

## 具备核心竞争力的铜箔生产商

### —中一科技（301150）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 8 月 15 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

#### ❖ 锂电行业拉动铜箔需求快速增长

2021 年国内电解铜箔实现新增年产能约 11.6 万吨，总年产能达到了 72.12 万吨，同比增长 19.17%；预计到 2022 年，我国电解铜箔产能为 110.32 万吨，同比增长 52.97%。2021 年我国新能源汽车行业进入爆发期，伴随国家对于清洁能源的投资力度加大，增加了储能电池市场需求，锂电铜箔作为重要原材料出货量显著提升。GGII 数据显示，2021 年我国锂电铜箔出货量达到 28.05 万吨，较去年增加 124.4%。

#### ❖ 公司同时具备铜箔全产线与极薄铜箔的生产能力

公司具备从溶铜造液到生箔过程的工艺布局、核心设备设计及优化能力，助力公司产品技术升级，截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有 97 项专利及 2 项软件著作权。经营发展需要相匹配的、围绕添加剂和生产设备自行设计改造的多项核心技术，能够有效助力公司产品技术升级和规模扩张。

#### ❖ 获得头部客户认可，新产能投产保证后续业绩增长

公司 6 $\mu$ m 及以下极薄锂电铜箔，成为宁德时代的重要铜箔供应商之一。2021 年底公司总产能为 2.45 万吨。目前有 1.8 万吨在建，分为三期，第一期 5000 吨今年 6 月份建成投产，其余二期、三期各 6500 吨计划分别于 9 月与 12 月建成投产。

#### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 32.00 亿元（同比增长 45.69%）、46.30 亿元和 65.13 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 43.65%；归属母公司净利润 4.83 亿元（同比增长 26.75%）、6.86 亿元和 9.82 亿元。总股本 1.01 亿股，对应 EPS 4.79 元、6.79 元和 9.72 元。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

#### ❖ 风险提示：新项目投产不及预期、新能源汽车销量不及预期。

##### 盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2196.58	3200.11	4630.17	6513.48
+/-%	87.80%	45.69%	44.69%	40.67%
净利润(百万)	381.39	483.44	686.38	981.99
+/-%	207.64%	26.75%	41.98%	43.07%
EPS(元)	3.78	4.79	6.79	9.72
PE	28.87	22.77	16.04	11.21

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 8 月 15 日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

## 正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	4
1.1.	公司发展历程.....	4
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	4
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	4
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	4
二、	营业务结构和变化.....	5
2.1	主要业务和产品.....	5
2.1.1.	主营业务概述.....	5
2.1.2.	主营业务结构.....	6
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	7
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	8
2.1.4.	公司近期工作.....	8
2.1.5.	公司发展规划.....	9
三、	公司近年重大资本运作.....	10
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	10
3.2	2022IPO 首发概述.....	10
四、	投资建议.....	11
4.1	投资逻辑和观点.....	11
4.1.1.	锂电行业拉动铜箔需求快速增长.....	11
4.1.2.	公司同时具备铜箔全产线与极薄铜箔的生产能力.....	11
4.1.3.	获得头部客户认可，新产能投产保证后续业绩增长.....	11
4.2	盈利预测与估值比较.....	12
4.2.1.	盈利预测.....	12
4.2.2.	估值比较.....	13
	盈利预测.....	14
	风险提示.....	15
	相关报告.....	15

**图表目录**

图 2: 公司主要锂电铜箔产品.....	6
图 3: 公司主要标准铜箔产品.....	6
图 4: 2022 年上半年分行业收入结构.....	7
图 5: 2022 年上半年分行业毛利结构.....	7
图 6: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元).....	7
图 7: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元).....	7
图 8: 销售毛利率和净利率变化 (%).....	8
图 9: 投资回报情况 (单位: %).....	8
图 10: 负债结构和流动性 (%).....	8
图 11: 杠杆运用和资产运营状况.....	8
表格 1. 公司 2022 年半年报最新十大股东情况.....	5
表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态.....	10
表格 3. 公司分业务收入和毛利率假设.....	13
表格 4. 可比公司估值.....	13

## 一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

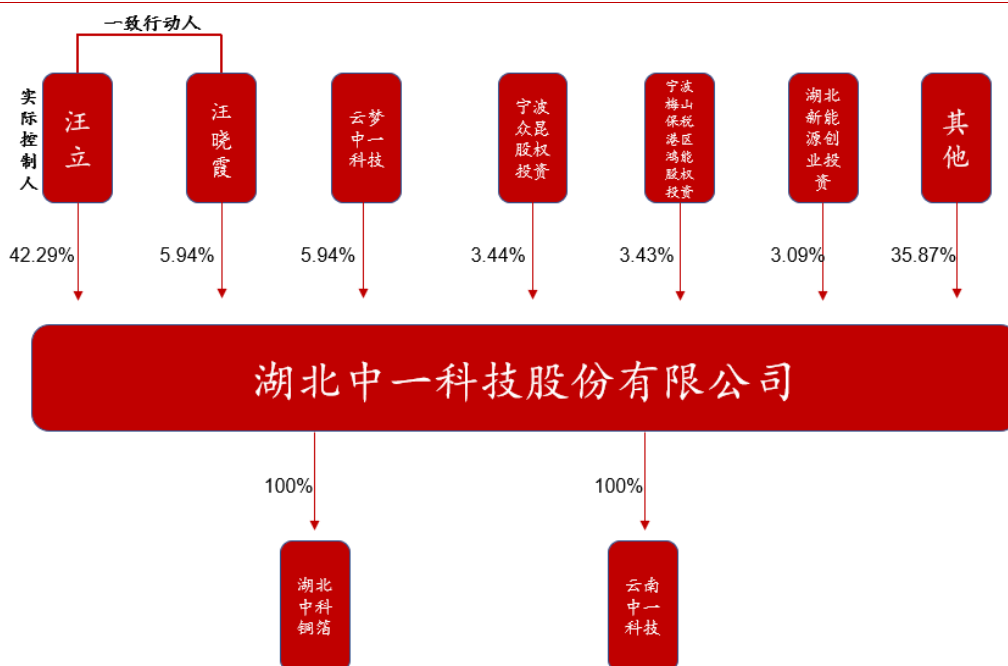
公司成立于 2007 年，主要从事各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售，下辖云梦、安陆两大电解铜箔生产基地。电解铜箔是指以铜材为主要原料，采用电解法生产的金属铜箔。电解铜箔是锂离子电池、覆铜板和印制电路板制造的重要材料。根据应用领域的不同，可以分为锂电铜箔和标准铜箔，产品广泛应用于新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品、覆铜板、印制电路板等多个领域。

### 1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

#### 1.1.1. 控股股东和实际控制人

截至 2022 年 4 月 21 日，汪立为公司实际控制人，持股比例 42.29%；汪晓霞持股比例为 5.94%，与汪立为一致行动人；云梦中一科技投资中心持股比例为 5.94%，宁波众昆股权投资持股比例为 3.44%，宁波梅山保税港区鸿能股权投资持股比例为 3.43%，公司前五大股东合计持股比例为 61.04%。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

#### 1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年半年报披露的信息，汪立直接持有公司 0.43 亿股，占公司总股本的 42.29%，为公司控股股东。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

**表格 1. 公司 2022 年半年报最新十大股东情况**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	汪立	42,720,000	42.2900	不变
2	云梦中一科技投资中心(有限合伙)	6,000,000	5.9400	不变
3	汪晓霞	6,000,000	5.9400	不变
4	宁波众坤股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3,480,000	3.4400	不变
5	宁波梅山保税港区鸿能股权投资合伙企业(有限合伙)	3,465,000	3.4300	不变
6	湖北新能源创业投资基金有限公司	3,120,000	3.0900	不变
7	湖北锋顺创业投资中心(有限合伙)	2,647,924	2.6200	不变
8	黄晓艳	2,206,769	2.1800	不变
9	长江证券创新投资(湖北)有限公司	2,070,000	2.0500	不变
10	中国国际金融股份有限公司	1,949,383	1.9300	新进
	合计	73,659,076	72.9100	--

资料来源：公司公告；2022 年半年报，iFind，川财证券研究所

## 二、营业业务结构和变化

### 2.1 主要业务和产品

#### 2.1.1. 主营业务概述

中一科技是一家专业从事单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售的高新技术企业，下辖云梦、安陆两大电解铜箔生产基地。公司成立至今专注于电解铜箔产品，长期致力于自主科技研发与创新，是国内知名的铜箔专业制造商。公司产品按照轻薄化和表面形态结构进行分类，锂电铜箔主要规格为双面光 4.5 $\mu$ m 锂电铜箔、双面光 6 $\mu$ m 锂电铜箔、双面光其他锂电铜箔及单面光锂电铜箔，标准铜箔主要规格为薄铜箔（厚度为 12 $\mu$ m-18 $\mu$ m）、常规铜箔（厚度为 22 $\mu$ m-70 $\mu$ m）及厚铜箔（厚度为 82 $\mu$ m-175 $\mu$ m）。

##### （1）锂电铜箔

锂电铜箔，作为锂离子电池的负极集流体，是锂离子电池中电极结构的重要组成部分，在电池中既充当电极负极活性物质的载体，又起到汇集传输电流的作用，对锂离子电池的内阻及循环性能有很大的影响，锂离子电池广泛应用于新能源汽车、储能设备及电子产品。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，主要产品规格有各类单双面光 6 $\mu$ m、7 $\mu$ m、8 $\mu$ m、9 $\mu$ m、10 $\mu$ m、12 $\mu$ m 锂电铜箔产品。随着公司双面光 6 $\mu$ m 极薄锂电铜箔 2019 年开始实现量产，公司双面光 6 $\mu$ m 极薄锂电铜箔销售占比逐步提升，2020 年 1-6 月双面光 6 $\mu$ m 极薄锂电铜箔已成为公司锂电铜箔主要产品。

## (2) 标准铜箔

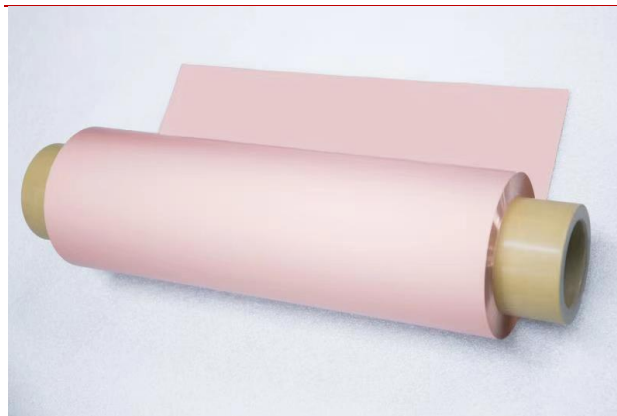
标准铜箔是覆铜板、印制电路板的重要基础材料之一，印制电路板广泛应用于通讯、光电、消费电子、汽车、航空航天等众多领域。公司生产的标准铜箔主要产品规格为 12  $\mu\text{m}$  至 175  $\mu\text{m}$  标准铜箔产品，覆盖规格广泛。

图 2：公司主要锂电铜箔产品



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

图 3：公司主要标准铜箔产品



资料来源：公司公告，iFind，川财证券研究所

### 2.1.2. 主营业务结构

公司主营业务主要是电解铜箔，其中又分为锂电铜箔和标准铜箔。电解铜箔是指以铜材为主要原料，采用电解法生产的金属铜箔。电解铜箔的制备过程是将铜材溶解后制成硫酸铜电解液，然后在专用电解设备中将硫酸铜电解液通过直流电沉积而制成箔，再对其进行表面粗化、防氧化处理等一系列处理，最后经分切检测后制成成品。电解铜箔作为电子制造行业的功能性基础原材料，被称为电子产品信号与电力传输、沟通的“神经网络”，主要用于锂离子电池和印制电路板的制作。

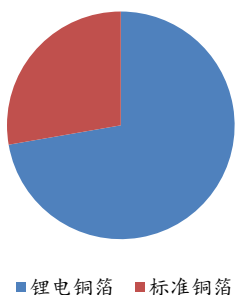
电解铜箔是覆铜板、印制电路板和锂离子电池制造中重要的原材料之一。根据应用领域的不同，可以分为锂电铜箔、标准铜箔；根据铜箔厚度不同，可以分为极薄铜箔、超薄铜箔、薄铜箔、常规铜箔和厚铜箔；根据表面状况不同可以分为双面光铜箔、双面毛铜箔、双面粗铜箔、单面毛铜箔和超低轮廓铜箔。

2021 年度，公司实现营业收入 21.97 亿元，同比增长 87.80%；成本 17.56 亿元，同比增长 70.98%，利润总额 4.35 亿元，同比增加 210.61%；归属于上市公司股东的净利润为 3.81 亿元，同比增加 207.64%；

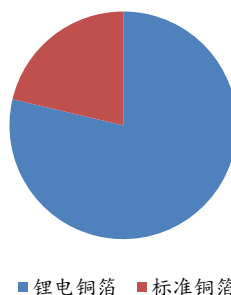
公司主要产品按应用领域分类包括锂电铜箔和标准铜箔。锂电铜箔，作为锂离子电池的负极集流体，是锂离子电池中电极结构的重要组成部分，在电池中既充当电极负极活性物质的载体，又起到汇集传输电流的作用，对锂离子电池的内阻及循环性能有很大的影响，锂离子电池广泛应用于新能源汽车、储能设备及电子产品。标准铜箔是覆铜板、印制电路板的重要基础材料之一，印制电路板广泛应用于通讯、光电、消费电子、汽车、航空航天等众多领域。公司生产的标准铜箔主要产品规格为 10  $\mu\text{m}$  至 175  $\mu\text{m}$  标准铜箔产品，覆盖规格广泛。



2021 年上半年，公司锂电池铜箔业务实现营业收入 10.14 亿元，同比增长 91.42%，成本 7.52 亿元，同比增长 100.68%，毛利率 25.85%，同比减少 11.70%；公司标准铜箔业务实现营业收入 3.89 亿元，同比减少 9.03%，成本 3.19 亿元，同比增加 9.16%，毛利率 18.14%，同比减少 42.92%。

**图 4：2022 年上半年分行业收入结构**


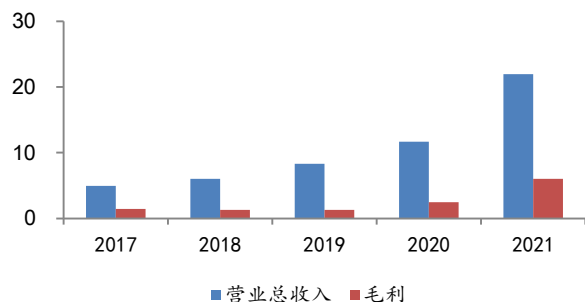
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**图 5：2022 年上半年分行业毛利结构**


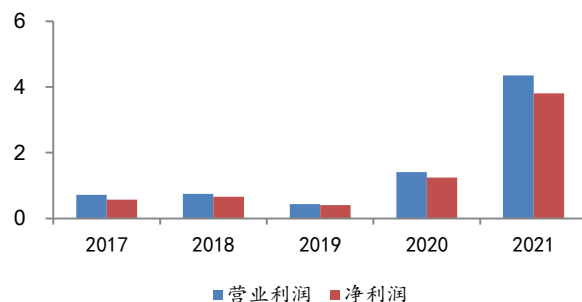
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

锂电铜箔和标准铜箔销售业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。公司 2021 年实现营业利润 21.97 亿元，同比增加 87.80%；归属母公司净利润 3.81 亿元，同比增加 207.64%。2022 年上半年公司实现营业收入 14.07 亿元，同比增加 46.70%；营业利润 2.62 亿元，同比增加 19.83%；归属母公司净利润 2.23 亿元，同比增加 16.52%。

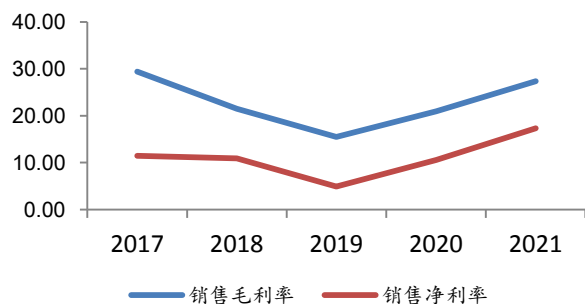
**图 6：历年收入和毛利变化（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

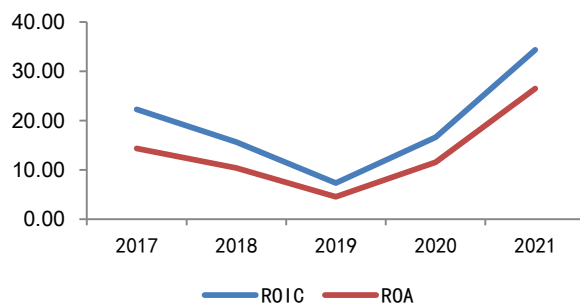
**图 7：历年营业利润和净利润（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 27.35%和 17.36%，相比 2020 年的 20.96%和 10.60%，毛利率和净利率都有大幅提高，主要是因为公司整体营业收入快速增长特别是毛利率较高的锂电铜箔占比提升所致。2022 年上半年，公司综合毛利率和净利率分别为 23.82%和 15.83%，行业竞争激励以及上游原材料价格上涨一定程度上影响了公司的毛利率。

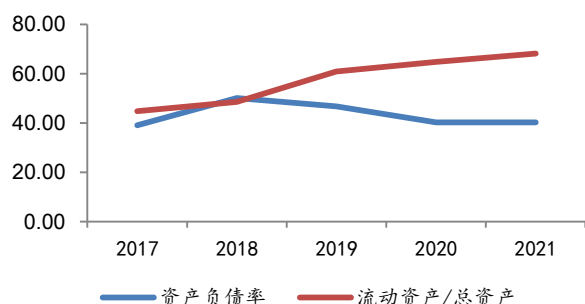
**图 8：销售毛利率和净利率变化（%）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

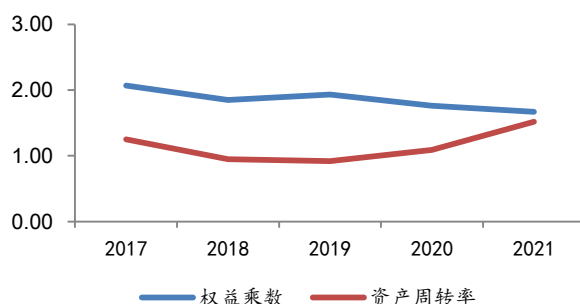
**图 9：投资回报情况（单位：%）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

受到疫情的影响。2022 年上半年，公司 ROE 和 ROA 分别为 5.95% 和 7.20%，同比出现一定下滑，一个原因是公司上市增加了股东权益，另外一个原因是由于行业竞争激烈以及上游原材料涨价的影响使得公司盈利能力出现下滑所致，随着后续原材料价格企稳回落，公司盈利能力有望保持稳定。随着公司上市成功，公司资产负债率与偿债能力有所提高，杠杆下降，资产周转率改善明显。

**图 10：负债结构和流动性（%）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**图 11：杠杆运用和资产运营状况**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

### 2.1.4. 公司近期工作

公司以各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售为主营业务，致力于打造中国领先的铜箔企业。

为了实现公司发展目标，公司正不断地研发创新，打造高性能的产品，满足下游客户对铜箔性能不断提升的要求。中一科技不断加强高性能锂电铜箔生产工艺技术的研发，重点发力极薄锂电铜箔的研发和生产；子公司中科铜箔生产高品质标准铜箔及锂电铜箔，不断改进生产工艺提升产品质量，并参与部分锂电铜箔相关研发项目。公司目标依托先进工艺与技术，不断提高公司产品的技术竞争优势与产品附加值，增强公司产品的市场竞争力，实现可持续性的效益增长和规模扩张，从而不断提升公司在铜箔行业的综合地位。

#### 1、扩大生产能力

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



中一科技及子公司中科铜箔新建高性能锂电铜箔生产线，实现公司产能扩充，提升了公司高性能 6 $\mu$ m 锂电铜箔产品交付能力，提高了公司在电解铜箔行业的市场占有率与品牌影响力。

## 2、不断提高技术研发水平

公司历来重视技术研发水平的提升，不断进行技术创新和产品升级，并打造了一支兼具实践经验与理论基础的研发技术团队。自 2017 年起，公司逐步掌握 6 $\mu$ m 极薄锂电铜箔生产技术并实现高品质、规模化生产，目前 6 $\mu$ m 极薄锂电铜箔已经成为公司的主流产品。同时，公司积极拓展技术前沿，从而适应新的市场需求，目前已掌握 4.5 $\mu$ m 极薄锂电铜箔生产技术，预计未来将成为公司主要的核心产品之一。在标准铜箔方面，公司在进入标准铜箔业务领域后，在原有技术的基础上进行不断更新改进，推动标准铜箔产品向高端领域延伸。

## 3、人才培养

公司致力于引入、培养各类高素质优秀人才，提升公司研发实力。目前公司已形成稳定的管理团队和研发团队，公司核心管理人员、核心技术人员均为行业资深人士，为国内电解铜箔行业的专业人才。为保持公司生产工艺、产品技术领先性，公司在加大研发投入的同时，还建立起规范的绩效考评体系、合理的薪酬体系和公平的晋升机制，充分调动了员工的主动性和积极性，营造了自主创新的工作氛围，从而培养并打造了优秀的人才队伍。

### 2.1.5. 公司发展规划

#### 1、生产运营计划

##### (1) 扩建高性能铜箔生产线

公司将进一步扩大产能，提升公司高性能锂电铜箔、标准铜箔的出货能力，降低单位成本，实现规模效益，进一步提高公司在电解铜箔的市场占有率与品牌影响力。

##### (2) 通过精细化管理实现降本增效

公司将从研发、设备、采购、生产、运营管理等全流程推进精细化标准化管理，提升经营管理效率，进一步降低生产成本。公司将重点加强质量管理体系建设，不断提高良品率，同时优化质量保障体系和售后服务体系，提升客户满意度。

#### 2、技术研发计划

公司以提高企业核心竞争力为根本出发点，不断加大研发投入，通过高水准的研发中心建设，不断引进优秀的研发人才，全面增强公司新产品、新工艺和新技术的研发能力，优化产品结构，以满足下游客户对高性能铜箔的需求。

##### (1) 研发高性能新产品

公司将根据锂电铜箔和标准铜箔的行业发展动态，深度理解技术前景和客户需求，加

加大对高附加值产品的研发投入，重点发展极薄锂电铜箔，满足下游客户对铜箔产品轻薄性的要求。同时，加强高端标准铜箔产品的研发生产，满足下游客户对高端标准铜箔产品的需求。

## （2）加强基础研究与科研合作

公司将加强基础技术和前瞻性技术的研究，与外部科研机构深度合作，通过推进产学研合作与自主创新，不断改进公司产品的生产工艺，提高公司产品质量与生产效率，积极布局各细分市场并提供差异化产品，从而扩大竞争优势。

## （3）完善研发体系，构建人才激励制度

公司将建设先进的技术研发中心，积极推进鼓励创新的企业文化建设，在公司内部形成倡导创新的良好组织结构和人文氛围，对取得研究成果、发明专利的研究开发人员给予专项奖励，促进公司研发能力的不断提升。

## 3、人力资源计划

### （1）人才引进

公司高度重视人才的引进与培养，将人才视为公司发展的重要支撑。未来，公司将优化招聘渠道，提高人员招聘效率，进一步引入行业内的专业人才，优化公司的人才结构，助力公司业务发展。

### （2）人才培养

公司将提供资源，搭建平台，优化公司内部的人才发展环境，建立更为完善的人员培训体系，持续提升各岗位人员专业化水平，为公司发展提供人力资源保障。

## 三、公司近年重大资本运作

### 3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2.公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2022 年 IPO 首发上市	完成	2022/4/21

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 3.2 2022IPO 首发概述

公司拟将首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后的净额投向年产 10000 吨高性能电子铜箔生产建设项目、技术研发中心建设项目和补充流动资金，年产 10000 吨高性能电子铜箔生产建设项目将提升公司高性能铜箔生产产能并增强公司在行业中的竞争力；技术研发中心建设项目有助于提高公司整体研发实力和创新能力，助力公司产品

和技术升级、提升生产效率及人才引进，从而提高公司整体竞争力；补充流动资金将满足公司日常经营活动的资金需求。

本次募集资金投资项目是公司根据自身现状并结合未来发展经营战略所制定，与公司未来的经营方向保持一致。募投项目的实施不会改变公司现有的经营模式，是公司现有业务的深化与发展，将扩大高性能铜箔产品的产能，助力公司产品和技术升级、提升生产效率及人才引进，从而提高公司现有业务的整体竞争力。

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑和观点

#### 4.1.1. 锂电行业拉动铜箔需求快速增长

我国新能源汽车需求的快速增长拉动锂电池装机量持续扩大，根据 GGII 的统计，我国动力锂电池 2021 年出货量达到 220GWh，5 年复合增速接近 50%，预计 2022 年我国动力锂电池需求将超 650GWh。根据 CCFA 统计数据，2021 年国内电解铜箔实现新增年产能约 11.6 万吨，总年产能达到了 72.12 万吨，同比增长 19.17%；预计到 2022 年，我国电解铜箔产能为 110.32 万吨，同比增长 52.97%。2021 年我国新能源汽车行业进入爆发期，伴随国家对于清洁能源的投资力度加大，增加了储能电池市场需求，锂电铜箔作为重要原材料出货量显著提升。GGII 数据显示，2021 年我国锂电铜箔出货量达到 28.05 万吨，较去年增加 124.4%。

#### 4.1.2. 公司同时具备铜箔全产线与极薄铜箔的生产能力

公司具备从溶铜造液到生箔过程的工艺布局、核心设备设计及优化能力，助力公司产品技术升级，所设计的生产线具备高效溶铜、精密净化、稳定生箔、可靠表面处理、柔性稳态自动控制等特点，并可以根据产品和客户的需求进行自主灵活的持续优化改造，能够实现高效稳定生产并降低投资成本。公司依托现有工艺与核心技术，不断提高公司产品技术竞争优势与产品附加值，增强了公司产品的市场竞争力。公司深耕于电解铜箔的研发和生产，过程中累积了丰富的实践经验，逐步形成了与行业关键工艺相关的多项核心技术，打造了一支兼具实践经验与理论基础的研发技术团队，参与了多项电解铜箔相关的标准制定工作。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有 97 项专利及 2 项软件著作权。公司在自主研发的过程中，形成了与公司经营发展需要相匹配的、围绕添加剂和生产设备自行设计改造的多项核心技术，能够有效助力公司产品技术升级和规模扩张。

#### 4.1.3. 获得头部客户认可，新产能投产保证后续业绩增长

公司深入结合行业前沿技术和下游客户需求，持续推进技术创新和产品研发，得到了包含头部动力电池企业在内的众多下游客户的认可。在锂电铜箔方面，公司的产品结构以 6 $\mu$ m 及以下极薄锂电铜箔为主，并凭借优异的产品品质成为宁德时代的重要铜箔

供应商之一。在标准铜箔方面，公司产品规格相对齐全，产品规格覆盖 10 $\mu$ m 到 175 $\mu$ m，并逐步向高端标准铜箔领域延伸。2021 年底公司总产能为 2.45 万吨。目前有 1.8 万吨在建，分为三期，第一期 5000 吨今年 6 月份建成投产，其余二期、三期各 6500 吨计划分别于 9 月与 12 月建成投产。同时公司拟使用超募资金在云梦县建设 1.3 万吨产能，计划 6 月份完成相关手续后开始建设，并于 2023 年建成投产。

## 4.2 盈利预测与估值比较

### 4.2.1. 盈利预测

#### 1. 近期关键财务数据

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是锂电铜箔、标准铜箔和其他业务三个板块。2021 年度，公司实现营业收入 21.97 亿元，同比增长 87.80%；成本 17.56 亿元，同比增长 70.98%，利润总额 4.35 亿元，同比增加 210.61%；归属于上市公司股东的净利润为 3.81 亿元，同比增加 207.64%；

公司 2022 年上半年实现营业收入 14.07 亿元，营业利润 2.62 亿元，归属母公司净利润 2.23 亿元；实现毛利率 23.82%，净利率 15.83%。

#### 2. 盈利预测假设：

收入：公司的主营板块中，锂电铜箔业务随着公司后续新产能的投放以及原材料成本的下降，我们预测未来有望维持大两位数的增长，公司标准铜箔业务随着下游需求的回暖未来保持稳定增长。

毛利率：我们预测公司未来的毛利率有望保持稳定，主要原因是公司新产能的投建带来营收的快速有望实现制造端的规模效应，公司上游原材料大宗商品价格的回落有望对公司的毛利率带来改善。

#### 3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 32.00 亿元（同比增长 45.69%）、46.30 亿元和 65.13 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 43.65%；归属母公司净利润 4.83 亿元（同比增长 26.75%）、6.86 亿元和 9.82 亿元。总股本 1.01 亿股，对应 EPS 4.79 元、6.79 元和 9.72 元。

**表格 3. 公司分业务收入和毛利率假设**

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	锂电铜箔	406.14	655.53	1,303.99	2,216.78	3,546.85	5,320.28
	同比增长		61.40%	98.92%	70.00%	60.00%	50.00%
	标准铜箔	422.61	512.17	888.90	977.79	1,075.57	1,183.13
	同比增长		21.19%	73.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	其他业务	2.00	1.97	3.69	5.54	7.75	10.08
	同比增长		-1.71%	87.50%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	锂电铜箔	17.84%	24.21%	26.43%	26.00%	25.00%	25.00%
	标准铜箔	12.92%	16.53%	28.42%	20.00%	20.00%	20.00%
	其他业务	89.08%	88.93%	94.10%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 8 月 15 日，股价 108.98 元，对应市值 110 亿元，2022-2024 年 PE 约为 21 倍、15 倍和 10 倍。根据 GGII 的统计，我国动力锂电池 2021 年出货量达到 220GWh，5 年复合增速接近 50%，预计 2022 年我国动力锂电池需求将超 650GWh。公司具备从溶铜造液到生箔过程的工艺布局、核心设备设计及优化能力，公司深入结合行业前沿技术和下游客户需求，持续推进技术创新和产品研发，得到了包含头部动力电池企业在内的众多下游客户的认可。2021 年底公司总产能为 2.45 万吨。目前有 1.8 万吨在建，分为三期，第一期 5000 吨今年 6 月份建成投产，其余二期、三期各 6500 吨计划分别于 9 月与 12 月建成投产。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**表格 4. 可比公司估值**

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		净利润/亿元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	688388.SH	嘉元科技	76.27	178.6	178.62	5.5	10.92	18.88	32.48	16.36	9.46	5.18	17.74
2	600110.SH	诺德股份	11.22	195.6	195.65	4.05	8.33	12.05	48.31	23.49	16.24	3.07	11.17
3	603876.SH	鼎胜新材	63.04	308.7	308.75	4.3	10.61	15.03	71.80	29.10	20.54	6.22	9.86
		算数平均	50.2	227.7	227.7	4.6	10.0	15.3	50.9	23.0	15.4	4.8	12.9

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/8/15



## 盈利预测

财务报表预测及比率分析													
资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	31.70	69.76	198.68	320.01	463.02	651.35	营业收入	830.75	1169.67	2196.58	3200.11	4630.17	6513.48
应收票据及账款	432.42	526.57	787.02	1146.57	1658.95	2333.73	营业成本	701.93	924.54	1595.90	2424.59	3523.31	4940.24
预付账款	2.27	0.81	0.58	0.84	1.22	1.72	税金及附加	1.40	4.21	7.63	11.12	16.09	22.63
其他应收款	1.60	0.12	0.14	0.20	0.29	0.41	销售费用	13.96	5.57	8.69	12.66	18.32	25.77
存货	144.92	122.48	202.19	307.18	446.38	625.90	管理费用	20.50	25.37	37.20	54.20	78.42	110.32
其他流动资产	10.80	7.71	10.39	15.14	21.91	30.82	研发费用	31.43	45.99	80.88	117.82	170.48	239.82
流动资产总计	623.72	727.46	1199.00	1789.95	2591.77	3643.92	财务费用	13.26	21.19	25.70	16.33	21.52	26.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.23	0.98	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	333.55	318.60	435.55	437.67	467.55	481.09	信用减值损失	-7.19	-7.59	-11.27	-16.42	-23.75	-33.41
在建工程	12.12	2.97	16.20	50.80	40.40	30.00	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	32.05	31.26	30.42	26.62	22.82	19.01	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1.61	1.39	1.05	0.52	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	22.17	40.60	77.15	76.41	75.68	74.95	资产处置收益	-0.01	-0.08	-0.15	-0.08	-0.08	-0.08
非流动资产合计	401.49	394.81	560.37	592.03	606.44	605.05	其他收益	3.10	4.90	6.25	4.75	4.75	4.75
资产总计	1025.21	1122.27	1759.37	2381.98	3198.21	4248.97	营业利润	43.94	141.00	435.41	551.64	782.95	1119.88
短期借款	183.06	167.20	331.87	460.40	591.89	696.82	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	33.49	114.40	223.32	339.28	493.03	691.31	营业外支出	0.12	1.05	0.70	0.62	0.62	0.62
其他流动负债	215.30	132.95	126.80	192.23	279.28	391.66	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	431.85	414.54	681.99	991.92	1364.20	1779.80	利润总额	43.83	139.96	434.71	551.02	782.33	1119.26
长期借款	0.00	0.00	0.13	0.11	0.08	0.05	所得税	3.08	15.98	53.31	67.58	95.95	137.27
其他非流动负债	46.61	37.01	25.14	25.14	25.14	25.14	净利润	40.74	123.97	381.39	483.44	686.38	981.99
非流动负债合计	46.61	37.01	25.27	25.24	25.22	25.19	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	478.47	451.55	707.26	1017.16	1389.42	1804.99	归属母公司股东净	40.74	123.97	381.39	483.44	686.38	981.99
股本	50.51	50.51	50.51	50.51	50.51	50.51	EBITDA	92.20	202.97	505.35	615.69	859.44	1206.73
资本公积	306.11	306.11	306.11	306.11	306.11	306.11	NOPLAT	53.19	143.87	404.79	498.47	705.97	1005.57
留存收益	190.12	314.09	695.49	1008.19	1452.17	2087.36	EPS(元)	0.40	1.23	3.78	4.79	6.79	9.72
归属母公司权益	546.74	670.72	1052.11	1364.82	1808.80	2443.98	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E
股东权益合计	546.74	670.72	1052.11	1364.82	1808.80	2443.98	成长能力						
负债和股东权益合计	1025.21	1122.27	1759.37	2381.98	3198.21	4248.97	营收增长率	37.89%	40.80%	87.80%	45.69%	44.69%	40.67%
现金流量表							营业利润增长率	-41.42%	220.89%	208.80%	26.69%	41.93%	43.03%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	-30.92%	182.29%	185.71%	23.23%	41.69%	42.48%
税后经营利润	40.74	123.97	381.39	479.89	682.83	978.44	EBITDA增长率	-11.46%	120.14%	148.98%	21.83%	39.59%	40.41%
折旧与摊销	35.12	41.83	44.95	48.35	55.58	61.39	归母净利润增长率	-38.16%	204.30%	207.64%	26.75%	41.98%	43.07%
财务费用	13.26	21.19	25.70	16.33	21.52	26.08	经营现金流增长率	-149.03%	72.24%	101.08%	33677.23%	32.86%	49.37%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
营运资金变动	-347.41	-253.57	-444.56	-288.23	-418.01	-553.16	毛利率	15.51%	20.96%	27.35%	24.23%	23.91%	24.15%
其他经营现金流	0.41	-5.01	-6.71	4.13	4.13	4.13	净利率	4.90%	10.60%	17.36%	15.11%	14.82%	15.08%
经营性现金净流量	-257.89	-71.60	0.77	260.46	346.05	516.88	营业利润率	5.29%	12.05%	19.82%	17.24%	16.91%	17.19%
资本支出	5.29	13.26	98.73	80.00	70.00	60.00	ROE	7.45%	18.48%	36.25%	35.42%	37.95%	40.18%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.97%	11.05%	21.68%	20.30%	21.46%	23.11%
其他投资现金流	-11.18	-16.88	-185.54	-160.58	-140.58	-120.58	ROIC	9.93%	19.71%	48.31%	36.01%	38.68%	41.89%
投资性现金净流量	-5.89	-3.63	-86.81	-80.58	-70.58	-60.58	估值倍数						
短期借款	38.24	-15.86	164.68	128.53	131.48	104.94	P/E	253.69	83.37	27.10	21.38	15.06	10.53
长期借款	0.00	0.00	0.13	-0.02	-0.03	-0.03	P/S	12.44	8.84	4.71	3.23	2.23	1.59
普通股增加	3.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	18.90	15.41	9.82	7.57	5.71	4.23
资本公积增加	111.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	1.30%	1.65%	2.35%	3.36%
其他筹资现金流	112.86	118.79	15.03	-187.06	-263.93	-372.88	EV/EBIT	184.27	65.18	23.17	19.03	13.59	9.63
筹资性现金净流量	266.10	102.93	179.84	-58.56	-132.47	-267.97	EV/EBITDA	114.08	51.75	21.11	17.53	12.71	9.14
现金流量净额	2.33	27.71	93.80	121.33	143.01	188.33	EV/NOPLAT	197.75	73.00	26.35	21.66	15.48	10.97
数据来源: iFind													



## 风险提示

新项目投产不及预期

新能源汽车销量不及预期

## 相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明