



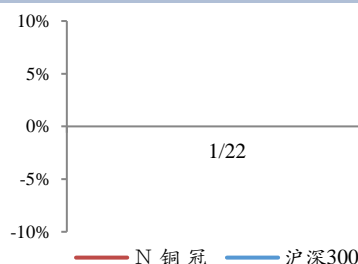
“标箔+锂电铜箔”双核驱动，尽享行业高增长红利

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-01-27

收盘价（元）	21.70
近12个月最高/最低（元）	21.70/21.70
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）	180
流通市值（亿元）	41

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

主要观点：

- **铜冠铜箔是国内主流铜箔厂商，标箔和锂电铜箔业务共驱公司发展。**
2020年铜箔产量3.6万吨，其中PCB铜箔2.8万吨，锂电铜箔0.8万吨，分别在国内厂商中排名第一和第五。受益铜箔行业高景气，公司业绩表现优异，2021年前三季度实现营收30.71亿元、归母净利润2.84亿元，预计全年实现营收39.65亿元，实现归母净利润3.49亿元。
- **产品结构优化叠加行业供需错配，公司尽享量价齐升红利。**
从营收来看，锂电铜箔营收快速提升，PCB铜箔营收占比66%，仍是主要收入来源；从销量来看，目前PCB铜箔以HTE、HTE-W、RTF为主，锂电铜箔以8 μ m和6 μ m为主，且6 μ m比例不断提升。从利润来看，高性能标箔和极薄铜箔的单吨毛利和加工费更高，标箔、8 μ m、6 μ m铜箔的加工费分别为2.62/2.56/3.5万元/吨。受公司目前的产品结构影响，利润率暂时低于同行，随着公司产品结构持续优化，高端铜箔产品占比不断增加，公司利润率将持续提升。
铜冠铜箔的 alpha: 紧邻材料采购地运输成本低，高材料周转率减少资金占用量；PCB产品良品率行业领先，锂电铜箔良品率有望快速提升；绑定比亚迪、生益等大客户，订单充沛；高端产能持续释放，现有产能4.5万吨/年，2022年预计标箔产能增加1万吨。此次公司募投1万吨项目瞄准高性能标箔，将改善公司产品结构并进一步稳固公司在标箔领域的优势。
- **新能源汽车和5G通信需求旺盛，铜箔行业高景气。**
下游产业升级刺激国产高性能PCB铜箔需求，2020年全球PCB铜箔出货量增长至51万吨，国内高端铜箔依赖进口，高性能铜箔国产替代空间广阔。乘新能源东风，锂电池铜箔增量市场空间较大，锂电池铜箔极薄化大势所趋，公司重点布局6 μ m以下铜箔产品。
- **投资建议：**
我们预计公司2021-2023年分别实现净利润3.50/5.15/6.06亿元，同比增速分别为388.2%/47.1%/17.6%，对应PE为39X/26X/22X，给予“买入”评级。
- **风险提示：**
公司产能释放不及预期，产品结构优化不及预期，行业竞争导致铜箔加工费大幅下降，PET等新技术对铜箔形成替代。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2460	3961	4111	4849
收入同比 (%)	2.5%	61.0%	3.8%	17.9%
归属母公司净利润	72	350	515	606
净利润同比 (%)	-26.0%	388.2%	47.1%	17.6%
毛利率 (%)	8.5%	17.8%	21.9%	22.3%
ROE (%)	4.2%	17.0%	20.0%	19.1%
每股收益 (元)	0.12	0.56	0.83	0.97
P/E	0.00	38.54	26.20	22.27
P/B	0.00	6.56	5.25	4.25
EV/EBITDA	3.79	23.44	18.03	16.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 深耕行业十数年，行业高景气驱动业绩高增长	5
1.1 “PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动	5
1.2 受益铜箔行业高景气，公司业绩表现优异	7
2 产品结构优化叠加行业供需错配，公司尽享量价齐升红利	10
2.1 高性能标箔和 6MM 铜箔占比提升带来利润率边际改善	10
2.2 铜冠铜箔的 ALPHA	13
2.3 募投 1 万吨项目瞄准高性能标箔	15
3 新能源汽车和 5G 通信需求旺盛，铜箔行业高景气	16
4 盈利预测	18
5 风险提示	19

图表目录

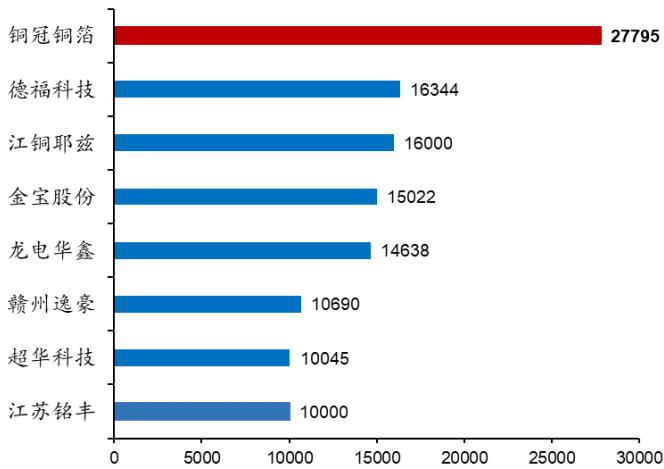
图表 1 内资铜箔企业 PCB 铜箔产量 (单位: 吨)	5
图表 2 国内锂电铜箔主要厂商产量占比情况	5
图表 3 公司产品持续优化	5
图表 4 铜冠铜箔上市后股权结构情况	6
图表 5 公司铜箔产品基本情况	7
图表 6 公司营收情况 (单位: 亿元, %)	7
图表 7 公司成本结构	7
图表 8 公司毛利率情况 (单位: %)	8
图表 9 公司费用率情况 (单位: %)	8
图表 10 公司销售费用率低于同行 (单位: %)	8
图表 11 公司管理费用率低于同行 (单位: %)	8
图表 12 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)	9
图表 13 铜箔厂商净利润情况对比 (单位: 亿元)	9
图表 14 铜冠铜箔分产品规格营收结构 (单位: 万元, %)	10
图表 15 铜箔产品营收结构 (单位: %)	10
图表 16 铜箔产品销量结构 (单位: %)	10
图表 17 2021H1 PCB 铜箔产品结构 (单位: %)	11
图表 18 2021H1 锂电铜箔产品结构 (单位: %)	11
图表 19 铜冠铜箔分产品规格营收结构 (单位: 万元, %)	11
图表 20 铜箔企业毛利率对比 (单位: %)	12
图表 21 公司产品毛利率情况 (单位: %)	12
图表 22 RTF 铜箔销量占比大幅提升 (单位: %)	12
图表 23 6MM 铜箔销量占比大幅提升 (单位: %)	12
图表 24 公司运输费用率对比 (单位: %)	13
图表 25 公司原材料周转率远高于同行业 (单位: 次)	13
图表 26 公司原材料资金占比低于可比公司 (单位: %)	13
图表 27 公司存货周转率高于可比公司 (单位: 次)	13
图表 28 公司 PCB 铜箔产品良品率对比 (单位: %)	14
图表 29 公司铜箔产品良品率情况 (单位: %)	14
图表 30 铜冠铜箔产能预测	14
图表 31 2020 年公司锂电铜箔前五大客户 (单位: %)	15
图表 32 2020 年公司 PCB 铜箔前五大客户 (单位: %)	15
图表 33 铜冠铜箔上市募集资金方案	15
图表 34 铜箔新建产能投资额对比	15
图表 35 全球 PCB 市场应用领域分布	16
图表 36 2015-2025 年中国 PCB 铜箔市场产量及预测	16
图表 37 2015-2025 年中国各终端锂电铜箔出货量及预测	17
图表 38 2015-2025 年中国锂电铜箔出货量及预测	17
图表 39 铜箔越薄, 电动车的单车铜箔成本越低	17
图表 40 6MM、8MM 的含税平均加工费 (单位: 万元/吨)	17
图表 41 公司业绩预测表	18

1 深耕行业十数年，行业高景气驱动业绩高增长

1.1 “PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动

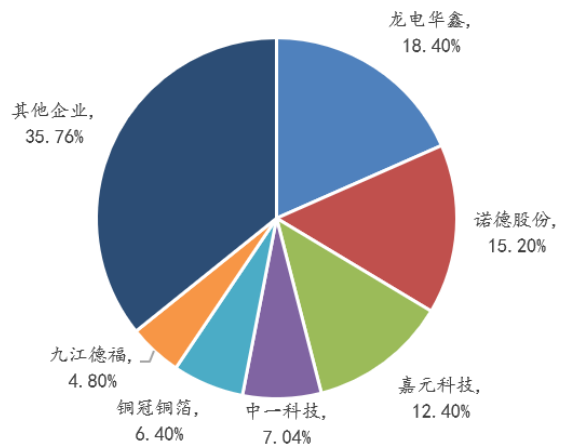
铜冠铜箔是国内主流铜箔厂商，2020年铜箔产量3.6万吨。与诺德、嘉元等厂商集中发力锂电铜箔有所不同，公司在持续深耕PCB铜箔、稳固标箔龙头地位的同时，兼顾锂电铜箔发展。2020年公司实现铜箔产量3.6万吨，其中PCB铜箔产量2.8万吨，锂电铜箔产量0.8万吨，PCB铜箔和锂电铜箔产量分别在国内厂商中排名第一和第五。

图表 1 内资铜箔企业 PCB 铜箔产量 (单位: 吨)



资料来源: CCFA, 华安证券研究所

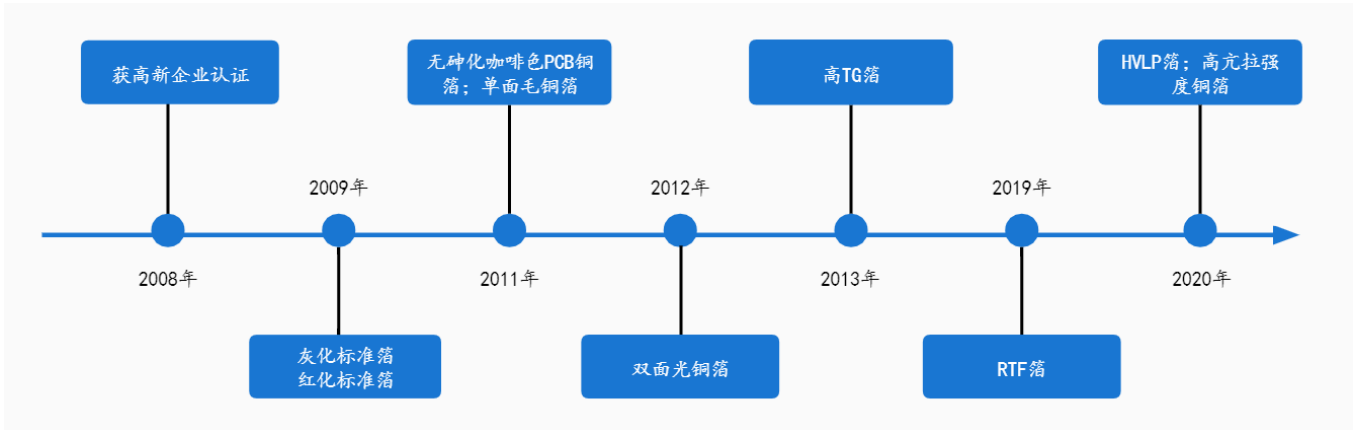
图表 2 国内锂电铜箔主要厂商产量占比情况



资料来源: CCFA, 华安证券研究所

公司深耕铜箔行业十余年，持续研发高附加值产品。公司是国内最早实现RTF铜箔量产的企业，当前可实现销量300吨/月，RTF铜箔产量占国内总产量的比例为64.7%，处于绝对领先地位。锂电铜箔领域，掌握4.5μm、6μm等极薄铜箔技术，2021年实现4.5μm铜箔小规模生产。

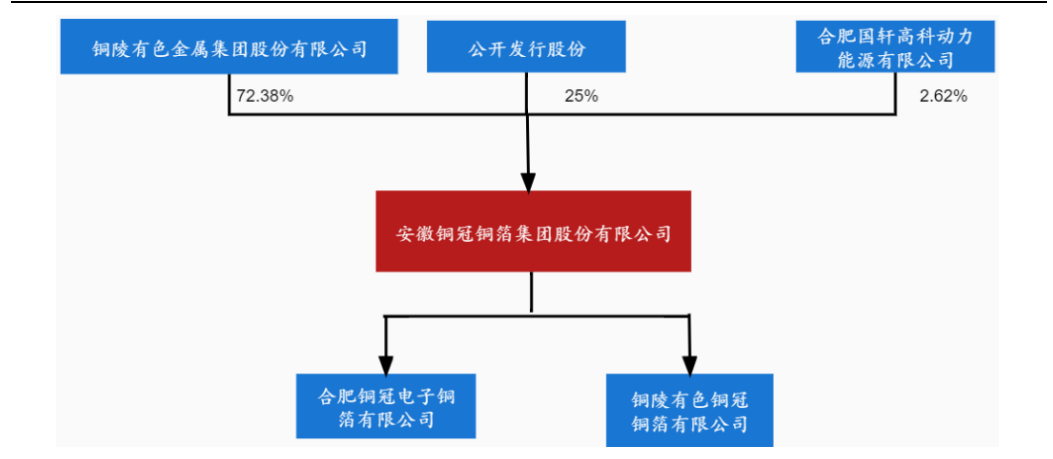
图表 3 公司产品持续优化



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

铜陵有色为公司实控人和第一大股东，持股比例72.38%。母公司铜陵有色持股72.38%，是公司实控人和第一大股东。下游客户国轩高科通过子公司持股2.62%，国轩高科是公司锂电铜箔的第三大客户，国轩高科的持股有利于与公司形成更加稳固的合作。

图表 4 铜冠铜箔上市后股权结构情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

产品规格方面，公司PCB铜箔产品主要有高温高延伸铜箔（HTE）、高TG无卤板材铜箔（HTE-W）、反转处理铜箔（RTF）、低轮廓铜箔（VLP），其中RTF箔和VLP箔是高端PCB铜箔，技术相对复杂。RTF箔主要用于5G高频高速PCB，公司在国内厂商中绝对领先并可通过进口替代不断扩大市场份额，在PCB产品销量中占比由2019年的3.02%提升至2021H1的10.37%；VLP箔也有产品处于客户最后一轮验证，产线初步具备量化生产能力。

锂电铜箔主要产品规格有6 μ m、8 μ m，公司在锂电铜箔领域产品规格的变动和大客户比亚迪相关性较大，由于比亚迪的铜箔需求从8 μ m向6 μ m过渡，公司的6 μ m产品比重迅速提升。

图表 5 公司铜箔产品基本情况

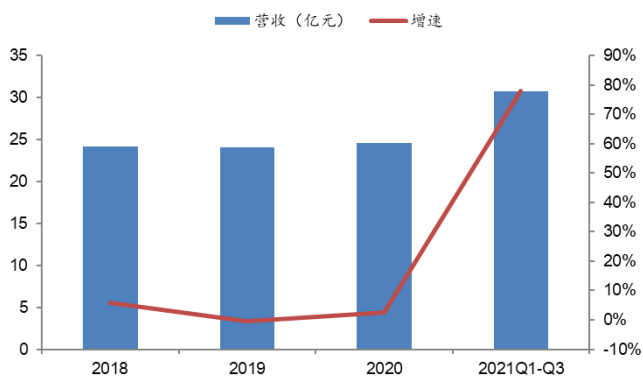
产品分类	产品规格	主要描述	最终用途	销量占比
PCB铜箔	HTE箔	高温抗拉、耐热和可蚀刻、防氧化	用于覆铜板及线路板，终端用于消费电子、电子设备	47.0%
	HTE-W箔	与THE相比，具有更强的剥离强度和耐热性	用于高玻璃化温度板材终端用于高端电子设备	16.1%
	RTF箔	光面粗化处理，表面粗糙度极低，易于蚀刻阻抗	用于5G通讯板终端应用于服务器及路由器	7.3%
	VLP箔	表面轮廓结构更低，减少信号高速传输的损失衰减	用于低损耗要求印制电路，终端应用于智能手机、服务器	0.1%
锂电铜箔	6μm及以下	面密度 54.5±2g/m ²	动力电池 消费电子电池 储能电池	11.2%
	7μm-8μm	面密度62.5/72.5±2g/m ²		18.0%
	8μm以上	面密度 88±2g/m ² 以上		0.3%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 受益铜箔行业高景气，公司业绩表现优异

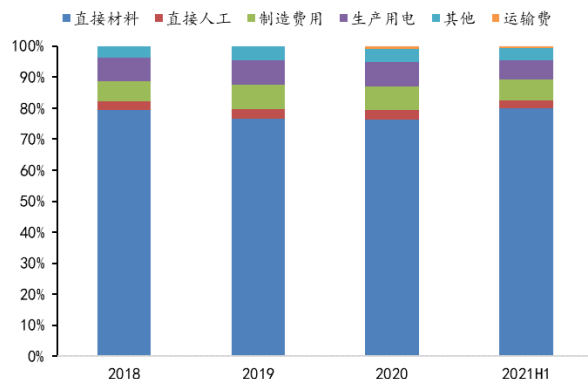
2021 前三季度实现营收 30.71 亿元，预计全年营收 39.65 亿元，受益旺盛的下游需求，公司营收迅速增长。2018-2020 年，公司分别实现营收 24.11 亿元、24.00 亿元、24.60 亿元，同比分别+5.94%、-0.47%、+2.50%，2018 年开始，新能源车补退坡放缓了锂电铜箔的需求增长，而标箔需求相对比较稳定，行业总体的供需格局供过于求，叠加新冠疫情、铜价波动等因素，营收增长较为缓慢。而 2020 年下半年开始，行业整体迎来反转，动力电池需求爆发，铜箔行业供不应求，加工费不断攀升，量价齐升带动营收迅速提升，2021 前三季度实现营收 30.71 亿元，同比增 77.93%；预计全年营收 39.65 亿元，同比增 61.17%，Q4 预计营收 8.93 亿元，同比增 21.75%。

图表 6 公司营收情况 (单位：亿元，%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司成本结构

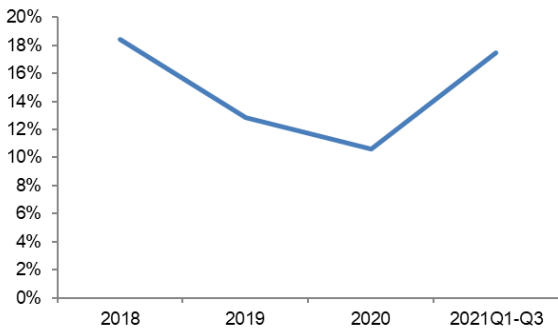


资料来源：wind，华安证券研究所

直接材料铜是最主要成本。分析公司的成本结构，直接材料铜是铜箔企业成本中最主要部分，铜成本占公司成本约 80%，因此铜价波动对毛利率存在一定影响，但铜箔厂商可以将铜价波动转嫁给下游客户，因此对毛利的规模影响相对较小。作为加工行业，铜箔厂采用“铜价+加工费”模式定价，如果其他条件不变，铜价上涨导致铜箔价格上涨的同时，并不改变加工费，因此测算下来会降低毛利率，但对毛利影响不大。

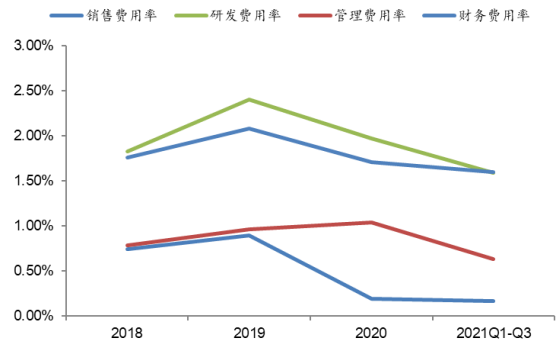
2021 年前三季度的毛利率为 17.46%，较 2020 年提升 5.87pct。2018-2020 年，公司毛利率分别为 16.85%、11.59%、9.71%，收入端市场竞争格局变化导致的产品加工费波动（标箔新建产能释放冲击市场格局）、客户和产品结构变化（公司主要锂电铜箔客户采购 8 μ m 产品，8 μ m 产品行业产能过剩导致毛利率下降），以及成本端原材料价格波动等因素影响了毛利率，尤其是 2020 年上半年受下游需求不及预期的影响，产销量下降拉升了单位固定成本，对毛利率影响较大。

图表 8 公司毛利率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

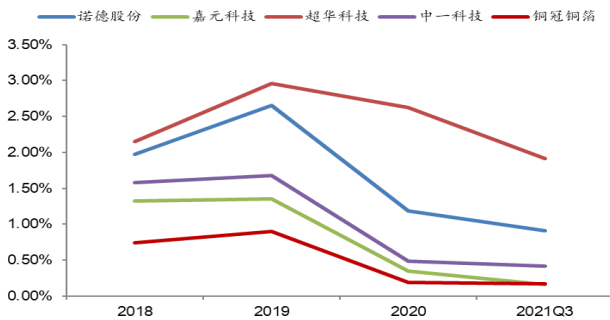
图表 9 公司费用率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

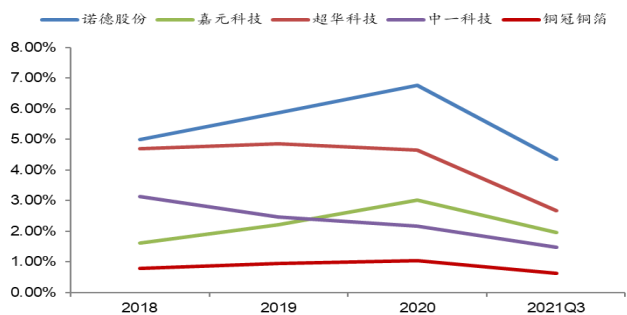
费用管控优秀, 期间费用率保持稳定。公司销售费用率和管理费用率低于同行, 客户主要位于华东且较为集中, 运输费用等相对较低, 因此销售费用率较低; 公司运营集中在安徽自有场地, 办公楼折旧摊销较少且不存在租赁费用, 池州的员工薪酬也比发达城市更低, 因此管理费用率较低。2021 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.17%、0.64%、1.59%、1.60%。公司费用率保持稳定, 2020 年销售费用率显著下降主要是统计口径变化, 公司将销售商品所产生的运输费作为合同履行成本计入营业成本。

图表 10 公司销售费用率低于同行 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

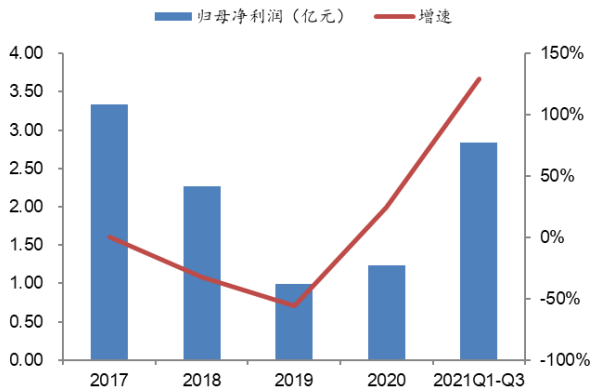
图表 11 公司管理费用率低于同行 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

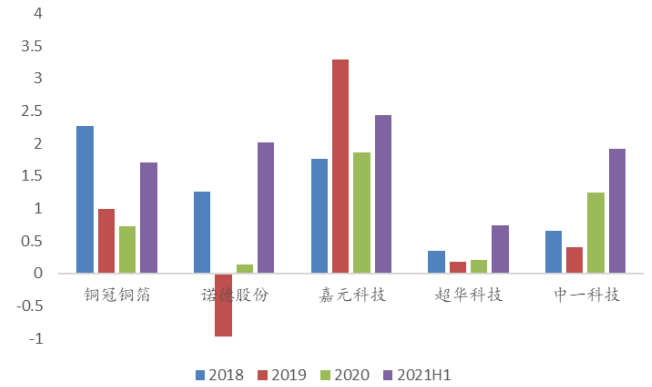
2021年前三季度公司实现归母净利润2.84亿元,预计全年实现归母净利润3.49亿元,行业供需格局对业绩影响较为明显。公司近几年的业绩下滑主要与行业整体的供需格局有关,并非公司自身经营能力导致,通过与主流铜箔厂商的利润情况对比,可以看出2018-2020年H1行业总体利润呈现下滑趋势,直至2020年H2开始出现反转,铜箔行业的量利齐升带动公司2021年业绩大幅增长。

图表 12 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 13 铜箔厂商净利润情况对比 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2 产品结构优化叠加行业供需错配，公司尽享量价齐升红利

2.1 高性能标箔和 6 μ m 铜箔占比提升带来利润率边际改善

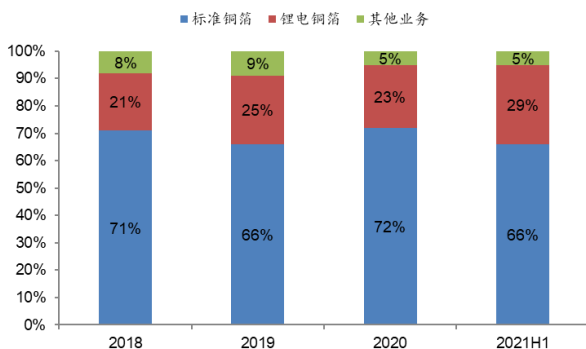
从营收结构来看，锂电铜箔营收快速提升，PCB 铜箔营收占比 66%，仍是主要收入来源。下游动力电池需求旺盛增长，锂电铜箔订单量和加工费均大幅上涨，公司锂电铜箔业务实现量价齐升，2021 年 H1，锂电铜箔实现营收 5.34 亿元，占比提升至 29%，销量占比提升至 30%；标准铜箔上半年实现营收 12.30 亿元，占比 66%，依旧是主要收入来源。

图表 14 铜冠铜箔分产品规格营收结构 (单位: 万元, %)

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
PCB铜箔	123,038.79	65.68%	170,314.78	72.02%	153,778.97	66.29%	166,349.41	70.63%
HTE箔	82,003.05	43.77%	120,469.17	50.94%	117,721.37	50.75%	134,937.73	57.30%
HTE-W箔	27,916.07	14.90%	32,858.72	13.89%	30,789.16	13.27%	30,693.84	13.03%
RTF箔	12,968.67	6.92%	16,708.26	7.06%	4,918.55	2.12%	346.19	0.15%
VLP箔	151	0.08%	278.62	0.12%	349.89	0.15%	371.65	0.16%
锂电铜箔	53,423.26	28.52%	53,668.69	22.69%	58,746.50	25.32%	48,684.82	20.67%
6 μ m及以下	21,531.75	11.49%	15,339.84	6.49%	6,949.95	3.00%	2,234.23	0.95%
7-8 μ m	31,291.79	16.70%	36,821.89	15.57%	49,053.19	21.15%	44,251.05	18.79%
8 μ m以上	599.72	0.32%	1,506.97	0.64%	2,743.36	1.18%	2,199.54	0.93%
铜箔合计	176,462.05	94.20%	223,983.47	94.71%	212,525.47	91.61%	215,034.23	91.31%
其他	10,870.22	5.80%	12,511.84	5.29%	19,454.30	8.39%	20,477.19	8.69%
总计	187,332.27	100.00%	236,495.31	100.00%	231,979.77	100.00%	235,511.42	100.00%

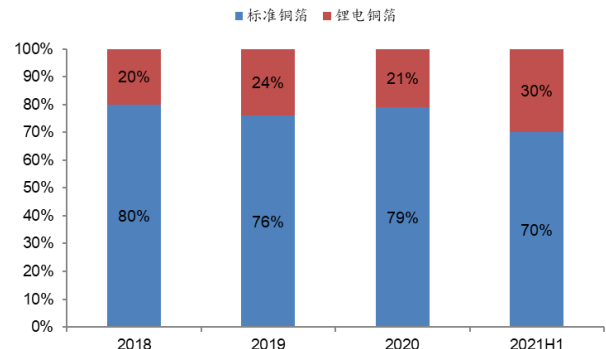
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 15 铜箔产品营收结构 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 16 铜箔产品销量结构 (单位: %)

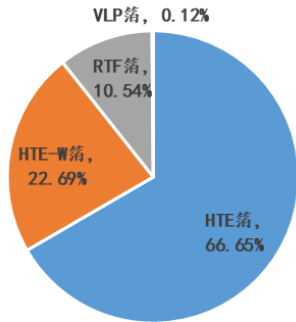


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

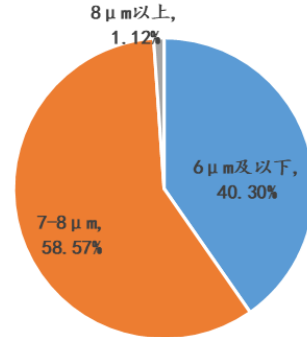
具体来看, PCB 铜箔主要以 HTE 铜箔为主, 锂电铜箔主要以 7-8 μ m 为主。PCB 铜箔以 HTE、HTE-W、RTF 为主, 分别占比 67%、23%、11%, 其中 RTF 箔为高性能标箔。锂电铜箔中, 8 μ m 和 6 μ m 分别占比 59%、40%, 主要是因为比亚迪等

大客户采购 8 μ m 锂电池铜箔产品，目前客户正在积极向 6 μ m 切换，预计 6 μ m 铜箔占比将在今年得到较大提升。

图表 17 2021H1 PCB 铜箔产品结构 (单位: %)



图表 18 2021H1 锂电铜箔产品结构 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

从利润角度来看，高性能标箔和极薄锂电铜箔的单吨毛利和加工费更高。根据招股书 2021 年 H1 数据，标箔中，高性能的 RTF 箔单吨毛利 1.57 万元，单吨加工费 2.76 万元；锂电铜箔中，6 μ m 铜箔单吨毛利 2.21 万元，单吨加工费 3.5 万元。

图表 19 铜冠铜箔分产品规格营收结构 (单位: 万元, %)

	2021H1				2020			
	单吨价格 (万元)	单吨成本 (万元)	单吨毛利 (万元)	单吨加工费 (万元)	单吨价格 (万元)	单吨成本 (万元)	单吨毛利 (万元)	单吨加工费 (万元)
PCB铜箔	8.53	7.05	1.48	2.62	6.13	5.56	0.57	1.79
HTE箔	8.52	6.98	1.54	2.61	6.05	5.52	0.53	1.71
HTE-W箔	8.47	7.25	1.22	2.56	6.25	5.66	0.59	1.91
RTF箔	8.67	7.1	1.57	2.76	6.45	5.61	0.84	2.11
VLP箔	8.43	6.51	1.92	2.52	6.7	5.36	1.34	2.36
锂电池铜箔	8.82	7.16	1.66	2.91	7.06	6.04	1.02	2.72
6μm及以下	9.41	7.2	2.21	3.5	8.13	5.99	2.14	3.79
7-8 μ m	8.47	7.13	1.34	2.56	6.71	6.05	0.66	2.37
8 μ m以上	8.57	7.04	1.53	2.66	6.67	6.04	0.63	2.33

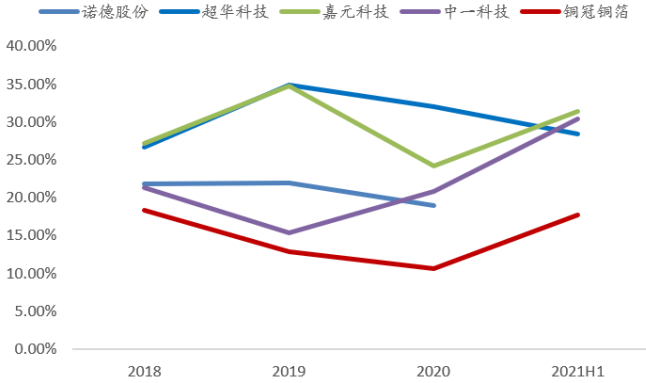
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

公司铜箔业务毛利率大幅提升。2018-2021H1, 铜箔业务毛利率分别为 18.41%、12.82%、10.59%、17.77%，2021 年铜箔业务毛利率迅速回升。2016 年开始，国家鼓励新能源发展，下游通讯电子也迅速发展，铜箔厂商纷纷布局锂电铜箔，导致 PCB 铜箔供不应求，因此加工费相应提升，毛利也处于较高水平。随着新增产能项目的逐渐投产，铜箔供需紧张的局面逐步缓释，加之全球经济环境较为低迷，终端电子产品需求下降，加工费和毛利逐年下降。但 RTF 高性能铜箔、6 μ m 极薄锂电铜箔的毛利和加工费要显著高于普通铜箔，且 2020 年以后由降转升，再加上行业景气度整体回升，公司 2021 年毛利率大幅攀升。

受产品结构影响，公司毛利率低于同行。公司铜箔产品的毛利率为 17.77%，与嘉元、诺德、中一等主流厂商相比毛利率较低，主要原因在于：(1) 公司主要产品为标箔，标箔毛利率比锂电铜箔低，加上随着铜箔行业新建产能逐步投产，部分企业

以低价格冲击市场，导致公司 PCB 铜箔毛利率有所下降；（2）公司 6 μ m 及以下规格的锂电铜箔占比较少，而 6 μ m 以上产品整体处于产能相对过剩状态，导致公司 6 μ m 以上产品的毛利率呈逐年下降态势。

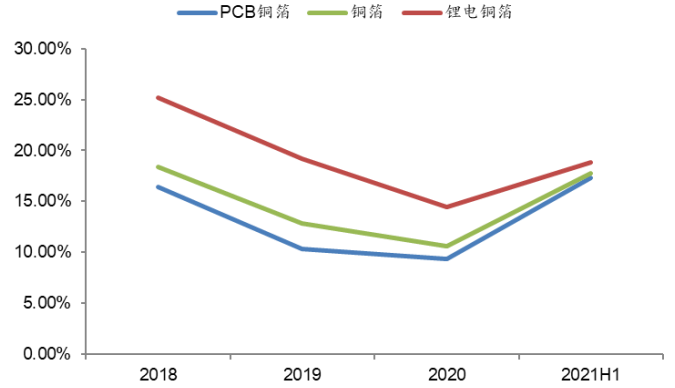
图表 20 铜箔企业毛利率对比 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

注: 诺德股份未披露铜箔业务 2021H1 毛利率数据

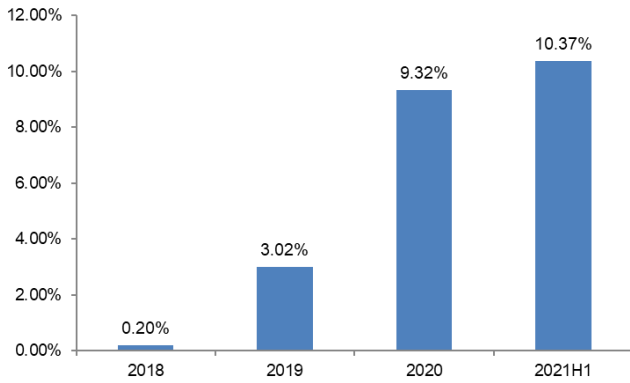
图表 21 公司产品毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

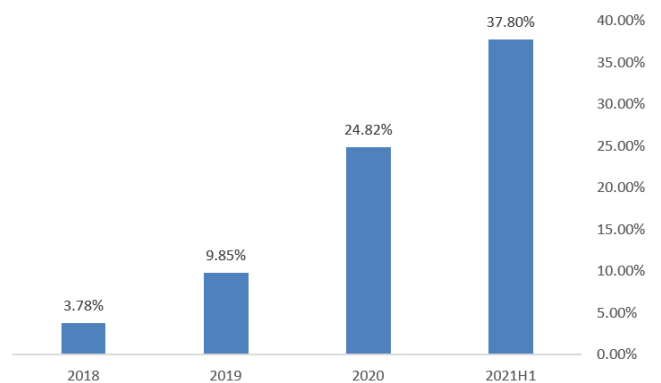
高端铜箔产品占比不断增加, 产品结构持续优化。PCB 铜箔方面, 高性能的 RTF 铜箔销量大幅提升, 2018 年 RTF 箔仅占 PCB 铜箔销量的 0.20%, 21H1 占比提升至 10.37%。同时, 极低轮廓铜箔 (HVL P 箔) 处于客户最后一轮综合验证阶段, 具备量产和国产替代能力。

图表 22 RTF 铜箔销量占比大幅提升 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 23 6 μ m 铜箔销量占比大幅提升 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

锂电铜箔方面, 2021 年上半年 6 μ m 铜箔在锂电铜箔的销量占比为 37.80% 营收占比也提升至 40.30%。随着公司主要客户比亚迪、国轩高科 6 μ m 铜箔产品渗透率的不断提升, 以及与宁德时代、宁德新能源、星恒股份等主要客户之间稳定的业务往来, 预计未来公司锂电铜箔的产品结构将得到进一步优化, 高端锂电铜箔销量及收入占比将进一步提升。同时公司具备 4.5 μ m 核心技术及生产能力, 已取得 4.5 μ m 产品订单并生产交付。随着产品结构逐步向高端化和极薄化转变, 铜箔毛利率将有所改善, 未来利润空间加大。

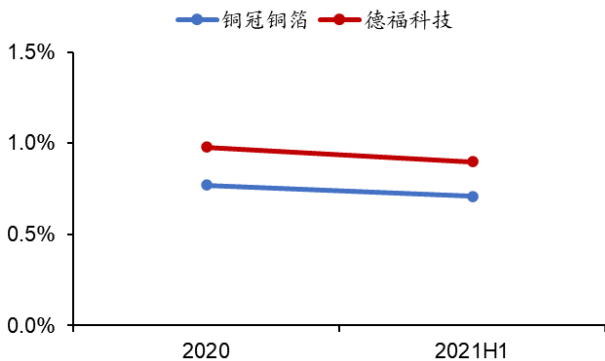
2.2 铜冠铜箔的 alpha

上一小节我们对公司现有的产品的结构、量价利等基本面对进行梳理，产品的高端化趋势将推动公司铜箔业绩表现更加优秀，接下来我们分析公司自身具备的优势，借助材料周转速度快、良品率较高、高端产能释放以及客户资源较好等优势，公司业绩有望更上一层楼。

优势一：紧邻材料采购地运输成本低，高材料周转率减少资金占用量。

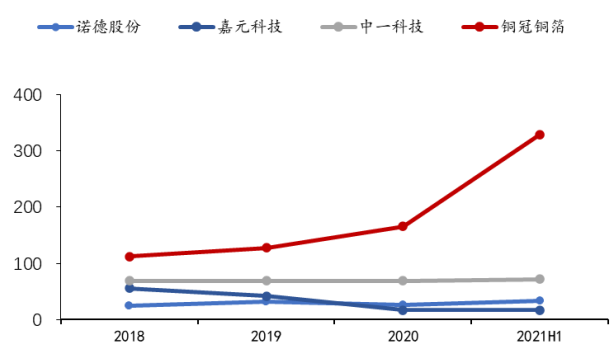
公司阴极铜供应商为铜陵有色，距离公司近，近两年公司运输费用率为 0.77%、0.71%，低于可比公司德福科技。运输距离近一方面铜原料供货及时，减少公司运输成本，另一方面公司无需提前大量采购备货，有效控制原材料库存规模，减少原材料资金占用量，近些年公司原材料资金占存货比例一直低于 8%。2018-2021H1 公司原材料周转率分别为 112.32 次、127.55 次、165.77 次和 329.02 次，远高于可比公司，高原材料周转次数进一步提高了公司库存商品的周转效率。

图表 24 公司运输费用率对比 (单位: %)



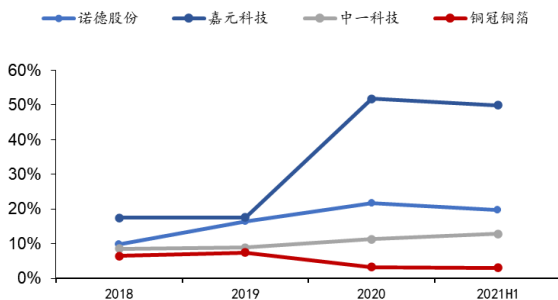
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 公司原材料周转率远高于同行业 (单位: 次)



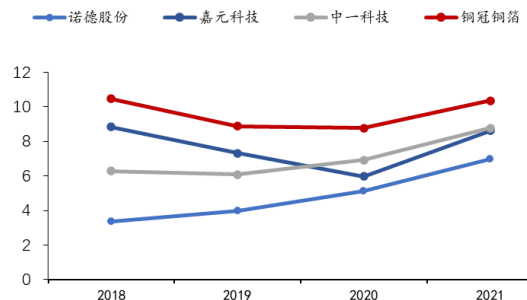
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 公司原材料资金占比低于可比公司 (单位: %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司存货周转率高于可比公司 (单位: 次)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

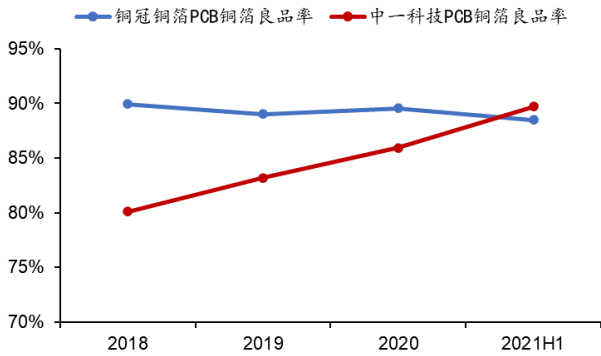
优势二：PCB 产品良品率行业领先，锂电铜箔良品率有望快速提升。

公司 PCB 铜箔良品率约为 89%，属行业领先水平。

锂电铜箔良品率稍低，主要影响因素如下：(1) 公司锂电铜箔核心客比亚迪、天津力神等对锂电铜箔的宽度要求不同，客户标准不同导致公司对原箔切割较多，因

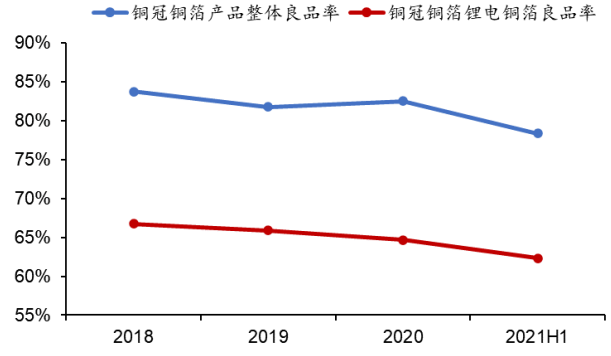
此锂电铜箔良品率较低。(2) 2021 年公司下游重要客户比亚迪从 8 μ m 向 6 μ m 切换, 产品切换过程中公司需要调试工艺, 所以 2021H1 调试过程中公司锂电铜箔良品率下降, 随着生产中积累 know-how 经验, 锂电铜箔良品率将快速回升, 良品率的提高将会增加产品产量并降低成本, 从而实现增收增利。

图表 28 公司 PCB 铜箔产品良品率对比 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 公司铜箔产品良品率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

优势三: 高端产能持续释放, 公司铜箔产能 4.5 万吨/年, 2022 年预计 PCB 铜箔增产 1 万吨。公司 PCB 铜箔产能 2.5 万吨/年, 锂电池铜箔产能 2 万吨/年。池州基地标准箔年产能 1.5 万吨, 锂电箔年产能 1 万吨; 合肥基地标准箔年产能 1 万吨; 铜陵基地锂电箔年产能 1 万吨。公司上市募投铜陵规模化年产 1 万吨高端 PCB 铜箔项目, 2022 年投产运营后将提升公司高端 PCB 铜箔的生产能力, 助推公司业务结构调整, 有序实现高端产品占比提升。面对下游新能源行业蓬勃发展, 公司计划新建锂电铜箔 2.5 万吨, 将于 2023 年投产运营, 届时公司将拥有 8 万吨铜箔产能。

图表 30 铜冠铜箔产能预测

产能基地	产品	2021E	2022E	2023E
池州	PCB铜箔	15000	15000	15000
合肥	PCB铜箔	10000	10000	10000
池州	锂电铜箔	10000	10000	10000
铜陵	锂电铜箔	10000	10000	10000
铜陵2期	PCB铜箔		10000	10000
预计新建	锂电铜箔			25000
合计		45000	55000	80000

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

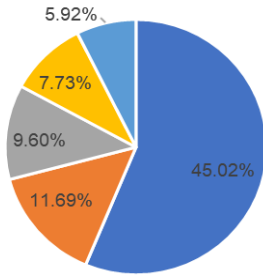
优势四: 公司与行业龙头建立良好合作关系。

锂电铜箔领域, 公司已与比亚迪、宁德时代、国轩高科等国内主流电池厂保持合作, 2018-2020 年及 2021 年 H1, 锂电铜箔营收中比亚迪订单占比分别为 56.88%、43.01%、45.02%和 58.14%。比亚迪订单加速向 6 μ m 切换驱动锂电铜箔业务利润率持续改善。

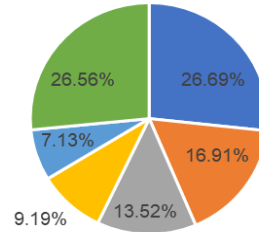
PCB 铜箔领域, 2018-2020 年及 2021 年 1-6 月, 标箔营收中生益科技订单占比分别为 28.76%、29.31%、26.69%和 26.46%, 生益科技为世界第二大覆铜板生产商, 行业地位全球领先; 此外, 客户台耀科技、台光电子的高速板业务较为领先, 是公司 RTF 产品主要客户, 为公司 RTF 箔销量快速增长奠定基础。

图表 31 2020 年公司锂电铜箔前五大客户 (单位: %) 图表 32 2020 年公司 PCB 铜箔前五大客户 (单位: %)

■ 比亚迪 ■ 星恒电源 ■ 宁德时代 ■ 天津力神 ■ 国轩高科



■ 广东生益科技 ■ 台耀科技 ■ 浙江华正
■ 金安国纪 ■ 广州宏仁 ■ 其他



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2.3 募投 1 万吨项目瞄准高性能标箔

公司募资项目瞄准高端标箔, 产品结构有望持续改善。公司募资建设“年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔二期项目”, 其中投资 8.21 亿元新增年产 1 万吨高精度电子铜箔产能, 主要用于 HVLP、RTF 等高端 PCB 铜箔的生产, 这有利于改善公司产品结构, 规模效应也能降低生产成本, 进一步稳固标箔龙头优势。

图表 33 铜冠铜箔上市募集资金方案

序号	项目名称	项目总投资(万元)	募集资金投资额(万元)
1	铜陵有色铜冠铜箔年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目(二期)	82,060.44	81,338.53
2	高性能电子铜箔技术中心项目	10,028.20	8,388.01
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		122,088.64	119,726.54

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

标箔项目单吨投资 8 万元, 相较于锂电铜箔稍高。嘉元、诺德等主流厂商的锂电铜箔单吨投资 6-7 万元, 公司铜陵 2 期标箔的单吨投资 8 万元, 高于锂电铜箔项目, 这是由于 PCB 铜箔需要采购表面处理机对标箔进行表面处理, 而锂电铜箔直接使用生箔一体机进行生箔和分切并进行抗氧化处理即可。此外, 公司标箔项目仍采购日本阴极辊(本次募投项目阴极辊设备来自日本 TEX 并已完成采购), 相较于嘉元等厂商新建产能采购较多国产辊相比, 日本阴极辊单台价格 240-250 万元, 国产辊单台价格大约为 160-180 万元, 设备成本更高。因此综合来看投资额相对较高。

图表 34 铜箔新建产能投资额对比

	嘉元 20 可转债	超华 20 定增	嘉元 21 定增	铜冠 2 期
项目产能(万吨)	1.50	1.00	1.60	1.00
总投资(亿元)	10.08	7.50	10.04	8.21
单吨投资(万元)	6.72	7.50	6.27	8.21

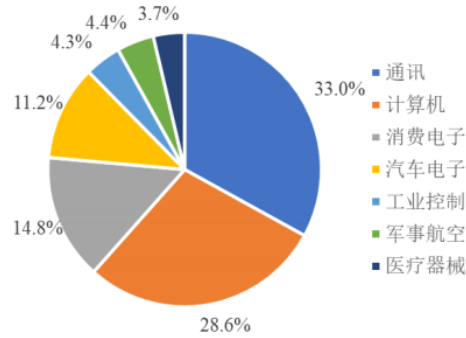
资料来源: 嘉元科技、超华科技公司公告, 招股说明书, 华安证券研究所

3 新能源汽车和 5G 通信需求旺盛，铜箔行业景气

· PCB: 下游产业升级刺激国产高性能 PCB 铜箔需求。

PCB 铜箔主要应用在消费电子、计算机、通讯、汽车电子等领域，随着 5G 通信高速发展，高性能 PCB 铜箔需求大增。2020 年 PCB 市场实现 6.4% 的增速，Prismark 预测未来 5 年行业 CAGR=5.8%。

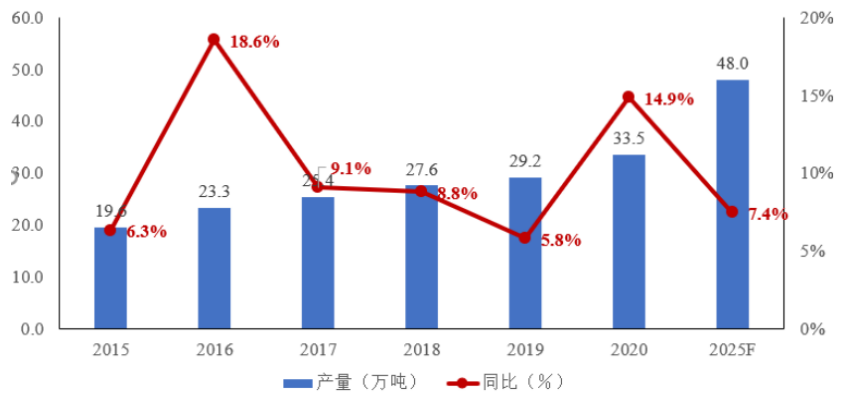
图表 35 全球 PCB 市场应用领域分布



资料来源: Prismark, 华安证券研究所

出货量稳定增长，高性能 PCB 铜箔供不应求。全球 PCB 铜箔出货量从 2016 年的 34.6 万吨增长至 2020 年的 51.0 万吨，CAGR=10.2%。中国是 PCB 铜箔出货量的主要贡献者，2020 年产量为 33.5 万吨，GGII 预测未来 5 年 CAGR=7.4%。近两年铜箔企业扎堆布局锂电铜箔，在 5G 通信和 IDC 建设的需求带动下，标箔仍有较大成长空间。

图表 36 2015-2025 年中国 PCB 铜箔市场产量及预测



资料来源: CCFA, GGII, 华安证券研究所

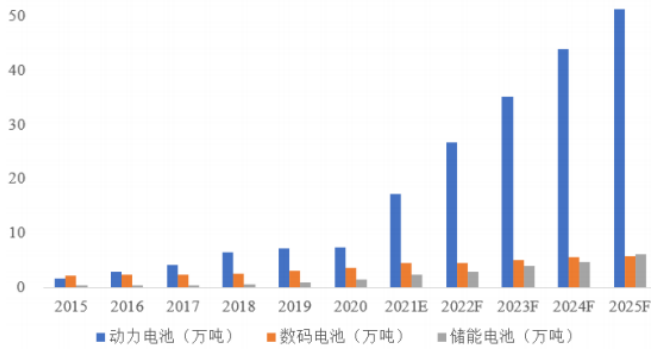
数据包含所有大陆所有企业 PCB 铜箔产量，包括港澳台及外资企业

国内高端铜箔依赖进口，高性能铜箔国产替代空间广阔。我国 PCB 铜箔主要以中低端产品为主，高端产品依赖进口。2020 年，我国电子铜箔出口量为 3.07 万吨，主要为低端铜箔；进口量为 11.07 万吨，主要为高档高性能铜箔。高频高速电路铜

箔受 5G 通讯及 IDC 建设带动,需求增长较快,根据 CCFA 统计,2020 年全球高频高速 PCB 铜箔总需求量 6.86 万吨,中国需求占比 50%,高端市场主要由国外厂家占据,国产化替代势在必行。

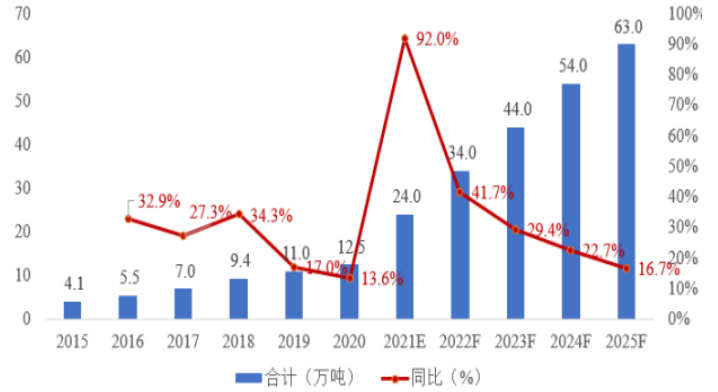
· **锂电铜箔: 乘新能源东风, 增量市场空间大。**动力电池需求驱动出货量高速增长, 2021 年 H1 锂电铜箔出货量 11.5 万吨, GGII 预计 2025 年中国锂电铜箔出货量将达 63 万吨, CAGR=38.2%。

图表 37 2015-2025 年中国各终端锂电铜箔出货量及预测



资料来源: GGII, 华安证券研究所

图表 38 2015-2025 年中国锂电铜箔出货量及预测



资料来源: GGII, 华安证券研究所

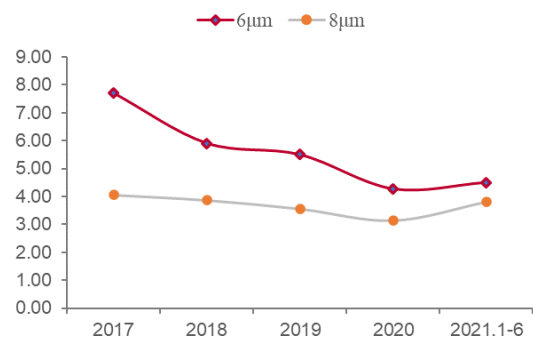
锂电铜箔极薄化趋势明确。我们在此前报告中提出极薄化发展是大势所趋, 主要支撑逻辑: 一) **电池能量密度提升需求驱动极薄化。**铜箔厚度越低, 涂覆活性材料越多, 电池的能量密度越高, 最终汽车的续航里程也将增加。6 μ m 和 4.5 μ m 的锂电铜箔相比较于 8 μ m 的铜箔能提升 5.11% 和 8.82% 的质量能量密度; 二) **铜箔越薄, 电动车的单车铜箔成本越低。**因为“原材料减少”带来的降本空间大于极薄铜箔“加工费的增加”; 三) **极薄化铜箔提升产品溢价。**目前, 8 μ m/6 μ m/4.5 μ m 铜箔的加工费分别为 3.6 万元/吨、4.6 万元/吨、7.5 万元/吨, 轻薄铜箔毛利率更高。四) **宁德时代等下游电池厂商的设备技术突破。**宁德时代率先引入 6 μ m、4.5 μ m 的极薄铜箔并向铜箔厂商批量订货, 锂电池下游厂商对极薄铜箔的需求迅速放量。

图表 39 铜箔越薄, 电动车的单车铜箔成本越低

	8 μ m	6 μ m	4.5 μ m
铜价 (万元/吨)	7	7	7
加工费 (万元/吨)	3.6	4.6	7.5
单车铜箔用量 (千克)	40.5	30.3	23.6
单车铜箔成本拆解			
——铜价 (元)	2835	2121	1652
单车铜箔成本拆解			
——加工费 (元)	1458	1394	1770
单车铜箔成本 (元)	4293	3515	3422

资料来源: 长江有色金属网, SMM, 华安证券研究所

图表 40 6 μ m、8 μ m 的含税平均加工费 (单位: 万元/吨)



资料来源: 宁德时代公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测

我们预计公司 2021/2022/2023 年分别实现营收 39.6/41.1/48.5 亿元，分别实现归母净利润 3.5/5.2/6.1 亿元，对应 PE 为 39X/26X/22X。

预测依据如下：

销量：PCB 铜箔方面，根据公司产能布局，假设募投 1 万吨项目 23 年顺利达产并释放 0.7 万吨产量；锂电铜箔方面，随着切换 6 μ m 铜箔的生产工艺更加熟练，预计良品率将有所提升，假设提升 10%，这将带来产量提升 10%。因此，我们预计 2021-2023 年，公司铜箔销量分别达到 4.0/4.4/5.2 万吨。

价格与毛利率：铜箔定价方式为“铜价+加工费”，预计 2022、2023 年铜价下降为 6 万元/吨，加工费则有所提升，一方面是标箔产品高端化将提升加工费，另一方面是锂电铜箔大客户将大幅度切换至 6 μ m 铜箔，加工费有所提升。并且除了公司自身的 alpha，行业 beta 也决定了 2022 年铜箔仍处于供需紧张局面，加工费将维持高位并有可能增长。因此，我们预测 2021-2023 年，PCB 铜箔的价格分别为 9.4/8.6/8.7 万元/吨，毛利率分别为 17%/19%/20%；6 μ m 铜箔的价格分别为 11.0/10.5/10.2 万元/吨，毛利率分别为 24%/30%/29%；8 μ m 铜箔的价格分别为 10.0/9.5/9.2 万元/吨，毛利率分别为 16%/22%/22%。

根据以上假设，我们预计公司 2021/2022/2023 年分别实现营收 39.6/41.1/48.5 亿元，分别实现归母净利润 3.5/5.2/6.1 亿元。

图表 41 公司业绩预测表

	2021E	2022E	2023E
PCB铜箔销量 (万吨)	2.82	3.08	3.80
价格 (万元/吨)	9.40	8.60	8.70
毛利率	17%	19%	20%
营收 (亿元)	26.49	26.49	33.03
成本 (亿元)	21.88	21.46	26.42
6 μ m销量 (万吨)	0.45	1.06	1.34
价格 (万元/吨)	11.00	10.50	10.20
毛利率	24%	30%	29%
营收 (亿元)	4.91	11.09	13.63
成本 (亿元)	3.74	7.76	9.68
8 μ m铜箔销量 (万吨)	0.72	0.26	0.07
价格 (万元/吨)	10.00	9.50	9.20
毛利率	16%	22%	22%
营收 (亿元)	7.22	2.51	0.62
成本 (亿元)	6.06	1.96	0.49
其他营收 (亿元)	0.99	1.03	1.21
其他成本 (亿元)	0.89	0.93	1.09
营业收入 (亿元)	39.61	41.11	48.49
营业成本 (亿元)	32.57	32.10	37.67
归母净利润 (亿元)	3.50	5.15	6.06

资料来源：wind，华安证券研究所

5 风险提示

公司产能释放不及预期,产品结构优化不及预期,行业竞争导致铜箔加工费大幅下降, PET 等新技术对铜箔形成替代。

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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	929	47	47	47	营业收入	2460	3961	4111	4849
现金	43	0	0	0	营业成本	2250	3257	3210	3767
应收账款	411	0	0	0	营业税金及附加	13	25	25	29
其他应收款	6	0	0	0	销售费用	5	36	33	34
预付账款	2	0	0	0	管理费用	26	69	62	68
存货	265	0	0	0	财务费用	42	54	80	124
其他流动资产	202	47	47	47	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	1978	3201	4613	6115	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	1805	3020	4437	5956	营业利润	84	429	618	729
无形资产	117	176	245	318	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	55	5	-69	-159	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	2907	3247	4660	6162	利润总额	84	427	617	728
流动负债	835	817	1704	2588	所得税	12	68	92	111
短期借款	600	776	1663	2547	净利润	72	359	525	618
应付账款	95	0	0	0	少数股东损益	0	9	10	12
其他流动负债	140	41	41	41	归属母公司净利润	72	350	515	606
非流动负债	365	365	365	365	EBITDA	220	620	856	1019
长期借款	239	239	239	239	EPS (元)	0.12	0.56	0.83	0.97
其他非流动负债	126	126	126	126					
负债合计	1200	1182	2069	2953					
少数股东权益	0	9	19	31					
股本	622	622	622	622					
资本公积	948	948	948	948					
留存收益	137	487	1002	1608					
归属母公司股东权	1707	2057	2572	3178					
负债和股东权益	2907	3247	4660	6162					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-203	1205	776	925
净利润	72	350	515	606
折旧摊销	136	145	169	181
财务费用	42	54	80	124
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-456	645	0	0
其他经营现金流	530	-284	527	619
投资活动现金流	-52	-1370	-1583	-1685
资本支出	-53	-1378	-1593	-1696
长期投资	0	9	10	11
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	250	122	807	760
短期借款	227	176	887	885
长期借款	36	0	0	0
普通股增加	22	0	0	0
资本公积增加	337	0	0	0
其他筹资现金流	-372	-54	-80	-124
现金净增加额	-5	-43	0	0

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	2.5%	61.0%	3.8%	17.9%
营业利润	-26.5%	410.6%	44.1%	18.0%
归属于母公司净利	-26.0%	388.2%	47.1%	17.6%
获利能力				
毛利率 (%)	8.5%	17.8%	21.9%	22.3%
净利率 (%)	2.9%	8.8%	12.5%	12.5%
ROE (%)	4.2%	17.0%	20.0%	19.1%
ROIC (%)	2.8%	12.8%	12.9%	11.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.3%	36.4%	44.4%	47.9%
净负债比率 (%)	70.3%	57.2%	79.8%	92.0%
流动比率	1.11	0.06	0.03	0.02
速动比率	0.79	0.06	0.03	0.02
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.22	0.88	0.79
应收账款周转率	5.99	—	—	—
应付账款周转率	23.72	—	—	—
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.56	0.83	0.97
每股经营现金流	-0.33	1.94	1.25	1.49
每股净资产	2.75	3.31	4.14	5.11
估值比率				
P/E	0.00	38.54	26.20	22.27
P/B	0.00	6.56	5.25	4.25
EV/EBITDA	3.79	23.44	18.03	16.01

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。