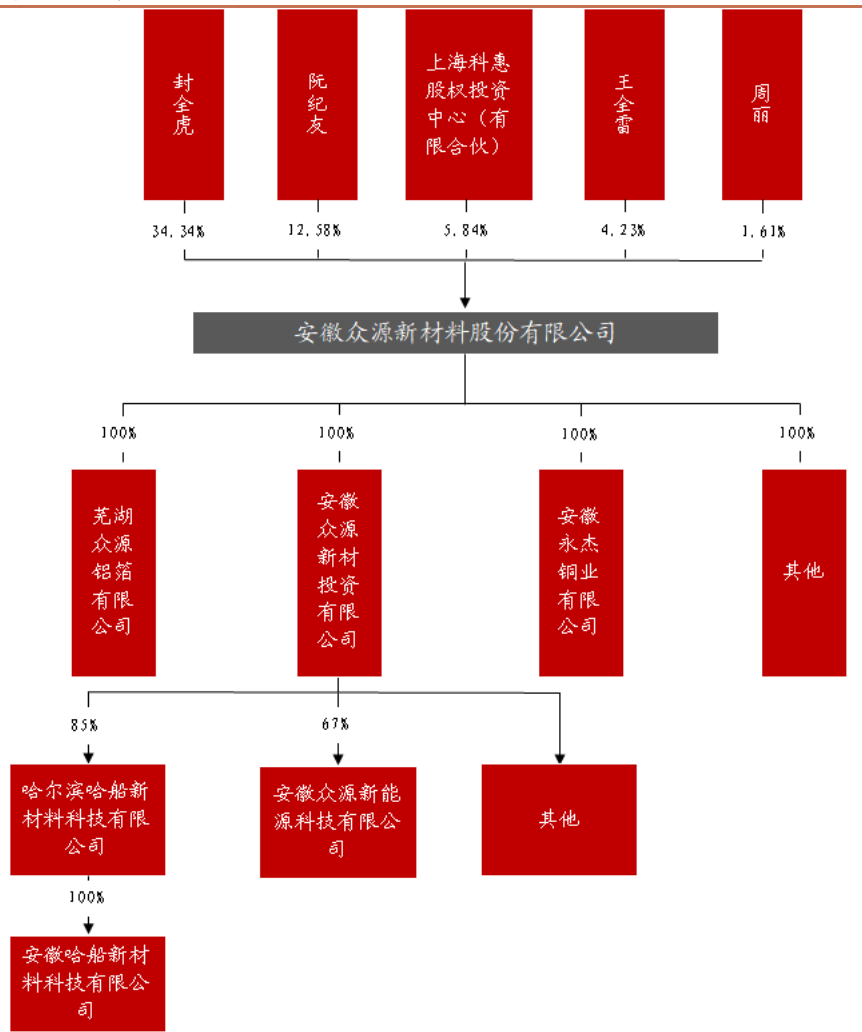
2、股权结构

公司股权结构稳定，多名股东有经营有色金属生产三十余年的经验。公司董事长封全虎现任中国有色金属加工工业

协会理事，公司股东吴平现任公司副董事长、常务副总经理，曾获“中国有色金属工业优秀科技工作者”、“安徽省技术领军人才”等荣誉。截至 2021 年 12 月 31 日，公司实际控制人为封全虎和周丽，分别担任公司董事长和监事，合计持有公司 35.95% 的股权。其中封全虎、周丽为夫妻关系。

公司子公司永杰铜业主要负责有色金属及黑色金属的板、带、管、棒、排、线材的生产、销售及加工，其紫铜箔业务为公司主营业务。此外，电池铝箔、电池托盘、防腐及保温材料为公司业务新领域。2022 年 3 月成立子公司芜湖众源铝箔有限公司，负责铝箔新业务板块；子公司众源投资分别以 85% 和 67% 控股哈船新材料和众源新能源，哈船新材料 100% 控股安徽哈船，安徽哈船主要负责保温及防腐材料业务板块，而众源新能源则负责电池托盘等新能源业务。

图 2: 公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

3、主营业务

公司主要从事紫铜带箔材的研发、生产和销售业务。铜带箔材是一种重要的工业原材料，广泛运用于电子电气、电力、新能源、通讯、轻工、机械制造、家用电器、汽车、建筑、国防、交通运输等众多下游行业。铜带箔材按其含铜量和合金元素构成的不同，可分为紫铜带箔、黄铜带箔、青铜带箔、白铜带箔等。紫铜带箔因其含铜量最高，导电性、导热性等特性最为明显，不可替代地运用于电子电气、电力、新能源、通讯、家用电器等对导电导热性要求较高的行业。

公司是国内紫铜带箔材行业的主要企业之一，经过十余年的发展，公司目前已拥有年产 10 万吨紫铜带箔材的生产能力。公司已经形成了涵盖多个牌号、数十个品种、上千种规格的铜带箔材产品系列。截至 2021 年底，公司共计拥有自主研发的 15 项发明专利，67 项实用新型专利，是紫铜带箔材细分领域的龙头之一。

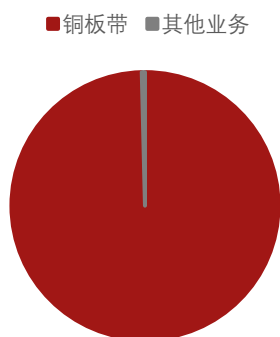
表 1: 众源新材产品介绍表

产品名称	产品用途
紫铜带	新能源: 适用于电池、光伏、LED 行业等
	电缆: 包括射频电缆、防火线缆、屏蔽线缆、线缆包带等电缆行业
	变压器: 专利技术修边, 确保边缘 R 角, 应用于非晶变压器、干式变压器等行业。
	铜包铝(钢): 适用于复合金属线材、排料等行业。
紫铜板	电子电器带: 适用于电镀及高速冲床使用。
紫铜箔	散(换)热器: 用于核电站、潜艇等军工、家用电器行业。
合金铜箔	板材: 主要应用于电子冲压件及插件等行业。
白铜带	适用于散热屏蔽、航空航天、挠性覆铜板、智能电子产品。
	适用于精密电子配件、手机屏蔽罩、振荡器、眼睛配件、纪念币制造、钥匙配件等。

资料来源: 公司公告, 招商证券

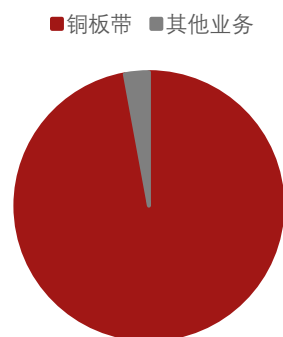
目前公司的营业收入主要集中于铜板带业务, 2021 年公司铜板带业务的营业收入占比约 99.6%, 毛利润占比约 97.1%。公司经过十余年发展, 紫铜带箔材年产能由设立之初的 0.6 万吨逐步增加至 10 万吨/年, 2021 年产量迎来大幅增长, 达到约 11 万吨, 同比+32%, 单吨毛利也止住连续下跌趋势, 反弹至 0.27 万/吨, 同比+35%。

图 3: 公司 2021 年营业收入结构



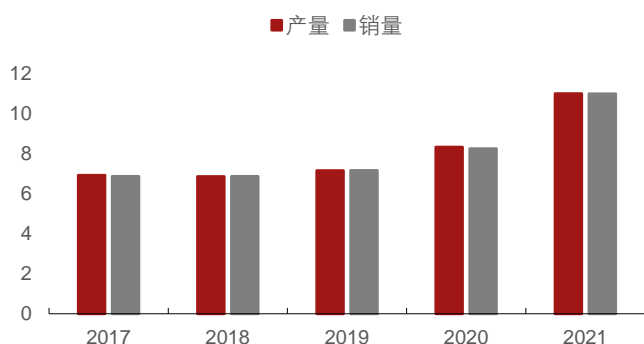
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 公司 2021 年毛利润结构



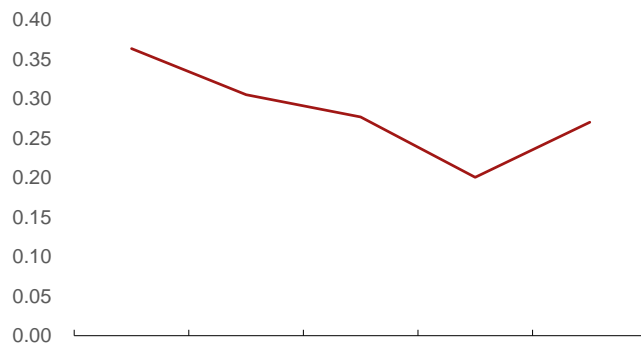
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 公司铜板带产销量(万吨)



资料来源: 公司公告, 招商证券

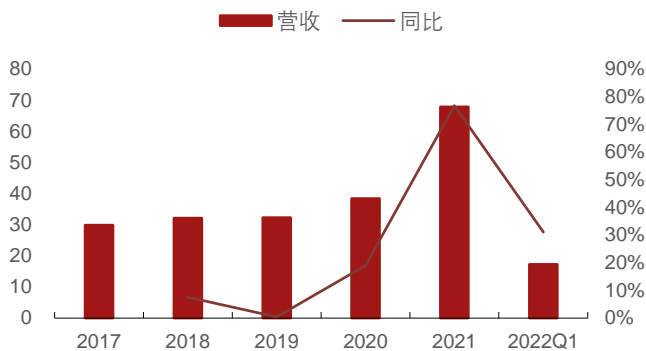
图 6: 公司铜板带单吨毛利(万元/吨)



资料来源: 公司公告, 招商证券

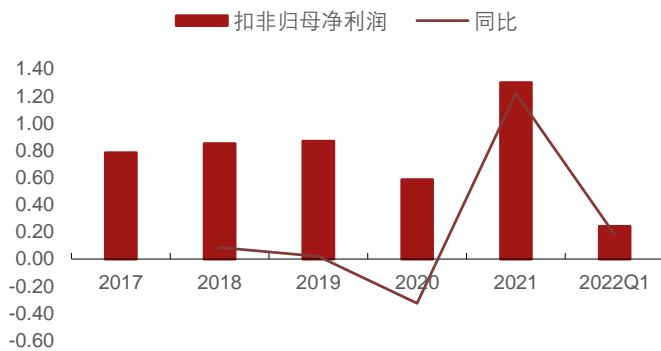
公司采用“原材料+加工费”的定价模式，利润来源为相对固定的加工费。公司一季报显示，2022Q1 公司实现营业收入 17.26 亿元，较去年同比+31.07%，实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比+18.10%。2020 年受疫情影响，部分设备进口配件未能及时到货，整体安装调试进度受到影响。同时由于市场竞争日趋激烈，加工费下降，运营成本上升，压缩公司利润水平。2021 年公司实现营收 67.80 亿元，同比增长 76.74%，主要为铜价上涨及公司募投项目全面投产，产销量较大增长所致。

图 7：公司营业收入走势



资料来源：公司公告、招商证券

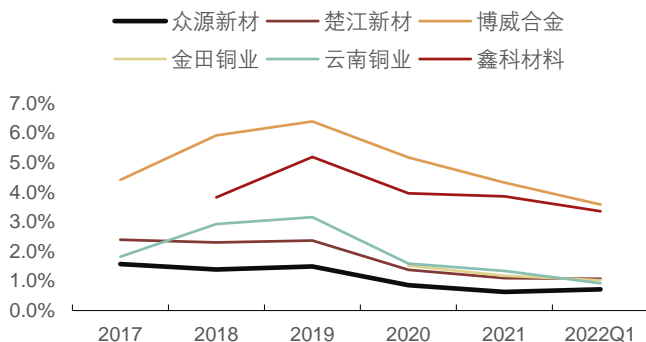
图 8：公司扣非归母净利润走势



资料来源：公司公告、招商证券

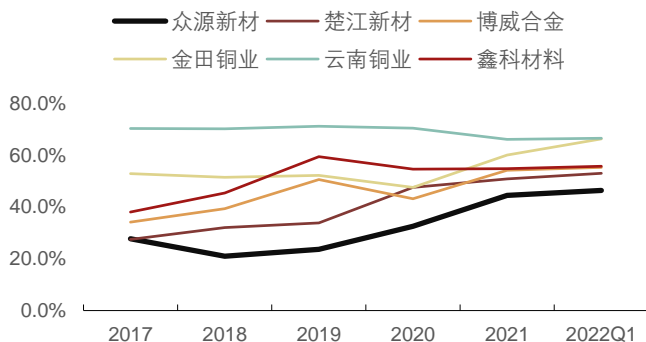
规模效应优势下，公司费用管控能力较强，在同行业中位居前列。公司销售及管理费用率在 2017-2021 年持续下降，从 2017 年约 1.6% 降至 2022Q1 约 0.7%，在同行业中位于较低水平。公司近年资产负债率虽然有所提高，但在行业中仍处较低水平。

图 9：铜带箔上市公司销售及管理费用率对比



资料来源：同花顺 iFind、招商证券

图 10：铜带箔上市公司资产负债率对比



资料来源：同花顺 iFind、招商证券

二、紫铜带材细分领域龙头，募投项目拓宽品类、聚焦高端

1、铜带材成为铜加工材第二大细分品种

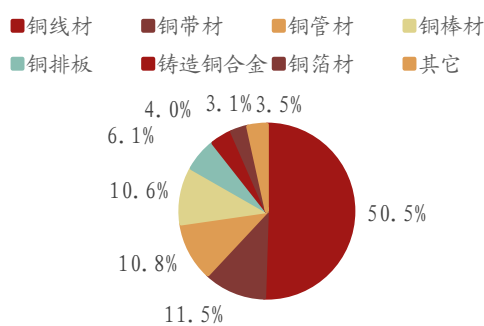
铜带材为铜材细分行业中的重要高端品种。铜带是指厚度在 0.06~1.5mm 之间的铜轧制加工品，目前以黄铜带和紫铜带为主。国内铜带材按品种主要分为黄铜、紫铜、锡磷青铜、高铜合金和白铜带材等。根据中国有色金属加工工业协会统计数据，2021 年国内铜加工材综合产量为 1990 万吨，同比+4.9%，铜带材成为仅次于铜线材的第二大细分品种，产量达 228 万吨，同比+15.7%，占比 11.5%，增速显著快于整体铜加工材。

图 11：铜带各品种示意图



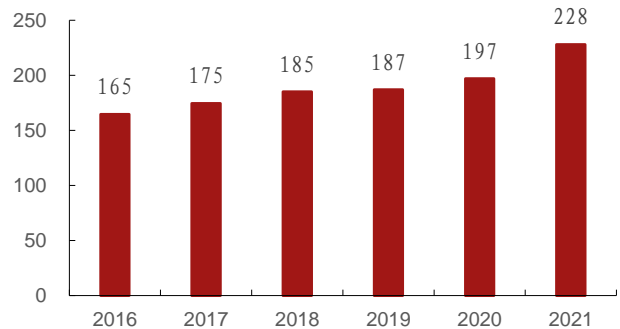
资料来源：众源新材、鑫科材料、招商证券

图 12：2021 年铜材细分品种产量分布



资料来源：中国有色金属加工工业协会、安泰科、招商证券

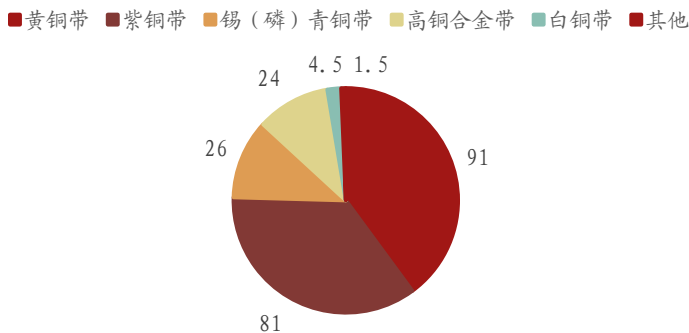
图 13：2016-2021 中国铜带材产量（万吨）



资料来源：中国有色金属加工工业协会、安泰科、招商证券

紫铜为铜带材中重要的品种，占比 36%。紫铜是工业纯铜，因其具有玫瑰红色，表面形成氧化膜后呈紫色，故一般称为紫铜，其具有很好的导电性和导热性，塑性极好，易于热压和冷压力加工，但强度、硬度较差，紫铜带材主要以铜为主，还有占少数的一些杂质，高精度紫铜带主要用于制作发电机、母线、电缆、开关装置、变压器等电工器材和热交换器、管道、太阳能加热装置的平板集热器等导热器材。2021 年国内黄铜带产量 91 万吨，占比 40%，同比+13.8%；紫铜带产量 81 万吨，占比 36%，同比+17.4%；锡(磷)青铜带产量 26 万吨，同比+18.2%；高铜合金带（铜含量 96%~99.3%）24 万吨，同比+20.0%，白铜带产量 4.5 万吨，同比+12.5%。

图 14: 2021 年国内铜带材细分品种产量



资料来源: 中国有色金属加工工业协会、安泰科、招商证券

2、新能源和 5G 成为铜带材新增长极

铜带材主要在汽车、通讯设备、电子信息、航空航天、船舶和家用电器等领域应用。其中随着新基建的助推，以新能源汽车、5G、人工智能、数据中心、物联网等行业为代表的高速发展，将带动铜加工高端材料的需求进一步扩大。不同品种铜带材下游应用虽互有交叉但也有所侧重，如框架材料是以黄铜和高铜为代表，连接器目前绝大多数品种都有应用，电磁屏蔽则主要选用白铜，电力领域（如电镀带、变压器带、光伏焊带等）主要侧重于紫铜。众源新材目前以紫铜为主。

图 15: 铜板带材下游应用领域



资料来源: 新材料在线、招商证券

表 2: 铜板带主要应用领域与代表性用材

类别	电子信息				电力			导热	服装辅料装饰
	框架材料	连接器	电磁屏蔽	其他导电	电镀带	变压器带	光伏焊带	水箱铜带等	造币带、装饰、服装等
黄铜	✓	✓						✓	✓
紫铜		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
白铜			✓						✓
高铜	✓	✓							
锡(磷)青铜		✓							
铜镍锡		✓							
铍铜		✓							
钛铜合金		✓							

资料来源: 吴琼《中国铜板带市场及进口品种分析》、招商证券

备注: “✓”代表细分品种为对应领域的代表性用材

铜板带材为连接器重要上游。电子连接器系电子系统设备之间电流或信号传输与交换的电子部件，可以增强系统设计和组装的灵活性，在电子系统中不可或缺。按照传输的介质不同，连接器可以分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器。连接器基本结构可分为接触件（端子）、绝缘体、壳体、附件，接触件的基础材料为金属材料，一般为铜材。连接器成本中材料成本占比高达 60%以上，原材料主要包括铜/铜合金、塑料等。

表 3: 连接器主要类别和应用领域

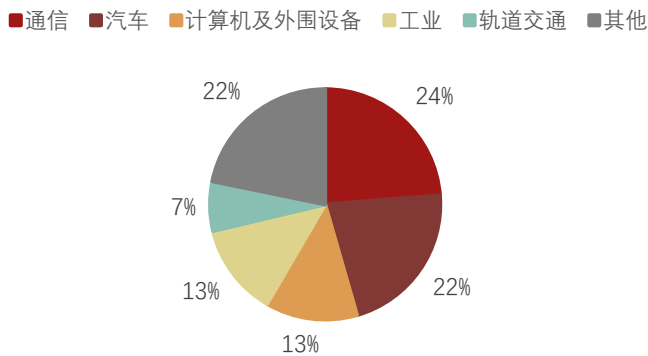
类别	主要功能	主要应用
电连接器	用于器件、组件、设备、系统之间的电信号连接，借助电信号和机械力量的作用使电路接通、断开，传输信号或电磁能量，包括大功率电能、数据信号在内的电信号等	广泛应用于通信、航空航天、计算机、汽车、工业等领域
微波射频连接器	用于微波传输电路的连接，隶属于高频电连接器，因电气性能要求特殊，行业内企业会将微波射频连接器与电连接器进行区分	主要应用于通信、军事等领域。
光连接器	用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件，广泛应用于光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表，光纤对于组件的对准精度要求	广泛应用于传输干线、区域光通讯网、长途电信、光检测、等各类光传输网络系统中
流体连接器	实现液体通路连接或断开的接头，主要用于液体冷却系统环路中各部件间的快速连接和断开	广泛应用于航空、航天等军工防务领域以及数据中心、医疗设备等高端制造领域

资料来源：瑞可达招股说明书、中航光电、招商证券

连接器主要应用于汽车、通信、计算机和工业领域，合计占比超 6 成。连接器下游应用领域广泛，可用于汽车、通信、计算机等消费电子、工业、交通、军事等领域，根据 Bishop&Associates 统计数据，通信和汽车为连接器最大的两个细分应用领域，分别占比 24%和 22%，在计算机和工业领域应用占比分别为 13%和 13%。

随着新能源车的快速发展，汽车电动化驱动高压连接器增量市场，汽车智能化驱动高速连接器增量市场，5G 应用提速则将驱动通信连接器和屏蔽材料需求爆发。

图 16: 2021 年连接器下游应用领域

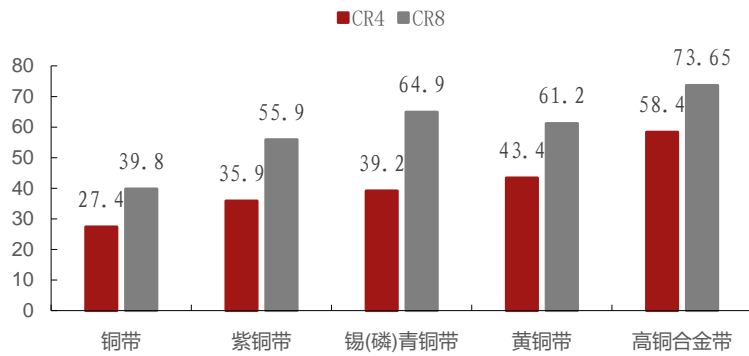


资料来源：Bishop & Associate、招商证券

3、公司为国内紫铜带生产领军企业

公司自成立以来，一直专注于紫铜带箔材的研发、生产和销售，经过十余年发展，公司紫铜带箔材产品生产能力由设立之初的 0.6 万吨/年，逐步增加至目前的 10 万吨/年。我国紫铜带生产企业 50 余家，其中 CR4 约 35.9%，CR8 约 55.9%，行业集中度低于锡（磷）青铜带、黄铜带和高铜合金带等品种，但相比于 2020 年的 27.5%和 46.4%均有较大幅度提升。公司 2021 年产销量 10.99 万吨，占国内紫铜带市场约 13.6%。

图 17: 铜板带行业集中度



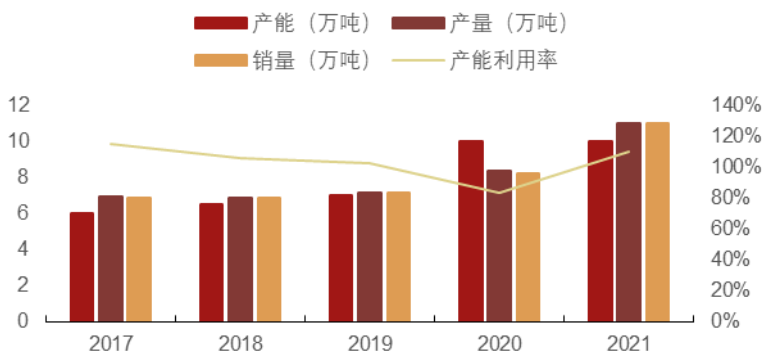
资料来源: 中国有色金属加工工业协会、招商证券

表 4: 公司紫铜带产品经营数据

	2017	2018	2019	2020	2021
产量 (万吨)	6.92	6.86	7.15	8.33	10.99
销量 (万吨)	6.86	6.86	7.16	8.24	10.99
单吨收入 (万元/吨)	4.39	4.66	4.49	4.62	6.15
单吨成本 (万元/吨)	4.03	4.35	4.21	4.42	5.88
其中: 直接材料	3.85	4.17	4.03	4.22	5.67
直接人工	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05
制造费用	0.13	0.14	0.14	0.15	0.15
单吨毛利 (万元/吨)	0.36	0.30	0.28	0.20	0.27

资料来源: 公司公告、招商证券

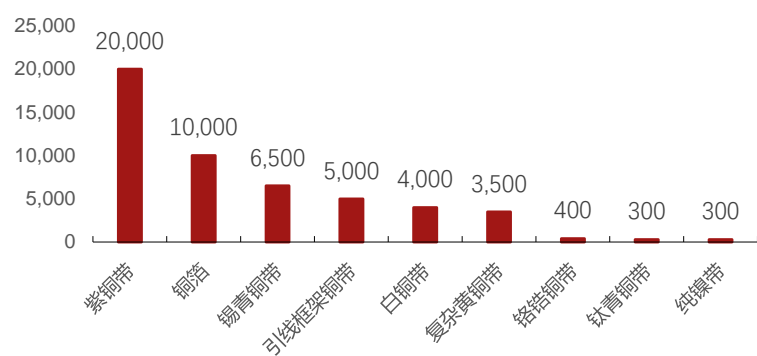
图 18: 公司紫铜带箔材产能



资料来源: 公司公告、招商证券

新增募投项目拓宽了产品种类, 聚焦国际中高端市场。公司现有紫铜带箔材产能约 10 万吨/年, 2022 年 3 月, 公司召开董事会及股东会审议通过了《关于投资建设年产 10 万吨高精度铜合金板带及 5 万吨铜带坯生产线项目的议案》, 一期项目为新建年产 5 万吨高精度铜合金板带及 5 万吨铜带坯的生产线。本次募投项目产品聚焦于锡青铜带、铬钴铜带、钛青铜带、复杂黄铜带等中高端铜带箔材产品, 终端产品定位于国内国际中高端市场, 侧重于智能电网、半导体集成电路、5G 通讯、新能源汽车、太阳能电池、超级电容、锂电储能等行业需求, 产品售价及附加值相对较高。

图 19: 一期 5 万吨项目各产品规划产能



资料来源: 公司公告、招商证券

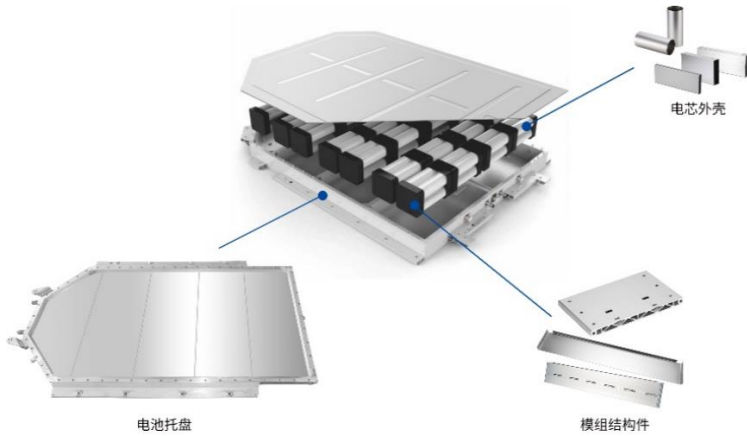
三、业务多元拓展助力公司高成长

1、电池托盘业务初具规模

电池系统是新能源汽车最核心的部件，而电池结构件通过电池托盘、模组结构件、电芯外壳，多层次的承载和保护电池系统。电池托盘是电池系统的整体承载和保护装置，除装载电芯或电池模组外，还集成了热管理系统、电池管理系统（BMS）、高低压电器及连接线等组件。电池托盘需要具备抗挤压、抗冲击、抗震动、抗腐蚀等机械性能，满足气密、冷热冲击、电芯均温、防热失控等安全功能，一般一辆新能源汽车至少使用一套电池托盘。

无模组（CTP）电池托盘带来单位价值提升。传统电池托盘采用“电芯-模组-托盘”设计方案，功能单一，集成效率低，影响电动汽车的续航里程。无模组（CTP）电池托盘，通过整合电池托盘各功能组件，大幅度提升集成效率，缓解了电动汽车的里程焦虑。同时也带动了产品的单位价值提升。

图 20：新能源车电池结构件示意图



资料来源：和胜股份公告、招商证券

我们测算，中国动力电池托盘市场规模有望由 2022 年的 134 亿元提升至 2025 年的 336 亿元，CAGR 为 36%，其中 CTP 电池托盘规模预计由 2022 年的 34 亿元提升至 2025 年的 252 亿元，CAGR 高达 95%。

图 21：中国电池托盘需求测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
国内新能源汽车销量(万辆)	650	850	1100	1400
CTP 电池托盘渗透率	15%	30%	45%	60%
单车价值量(元)				
传统电池托盘	1800	1700	1600	1500
CTP 电池托盘	3500	3300	3100	3000
市场空间(亿元)				
CTP 电池托盘	34	84	153	252
YoY	454%	147%	82%	64%
电池托盘	134	185	250	336
YoY	101%	39%	35%	34%

资料来源：中汽协、招商证券

公司电池托盘业务主要通过孙公司众源新能源开展，成立于 2021 年 10 月 18 日。公司当前托盘业务主要客户有哪吒、奇瑞等，现有新能源汽车电池包托盘及储能用电池包托盘年产能 10 万件，拟扩至 50 万件，尚处于产能爬坡阶段，预计 2022 年底建成投产，未来有望进一步扩大规模。预计 2022-2024 年公司电池托盘销量分别为 15/50/100 万件。

2、孵化防腐保温材料项目

公司防腐&保温材料业务以哈尔滨哈船新材料科技有限公司为主体展开。2020 年 4 月 24 日，公司全资子公司众源投资出资 400 万元收购哈尔滨工程大学船舶装备科技有限公司所持有的哈船新材料 40%的股权，随后进行两次增资，目前公司持有哈船新材料 85%股权。哈船新材料专注于提供防腐工程的设计与服务，业务范围主要包括：轻量化绝热保温材料、船舶防腐材料等的设计研发、生产制造与工程技术服务等。

哈船新材在安徽省明光市设立了 1 个生产基地，设计年产能 5 万吨，预计今年下半年竣工，其主要产品是防腐材料和保温材料，防腐材料相关产品可适用于重防腐环境，主要可应用于造船、化工、军工、桥梁等领域。

海洋防腐涂料的科技含量高、研制周期长、投资大、技术难度高且风险大，国外海洋防腐涂料研发主要集中在实力雄厚的大公司或靠政府支持的部门，如英国的 IP、美国的 PPG、丹麦的 Hemple、挪威的 Jotun 及日本的关西涂料等几家大公司，均有上百年涂料研发历史，占据了我国海洋防腐涂料的主要市场，我国当前海洋防腐涂料发展时间短，不掌握核心技术，缺乏研究资金，研究人员的水平不高等因素所致，这些不足极大地制约了国产涂料进入国际海工市场，也削弱了国产品牌的竞争力。根据新材料在线资料显示，目前中国防腐涂料市场中，国外企业占据约 60%的市场份额，其中高端防腐材料市场份额约 80%被外资企业占据，国产替代潜力巨大。

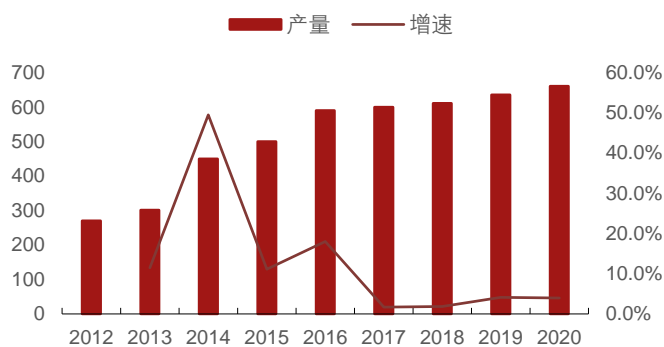
图 22：中国防腐涂料市场竞争格局

市场格局	市场主体	代表企业	主体特征
高端技术市场	外资厂商	海虹老人、国际油漆、阿克苏诺贝尔、佐敦等	行业规则制定者，引领行业技术发展。国内高端防腐涂料市场大部分由国外涂料企业提供，国产化替代空间较大
中端技术市场	国有科研院所、民营企业	中国科学院宁波材料技术与工程研究所、渝三峡、集泰股份、硅宝科技、金力泰、东方雨虹、兆新股份、飞鹿股份等	技术实力优秀，环保防腐涂料仍需突破高性能配方和配套施工技术等壁垒
低端技术市场	中小型企业	行业大部分中小企业	数量众多，区域特质明显，经营较不稳定，抗风险性相对较差

资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

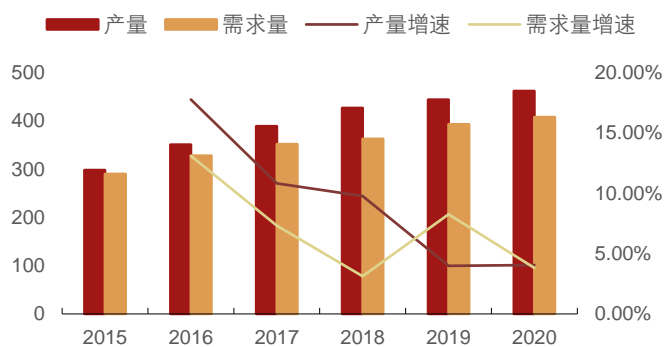
近几年来我国防腐涂料增速较平稳。2020 年我国防腐涂料产量约 661 万吨，同比增长 3.9%。防腐涂料一般分为常规防腐涂料和重防腐涂料。常规防腐涂料是指在一般环境条件下，对金属等基材起防腐蚀作用、延长其使用寿命的涂料；重防腐涂料是相对常规防腐涂料而言，是指能在相对苛刻腐蚀环境里应用、并具有能达到比常规防腐涂料更长保护期的一类防腐涂料。据资料显示，2020 年我国重防腐涂料的产量为 462 万吨，同比 2019 年增长 4.1%，2020 年我国重防腐涂料的需求量为 408 万吨，同比 2019 年增长 3.8%。近年来产量和需求增速都趋于稳定。

图 23: 中国防腐涂料产量及增速情况



资料来源: 前瞻产业研究院、招商证券

图 24: 中国重防腐涂料产量及需求量情况

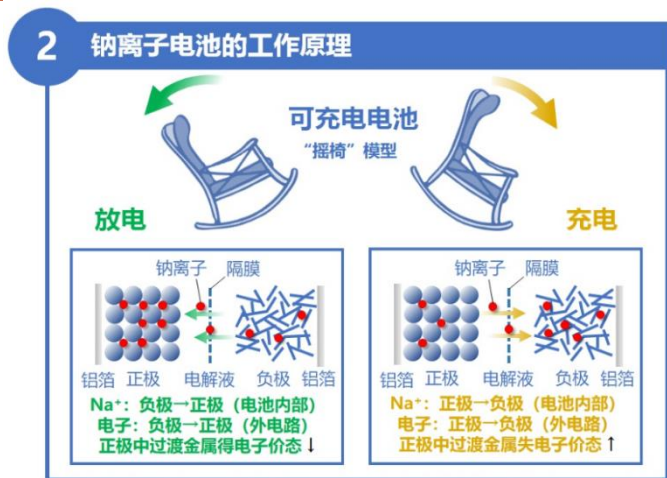


资料来源: 华经产业研究院、招商证券

3、布局 5 万吨电池铝箔生产线

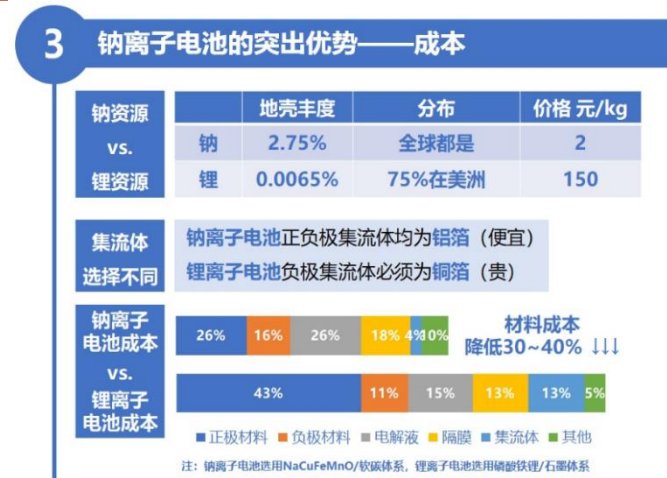
电池铝箔主要用作电芯中正负极电池材料的载体（详见《电池铝箔深度报告（二）：供不应求持续演进，电池材料低估值优质赛道》2022-02-24）。无论何种封装路线，锂电池的正极、钠电池的正负极均使用电池铝箔。根据实际调研数据，每 GWh 三元电池需要电池铝箔 300-450 吨，每 GWh 磷酸铁锂电池需要 400-600 吨，每 GWh 钠电池 800-1000 吨，电池铝箔的需求量在钠电池领域较锂电池翻倍。

图 25: 钠离子电池的工作原理



资料来源: 中科海钠官网、招商证券

图 26: 钠离子电池的突出优势——成本



资料来源: 中科海钠官网、招商证券

由于储能超预期增长，全球电池箔需求量有望在 2025 年达到 89 万吨，年复合增速 39%（此测算尚未考虑钠电池需求拉动）。电池箔售价以“铝价+加工费”方式进行确定，按照铝锭 1.8 万元/吨的价格，目前电池箔平均售价 3.5 万元，据此测算，2025 年电池箔市场空间 311 亿元。

表 5: 新能源汽车对电池铝箔需求测算

年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内						
新能源汽车销量 (万辆)	137	352	634	855	1069	1283
YOY (右)		157%	80%	35%	25%	20%
单位装机量 (GWh/万辆)	0.47	0.44	0.47	0.49	0.52	0.55
动力电池装机量 (GWh)	64	155	296	423	558	706
每 GWh 需求量 (吨)	400	400	400	400	400	400
国内电池箔需求量 (万吨)	2.55	6.18	11.83	16.92	22.34	28.23
海外						
新能源汽车销量 (万辆)	187	298	387	550	814	1180
YOY (右)		59%	30%	42%	48%	45%
单位装机量 (GWh/万辆)	0.44	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55
动力电池装机量 (GWh)	83	142	192	283	433	649
每 GWh 需求量 (吨)	400	400	400	400	400	400
海外电池箔需求量 (万吨)	3.33	5.69	7.68	11.30	17.32	25.97
全球新能源汽车销量 (万辆)	324	650	1021	1405	1883	2464
全球动力电池装机量 (GWh)	147	297	488	706	991	1355
新能源汽车领域需求合计 (万吨)	5.87	11.87	19.51	28.22	39.66	54.20

资料来源: EV Sales、SNE Research、招商证券

表 6: 储能对电池铝箔需求测算

年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增储能装机量 (GWh)	28.5	46.5	95	209	303	424
YOY	36%	63%	78%	120%	45%	40%
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每 GWh 需求量 (吨)	500	500	500	500	500	500
储能领域需求合计 (万吨)	1.71	2.79	5.70	12.54	18.18	25.46

资料来源: 高工锂电、北极星储能网、招商证券

表 7: 全球电池铝箔整体需求

年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池						
装机量 (GWh)	147	297	488	706	991	1355
电池箔需求量 (万吨)	5.87	11.87	19.51	28.22	39.66	54.20
储能电池						
装机量 (GWh)	29	47	114	251	364	509
电池箔需求量 (万吨)	1.71	2.79	5.70	12.54	18.18	25.46
其它						
出货量 (GWh)	117	138	154	161	169	178
电池箔需求量 (万吨)	5.86	6.92	7.68	8.06	8.46	8.89
合计	13.44	21.58	32.88	48.82	66.30	88.54

资料来源: EVTank、SNE Research、高工锂电、北极星储能网、招商证券

2022-2024 年电池箔供应缺 2.8/3.7/7.9 万吨, 继 21 年底上调价格后, 22 年下半年有进一步涨价预期。受供需关系影响, 21 年国内电池箔供应紧张, 四季度行业内整体价格上调 10%-15%。根据目前电池厂生产情况及铝箔厂产能爬坡进度, 电池箔供应明显难以匹配下游需求增长。

表 8: 电池铝箔供需缺口测算 (以 13 μ m 产能进行测算)

年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
鼎胜新材	2.4	5.5	12.0	20.0	28.0	38.0
华北铝业	1.7	3	3.1	4.5	6	6
万顺新材	-	0.2	2.0	5.0	7.2	7.2
神火股份	-	-	1.5	3.5	7	7
东阳光	-	-	0.6	1.0	4.0	6.0
优箔良才	-	1.0	1.0	1.8	1.8	1.8
南山铝业	1.4	1.1	1.8	2.4	3	3
厦门厦顺	0.8	1.2	1.2	0.6	0.6	0.6
常铝股份	-	0.6	0.6	0.6	2.1	3.6
众源新材					2	3
合计	6	13	24	39	62	76
其他:						
明泰铝业、华峰铝业、天山铝业等+海外供应	5.25	5.45	6.05	7.45	9.45	9.95
全球供应合计	11.55	18.03	29.81	46.77	71.07	86.11
全球需求合计	13.44	21.58	32.88	48.82	66.30	88.54
供应缺口	-	-	-3.07	-2.05	4.77	-2.43

资料来源: 各公司公告、草根调研、招商证券

注: 研究员预测数据, 实际以公司公告为准

2022 年 3 月, 公司成立全资子公司众源铝箔, 在安徽省芜湖经济技术开发区购置土地建设厂房, 建设年产 5 万吨电池箔生产线, 分两期建设, 一期 2.5 万吨预计 2023 年底投产。在新能源领域, 公司已完成从参股电池厂商到电池结构件制造, 再到电池铝箔制造的产业布局, 并对公司原有的组织架构进行了调整, 正式设立了新能源中心, 公司将进一步在新能源领域深耕细作, 紧握新能源行业发展新机遇, 为公司创造新的利润增长点。

四、投资建议

基本假设:

- 铜带箔材业务: 预计 2022-2024 年产销量 12、13、16.5 万吨。
- 电池托盘业务: 预计 2022-2024 年产销量 6、50、70 万件。
- 电池铝箔业务: 预计 2024 年贡献产销量 2 万吨。
- 防腐&保温材料业务: 预计 2023-2024 年产销量 2、4 万吨。

预计公司 22-24 年归母净利分别为 1.7、3.1 和 5.3 亿元，对应股价市盈率分别为 29、16 和 9 倍。

表 9: 公司主要经营数据预测

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	32.5	38.6	67.8	73.5	91.3	129.3
铜板带	32.1	38.1	67.5	72.0	78.0	99.0
电池托盘				1.2	10.0	14.0
铝箔						10.0
防腐材料					3.0	6.0
收入增长率		19%	76%	8%	24%	42%
铜板带		18%	77%	7%	8%	27%
电池托盘					733%	40%
铝箔						
防腐材料						100%
毛利率	7%	5%	5%	5%	6%	7%
铜板带	6%	4%	4%	5%	5%	5%
电池托盘				5%	8%	8%
铝箔						12%
防腐材料					33%	33%

资料来源: 公司公告、招商证券

五、风险提示

1、新能源汽车销量不及预期

新能源汽车扁线电机渗透率不及预期；新能源汽车高压线束、高压充电发展趋势不及预期。对市场容量的测算基于较多的假设，存在假设不及预期对测算结果造成影响的风险。

2、新项目建设不及预期

为匹配下游需求的快速增长，公司新增产能建设进度将直接影响公司利润和市场占有率。

3、行业竞争风险

不少企业通过引进先进设备或技术改造，进行产品升级和结构调整，行业竞争加剧。公司如果不能及时提升技术和装备水平和资金实力，经营将会面临较大的行业竞争风险。

4、原材料价格波动

公司电解铜成本占当期营业成本的比例较高，电解铜价格波动对公司营业成本及经营成果有较大的影响。如果未来电解铜价格出现剧烈波动，则可能导致公司经营业绩的波动。

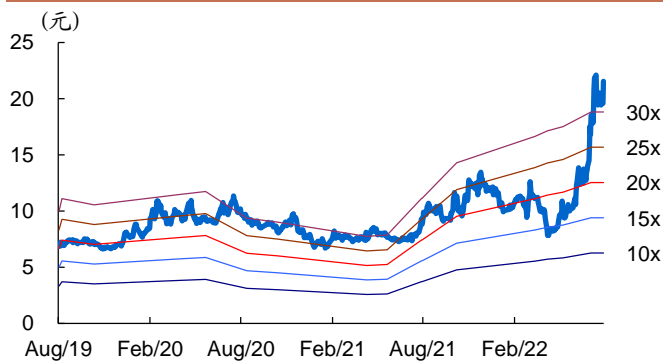
5、税收优惠政策变动

如果永杰铜业未能通过认定或将来不再符合享受税收优惠政策的条件，公司的税负将会增加，从而对公司的盈利能力产生一定的影响。

6、当前新能源相关业务占比低

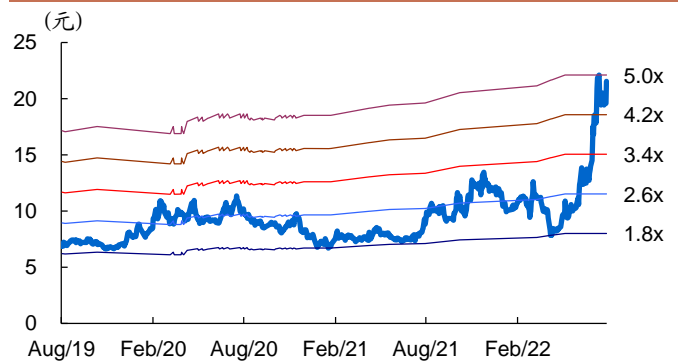
公司电池托盘业务处于起步阶段，电池铝箔业务尚未投产，目前新能源相关业务贡献营收和利润较低。

图 27：众源新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 28：众源新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1053	1496	1584	1910	2613
现金	113	189	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	357	643	675	839	1188
其它应收款	2	14	15	19	27
存货	412	527	558	685	961
其他	169	124	135	167	237
非流动资产	359	424	480	530	574
长期股权投资	11	13	13	13	13
固定资产	275	295	355	408	455
无形资产商誉	40	39	35	32	29
其他	33	76	76	76	76
资产总计	1412	1920	2064	2440	3187
流动负债	440	810	829	893	1106
短期借款	355	581	589	606	717
应付账款	57	178	192	235	330
预收账款	6	13	14	17	24
其他	22	38	35	35	35
长期负债	20	43	43	43	43
长期借款	0	2	2	2	2
其他	20	41	41	41	41
负债合计	460	854	873	936	1150
股本	244	244	244	244	244
资本公积金	298	298	298	298	298
留存收益	406	513	638	951	1484
少数股东权益	4	11	11	11	11
归属于母公司所有者	948	1055	1180	1492	2026
负债及权益合计	1412	1920	2064	2440	3187

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(219)	(18)	180	109	18
净利润	62	137	174	313	533
折旧摊销	29	36	40	47	53
财务费用	9	21	26	26	29
投资收益	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(316)	(206)	(64)	(287)	(616)
其它	(4)	(4)	5	10	18
投资活动现金流	(92)	(90)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(83)	(83)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(9)	(7)	0	0	0
筹资活动现金流	137	186	(69)	(9)	82
借款变动	180	216	5	17	111
普通股增加	70	0	0	0	0
资本公积增加	(70)	0	0	0	0
股利分配	(38)	(29)	(49)	0	0
其他	(4)	(1)	(26)	(26)	(29)
现金净增加额	(174)	78	11	0	0

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3836	6780	7346	9126	12926
营业成本	3667	6474	6971	8552	11997
营业税金及附加	9	10	14	17	25
营业费用	11	14	15	19	27
管理费用	22	29	31	39	55
研发费用	37	57	62	77	129
财务费用	10	22	26	26	29
资产减值损失	(10)	(16)	(16)	(16)	(16)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	5	10	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	74	167	212	381	649
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	74	167	211	380	648
所得税	11	30	37	67	115
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利	63	138	174	313	533

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	19%	77%	8%	24%	42%
营业利润	-30%	125%	27%	80%	71%
归母净利润	-32%	119%	26%	80%	71%
获利能力					
毛利率	4.4%	4.5%	5.1%	6.3%	7.2%
净利率	1.6%	2.0%	2.4%	3.4%	4.1%
ROE	6.7%	13.7%	15.5%	23.4%	30.3%
ROIC	5.9%	10.5%	11.4%	17.2%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	44.5%	42.3%	38.4%	36.1%
净负债比率	25.2%	30.5%	28.6%	24.9%	22.6%
流动比率	2.4	1.8	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.5	1.2	1.2	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	2.9	4.1	3.7	4.1	4.6
存货周转率	11.3	13.8	12.9	13.8	14.6
应收账款周转率	12.8	13.6	11.1	12.1	12.8
应付账款周转率	53.5	55.2	37.7	40.1	42.5
每股资料(元)					
EPS	0.26	0.56	0.71	1.28	2.19
每股经营净现	-0.90	-0.07	0.74	0.45	0.07
每股净资产	3.89	4.33	4.84	6.12	8.31
每股股利	0.12	0.20	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	79.6	36.3	28.7	16.0	9.4
PB	5.3	4.7	4.2	3.3	2.5
EV/EBITDA	52.7	26.4	21.4	13.1	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟浩：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。