

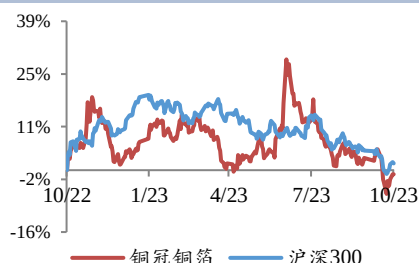
加工费下行业绩承压，高端铜箔持续领先

投资评级：增持（下调）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元） **11.97**
近 12 个月最高/最低（元） **15.62/11.35**
总股本（百万股） **829**
流通股本（百万股） **229**
流通股比例（%） **27.62**
总市值（亿元） **99**
流通市值（亿元） **27**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

联系人：汪浚哲

执业证书号：S0010121070002

邮箱：wangjz@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **事件：铜冠铜箔发布 2023 年三季报。**公司 2023 年前三季度收入 27.77 亿元，同比+0.61%，归母净利润 584.52 万元，同比-97.43%；单 Q3 收入 10.24 亿元，同比+31.16%，归母净利润-2235.12 万元，同比-163.16%。
- **铜箔加工费收入下滑，公司前三季度业绩承压。**在全球经济增速放缓、下游消费电子需求承压以及市场竞争加剧的背景下，公司铜箔加工费收入下滑。2022 年前三季度，公司经营活动产生的净现金流-737.33 万元，毛利率/净利率分别为 2.49%/0.21%，较上年同期下滑明显。
- **产品结构持续优化，高端 PCB 铜箔持续领先。**公司坚持锂电池铜箔+PCB 铜箔双轮驱动的发展模式，**产品方面**，公司提升核心技术，加大轻薄化、高抗拉产品研发力度，据公告，公司 2023 年上半年 6 μ m 及以下锂电池铜箔占锂电池铜箔总产量的比例达到 92.16%，且目前已经成功研发 3.5 μ m 锂电池铜箔。高端产品占比提升有望带动公司盈利能力增长，提升产品竞争力。**产能方面**，公司现有年产能 5.5 万吨，在建产能 2.5 万吨，其中铜陵铜冠 1 万吨产能已进入设备采购、安装阶段，后续产能增长至 8 万吨将进一步带动公司业绩提升。
- **投资建议**
公司产能扩张稳步推进，伴随下游市场恢复、高端产品占比持续提升，公司业绩具备修复空间，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.93/2.54/3.85 亿元（前值为 2023/24 年归母净利润 6.65/7.36 亿元，考虑到铜箔加工费超预期下滑，下调盈利预期），对应 PE 分别为 106.5/39.1/25.8 倍，调整至“增持”评级。

风险提示

产能释放不及预期；下游需求下滑；行业竞争加剧。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3875	3820	4650	5440
收入同比（%）	-5.1%	-1.4%	21.7%	17.0%
归属母公司净利润	265	93	254	385
净利润同比（%）	-27.9%	-64.9%	172.3%	51.7%
毛利率（%）	10.0%	4.3%	7.9%	9.9%
ROE（%）	4.7%	1.6%	4.3%	6.1%
每股收益（元）	0.33	0.11	0.31	0.46
P/E	37.55	106.49	39.11	25.78
P/B	1.82	1.75	1.68	1.58
EV/EBITDA	20.31	40.10	20.07	14.24

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3879	4017	4437	4900	营业收入	3875	3820	4650	5440
现金	1613	1723	1885	2090	营业成本	3488	3657	4281	4902
应收账款	601	612	740	864	营业税金及附加	20	19	23	28
其他应收款	1	4	4	5	销售费用	6	6	7	9
预付账款	2	17	20	19	管理费用	39	37	45	53
存货	409	413	483	556	财务费用	-1	-44	-46	-50
其他流动资产	1254	1249	1305	1366	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	2322	2273	2190	2173	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	8	12	15
固定资产	1610	1590	1535	1484	营业利润	304	111	302	458
无形资产	110	126	132	139	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	603	558	523	549	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	6201	6290	6627	7073	利润总额	315	111	302	458
流动负债	346	431	514	575	所得税	50	18	48	73
短期借款	0	124	153	153	净利润	265	93	254	385
应付账款	176	159	189	220	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	170	148	172	202	归属母公司净利润	265	93	254	385
非流动负债	208	202	202	202	EBITDA	431	210	413	568
长期借款	82	82	82	82	EPS（元）	0.33	0.11	0.31	0.46
其他非流动负债	126	120	120	120	主要财务比率				
负债合计	555	633	716	777	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	829	829	829	829	营业收入	-5.1%	-1.4%	21.7%	17.0%
资本公积	4171	4171	4171	4171	营业利润	-30.7%	-63.5%	172.5%	51.6%
留存收益	646	658	911	1296	归属于母公司净利	-27.9%	-64.9%	172.3%	51.7%
归属母公司股东权	5646	5657	5911	6296	获利能力				
负债和股东权益	6201	6290	6627	7073	毛利率（%）	10.0%	4.3%	7.9%	9.9%
现金流量表					净利率（%）	6.8%	2.4%	5.5%	7.1%
单位:百万元					ROE（%）	4.7%	1.6%	4.3%	6.1%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC（%）	4.1%	1.0%	3.5%	5.2%
经营活动现金流	447	166	200	339	偿债能力				
净利润	265	93	254	385	资产负债率（%）	8.9%	10.1%	10.8%	11.0%
折旧摊销	148	143	156	160	净负债比率（%）	9.8%	11.2%	12.1%	12.3%
财务费用	-1	5	6	6	流动比率	11.21	9.32	8.63	8.52
投资损失	-17	-8	-12	-15	速动比率	10.01	8.25	7.58	7.43
营运资金变动	55	-67	-204	-197	营运能力				
其他经营现金流	207	162	457	582	总资产周转率	0.80	0.61	0.72	0.79
投资活动现金流	-1473	-87	-61	-128	应收账款周转率	6.09	6.30	6.88	6.78
资本支出	-518	-36	-74	-144	应付账款周转率	23.98	21.84	24.64	23.97
长期投资	-1000	3	1	2	每股指标（元）				
其他投资现金流	46	-54	12	15	每股收益	0.33	0.11	0.31	0.46
筹资活动现金流	2390	30	23	-6	每股经营现金流薄）	0.54	0.20	0.24	0.41
短期借款	-879	124	29	0	每股净资产	6.81	6.82	7.13	7.59
长期借款	-16	0	0	0	估值比率				
普通股增加	207	0	0	0	P/E	37.55	106.49	39.11	25.78
资本公积增加	3223	0	0	0	P/B	1.82	1.75	1.68	1.58
其他筹资现金流	-145	-94	-6	-6	EV/EBITDA	20.31	40.10	20.07	14.24
现金净增加额	1364	110	163	205					

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。