

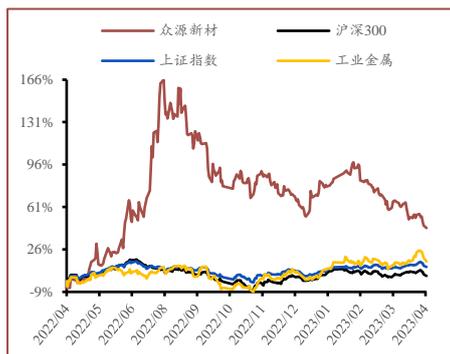
## 投资评级:增持(首次)

### 基本数据

2023-04-24

收盘价(元)	11.96
流通股本(亿股)	2.44
每股净资产(元)	4.61
总股本(亿股)	2.44

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

### 分析师 张磊

SAC 证书编号: S0160522120001  
zhanglei02@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ **公司紫铜带行业领军企业，募投项目放大领先优势：**2021 年公司生产销售铜带 10.99 万吨，同比增长 33.4%，市场占有率为 13.6%，公司在铜板带制造领域行业地位突出，具有进一步优化制造工艺、提升市场占有率的能力。2022 年公司募集 4.1 亿元扩增产能，投项目产品聚焦于紫铜带箔，锡青铜带、复杂黄铜带等中高端铜带箔材产品，公司在巩固自身产业规模优势和产品优势的同时，通过募投项目的建设进一步提升高附加值产品的比重，实现产品结构的持续升级。
- ❖ **把握电池托盘市场机遇，打造第二增长曲线。**新能源汽车行业持续景气促进了动力电池托盘行业的快速发展，电池托盘市场空间快速扩大，根据我们测算 2023-2024 年电池托盘市场供给缺口分别为 25/-36 万件。公司于 2021 年布局电池托盘行业，2022 年 4 月投产，现有年产能为 10 万件，目前公司拟扩建产能至 50 万件，预计于 23 年年初完成。公司承接了奇瑞、哪吒新能源汽车全系车型的电池包托盘业务，扩增产能消化有保证。
- ❖ **核心团队技术实力顶尖，5 万吨防腐、保温材料项目投产在即。**公司防腐材料业务核心成员为邵亚薇教授，其曾任哈尔滨工程大学超轻材料与表面技术教育部重点实验室教授，中国腐蚀与防护学会常任理事。公司核心团队目前在国内外防腐研究处于行业前列。公司控股子公司哈船新材料于 2021 年在安徽省明光市设立了 1 个生产基地，总投资 5 亿元新建 5 万吨防腐、保温材料。该生产基地预计 2023 投产，项目投产后，公司有望跻身行业前列。
- ❖ **投资建议：**公司紫铜带箔龙头地位稳固，电池托盘项目打开未来成长空间。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 77.38/91.69/111.40 亿元，同比分别增加 14.13%/18.49%/21.50%，归母净利润分别为 1.46/2.18/3.33 亿元，同比上升 5.92%/49.93%/52.50%，对应 EPS 为 0.60/0.90/1.37 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格波动风险；税收政策优惠变动影响；市场导入不及预期；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3836	6780	7738	9169	11140
收入增长率(%)	19.00	76.74	14.13	18.49	21.50
归母净利润(百万元)	63	138	146	218	333
净利润增长率(%)	-32.43	119.40	5.92	49.93	52.50
EPS(元/股)	0.26	0.56	0.60	0.90	1.37
PE	30.88	21.52	21.52	14.35	9.41
ROE(%)	6.61	13.04	12.65	15.94	19.56
PB	2.06	2.79	2.72	2.29	1.84

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	众源新材：深耕紫铜带箔材领域，积极布局新能源赛道.....	4
1.1	历史发展：立足紫铜板带材行业，快速切入新能源领域.....	4
1.2	铜板带箔材业务稳步提升，新能源、防腐材料业务放量在即.....	4
1.3	股权：股权结构相对集中，高管层行业背景深厚。.....	5
1.4	财务：公司盈利能力持续提升.....	6
2	电池托盘业务：打开公司盈利增长第二曲线.....	8
2.1	电池托盘发展的三大趋势：轻量化，集成化，高强度.....	8
2.2	市场空间测算：全球 2025 年市场规模超 500 亿元，CAGR 34.19%.....	11
2.3	供给端：2023-2024 年电池托盘供需缺口分别为 25/-36 万套.....	12
2.4	公司电池托盘：积极拓展客户与产能.....	13
3	铜板带箔业务：紫铜板带行业领军企业，募投项目放大优势.....	14
3.1	铜带材行业分析：稳健发展，新基建、新能源贡献新增量.....	14
3.2	公司紫铜版带箔材业务分析：领军企业，产能利用率持续超 100%.....	15
4	防腐、保温材料业务：核心团队技术实力顶尖，5 万吨项目投产在即.....	17
5	盈利预测与投资建议.....	18
6	风险提示.....	19

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司业务情况.....	5
图 3.	公司股权结构.....	6
图 4.	营收长期维持增长（亿元）.....	7
图 5.	盈利触底反弹（亿元）.....	7
图 6.	2017-2022Q1-3 毛利率和净利率.....	7
图 7.	2017-2022Q1-3 ROE 摊薄和 ROA.....	7
图 8.	2017-2022Q1-3 期间费用率变化.....	8
图 9.	2017-2022Q1-3 运营周转情况.....	8
图 10.	奥迪 A3 sportback-etron 的动力电池包结构.....	8
图 11.	电池托盘发展趋势.....	9

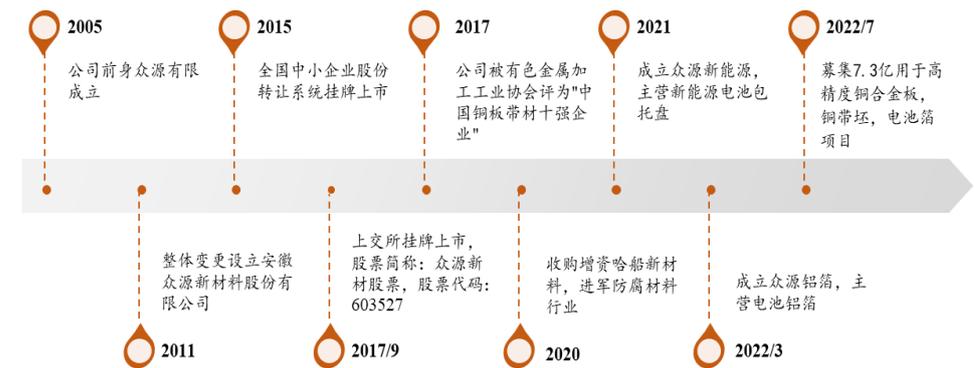
图 12. 比亚迪刀片电池.....	10
图 13. 宁德时代 CTP 技术.....	10
图 14. 铜带材分类.....	14
图 15. 2016-2021 年中国铜带材产量 (万吨) .....	15
图 16. 2021 年中国铜带材细分品种产量 (万吨) .....	15
图 17. 2018-2022Q1-3 公司铜带箔产能利用率 (万吨) .....	16
图 18. 2018-2022Q1-3 公司铜带箔单吨价格、净利润.....	16
图 19. 公司募集项目产能分布 (吨) .....	16
图 20. 2012-2022 年中国重防腐涂料行业需求量及增速 .....	18
图 21. 2020 年中国重防腐涂料行业市场应用结构.....	18
表 1. 公司主营产品具体类型.....	5
表 2. 公司核心高管层背景.....	6
表 3. 传统技术与 CTP 技术对比.....	10
表 4. 电池托盘主要连接技术.....	11
表 5. 电池托盘市场空间测算.....	12
表 6. 电池托盘主流供应商产能预测 (万套/年) .....	13
表 7. 2022-2024 年公司电池托盘业务营收测算 .....	13
表 8. 公司主要产品性能及应用范围.....	17
表 9. 公司各业务营收与毛利率测算 (亿元) .....	19
表 10. 公司可比估值表.....	19

# 1 众源新材：深耕紫铜带箔材领域，积极布局新能源赛道

## 1.1 历史发展：立足紫铜板带材行业，快速切入新能源领域

紫铜带箔材为主，多业务协同发展。公司自 2005 年成立以来，主要专注于紫铜板带箔材系列产品的研发、生产和销售，是国内铜板带箔材行业经营规模较大、技术实力较为领先的主要企业之一，2017 年公司于上交所上市，同年被有色金属加工工业协会评为“中国铜板带材十强企业”。由于紫铜板带箔材具有含铜量高、导电及导热性好等特性，公司产品广泛应用于变压器、电力电缆、通信电缆、散热器、换热器、电子电器和新能源等领域。自 2020 年起，公司紧跟国家宏观政策导向，围绕新能源行业发展趋势，快速切入新能源领域，通过收购和成立不同子公司先后进入防腐材料，新能源汽车零部件，锂电池等行业。公司正在形成以紫铜带箔材为主，多业务协同发展的业务格局。

图1.公司发展历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 1.2 铜板带箔材业务稳步提升，新能源、防腐材料业务放量在即

公司主营铜板带箔材，21 年其业务占比超过 99%。公司紫铜带箔材产能由成立之初的 0.6 万吨/年，经过十余年发展，逐步增加至目前的 10 万吨/年，具备了规模经济效应，其铜带箔材产品包括紫铜带、紫铜板、紫铜箔、合金铜箔、白铜带等。2021 年公司铜带箔材营收 67.54 亿元，占总营收 99.84%。

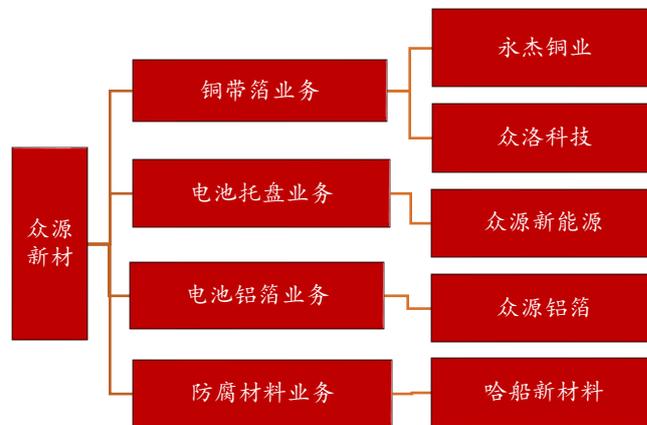
表1.公司主营产品具体类型

产品名称	产品厚度范围	用途
紫铜带和紫铜板	0.05-5.0mm	新能源：电池、光伏、LED 等行业
		电缆：射频电缆、防火电缆、线缆宝带等行业
		变压器：非晶变压器，干式变压器等行业
		铜包铝（钢）：复合金属线材、排料等行业
紫铜箔	0.007-0.05mm	电子电器带：电镀以及高速冲床
		散（换）热器：核电站、潜艇等军工、家用电器行业
合金铜箔	0.01-0.1mm	板材：电子压件、插座等行业
白铜带	0.05-5.0mm	散热屏蔽，航空航天，覆铜板，智能电子产品
		精密电子配件，振荡器，手机屏蔽罩等

数据来源：公司官网，财通证券研究所

**新能源、防腐材料业务放量在即。**2020年起公司通过收购，增资获得哈船新材料85%股权。目前公司该控股子公司在安徽省明光市设立了1个生产基地，设计年产能5万吨，目前正在建设中，预计2022年下半年竣工，其主要产品是防腐材料和保温材料。2021年10月公司设立控股子公司众源新能源，主要产品为新能源汽车电池包托盘，2022年4月开始投产，现有年产能为10万件，目前正在产能爬坡。2022年公司新建年产5万吨电池箔项目，该业务由公司控股子公司众源铝箔开展，其中一期年产2.5万吨电池箔目前建设正在积极推进中。新能源、防腐材料业务的放量有望丰富公司的营收结构，助力公司业绩更上一层楼。

图2.公司业务情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 股权：股权结构相对集中，高管层行业背景深厚。

**股权结构相对集中，高管层行业背景深厚。**截至2022年10月28日，公司共设有全资子公司8家，公司全资子公司众源投资分别以85%和70%控股哈船新材料和众源新能源。公司实际控制人为全虎、周丽夫妻，合计持有公司35.95%的股份，公司股权相对集中，业务开展明确。公司董事长封权虎深耕有色金属压延行业30余年，具有非常深厚的行业经验，现任中国有色金属加工工业协会理事。此外，

公司副董事长，常务副总经理吴平曾获“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。

图3.公司股权结构



数据来源：公司公告，爱企查，财通证券研究所 备注：截至 2023 年 4 月 13 日

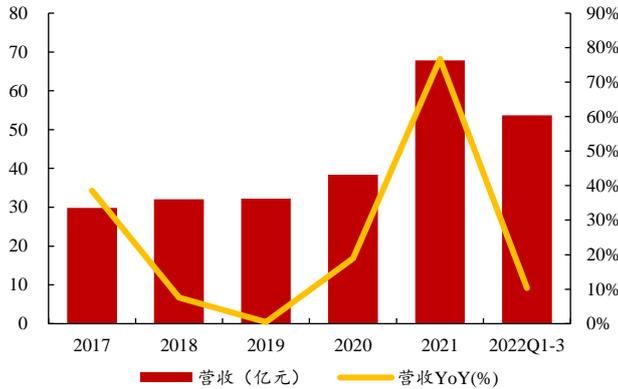
表2.公司核心高管层背景

高管	职务	履历
封权虎	董事长	硕士学历，高级经济师，2005年4月创办芜湖众源金属带箔有限公司。现任本公司董事长，芜湖市工商联联合会副会长，中国有色金属加工工业协会理事
吴平	副董事长，常务副总经理	硕士学历，2006年5月至今在本公司先后担任副总经理、副董事长，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。现任本公司副董事长、常务副总经理。
陶俊兵	总经理	大专学历，1993年2月至2007年7月在安徽鑫科新材料股份有限公司铜带分公司从事生产管理并担任副经理。2007年7月至今在本公司先后任总经理助理兼生产中心经理、副总经理。曾获得“芜湖市科学技术奖三等奖”。现任本公司董事、总经理。
奚海波	副总经理，董事会秘书	本科学历，2004年3月至2007年8月在安徽鑫科新材料股份有限公司任投资经理，2007年11月至2011年3月在奇瑞汽车股份有限公司任高级投资经理，2011年4月至今在本公司任董事会秘书。
王成	副总经理，财务负责人	本科学历，2000年11月至2006年3月在安徽楚江投资集团有限公司从事财务管理工作。2006年4月至今在本公司负责财务管理工作。现任本公司财务负责人、副总经理，杰冠商贸监事。

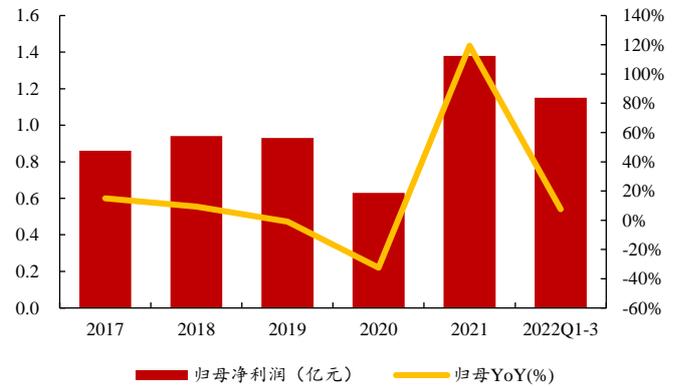
数据来源：Choice，财通证券研究所

### 1.4 财务：公司盈利能力持续提升

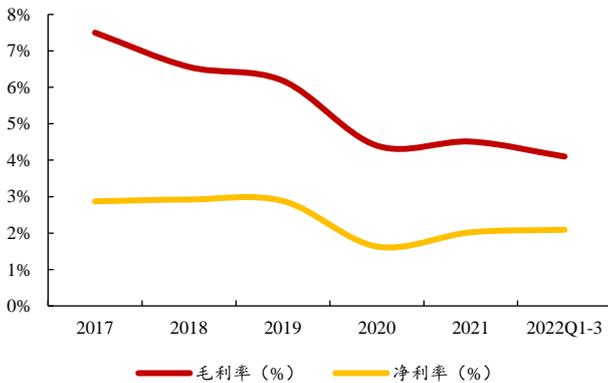
公司 21 年业绩大增，盈利能力触底回升。公司 21 年营业收入 67.80 亿元，同比增长 76.75%，归母净利润达 1.38 亿元，同比增长 119.40%。系公司募投项目产能完全释放销售量快速提升，以及铜价上涨所致。毛利率 4.51%，同比上升 0.11pcts，净利率达 2.021%，同比上升 0.39pct，主要是规模效应带来期间费用率下降。ROE(摊薄)达到 13.04%，提高 6.43pct，ROA 达到 11.10%，提高 4.89pcts。22Q1-3 公司业绩持续提升，营业收入 53.68 亿元，同比增长 10.35%，归母净利润达 1.15 亿元，同比增长 7.47%，主要原因系产销量较上年同期增长。

**图4.营收长期维持增长（亿元）**


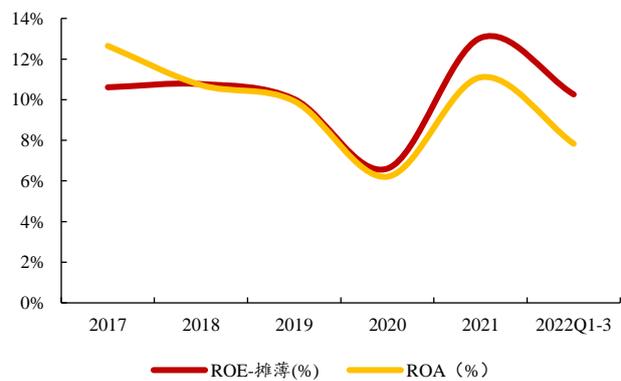
数据来源：Wind，财通证券研究所

**图5.盈利触底反弹（亿元）**


数据来源：Wind，财通证券研究所

**图6.2017-2022Q1-3 毛利率和净利率**


数据来源：Wind，财通证券研究所

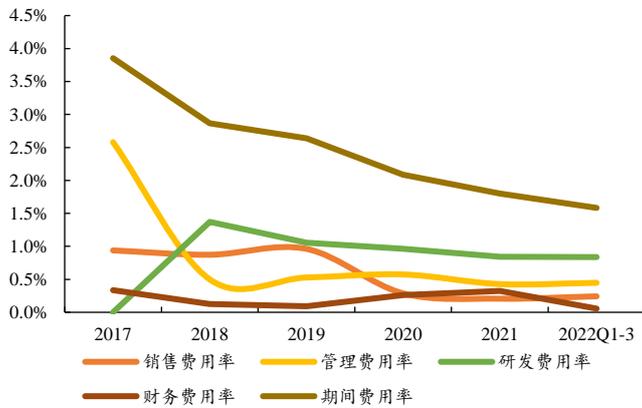
**图7.2017-2022Q1-3 ROE 摊薄和 ROA**


数据来源：Wind，财通证券研究所

公司期间费用率持续下降，研发投入不断提升。2017-2022Q1-3 公司期间费用率占比分别为 3.85%/2.87%/2.64%/2.09%/1.80%/1.58%。公司管理费用率、财务费用率近年保持稳定，销售费用率由于规模效应以及运输费用调整到营业成本，销售费用率从 2017 年的 0.94% 下降到 2022Q1-3 的 0.24%。公司坚持“以市场为导向、以研发为驱动”的经营理念，紧跟市场趋势进行前瞻性研发，研发费用占比不断增加，2021 年公司研发费用 0.57 亿，同比增长 54.24%，2022 年 Q1-3 研发费用 0.45 亿，同比增长 7.99%，截止到 2021 年底，公司持有 15 项发明专利，67 项实用新型专利。2021 年公司获得安徽省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》享受一定税收减免。

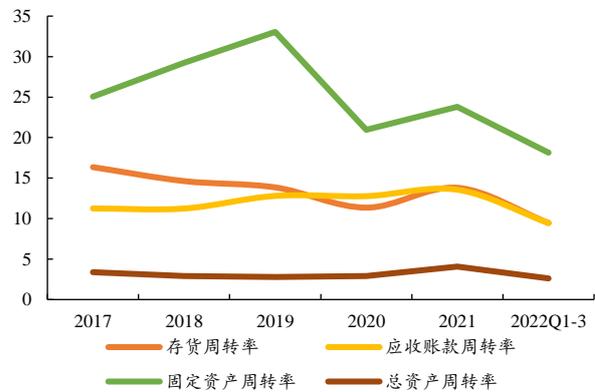
公司 2021 年各项周转率均有提升。2017-2022Q1-3 公司应收账款周转率从 11.25 提升至 13.56，公司坏账损失减少，资产流动性增加。2020 年公司存货周转率下降至 11.35 原因系公司产能规模和产销量持续增，所需安全库存的增加，以及电解铜市场价格持续上涨导致的期末存货余额增长。

图8.2017-2022Q1-3 期间费用率变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.2017-2022Q1-3 运营周转情况

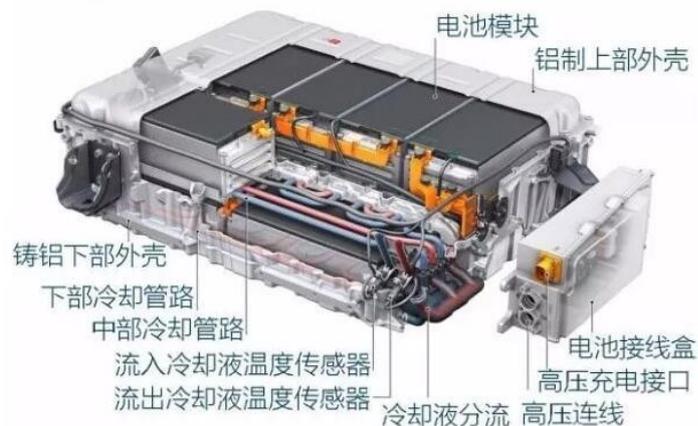


数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 2 电池托盘业务: 打开公司盈利增长第二曲线

电池系统是新能源汽车的核心组成部分,按照总体结构可分为:动力电池模块、结构系统、电气系统、热管理系统、BMS 等五个模块。其中动力电池模块是新能源汽车动力输出的核心部件,负责能量的存储与释放,决定了汽车的行驶里程,是新能源汽车的“心脏”;电气系统保证设备的运行的可靠与安全,实现各类信号的控制和传输功能;热管理系统则是用来确保电池系统在事宜的温度范围内工作:电池管理系统(BMS)通过检测电池组中各个单体电池的状态,控制电池的电流大小及电池的充放电过程,现实电池系统的安全稳定运行。结构系统即为新能源汽车电池托盘,它是电池系统的骨架,可为其它系统起到支撑,抗冲击、抗震动及保护作用。

图10.奥迪 A3 sportback-etron 的动力电池包结构

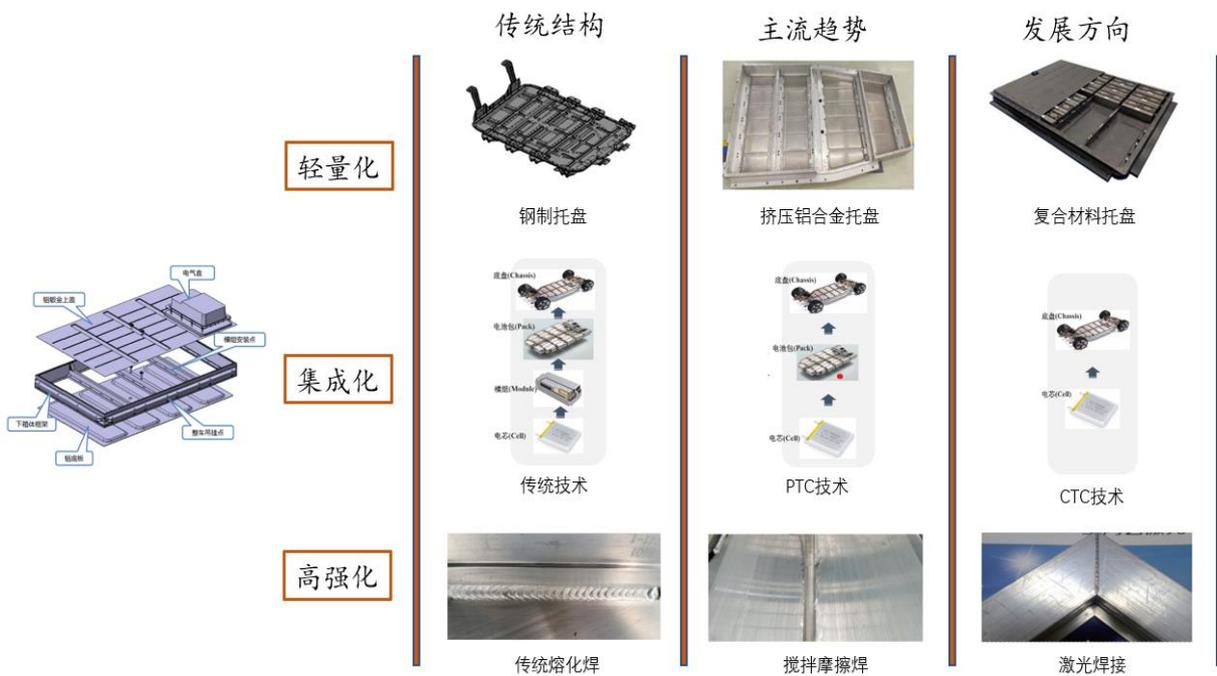


数据来源: AMEE SH, 财通证券研究所

### 2.1 电池托盘发展的三大趋势: 轻量化, 集成化, 高强度

**轻量化—挤压铝合金电池托盘。**早期电动汽车如 Nissan Leaf、Volt 采用钢制电池托盘，钢制电池托盘具有价格经济，有优良的加工及焊接性能的优点，但钢材密度较大，装载于车身时影响新能源汽车的续航里程。从材料综合指标评估来看，铝合金材质，在满足电池系统结构需求的前提下，成为电池托盘的首选材料。铝合金托盘根据生产工艺的不同分为铸铝电池托盘和挤压铝合金电池托盘。铸铝电池托盘采用整体一次成型，其具有灵活的设计样式，托盘成型后不需要进行进一步的焊接工序，综合力学性能较高，但由于铸造工艺的局限性，对于大容量的电池托盘无法采用铸造铝合金的方式进行生产。目前大部分的整车设备制造公司都选用铝挤压材制造电池托盘，**挤压铝合金电池托盘通过型材的拼接及加工来满足不同的需求，具有设计灵活、加工方便、易于修改等优点，性能上具有高刚性、抗震动、挤压及冲击等性能。**

图11.电池托盘发展趋势



数据来源：维科网、财通证券研究所、《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》谭锦红、《新能源汽车电池包关键连接技术》胡大武

**集成化—无模组技术（CTP 技术）。**现有的传统电池包结构通常由“电芯-模组-整包”的三级结构组成。模组指将若干关联的零部件组成模块，电池整包（Pack）则由若干个模组、BMS、配电模块组成。CTP 技术（无模组技术）全称为 Cell To Pack，将电芯直接集成至电池包。由于省去了模组组装环节，CTP 电池包空间利用率提升、电池包重量减轻、能量密度提升和成本下降，是动力电池探索结构创新的重要方向。由于电池集成方式的改变，CTP 电池包技术促进了相应的 CTP 电池托盘的研发。

表3.传统技术与 CTP 技术对比

	传统技术	CTP 技术
空间利用率	低	高
集成方案	模组集成再安装到车身上	电池集成再安装到车身上
电池容量	/	提升 15-30%
可维修性	可单独更换模组	只能更换电池包

数据来源：维科网、《CTC 集成技术在电动汽车电池布置中的应用》张涛、财通证券研究所

目前有 CTP 技术两种不同的技术路线，其一是以比亚迪刀片电池为代表的彻底取消模组的方案。在体积相同的情况下，传统电池组由于侧板、端板、紧固件、横梁、纵梁等模块构件存在，空间利用率约为 40%。比亚迪的 CTP 技术刀片电池电池组的空间利用率约为 62%。即使是同一款车，CTP 电池组也能将电池容量提高 20-30%，电池寿命延长 20-30%。

其二是以宁德时代 CTP 技术为代表的小模组组合成大模组的方案。宁德时代 CTP 技术电池组由至少两个大模块组成，每个模块通过紧固件连接到电池托盘上，最后将电池组固定到不同的横梁上。每个大的模块通过若干个塑料散热片分割成小空间，这些塑料散热片可以像电脑硬盘一样插入小空间，这可以减少大约 40% 来自模块之间连接线束、侧板、底板等的部件。与传统电池相比，宁德时代 CTP 电池组的容量利用率增加 15-20%，生产效率提升 50%，电池的能量密度提高 10-15%，这将大大降低动力电池的制造成本。

图12.比亚迪刀片电池



数据来源：维科网，财通证券研究所

图13.宁德时代 CTP 技术



数据来源：维科网，财通证券研究所

**高强度—搅拌摩擦焊 (FSW)。** CTP 技术的应用改变了电池托盘整体结构，传统标准化模组结构中的承重横梁取消，边梁数量减少至 0-2 条，采用框架或底板承重。此外 CTP 电池托盘增加了许多工序，集成更多铸件、紧固件、水冷板、喷涂、隔热层等。这提升了托盘整体和连接处强度和密封性的要求。在传统传统熔化焊 (TIG、MIG、CMT 等) 的基础上，CTP 托盘的生产增加了搅拌摩擦焊 (FSW) 和螺栓自拧紧技术 (FDS) 的使用，以提升托盘整体强度。FSW 是一种以旋转的搅拌针以及轴肩与母材摩擦产生的热为热源，通过搅拌针的旋转搅拌和轴肩的轴向力

实现焊接的技术，相较于，FSW 因其焊接变形小、无裂纹以及气孔等缺陷，且焊接接头强度高、密封性好被越来越多的电池托盘企业广泛应用。此外激光焊和螺栓连接因其独特的工艺和优势而被应用于电池托盘部分结构的焊接。

**表4. 电池托盘主要连接技术**

连接技术	机理	优点	缺点	常用场景
钨极氩弧焊 (TIG)	保护焊的一种，是在惰性气体的保护下，利用钨极与焊件之间产生的电弧热融化母材和填充焊丝，从而形成优质焊缝	操作简单、电弧与熔池的可见性好、焊缝外观无焊灰，无需清洁	焊接速度慢、焊接热输入大、焊后变形大、不易控制，限制了高效生产	空间狭小的短焊缝及密封性要求高的焊缝焊接
传统熔化焊 惰性气体保护电弧焊 (MIG)	惰性气体将焊接部分被覆，促使电弧稳定及防止焊接质量变化，利用电弧热融化焊接部分的金属，并送入焊条	焊接成本低，操作简便，焊接速度快，熔透能力强	焊接热输入大，容易产生热裂纹以及气孔等焊接缺陷，生产效率低	边框底板总成内部整圈焊接
冷金属过渡技术 (CMT)	利用一个较大的脉冲电流使得焊丝顺利起弧，并在焊丝端部融化长大，在熔滴即将发生脱落的时刻，利用熔滴表面张力、自身重力和焊丝的机械回抽作用，形成连续的焊缝	热输入小、无飞溅、电弧稳定以及焊机速度快	依然难以摆脱铝合金传统熔化焊的问题，比如变形、气孔、焊接头系数低等问题	边框拼焊和边框底板焊接部分
搅拌摩擦焊 (FSW)	以旋转的搅拌针以及轴肩与母材摩擦产生的热为热源，通过搅拌针的旋转搅拌和轴肩的轴向力实现对母材的塑化流动，得到精细锻造组织的焊接接头	焊接变形小、无裂纹以及气孔等缺陷，且焊接接头强度高、密封性好	由于焊接机理的限制不适用于边梁小件焊接，焊接速度相对偏低，对工装依赖性大，成本较高	底板型材对拼焊接和边框与底板总成焊接
激光焊 (LBW)	属于高能束焊的一种，利用能量密度极高的激光束照射在待焊材料表面，使材料熔化并形成可靠的连接接头	焊接质量高、精度高、速度快，焊接变形小，应用范围广	前期投资成本高、回报周期长，铝合金激光焊接困难	顶盖封口焊接焊缝等
螺栓自拧紧技术 (FDS)	通过设备中心拧紧轴将电动机的高速旋转传至待连接板料摩擦生热产生塑性变形后，自攻螺丝并螺栓连接的冷成形工艺	自动化程度高，密封效果好，便于拆装	设备成本高，焊后凸起，螺钉造价昂贵，可能发生松动	框架式结构电池托盘

数据来源：《电池包箱体的轻量化与连接技术》司福建，《新能源汽车电池包关键连接技术》胡大武，《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》谭锦红，激光应用中心，财通证券研究所

## 2.2 市场空间测算：全球 2025 年市场规模超 500 亿元，CAGR 34.19%

我们预计 2025 年全球电池托盘市场规模超 500 亿元，年复合增长率 34.19%。根据中汽协以及 Marklines 的数据进行电池托盘市场空间测算，按照电池托盘需求量与新能源汽车产量相等计算，预计 2025 年中国电池托盘市场空间约 378 亿元，2022-2025 年复合增速达 36.85%；全球市场空间超 500 亿元，2022-2025 年复合增速达 34.19%，中国市场份额为 75%左右。同时，CTP 电池托盘自 2022 年起实现规模化应用，其 2025 年市场占有率预计可达 50%。

### 主要基于以下假设：

1. 新能源汽车产量与电池托盘需求量为 1:1，即每一辆新能源汽车配备一套电池托盘；

2.CTC 技术于 2025 年之后投产使用，2022-2025 年电池托盘市场仅包含传统电池托盘与 CTP 电池托盘两种；

3.据和胜股份公司公告，传统电池托盘单车价值约为 1800 元左右，CTP 电池托盘工序及工艺更为复杂且需配备冷却系统、防护钢板及其他部件，估计工艺增加成本 200-300 元，冷却系统 400-800 元，防护钢板 400-800 元，其他零件 200-300 元，单车价值约提升至 3000-4000 元。

**表5.电池托盘市场空间测算**

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量 (万辆)	217	324	675	964	1288	1639	2027
YoY		49%	109%	43%	34%	27%	24%
海内外新能源汽车销量							
中国新能源汽车销量 (万辆)	121	137	352	689	930	1209	1511
YoY		13%	158%	96%	35%	30%	25%
海外新能源汽车销量 (万辆)	71	108	189	276	359	430	516
YoY		53%	75%	46%	30%	20%	20%
传统电池托盘市场空间							
传统电池托盘单车价值 (元)	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
传统电池托盘市场份额		100%	88%	80%	70%	60%	50%
传统电池托盘市场空间(亿元)	39.06	58.32	106.92	138.88	162.32	177.00	182.44
CTP 电池托盘市场空间							
CTP 电池托盘单车价值 (元)	3500	3500	3500	3500	3400	3300	3200
CTP 电池托盘市场份额		0	12%	20%	30%	40%	50%
CTP 电池托盘市场空间 (亿元)			28	68	131	216	324
全球电池托盘市场空间 (亿元)	39	58	135	206	294	393	507
国内外电池托盘市场空间							
中国电池托盘市场空间 (亿元)	22	25	71	147	212	290	378
中国电池托盘市场份额	56%	42%	52%	71%	72%	74%	75%
海外电池托盘市场空间 (亿元)	13	19	38	59	82	103	129
海外电池托盘市场份额	32%	33%	28%	29%	28%	26%	25%

数据来源：中汽协，Marklines，财通证券研究所测算

### 2.3 供给端：2023-2024 年电池托盘供需缺口分别为 25/-36 万套

我们预计新能源汽车电池托盘行业 2024 年达到供需平衡。近年来新能源汽车行业迅猛发展，电池托盘行业快速扩张，出现显著的供不应求，不仅是新能源车包括储能托盘需求快速增长导致上游产能扩建速度难以满足下游订单，下游厂商也在积极寻找发展新供应商，支持供应商扩产。根据我们测算，2021 年电池托盘主要供应商合计产能为 245 万套/年，我们预计 2024 年主要供应商合计产能将达到 1245 万套/年。2021 年供需缺口为 107 万套/年，在 2022 年新能源汽车飞速发展下供需缺口扩大，达到 179 万套/年，各大企业纷纷进入电池托盘行业，扩大公司产能，随着产能的逐步扩张及释放，供需缺口有所收紧，我们预计 2024 年电池托盘市场达到供需平衡。届时随着 CTP 电池技术的大规模应用，下游整车厂将与供应链完善，产能供给充足，研发能力优异，技术储备丰厚的优质托盘供应企业深度绑定。

**表6. 电池托盘主流供应商产能预测（万套/年）**

公司	2021	2022E	2023E	2024E
敏实集团	15	50	100	150
凌云股份	20	40	100	150
华达科技	30	75	100	150
和胜股份	30	60	100	150
长盈精密	0	20	40	60
新疆新投	0	0	40	40
新铝时代	40	60	80	100
祥鑫科技	10	50	100	150
华域汽车	60	80	100	120
众源新材	0	20	75	100
巨石新能源	10	25	40	45
金桥铝业	30	30	30	30
合计产能	245	510	905	1245
汽车电池托盘需求量 （万套）	325	689	930	1209
供需缺口	107	179	25	-36

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

#### 2.4 公司电池托盘：积极拓展客户与产能

**快速切入托盘市场，积极扩增产能。**公司于2021年布局电池托盘行业，成立子公司众源新能源负责托盘业务。2022年4月公司托盘开始投产，现有年产能为10万件，目前公司拟扩大产能，将新能源汽车电池包托盘及储能用电池包托盘年产能扩建至50万件，现已完成增资，正在推进产能扩建，公司预计于23年年初完成，届时公司将拥有50万件/年的产能。公司电池托盘主要客户为奇瑞、哪吒，并承接了奇瑞、哪吒新能源汽车全系车型的电池包托盘业务，根据乘联会数据，2022年奇瑞汽车共计销售新能源车23.28万辆，哪吒汽车共计销售新能源车15.21万辆。公司下游客户需求旺盛，产能消化有保证。我们预计公司2022-2024年电池托盘业务营收分别为1.26/9.00/15.4亿元。

**表7. 2022-2024年公司电池托盘业务营收测算**

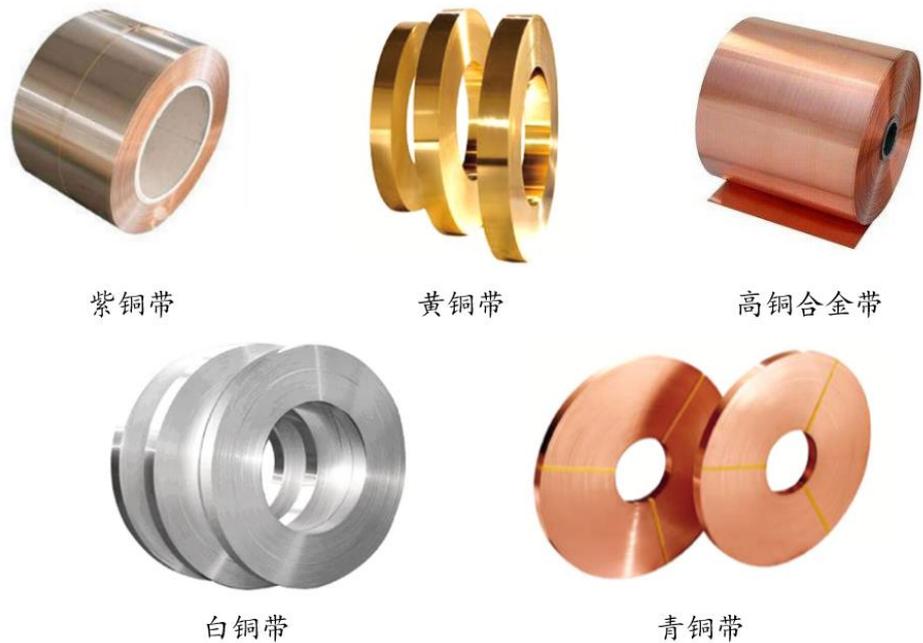
	2022E	2023E	2024E
产能（万件/年）	20	75	100
销量（万件）	7	45	70
平均单件价格（元）	1800	2000	2200
营收（亿元）	1.26	9.00	15.40
毛利率	5%	5%	5%
毛利（亿元）	0.06	0.45	0.77

数据来源：公司官网、财通证券研究所

### 3 铜板带箔业务：紫铜板带行业领军企业，募投项目放大优势

铜板是指铜经过轧制的板材，轧制包括了热轧和冷轧。铜带是指厚度在 0.06-1.5mm 之间的铜轧制加工品，铜板带是对铜板和铜带的统称。铜板带材属于铜材中的重要高端品种，是《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的新材料中的先进结构材料，是《中国制造 2025》“工业强基”工程中大力发展的关键基础材料。根据中国有色金属加工工业协会统计数据，2021 年中国铜板带材生产量达 258 万吨，其中铜带材占比 88%。铜带材按其含铜量和合金元素构成的不同，可分为紫铜带、黄铜带、青铜带、白铜带、高铜合金带等。紫铜带因其含铜量最高，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。

图14.铜带材分类



数据来源：公司官网、天齐铜业官网、财通证券研究所

#### 3.1 铜带材行业分析：稳健发展，新基建、新能源贡献新增量

受益于国家政策引导，中国铜带材产量逐年增加。根据中国有色金属加工工业协会数据统计，中国 2016-2021 年铜带材产量从 165 万吨增长到 228 万吨，年复合增长率 6.7%。2021 年中国铜带材产量 228 万吨，同比增长 15.7%。其中紫铜带产量 81 万吨，同比增长 17.4%，高于行业平均增长速度；是铜带材占比第二高的细分品种，占比 36%，略低于黄铜带的 40%。

图15.2016-2021年中国铜带材产量（万吨）

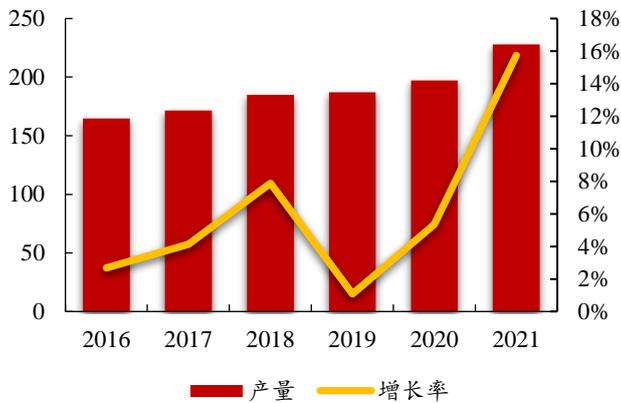
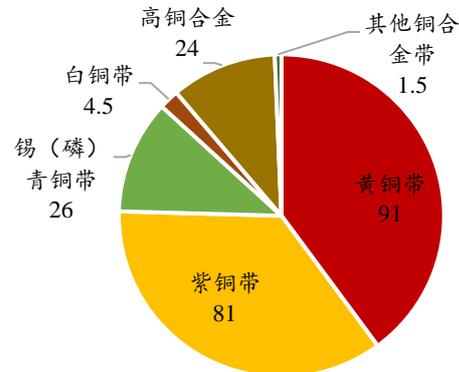


图16.2021年中国铜带材细分品种产量（万吨）



数据来源：华经产业研究院，中国有色金属加工工业协会，财通证券研究所

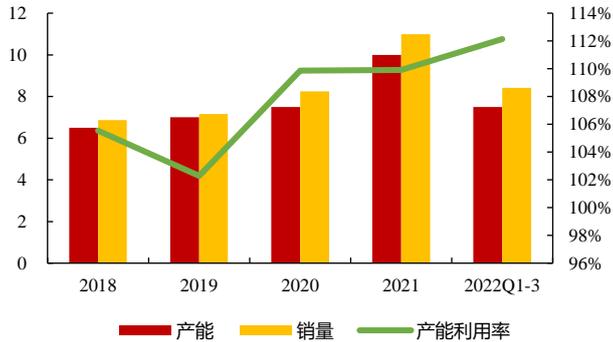
数据来源：中国有色金属加工工业协会，财通证券研究所

传统领域基本维持稳定发展，新基建、新能源将是国内未来铜带增量新亮点。铜板带的主要应用领域为电子信息、电力、导热、服辅装饰。其中电子信息制造业的快速迅猛增长带来了铜板带的快速增长。工信部数据披露 2021 年电子信息制造业同比增长 14.7%，22 年 1-10 月同比增长 9.5%。此外新基建和新能源作为国内经济转型的基建投资重点，是近些年国内政策支持的重点。新基建中的 5G 基站、充电桩建设会带动连接器、高强高导高屏蔽相关铜板带、铜箔需求；特高压、城际高铁和城际轨道交通将带动铜线缆、铜板带箔需求；新能源汽车所带动的汽车智能化所提升的汽车电子，也将增加铜带箔的使用量。随着国民经济的快速发展，高导电导热性能的铜板带箔的需求日益增长。

### 3.2 公司紫铜版带箔材业务分析：领军企业，产能利用率持续超 100%

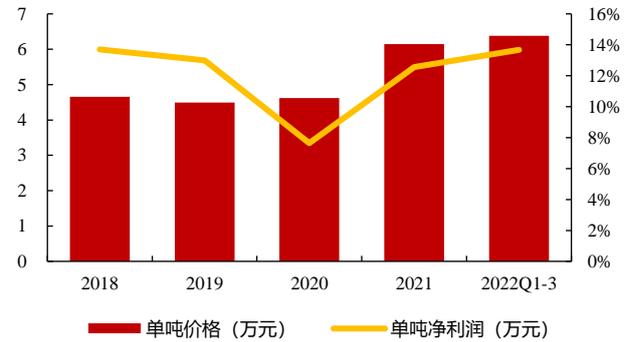
公司为紫铜带生产领军企业。公司自成立以来紫铜带箔材生产和销售不断提升，2021 年生产销售铜带 10.99 万吨，同比增长 33.4%，其中出口 0.80 万吨，产能利用率 110%，市场占有率为 13.6%，是国内紫铜板带箔材业产销量最大，市占率最高的领军企业。公司满产达产，2018-2022 年产能利用率皆超 100%，同时在原材料电解铜价格波动上升的背景下，公司单吨盈利保持稳定在 0.14 万元/吨左右。

图17.2018-2022Q1-3 公司铜带箔产能利用率（万吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18.2018-2022Q1-3 公司铜带箔单吨价格、净利润

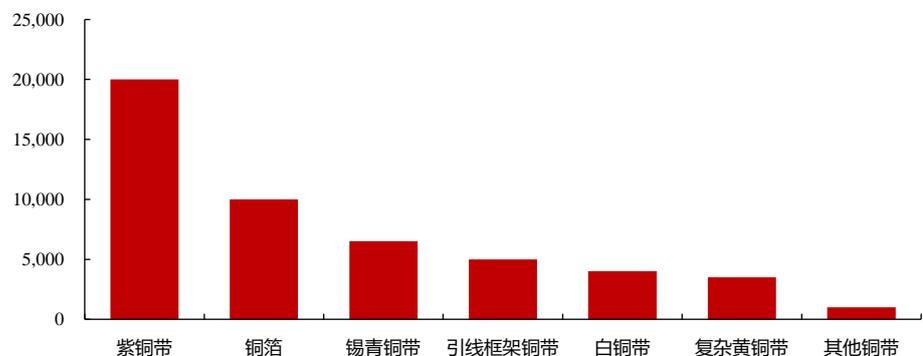


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**专注研发，奠定公司技术实力领先的地位。**国内铜板带箔材加工企业普遍采用感应熔炼、连续铸锭、无氧连续退火、快速化学成分分析等生产技术，公司在上述技术的基础上，成功应用并发展了短流程节能生产工艺，形成了诸如水平连续铸炉分体炉熔铸技术、短流程生产纯铜带材加工技术、铜带表面钝化工艺等专有技术，并获得了相关专利，从而形成了自己的核心竞争力。截至2021年12月31日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。

**募集项目聚焦市场中高端铜板带，优化公司产品结构。**公司在铜板带制造领域行业地位突出，具有进一步优化制造工艺、提升市场占有率的能力。2022年公司募集4.1亿元用于年产10万吨高精度铜合金板带及5万吨铜带坯生产线项目（一期年产5万吨高精度铜合金板带）项目，募投项目产品聚焦于紫铜带箔，锡青铜带、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。公司在巩固自身产业规模优势和产品优势的同时，通过募投项目的建设进一步提升高附加值产品的比重，实现产品结构的持续升级。

图19.公司募集项目产能分布（吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 4 防腐、保温材料业务：核心团队技术实力顶尖，5万吨项目投产在即

公司防腐、保温材料业务由子公司哈船新材料展开。2020年4月公司全资子公司众院投资出资人民币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，后经两次增资，公司最终持有哈船新材料股份比例为85%。公司目前主要长效防腐产品为HGF系列-环氧粉末重防腐涂料和HGL系列-无溶剂厚浆型环氧重防腐涂料，主要保温产品为HGNL-102环保型水基保温防结露涂料和HGR气凝胶绝热保温材料。公司长效防腐产品皆可应用于海洋环境下10年以上的重防腐涂料。

表8.公司主要产品性能及应用范围

产品	性能特点	应用范围
HGF 系列-环氧粉末重防腐涂料	涂层结合力高（粘接强度大于60MPa）	用于海洋设施的防护，如钢管桩、船舶、桥梁、平台、海底管道等；埋地管道的防护，如埋地油、气、水等管道；防腐、耐磨、抗冲刷、抗气蚀结构件的防护；化工设备和管道的防护。
	抗海水腐蚀性优异，耐腐蚀性好，防腐寿命大于15年	
	生产过程、涂装过程及使用过程中无VOC	
	不需底漆，一次涂装，快速固化	
HGL 系列-无溶剂厚浆型环氧重防腐涂料	可代替不锈钢或钛合金部件使用，节省40—70%成本	潮湿舱室环境；水电站发电机房与控制室；建筑物地下室、防空洞；粮库内壁；纺织印染车间墙壁；计算机房、自动控制室
	可进行机械加工	
	防腐寿命长。在海洋环境下防腐年限长达10年	
	机械强度大、附着力高	
HGNL-102 环保型水基保温防结露涂料	一次成膜厚。单道成膜100微米以上，可大幅度提高涂料效率，降低涂装成本	潮湿舱室环境；水电站发电机房与控制室；建筑物地下室、防空洞；粮库内壁；纺织印染车间墙壁；计算机房、自动控制室
	无溶剂。保证了涂装过程无有害气体挥发。	
	导热系数低，保温隔热性能优异，透气吸湿性能优异	
	组份涂料，室温固化，操作简单，使用方便	
HGR 气凝胶绝热保温材料	水性环保涂料，防火阻燃	用于舱室环境等的隔热保温；用于各种管道结构的隔热保温
	安全无害，无强烈的刺激性气味	
	附着力强，粘结强度大，可在潮湿表面涂覆	
	可覆盖混凝土表面或墙面上的细小裂纹，保温、抗水气凝结	
HGR 气凝胶绝热保温材料	热系数低，常温下导热系数仅为0.017~0.022W/m·K	用于舱室环境等的隔热保温；用于各种管道结构的隔热保温
	优异的防水、透气性能	
	良好的抗拉、抗压、抗冲击性能	
	无毒不燃，耐高温及抗老化	
HGR 气凝胶绝热保温材料	重量轻，尺寸薄，寿命长	用于舱室环境等的隔热保温；用于各种管道结构的隔热保温

数据来源：公司官网、财通证券研究所

**核心团队技术实力顶尖。**防腐材料业务核心成员为邵亚薇，其曾担任哈尔滨工程大学超轻材料与表面技术教育部重点实验室教授，中国腐蚀与防护学会常任理事。主要研究：（1）重防腐涂料的研制；（2）轻金属耐腐蚀涂料的研制。负责主持项

目由国家自然科学基金 1 项；国防 973 专题 1 项；国防技术基础 1 项；海军横向课题 1 项，公司防腐材料研发能力优异。

随着国民经济的持续发展，重防腐涂料需求稳步增长。重防腐涂料作为国民经济重要领域的主要工程材料，主要下游行业包括交通运输、石油化工、电力、海洋工程、建筑工程等部门。我国经济多年来保持良好的发展势头，是推动我国重防腐涂料行业市场规模增长的重要因素。我国重防腐涂料市场规模从 2012 年的 189.3 万吨增长至 2020 年的 407.7 万吨，复合增长率为 10.06%。

图20.2012-2022 年中国重防腐涂料行业需求量及增速

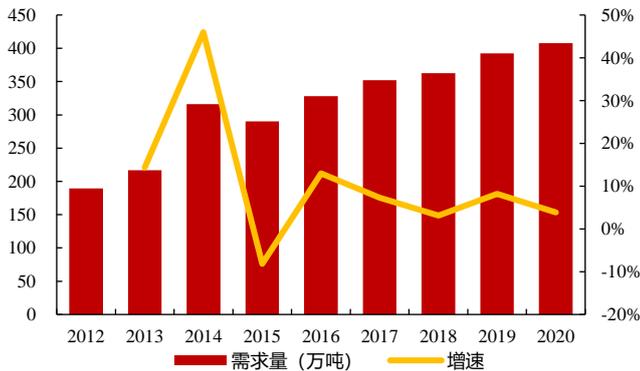
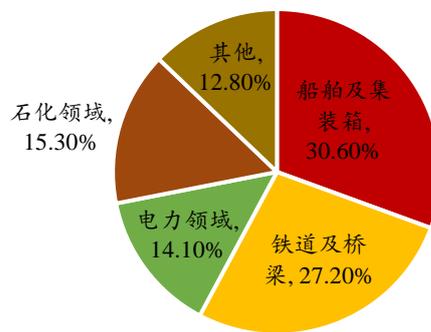


图21.2020 年中国重防腐涂料行业市场应用结构



数据来源：四川省涂料协会，财通证券研究所

数据来源：四川省涂料协会，财通证券研究所

防腐材料项目投产在即，公司有望通过军转民实现降维打击。公司控股子公司哈船新材料于 2021 年在安徽省明光市设立了 1 个生产基地，总投资 5 亿元新建年产 3.3 万吨水性气凝胶隔热保温涂料、1.5 万吨高固份重防腐涂料项目、0.2 万吨粉末重防腐涂料项目，合计年产能是 5 万吨。目前正在建设中，预计 2023 年投产，其主要产品是防腐材料和保温材料，其中防腐材料相关产品可适用于重防腐环境。

## 5 盈利预测与投资建议

关键假设：

**电池托盘业务：**公司在手订单充足，承接了奇瑞、哪吒新能源汽车全系车型的电池包托盘业务。目前公司正在积极扩增产能，预计 23 年初公司产能有望从 10 万件提升至 50 万件每年。预计公司 2022/2023/2024 年电池托盘业务营收分别为 1.26/9.00/15.40 亿元。

**紫铜带箔业务：**公司为紫铜带生产领军企业，受益于市场需求不断上升以及募投项目扩宽公司产品品种，优化公司产品结构，公司市占率有望进一步提升。预计公司 2022/2023/2024 年紫铜带箔业务营收分别为 75.84/80.06/91.5 亿元。

**防腐、保温材料业务：**公司核心团队技术实力顶尖，防腐材料项目投产在即。参考重庆三峡，假定公司防腐材料单吨售价 1.2 万元，毛利率 35%，预计公司 2022/2023/2024 年防腐、保温材料业务营收分别为 0/1.8/6 亿元。

**整体预测：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 77.38/91.69/111.40 亿元，同比分别增加 14.13%/18.49%/21.50%，归母净利润分别为 1.46/2.18/3.33 亿元，同比上升 5.92%/49.93%/52.50%，对应 EPS 为 0.60/0.90/1.37 元/股，对应 PE 为 20.74/13.83/9.07 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表9.公司各业务营收与毛利率测算（亿元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
电池托盘	营业收入			1.26	9.00	15.40
	YoY				614.29%	71.11%
	毛利率			5.00%	5.00%	5.00%
紫铜板带箔	营业收入	38.08	67.54	75.84	80.06	91.50
	YoY	18.48%	77.36%	12.30%	6.28%	13.52%
	毛利率	4.34%	4.39%	4.07%	4.10%	4.20%
防腐、保温材料	营业收入				1.8	6
	YoY					233.33%
	毛利率				35.00%	35.00%
其他业务	营业收入	0.28	0.26	0.28	0.29	0.30
	YoY	189.72%	-4.82%	5.82%	3.00%	3.00%
	毛利率	12.13%	33.56%	6.03%	6.00%	6.00%
总营业收入	营业收入	38.36	67.80	77.38	91.69	111.40
	YoY	19.00%	76.74%	14.13%	18.49%	21.50%
	毛利率	4.40%	4.51%	4.09%	4.80%	5.48%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表10.公司可比估值表

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002965.SZ	祥鑫科技	45.00	80.22	1.39	3.67	5.24	32.27	12.27	8.59
002824.SZ	和胜股份	28.94	57.80	1.11	2.02	2.93	26.07	14.29	9.86
603358.SH	华达科技	20.69	90.84	0.83	1.18	1.66	24.85	17.5	12.46
	平均						27.73	14.69	10.30
603527.SH	众源新材	20.69	30.21	0.60	0.90	1.37	20.74	13.83	9.07

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 6 风险提示

- **原材料价格波动风险：**公司生产用原材料主要为电解铜、电解铝，原材料波动对公司的营业成本有较大影响。

- **税收优惠政策变动风险：**未来如果公司及其全资子公司永杰铜业未能通过重新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。
- **市场导入不及预期：**公司募投项目以及投资项目产能扩增较多，但如果公司市场开发力度不足或目标市场发生较大变化，公司将会面临生产能力不能充分利用或产品价格低于预期，从而达不到项目预计收益水平的风险。
- **行业竞争加剧风险：**新能源汽车电池托盘行业竞争格局复杂，公司如果不能及时提升技术和装备水平和资金实力，优化产品结构，公司经营将会面临较大的行业竞争风险。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3835.99</b>	<b>6779.79</b>	<b>7737.81</b>	<b>9168.64</b>	<b>11139.50</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3667.35	6474.24	7421.12	8728.47	10529.43	营业收入增长率	19.0%	76.7%	14.1%	18.5%	21.5%
营业税费	9.27	10.42	10.83	12.84	15.60	营业利润增长率	-29.7%	125.4%	4.9%	49.8%	52.4%
销售费用	10.74	13.92	17.80	20.17	23.39	净利润增长率	-32.4%	119.4%	5.9%	49.9%	52.5%
管理费用	22.15	28.85	31.73	40.34	47.90	EBITDA 增长率	-9.2%	93.3%	26.1%	40.4%	39.2%
研发费用	37.10	57.23	65.77	78.85	96.91	EBIT 增长率	-19.3%	116.0%	6.8%	48.8%	46.9%
财务费用	10.26	22.50	38.55	52.00	58.49	NOPLAT 增长率	-18.3%	110.4%	7.7%	48.8%	46.9%
资产减值损失	-2.84	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	19.4%	27.0%	17.9%	21.4%	22.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>3.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>18.7%</b>	<b>24.0%</b>
投资和汇兑收益	-0.44	0.24	7.74	9.17	11.14	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>74.12</b>	<b>167.08</b>	<b>175.23</b>	<b>262.57</b>	<b>400.08</b>	毛利率	4.4%	4.5%	4.1%	4.8%	5.5%
加:营业外净收支	-0.30	-0.57	-0.50	-0.50	-0.50	营业利润率	1.9%	2.5%	2.3%	2.9%	3.6%
<b>利润总额</b>	<b>73.82</b>	<b>166.51</b>	<b>174.73</b>	<b>262.07</b>	<b>399.58</b>	净利率	1.6%	2.0%	1.9%	2.4%	3.0%
减:所得税	11.46	29.50	29.70	44.55	67.93	EBITDA/营业收入	3.0%	3.3%	3.7%	4.4%	5.0%
<b>净利润</b>	<b>62.69</b>	<b>137.54</b>	<b>145.69</b>	<b>218.44</b>	<b>333.11</b>	EBIT/营业收入	2.3%	2.8%	2.6%	3.3%	4.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	113.00	188.60	177.81	369.66	294.14	固定资产周转天数	26	16	15	13	11
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>81</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>73</b>
应收账款	357.50	642.61	733.00	871.51	1046.96	流动资产周转天数	100	81	82	90	92
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	28	27	32	32	31
预付帐款	35.66	6.78	37.11	43.64	52.65	存货周转天数	32	26	28	29	30
存货	411.97	526.59	627.81	778.44	976.46	总资产周转天数	123	88	95	96	96
其他流动资产	56.02	48.91	48.91	48.91	48.91	投资资本周转天数	124	89	92	95	96
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	6.6%	13.0%	12.6%	15.9%	19.6%
长期股权投资	10.68	13.43	13.43	13.43	13.43	ROA	4.4%	7.2%	6.7%	8.1%	10.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.7%	9.4%	8.6%	10.5%	12.6%
固定资产	275.08	294.82	323.98	332.48	322.31	费用率					
在建工程	14.82	34.63	22.51	14.63	9.51	销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	40.29	39.23	39.23	39.23	39.23	管理费用率	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	7.72	4.83	4.83	4.83	4.83	财务费用率	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%
<b>资产总额</b>	<b>1412.44</b>	<b>1919.99</b>	<b>2184.90</b>	<b>2708.31</b>	<b>3242.92</b>	三费/营业收入	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
短期债务	355.38	581.14	781.14	981.14	1181.14	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	56.70	128.03	148.20	176.69	215.24	资产负债率	32.5%	44.5%	46.8%	49.0%	47.2%
应付票据	0.00	50.00	-8.77	57.26	1.23	负债权益比	48.2%	80.1%	88.0%	96.3%	89.5%
其他流动负债	0.77	1.05	1.05	1.05	1.05	流动比率	2.39	1.85	1.78	1.77	1.91
长期借款	0.00	2.00	3.00	5.00	11.41	速动比率	1.25	1.13	1.05	1.09	1.18
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	8.90	9.74	4.48	5.17	6.19
<b>负债总额</b>	<b>459.61</b>	<b>853.78</b>	<b>1022.43</b>	<b>1328.32</b>	<b>1531.28</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	4.46	11.27	10.61	9.69	8.24	DPS(元)	0.12	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	243.82	243.82	243.82	243.82	243.82	分红比率					
留存收益	379.48	487.68	584.60	803.04	1136.15	股息收益率	1.5%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>952.83</b>	<b>1066.21</b>	<b>1162.47</b>	<b>1379.99</b>	<b>1711.64</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.26	0.56	0.60	0.90	1.37
净利润	62.69	137.54	145.69	218.44	333.11	BVPS(元)	3.89	4.33	4.72	5.62	6.99
加:折旧和摊销	29.24	36.65	82.96	99.37	115.29	PE(X)	30.9	21.5	21.5	14.4	9.4
资产减值准备	9.73	15.54	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.1	2.8	2.7	2.3	1.8
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	8.95	20.69	45.15	58.22	71.43	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
投资收益	0.00	-1.79	-7.74	-9.17	-11.14	EV/EBITDA	18.8	14.8	13.2	9.4	7.3
少数股东损益	-0.32	-0.53	-0.66	-0.92	-1.46	CAGR(%)					
营运资金的变动	-325.41	-222.00	-291.01	-227.04	-628.87	PEG	—	0.2	3.6	0.3	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-218.70</b>	<b>-17.87</b>	<b>-28.98</b>	<b>134.82</b>	<b>-126.70</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-92.36</b>	<b>-90.09</b>	<b>-88.89</b>	<b>-86.75</b>	<b>-83.79</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>136.99</b>	<b>185.74</b>	<b>107.09</b>	<b>143.78</b>	<b>134.98</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。