

金田股份 (601609. SH)

增持

2022 年报及 2023 年一季报点评：新能源领域业务占比提升，铜加工行业格局有望改善

核心观点

2022 年公司归母净利润同比下降 43%。2022 实现营收 1012 亿元 (+24.7%)，归母净利润 4.2 亿元 (-43.3%)，扣非归母净利润 1.84 亿元 (-73.3%)，经营性净现金流 9.98 亿元。2023Q1 营业收入 240 亿元 (+12.1%)，归母净利润 0.84 亿元 (-37.1%)，扣非归母净利润 0.15 亿元 (-86.3%)，经营性净现金流 -41.2 亿元。盈利下降主因去年下半年下游市场需求疲软，市场竞争加剧，产品加工费下降等因素。

铜材产销高增长，市占率持续提升。2022 年公司铜加工材产量 175 万吨，同比增 15.6%；同期国内铜加工材产量 2025 万吨，同比增 1.8%，公司铜材产量增速远高于行业平均增速。公司铜加工材国内市占率从 2021 年的 7.6% 增加到 2022 年的 8.6%。2022 年公司应用于新能源领域的铜材销量 17.32 万吨，占比从 2021 年 5.7% 提升至 2022 年 10.8%。

逆势扩张，具备较高的盈利弹性。2022 年铜加工行业经受了需求疲软，竞争加剧打价格战等影响，行业内公司普遍放慢了产能投放进度，中小产能不断出清，供应端的压力缓解，随着今年经济复苏，铜加工行业供需格局有望改善。公司已建成了超过 200 万吨铜加工产能，随着加工费环比改善，公司业绩具备较高的弹性。

风险提示：新能源汽车等增量市场需求不及预期风险；铜价或稀土原材料价格大幅波动风险；市场竞争激烈导致产品毛利率下滑风险；新增项目建设进度偏慢的风险。

投资建议：维持“增持”评级

根据年初以来市场情况，我们下调了公司出货量预测值及盈利预测。参照年初以来主要有色金属价格走势，假设 2023-2025 年铜价均为 68500 元/吨，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 1150/1250/1384 亿元，同比增速 13.6%/8.7%/10.8%，归母净利润分别为 7.34/9.66/12.37 亿元（原预测值 10.70/13.63/—），同比增速 74.5%/31.7%/28.0%，EPS 分别为 0.50/0.65/0.84 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 13.7/10.4/8.1。公司铜加工及稀土永磁两大业务均处于快速扩张期，产品持续升级，并具备再生铜回收利用优势，充分受益于新能源市场对铜材及稀土永磁材料的增量需求，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	81,159	101,190	114,986	124,993	138,440
(+/-%)	73.3%	24.7%	13.6%	8.7%	10.8%
净利润(百万元)	741	420	734	966	1237
(+/-%)	44.7%	-43.3%	74.5%	31.7%	28.0%
每股收益(元)	0.50	0.28	0.50	0.65	0.84
EBIT Margin	1.6%	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%
净资产收益率(ROE)	9.9%	5.6%	9.1%	11.0%	12.9%
市盈率(PE)	13.5	23.8	13.7	10.4	8.1
EV/EBITDA	13.2	20.7	14.4	12.1	10.4
市净率(PB)	1.34	1.33	1.24	1.15	1.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

收盘价

6.77 元

总市值/流通市值

10019/9925 百万元

52 周最高价/最低价

8.64/6.51 元

近 3 个月日均成交额

35.11 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金田股份 (601609.SH) - 铜加工与稀土永磁双轮驱动业绩增长，产品迈向高端化》 —— 2022-11-22

2022年公司归母净利润同比下降43%。2022实现营收1012亿元(+24.7%)，归母净利润4.2亿元(-43.3%)，扣非归母净利润1.84亿元(-73.3%)，经营性净现金流9.98亿元。2023Q1营业收入240亿元(+12.1%)，归母净利润0.84亿元(-37.1%)，扣非归母净利润0.15亿元(-86.3%)，经营性净现金流-41.2亿元。

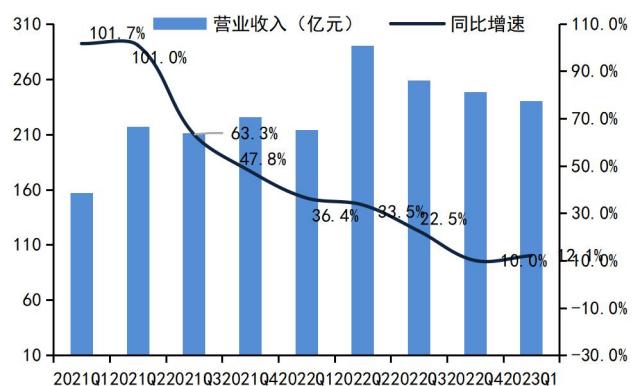
2022年公司毛利润同比下降6.1亿元，其中铜加工版块下滑5.7亿元，稀土永磁版块增加0.7亿元。公司2022年增收不增利，主因：①去年下半年下游市场需求疲软，市场竞争加剧，产品加工费有所下降；②天然气、电力等生产要素价格上涨，导致营业成本上升；③另外最近两年是公司产能高速扩张期，新增产能尚处于爬坡状态，部分产品产能利用率有所下降，固定成本增加，新项目盈利尚未显现；④去年6-7月份铜价大幅波动。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（单位：亿元）

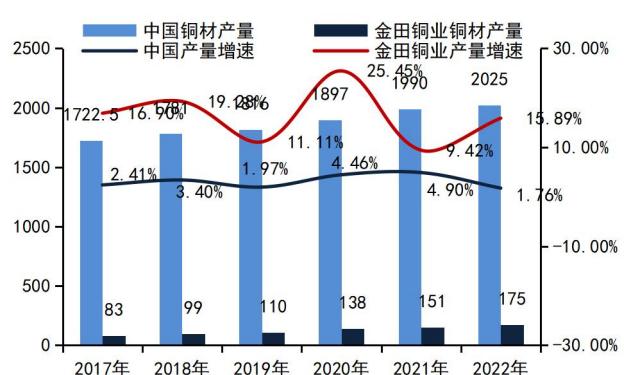


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铜材产销高增长，市占率持续提升。2022年公司铜加工材产量175万吨，同比增长15.6%；同期国内铜加工材产量2025万吨，同比增1.8%，公司铜材产量增速远高于行业平均增速。公司铜加工材国内市占率从2021年的7.6%增加到2022年的8.6%。

图5：公司产销量远高于行业增速（万吨）

图6：公司市占率逐年攀升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

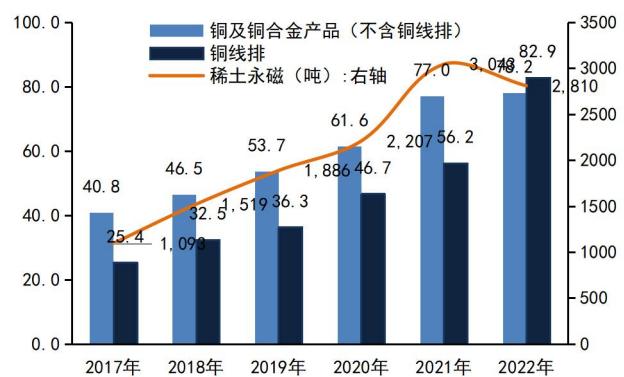


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品销售结构来看，低毛利的铜线排产品销量 82.9 万吨，占公司铜材销量 51.5%；其他铜合金产品如铜棒、铜板带、钢管等销量总计 78.2 万吨。稀土永磁销量 2810 吨，比 2021 年下降 233 吨，但稀土永磁业务毛利润同比增加了 0.7 亿元。

公司产品的单吨盈利情况，2022 年铜及铜合金产品（不含铜线排）单吨毛利润为 1491 元/吨，铜线排为 436 元/吨，稀土永磁产品为 11.3 万元/吨。去年铜加工行业需求疲软，行业竞争加剧，铜加工企业普遍降低加工费以维持市场份额和开工率，包括公司在内的铜加工头部企业的国内业务盈利均有下滑。

图7：公司产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司铜产品单吨毛利润（元/吨）

图9：公司稀土永磁产品销量（吨）



图10：公司产品毛利率

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

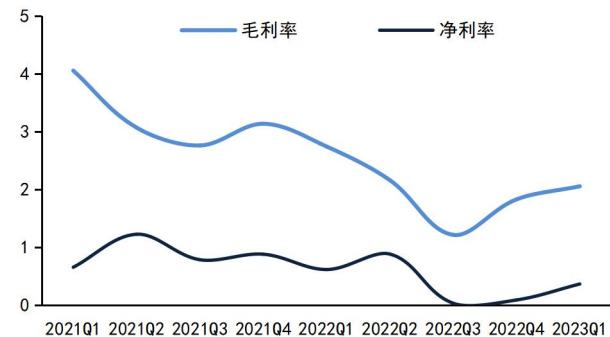
图11：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

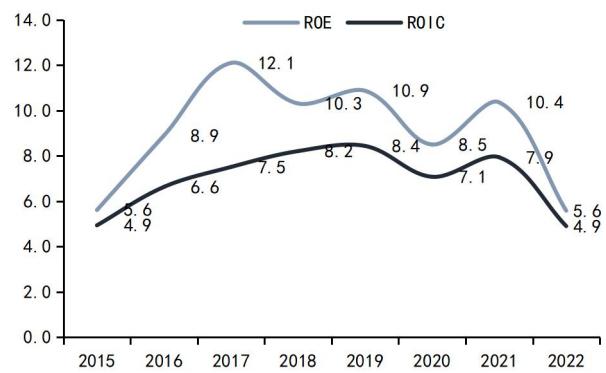
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



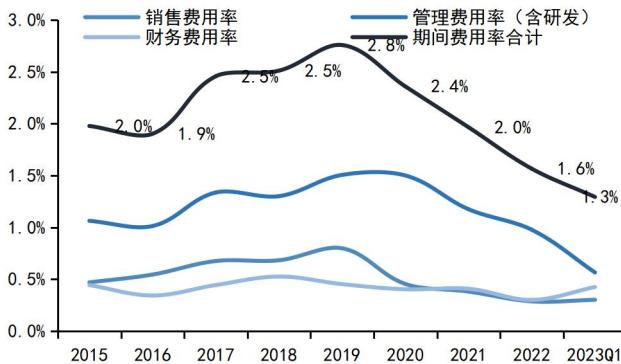
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司ROE、ROIC变化情况 (%)



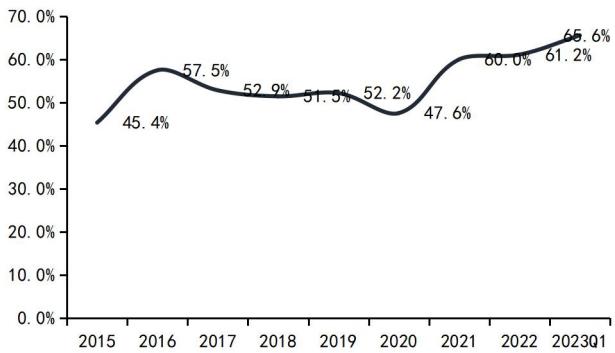
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：公司期间费用率变化 (%)



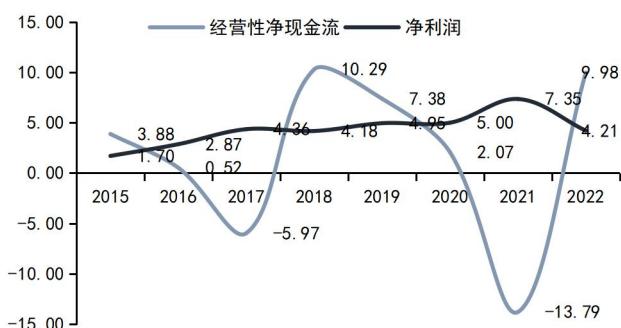
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16：公司经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司新能源领域铜材销售占比提升显著。2022 年公司应用于新能源领域的铜材销量 17.32 万吨，占比从 2021 年 5.7% 提升至 2022 年 10.8%。其中应用于新能源车

领域的铜产品销量 11.12 万吨，同比增长 242%；应用于光伏、风电领域的铜产品销量 6.20 万吨，同比增长 42%。

驱动电机扁线业务：目前公司共有 89 项新能源电磁扁线开发项目，已定点 35 项。公司在新能源高压平台（800V）电磁线方面凭借高 PDIV、超长抗电晕以及超强耐油性能优势，获得众多客户的认可，目前有 15 个高压平台项目获得定点，并与多家战略客户达成合作意向，已实现多个 800V 高压平台电磁扁线项目的批量供货。

车规级 IGBT 散热用铜材：通过自主开发的复合脱氧除氢技术和装备，稳定控制铜材氧含量，实现车规级 IGBT 散热用铜材的批量生产。报告期内，该领域完成 2 项发明专利申请，车规级 IGBT 散热用铜材销量同比增长 513%。

表1：公司新能源领域铜材占比明显提升（万吨）

	总销量	新能源领域销量		新能源领域占比
		新能源汽车	光伏、风电	
2021 年	133.22	3.25	4.4	5.7%
2022 年	161.04	11.12	6.2	10.8%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

逆势扩张，具备较高的盈利弹性。2022 年铜加工行业经受了需求疲软，行业竞争加剧打价格战等影响，行业内公司普遍放慢了产能投放进度，中小产能不断出清，供应端的压力有望缓解，随着今年经济复苏，铜加工行业供需格局有望改善。今年仍然是公司的项目建设年，在加快推进“年产 4 万吨新能源汽车用电磁扁线项目”、包头“年产 8000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目”等项目的建设。公司已建成了超过 200 万吨铜加工产能，随着加工费环比改善，公司业绩具备较高的弹性。

投资建议：根据年初以来市场情况，我们下调了公司出货量预测值及盈利预测。参照年初以来主要有色金属价格走势，假设 2023-2025 年铜价均为 68500 元/吨，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 1150/1250/1384 亿元，同比增速 13.6%/8.7%/10.8%，归母净利润分别为 7.34/9.66/12.37 亿元（原预测值 10.70/13.63/--），同比增速 74.5%/31.7%/28.0%，EPS 分别为 0.50/0.65/0.84 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 13.7/10.4/8.1。公司铜加工及稀土永磁两大业务均处于快速扩张期，产品持续升级，并具备再生铜回收利用优势，充分受益于新能源市场对铜材及稀土永磁材料的增量需求，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1143	685	685	685	685	营业收入	81159	101190	114986	124993	138440
应收款项	4547	5889	6616	7191	7965	营业成本	78564	99205	112273	121820	134700
存货净额	5015	4930	6129	6650	7354	营业税金及附加	66	126	144	156	173
其他流动资产	1831	1861	2070	2250	2492	销售费用	310	291	330	359	398
流动资产合计	13062	13493	15628	16904	18624	管理费用	644	558	656	711	785
固定资产	5166	5614	5853	6033	6162	研发费用	309	431	490	532	589
无形资产及其他	550	538	517	497	476	财务费用	331	305	346	376	417
投资性房地产	320	364	364	364	364	投资收益	(118)	14	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(15)	38	0	0	0
资产总计	19098	20008	22361	23797	25626	其他收入	(172)	(236)	(320)	(362)	(420)
短期借款及交易性金融负债	4330	2968	4250	4492	4766	营业利润	938	520	917	1208	1548
应付款项	3034	3704	3984	4322	4780	营业外净收支	(8)	6	0	0	0
其他流动负债	1198	1451	1692	1836	2030	利润总额	930	526	917	1208	1548
流动负债合计	8562	8123	9926	10650	11576	所得税费用	195	106	184	242	310
长期借款及应付债券	2321	3494	3494	3494	3494	少数股东损益	(6)	1	0	0	1
其他长期负债	583	619	655	691	727	归属于母公司净利润	741	420	734	966	1237
长期负债合计	2905	4114	4150	4186	4222	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11466	12237	14076	14836	15798	净利润	741	420	734	966	1237
少数股东权益	135	217	217	217	218	资产减值准备	29	(26)	2	1	1
股东权益	7496	7554	8068	8744	9610	折旧摊销	364	499	581	641	692
负债和股东权益总计	19098	20008	22361	23797	25626	公允价值变动损失	15	(38)	0	0	0
						财务费用	331	305	346	376	417
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2563)	(397)	(1575)	(758)	(1031)
每股收益	0.50	0.28	0.50	0.65	0.84	其它	(31)	26	(2)	(1)	0
每股红利	0.30	0.34	0.15	0.20	0.25	经营活动现金流	(1445)	484	(261)	849	898
每股净资产	5.06	5.10	5.45	5.91	6.49	资本开支	0	(944)	(801)	(801)	(801)
ROIC	6%	2%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(320)	397	0	0	0
ROE	10%	6%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(317)	(547)	(801)	(801)	(801)
毛利率	3%	2%	2%	3%	3%	权益性融资	3	66	0	0	0
EBIT Margin	2%	1%	1%	1%	1%	负债净变化	(270)	1126	0	0	0
EBITDA Margin	2%	1%	1%	2%	2%	支付股利、利息	(442)	(499)	(220)	(290)	(371)
收入增长	73%	25%	14%	9%	11%	其它融资现金流	3401	(1715)	1282	242	274
净利润增长率	45%	-43%	75%	32%	28%	融资活动现金流	1981	(396)	1062	(48)	(97)
资产负债率	61%	62%	64%	63%	63%	现金净变动	219	(458)	(0)	0	0
息率	4.4%	5.0%	2.2%	2.9%	3.7%	货币资金的期初余额	925	1143	685	685	685
P/E	13.5	23.8	13.7	10.4	8.1	货币资金的期末余额	1143	685	685	685	685
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(379)	(920)	213	295
EV/EBITDA	13.2	20.7	14.4	12.1	10.4	权益自由现金流	0	(969)	116	183	287

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032