

金田铜业 (601609.SH)

低估值铜加工龙头

公司是国内铜加工多年的龙头，受“铜合金材料+稀土永磁材料”双轮驱动。

- 铜加工行业龙头，规模效应助腾飞：**公司是铜加工行业龙头，铜加工材产量位居全国第一，预计2022年铜产品产能达200万吨，2025年达250万吨。规模效应助力降低铜产品平均成本，公司凭借其低成本优势继续扩大市场份额，提高市占率，发挥龙头效应。
- “铜合金材料+磁性材料”双轮驱动：**磁性材料主要应用于电机，和公司的电磁线业务具有较强协同效应。十三五期间，公司铜产品产量复合增速为18%（大幅超过国内行业1.6%的增速），预计2025年铜产品产能产量将提升至250万吨，产量符合增速约18%。稀土永磁材料目前宁波基地5000吨年产能，包头基地拟建8000吨稀土永磁材料项目，项目分2期建设，预计分别在2023、2024年投产，投产之后将提升至1.3万吨产能。
- 乘双碳之风，拓展扁线、高精铜板带、高性能钕铁硼等高端应用市场：**公司加大在新能源、风电、光伏等领域的科技研发及市场开拓。2021年上半年，公司铜产品在新能源汽车、风力发电、特高压及5G等重点领域应用突破1.75万吨；其中应用于新能源汽车领域的产品销量同比增长94%，应用于风电发电领域的产品销量同比增长52%，应用于特高压领域的产品销量同比增长20%。
 - 公司凭借20年电磁线的产销经验，紧抓扁线的发展机会。目前电磁线扁线产品已进入知名新能源汽车企业供应商体系，现已进入量产阶段。2022年使新能源用扁线产能将从0.5万吨扩张到2万吨；
 - 高精度铜带产品已经成功进入国际知名电机供应商体系，应用于新能源汽车电机等领域，现已进入批量供货阶段；
 - 公司在研的5G通讯均热板用高精度带材项目进展顺利，已突破关键技术，各项指标基本达到预期目标；
 - 铬锆铜合金材料已实现量产，产品应用于电阻焊电极、高铁接触线导线等高技术领域；
 - 高性能黄铜带产品成功进入新兴照明行业以及白色家电类连接器端子供应链。
 - 稀土永磁材料在20年经验积淀之后，提质扩能，目前0.5万吨年产能，2024年将达到1.3万吨。
- 低估值绩优股：**2015年公司中小板上市以来收入年复合增速10.5%，毛利润复合增速26%，毛利率从2015年2.4%提升至2020年4.08%。根据我们测算，2022年、2023年公司预计净利润10/13亿，对应市盈率12倍、9倍。给予“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：**新扩建项目投产进度不及预期、扁线等产品下游消费不及预期、铜和稀土价格短时间内剧烈波动风险、汇率波动风险等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 主营收入(百万元) | 40984 | 46829 | 81544 | 97145 | 110933 |
| 同比增长 | 1% | 14% | 74% | 19% | 14% |
| 营业利润(百万元) | 624 | 645 | 946 | 1266 | 1652 |
| 同比增长 | 18% | 3% | 47% | 34% | 30% |

敬请阅读末页的重要说明

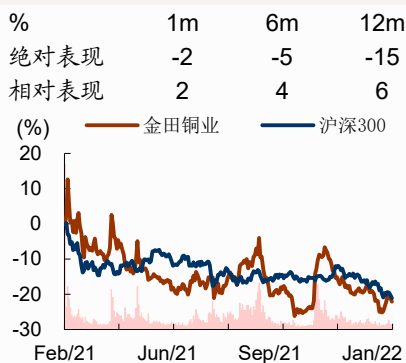
强烈推荐-A (首次)

周期/金属及材料
当前股价：8.32元

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 总股本(万股) | 148048 |
| 已上市流通股(万股) | 59746 |
| 总市值(亿元) | 123 |
| 流通市值(亿元) | 50 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.9 |
| ROE(TTM) | 9.5 |
| 资产负债率 | 62.8% |
| 主要股东 | 宁波金田投资控股有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 28.14% |

股价表现



相关报告

- 刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
- 刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
- 赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn
- 杜开欣 研究助理
dukaixin@cmschina.com.cn

| | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|
| 归母净利润(百万元) | 494 | 512 | 740 | 1022 | 1338 |
| 同比增长 | 17% | 4% | 44% | 38% | 31% |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.35 | 0.50 | 0.69 | 0.90 |
| PE | 20.4 | 23.7 | 16.7 | 12.1 | 9.2 |
| PB | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、铜加工龙头，各业务稳健增长 | 6 |
| 1、股权结构集中，实控人从业经验丰富 | 6 |
| 2、历经 35 年铜加工+21 年稀土永磁 | 6 |
| 3、规模化效应+产品结构不断优化推动业绩稳步增长 | 8 |
| 1) 产能节节攀升，助力发挥规模效应及龙头效应 | 8 |
| 2) 技术优势再次降本，进一步扩大公司盈利空间 | 9 |
| 3) 产能+技术并驾齐驱，驱动公司业绩上涨 | 11 |
| 4、激励计划吸引高质量人才，助力公司健康发展 | 12 |
| 二、协同效应增强公司竞争力 | 13 |
| 三、乘风新能源+减碳，公司发展迎来新纪元 | 14 |
| 1、双碳目标助力再生铜业务发展 | 14 |
| 2、积极拥抱铜高端制造新消费，扁线等产能快速扩张 | 15 |
| 1) 公司积极进行新能源、新基建、新消费等领域的产品开发 | 15 |
| 2) 新能源车驱动电机扁线化加速 | 16 |
| 3) 公司高筑扁线竞争壁垒，圆转扁优势明显 | 19 |
| 3、凭借 20 多年稀土永磁的经验，积极扩建充分享受能源革命红利 | 21 |
| 1) 双碳目标推动稀土永磁材料需求爆发 | 21 |
| 2) 公司规模扩张发力 未来利润重要增长点 | 24 |
| 四、利润预测和估值 | 26 |
| 1、盈利预测 | 26 |
| 2、低估值的绩优股 | 27 |
| 五、风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1 公司股权结构图 | 6 |
| 图 2 公司历史沿革 | 7 |
| 图 3 公司七大生产基地 | 7 |
| 图 4: 公司铜加工材产量增速远高于全国水平（万吨） | 8 |
| 图 5: 金田铜业铜加工材市占率稳步提升 | 8 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 6: 高附加产品产量逐年增加 (万吨) | 10 |
| 图 7: 公司致力于研发低重稀土磁体 | 10 |
| 图 8 公司有多种产品使用晶界扩散技术 | 11 |
| 图 9 公司研发费用持续增长 (单位: 亿元) | 11 |
| 图 10 周转率位居各细分行业前列 (单位: 次) | 11 |
| 图 11 营业收入逐年增长 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 12 净利润总体呈稳增长态势 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 13 毛利总体呈上升趋势 | 12 |
| 图 14 毛利率趋势稳步提升 (%) | 12 |
| 图 15 产品结构多元 | 13 |
| 图 16 再生铜节能减排 | 14 |
| 图 17 碳中和政策下的发展机遇——再生铜减排替代 | 15 |
| 图 18 扁线绕组永磁电机结构示意图 | 17 |
| 图 19 扁线电机与圆线电机 | 17 |
| 图 20 电机损耗分解 | 17 |
| 图 21 电磁线分类 | 20 |
| 图 22 国内电磁线产量 (万吨) | 20 |
| 图 23 电磁线供应结构 (万吨) | 20 |
| 图 24 公司引入先进生产线 | 21 |
| 图 25 广东项目建设情况 | 21 |
| 图 26 2020 年高性能钕铁硼下游需求结构 | 23 |
| 图 27 2020 年高性能钕铁硼下游需求结构 | 23 |
| 图 28 变频空调渗透率不断提高 (万台) | 23 |
| 图 29 电梯总规模和节能电梯渗透率逐年提升 (万台) | 23 |
| 图 30 新旧国标对比 | 23 |
| 图 31 永磁同步拽引电梯拆解 | 23 |
| 图 32 高性能钕铁硼永磁材料上下游 | 24 |
| 图 33 引入国内外先进高剩磁/高矫顽力生产设备 | 25 |
| 图 34 稀土永磁应用领域 | 25 |
| 图 35 公司产品认证情况 | 26 |
| 图 36 公司下游客户 | 26 |
| 图 37: 金田铜业历史 PE Band | 28 |

| | |
|--|----|
| 图 38: 金田铜业历史 PB Band | 28 |
| 表 1: 铜产品产能加速扩张..... | 8 |
| 表 2: 金田铜业铜加工材（除电磁线）市占率领先同业（2018 年数据） | 8 |
| 表 3: 金田铜业电磁线市占率位居前列（2018 年数据） | 9 |
| 表 4: 技术优势明显..... | 10 |
| 表 5: 业绩考核目标..... | 12 |
| 表 6: 满足新能源汽车领域一站式采购 | 13 |
| 表 7: 公司积极拥抱铜高端制造产品，深化新能源、新基建、新消费等领域的应用 | 15 |
| 表 8: 募投项目高端产品一览表 | 16 |
| 表 9: 圆线电机和扁线电机效率对比 | 18 |
| 表 10: 扁线需求测算..... | 18 |
| 表 11: 扁线主要技术难点 | 19 |
| 表 12: 高性能钕铁硼永磁材料需求量测算（万吨） | 22 |
| 表 13: 公司各系列产品性能及应用领域 | 25 |
| 表 14: 主产品产量和对外销售量统计和预测（万吨） | 26 |
| 表 15: 主营业务收入利润测算（亿元） | 26 |
| 表 16: 扁线和磁材毛利润贡献占比逐年较大幅度提升（亿元） | 27 |
| 表 17: 估值对比..... | 27 |
| 附：财务预测表..... | 29 |

一、铜加工龙头，各业务稳健增长

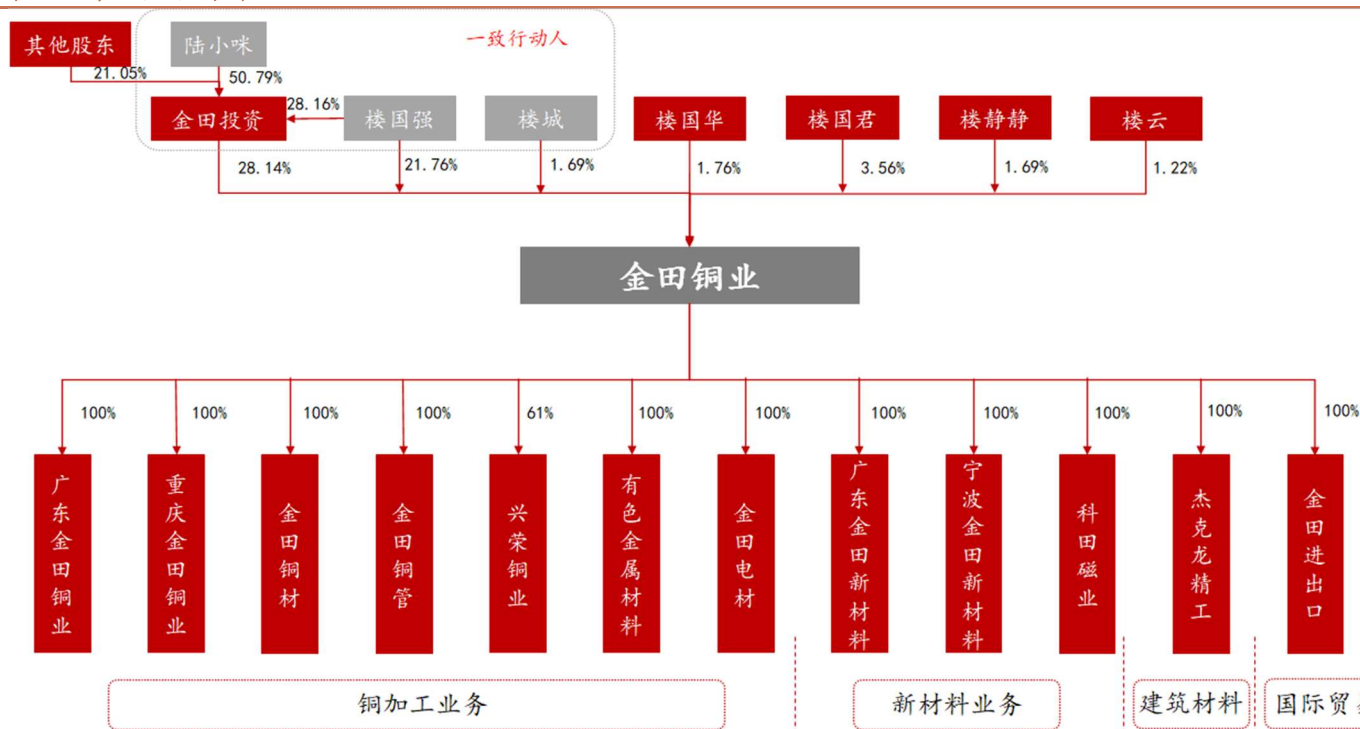
1、股权结构集中，实控人从业经验丰富

公司股权结构集中。楼国强、陆小咪夫妇及其子楼城作为本公司的实际控制人，控股比例 51.58%。金田投资系公司控股股东,受楼国强、陆小咪夫妇控制。楼国君持有其 7.02%的股权；股东楼国强、楼国君和楼国华为兄弟关系；楼静静系楼国强之女；楼城系楼国强之子；楼云系楼国君之女公司。

实控人从业经验丰富。楼国强先生自 1979 年 10 月至 1984 年 12 月在妙山钮扣厂任副厂长、厂长；自 1985 年 1 月至 1986 年 10 月任宁波市江北区妙山乡工办副主任；自 1986 年 10 月起至今,一直在公司及其前身单位担任董事长、总经理等职，行业内任职时长超 30 年，对铜加工及磁材行业有深刻的认识，具有丰富的经验。

专注上市公司业务发展。楼国强、陆小咪夫妇及其子楼城作为本公司的实际控制人，除控制金田投资及金田投资的子公司外，未控制其他企业，全身心扑在公司战略发展以及经营管理上，通过战略指导、团队建设、激励机制推进企业持续发展。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

2、历经 35 年铜加工+21 年稀土永磁

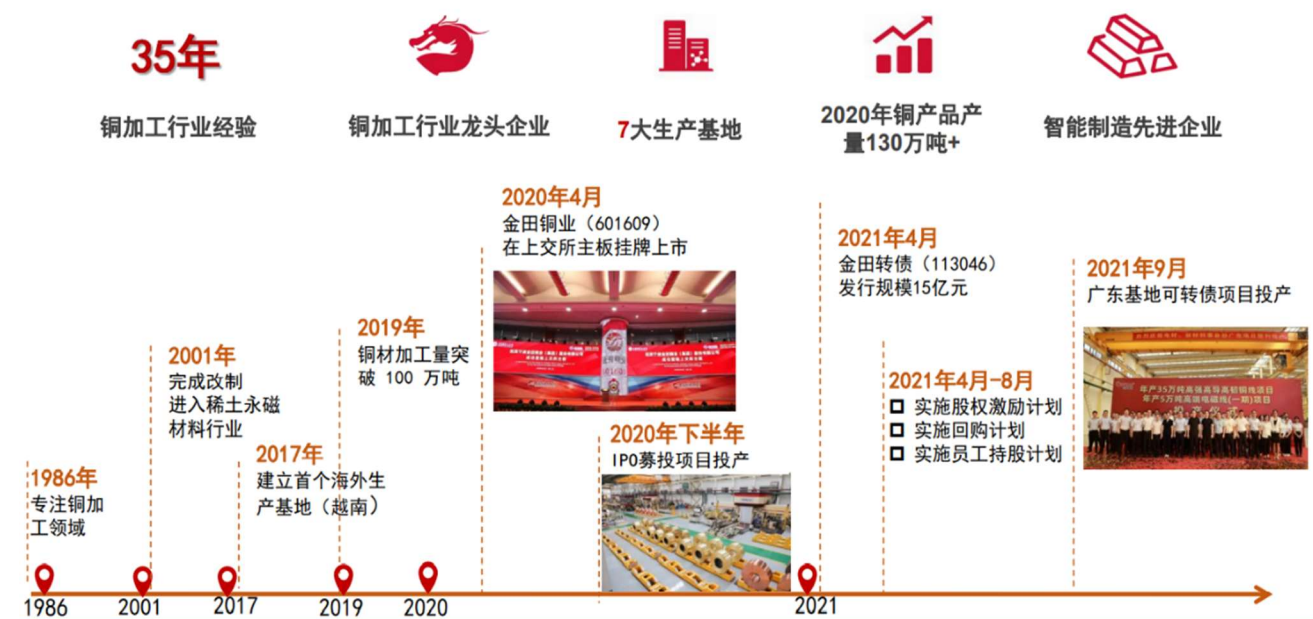
金田铜业始建于 1986 年，专注铜加工三十余年，是全球领先的铜及铜合金材料供应商，致力于为 5G 通讯、新能源汽车、轨道交通、电力物联网、智慧城市等战略性新兴产业发展提供铜材综合解决方案。公司专注于铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数几家能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求的企业之一。

公司于 2001 年完成股份制改制，进入稀土永磁材料行业，成立宁波科田磁业有限公司，是行业内较早布局稀土永磁材料的公司。

于 2020 年 4 月在上交所主板挂牌上市，2021 年 4 月发行可转债，两次募投资金均主要用于铜带、铜棒、铜排、电磁线等各种铜加工材以及磁材的产能扩张建设，目前公司在国内外布局重庆、广东、包头、江苏、宁波（2 个）、越

南 7 大生产基地，拥有 160 万吨铜加工产能及 5000 吨稀土磁性材料产能，着力打造以“铜合金材料+磁性材料”双轮驱动的发展模式。

图 2 公司历史沿革



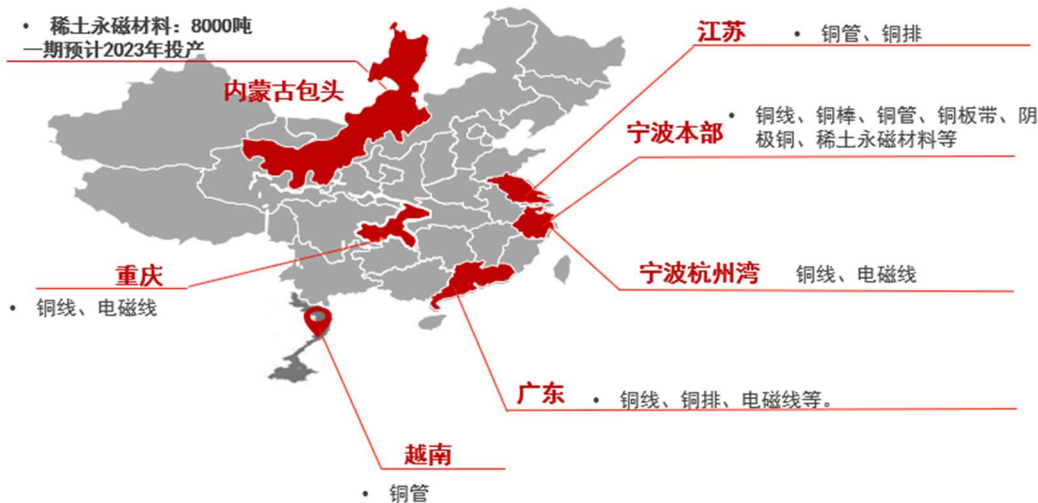
资料来源：公司公告、招商证券

公司铜产品体系完整，涵盖铜及铜合金材料领域的主要大类，包括铜棒、铜板带、棒线、铜管、铜线（排）等，并且在多个细分领域内进入行业前列；同时，根据产品的关联度，公司有选择地进入下游深加工领域完成产业链延伸，如阀门、水表、电磁线等。公司已发展为国内铜加工产业链最完整的企业之一。

目前公司在国内外拥有七大生产基地（分别位于宁波江北、宁波杭州湾新区、江苏常州、广东肇庆、重庆江津、越南前江、内蒙古包头），并在香港、美国、德国、日本、泰国、新加坡等地设立子公司或办事处。

截止 2021 年底，公司拥有七大生产基地，共计 160 万吨铜加工产能，5000 吨稀土磁性材料产能。2022 年 1 季度可转债项目全面投产后，铜加工产能规模将提升至 210 万吨。公司目前在包头建设 8000 吨稀土项目，预计 2023 年投产 4000 吨，2024 年投产 4000 吨，届时稀土产能达到 1.3 万吨以上。

图 3 公司七大生产基地



资料来源：公司公告、招商证券

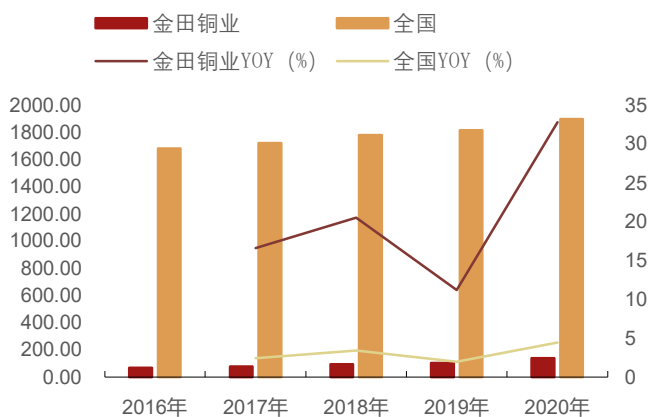
3、规模化效应+产品结构不断优化推动业绩稳步增长

1) 产能节节攀升，助力发挥规模效应及龙头效应

铜产品加速产能扩张，助力公司发挥规模效应，降低平均成本。公司铜加工业务有 35 年历史，位居龙头地位，2015 年，公司铜材产量近 60 万吨，经过不断设立生产基地和并购。2020 年，公司共有 138 万吨铜材产量、外销量 108 万吨，134 万吨铜加工产能，外销量年复合增速 18%。根据十四五战略，后续会进行新一轮产能优化和提升，如果保持 18% 增速，预计 2025 年铜产品产能产量将提升至 250 万吨，进一步稳固公司在全球范围内的龙头地位。

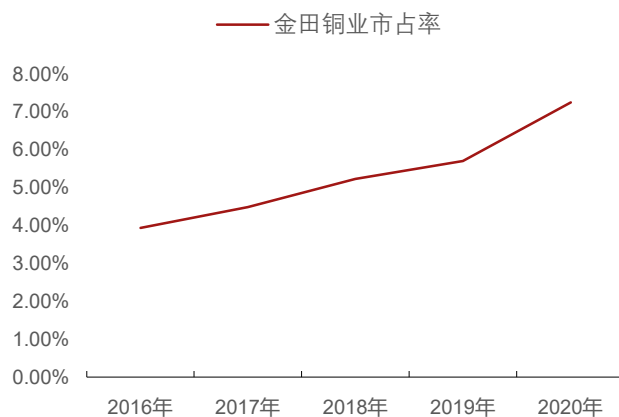
公司在铜加工材业务的市占率不断提高，已确立了国内铜加工行业龙头地位。根据中国有色金属工业协会统计，2014-2020 年公司铜材产量位居全国同行业第一名。四年内公司铜加工材产量翻倍，从 2016 年的 66.32 吨飞速增长到 2020 年的 137.62 万吨，18% 的年复合增速远高于全国铜加工材产量不到 2% 的年复合增速，占全国铜材产量比例由 3.94% 提升至 7.25%。

图 4：公司铜加工材产量增速远高于全国水平（万吨）



资料来源：CEIC、招商证券

图 5：金田铜业铜加工材市占率稳步提升



资料来源：CEIC、招商证券

表 1：铜产品产能加速扩张

| 项目 | 产品 | 产能 | 投产进度 |
|--------------------|-----------------|---------|------|
| 年产 8 万吨热轧铜带项目 | 热轧铜带 | 8 万吨/年 | |
| 年产 5 万吨高强高导铜合金棒线项目 | 高强高导铜合金棒线 | 5 万吨/年 | |
| 广东金田铜业高端铜基新材料项目 | 高强高导高韧铜线 | 35 万吨/年 | |
| | 新能源汽车及高效电机专用电磁线 | 2 万吨/年 | |
| | 异型精密铜排生产线 | 2 万吨/年 | |
| | 高精度铜合金带材项目 | 4 万吨/年 | 已投产 |
| | 特种线缆用高纯低氧铜绞线 | 3 万吨/年 | |
| | 高导高韧铜线 | 35 万吨/年 | 已投产 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：金田铜业铜加工材（除电磁线）市占率领先同业（2018 年数据）

| 企业名称 | 主要产品 | 产量 (万吨) | 市场占有率 (%) |
|------|-----------------|------------|-----------|
| 金田铜业 | 铜线（排）、铜管、铜板带、铜棒 | 85.09 | 4.8 |
| 海亮股份 | 铜管 | 69.53[注 1] | 3.9 |
| 金龙铜管 | 铜管 | 50.00 | 2.8 |
| 楚江新材 | 铜板带 | 49.09 | 2.8 |
| 博威合金 | 铜棒线 | 11.54 | 0.6 |
| 梦舟实业 | 铜板带 | 9.84 | 0.6 |
| 众源新材 | 铜板带 | 6.86 | 0.4 |

| 企业名称 | 主要产品 | 产量(万吨) | 市场占有率(%) |
|------|------|--------|----------|
| 精艺股份 | 铜管 | 5.31 | 0.3 |

资料来源：公司公告、招商证券

注 1：其中委托加工数量为 12.39 万吨

表 3：金田铜业电磁线市占率位居前列（2018 年数据）

| 企业名称 | 主要产品 | 产量(万吨) | 市场占有率(%) |
|------|--------------------------|--------|----------|
| 精达股份 | 漆包线、电磁线 | 20.11 | 12.0 |
| 长城电工 | 漆包线、电磁线 | 10.32 | 6.2 |
| 金田铜业 | 漆包线、电磁线 | 8.08 | 4.8 |
| 冠城大通 | 漆包线、电磁线 | 7.02 | 4.2 |
| 盈峰环境 | 风机及冷冻设备业务、电磁线业务以及环境监测及治理 | 6.22 | 3.7 |
| 露笑科技 | 电磁线、涡轮增压器等机电、蓝宝石 | 4.19 | 2.5 |

资料来源：公司公告、招商证券

2) 技术优势再次降本，进一步扩大公司盈利空间

公司投入大额研发费用提高产品质量、优化产品结构、降低生产成本。2015 年以来，公司投入研发费用不断提高，积极推进产品结构的优化和调整，促进公司效益的提升。2021 年前三季度投入研发费用 2.3 亿元，同比增长 64.5%，大额的研发费用助力公司形成超行业的技术水平。

铜产品领域，公司专注主业升级，拓展高端应用领域，致力于研发、改进铜加工材涉及的技术，在原料分选、处理、配比、加工环节形成了大量的自有技术与工艺，达到提高产品性能和品质，获取超额利润的目的。

稀土永磁领域，永磁材料属于技术密集型行业。每年投入大量研究经费，重点开展晶界扩散技术研究、低/无重稀土高矫顽力磁体制备技术研究、高丰度稀土基永磁材料的研究、高精度精加工技术研究以及绿色表面处理技术研究。研究成果处于行业前列。

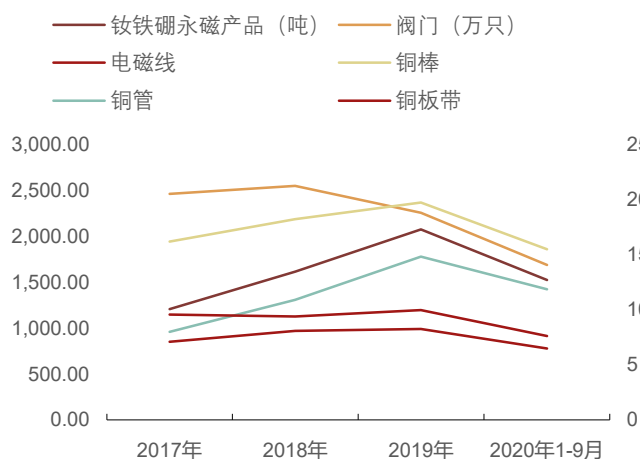
公司从日本引进了 1 吨速凝炉，从德国引进 400 型气流磨，助力高性能磁钢的开发与生产，为生产高性能高一致性产品提供了保证，目前可批量生产 50SH, 50H, 48UH 等高牌号的磁体。公司持续进行研发，较早行业内启动无重稀土 48H 和 42SH 磁体的开发，目前公司无重稀土牌号磁体的开发技术业内领先。公司拥有烧结钕铁硼磁体生产相关的速凝结构优化技术、细化晶粒技术、晶界扩散技术和真空镀 Al 膜技术等，并已通过 IATF16949:2016 体系认证。另外，公司自研的双合金法制备高性能磁体关键技术有望降低制造成本，节省重稀土用量，扩大公司盈利空间。截止 2021 年，公司累计获得授权专利 22 件，承担或参与省市级重大项目 10 余项，主持制定国家标准 1 项，获省市科技进步奖 3 项。

2020 年，公司精密合金线材等产品在 5G 基站、控制中心等多个模块深化应用，报告期内应用于 5G 领域的产品销量突破 2700 吨；公司稀土磁性材料、高精密铜带等产品在新能源汽车领域（驱动电机、充电桩、电池组件等）的应用继续深化，报告期内销量达 4700 余吨；公司高精密铜带等产品在特高压领域应用广泛，报告期内销量达 26000 余吨；铜排、铜带等产品在大数据中心的信息传输、制冷散热等领域得到广泛应用，销量达 2500 余吨；公司铜排等产品深入风电、光伏等清洁能源领域，报告期内销量达 5200 余吨。

根据公司公告，2021 年上半年，公司铜产品在新能源汽车、风力发电、特高压及 5G 等重点领域应用突破 1.75 万吨；其中应用于新能源汽车领域的产品销量同比增长 94%，应用于风电发电领域的产品销量同比增长 52%，应用于特高压领域的产品销量同比增长 20%。

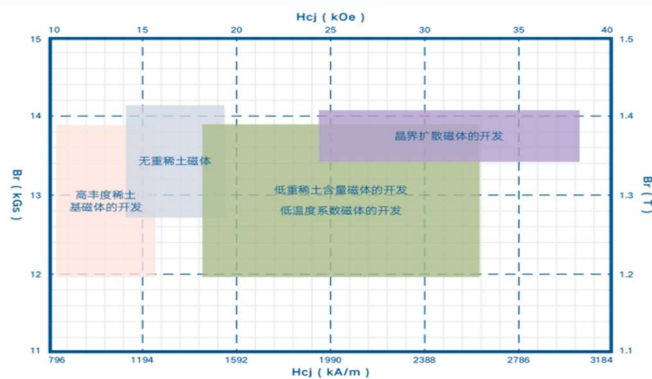
公司电磁线扁线产品已进入知名新能源汽车企业供应商体系，现已进入量产阶段；高精度铜带产品已经成功进入国际知名电机供应商体系，应用于新能源汽车电机等领域，现已进入批量供货阶段；公司在研的 5G 通讯均热板用高精度带材项目进展顺利，已突破关键技术，各项指标基本达到预期目标；铬锆铜合金材料已实现量产，产品应用于电阻焊电极、高铁接触线导线等高技术领域；高性能黄铜带产品成功进入新兴照明行业以及白色家电类连接器端子供应链。

图 6: 高附加产品产量逐年增加 (万吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司致力于研发低重稀土磁体



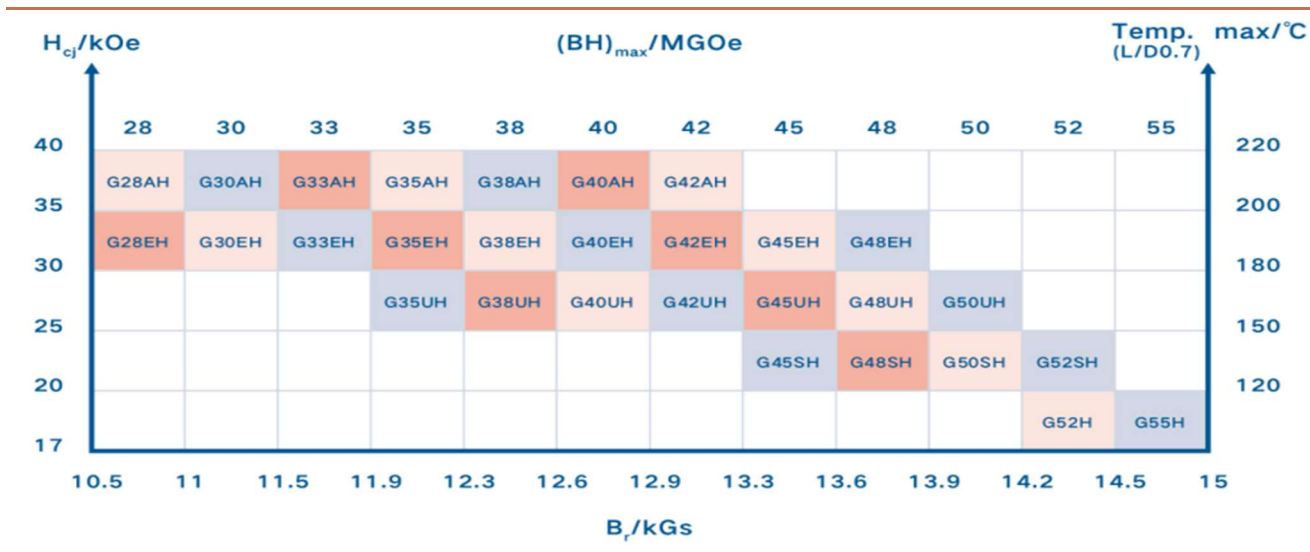
资料来源: 科田磁业公司官网、招商证券

表 4: 技术优势明显

| 生产技术名称 | 用途 | 竞争优势 |
|-----------------------------|------------|---|
| 大吨位电炉熔炼-潜液转流-多头多流水平连铸棒技术和设备 | 水平连铸铜棒生产 | 工艺先进, 金属损失少, 环境污染小, 设备故障少、寿命长, 产品质量稳定, 生产成本低廉。 |
| 炉口固定罩-布袋除尘技术 | 工频感应炉粉尘治理 | 使生产环境温度适宜、更加环保 |
| SCR 连铸连轧生产技术 | 电工圆铜杆生产 | 节能、生产效率高、成材率高、自动化程度高、产品质量稳定, 满足市场高端需求 |
| 行星轧制-高速盘拉-旋压成型技术 | 内螺纹铜管生产 | 工艺流程短、成品率高、能耗低、生产效率高; 成型速度快, 螺纹精度高、均匀性好, 质量稳定 |
| 舒马格联合拉拔技术 | 精密棒线生产 | 自动化程度高, 生产效率高, 机组占地小, 操作人员少 |
| 水平连铸-冷轧开坯铜板带生产技术 | 紫铜、青铜板带材生产 | 工序短, 节能, 投资少, 产出高, 生产灵活 |
| 双合金法制备高性能磁体关键技术 | 钕铁硼磁性材料生产 | 降低制造成本, 节省重稀土使用量, 满足市场需求 |
| 晶界扩散技术 | 钕铁硼磁性材料生产 | 节省重稀土, 可制备高性能高矫顽力的磁体, 未来在节能及新能源领域将有重大应用 |
| 高 DV 值连拉连包生产技术 | 漆包线、电磁线生产 | 吨能耗水平较低, 满足军工、汽车等行业需求, 满足高端客户对产品质量“零”缺陷的要求, 能够对所生产漆包线的粒子和针孔性能实施全过程的检测 |

资料来源: 公司公告、招商证券

图 8 公司有多种产品使用晶界扩散技术

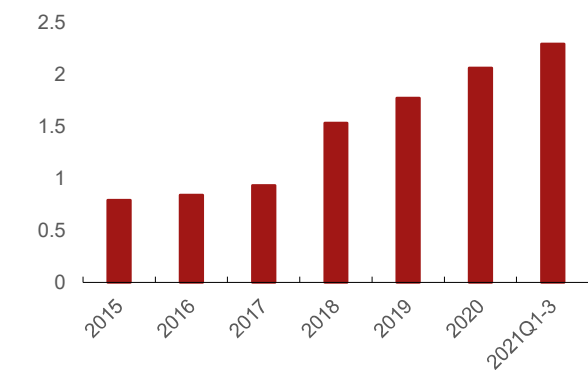


资料来源：科田磁业官网、招商证券

引进国内外先进设备，关键生产设备和检测设备均达先进水平。公司铜板带生产线采用意大利米诺六辊冷精轧机、福尔默带材测厚仪、德国奥托容克连续带材退火炉及日本森田铣面机；铜线生产线采用美国南线连铸连轧设备；铜棒生产线采用德国舒马格拉拔机；钕铁硼永磁材料生产线采用日本 1 吨速凝炉及德国 400 型气流磨；漆包线生产线采用奥地利 MAG 连拉连包高 DV 包漆机，上述先进生产装备的应用使得公司整体在产品品质、成材率、单位能耗、产品附加值等方面确立了行业领先优势。

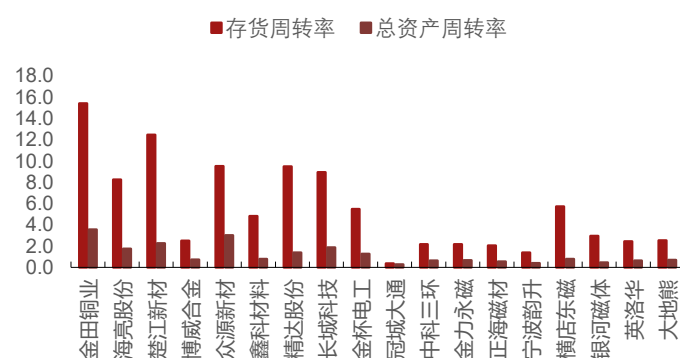
打造智能工厂，提高管理效率。公司多年来以精益生产管理体系为基础，积极打造智能制造工厂，通过制造执行系统（MES）、数据采集与监视控制系统（SCADA）、射频识别技术（RFID）的集成开发，打造多系统集成的智能制造生产模式，并通过数据挖掘实现生产管理效率的提升。通过多种智能手段进行管理，公司目前总资产周转率 3.55 次，存货周转天数为 15.41 次，运行效率处于同行业领先水平。

图 9 公司研发费用持续增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10 周转率位居各细分行业前列（单位：次）

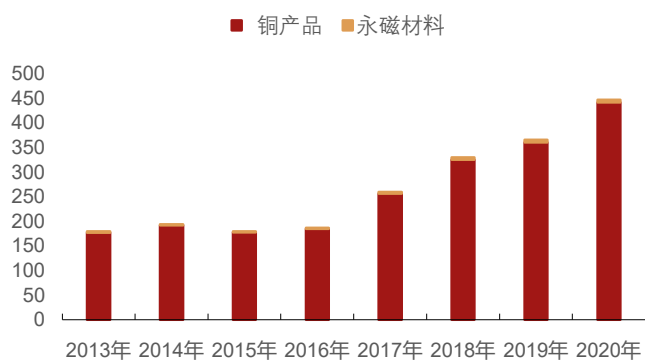


资料来源：公司公告、招商证券

3) 产能+技术并驾齐驱，驱动公司业绩上涨

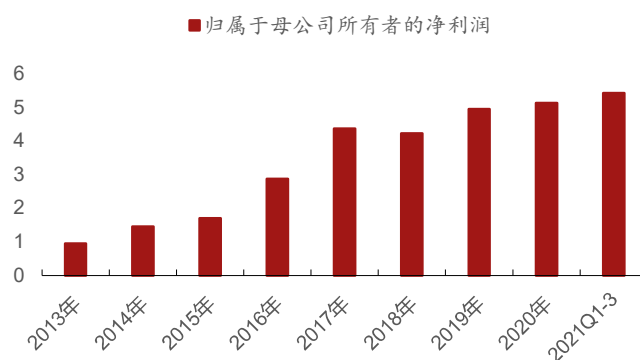
公司经营稳健，营业收入、净利润节节升。2015 年公司中小板上市以来，收入和毛利率稳步增长。收入年复合增速 10.5%，毛利润复合增速 26%，毛利率从 2015 年 2.4% 提升至 2020 年 4.08%。2021 年前三季度营收达到 58.58 亿元，高于 2020 年全年水平，归母净利润达 5.42 亿元，同比增长 50.5%，主要系公司各产品产能扩大带来规模效应、龙头效应、技术优势造就的低成本优势以及产品结构优化带来的附加值高的产品占比提升所致。

图 11 营业收入逐年增长 (单位: 亿元)



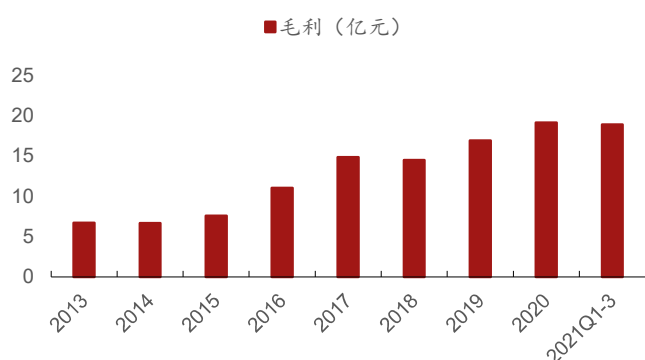
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12 净利润总体呈稳增长态势 (单位: 亿元)



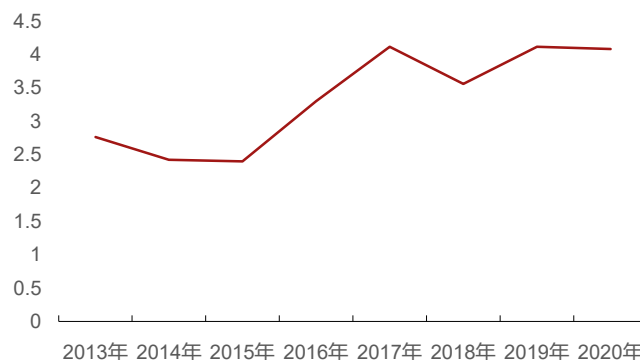
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13 毛利总体呈上升趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14 毛利率趋势稳步提升 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

4、激励计划吸引高质量人才，助力公司健康发展

公司 2020 年 A 股上市，2021 年即实施股权激励计划、员工持股计划吸引人才。公司上市以后结合公司战略以及管控要求，积极筹划核心干部（管理、技术）的股权激励。2021 年，公司实施一限制性股票和一期员工持股计划，为十四五期间生产管理和技术研发奠定人才基础。

股权激励计划：2021 年 5 月以定向发行公司 A 股普通股的方式，5.11 元/股的价格向包括公司（含子公司，下同）董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员在内的 171 名员工授予合计 2,350.25 万股（占公司股本总额的 1.61%）

员工持股计划：2021 年 9 月，公司回购专用证券账户中所持有的 11,306,300 股公司股票中 5,824,000 股非交易过户至公司 2021 年员工持股计划账户。受让价格为 2.20 元/股。公司 2021 年员工持股计划账户持有公司股份 5,824,000 股，占公司总股本的 0.393%。本员工持股计划参加对象为在十三五期间为公司做出突出贡献的高级管理人员和核心管理干部，包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员以及公司董事会认为应当激励的其他员工，合计不超过 26 人。

一期股权激励计划和员工持股计划实施都与公司业绩挂钩。业绩考核目标如下：

表 5: 业绩考核目标

| 解锁期 | 业绩考核目标 | 备注 |
|-----|--------|----|
|-----|--------|----|

- 第一个解锁期 ①解锁前一年公司净利润达到 5.6 亿元； ②解锁前一年公司铜及铜产品产量达到 150 万吨，且解锁前一年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。
- 第二个解锁期 ①解锁前二年公司净利润累计达到 11.8 亿元； ②解锁前一年公司铜及铜产品产量达到 165 万吨，且解锁前一年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。
- 第三个解锁期 ①解锁前三年公司净利润累计达到 18.6 亿元； ②解锁前一年公司铜及铜产品产量达到 185 万吨，且解锁前一年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。

公司在每个限售期内至少满足①②两个业绩考核目标中的其中一个业绩考核目标，方可解除限售。

资料来源：公司公告、招商证券

二、协同效应增强公司竞争力

铜产品多元，各细分产品之间具有协同效应。公司专注于铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数几家能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求的企业之一。公司产品体系完整，同时，根据产品的关联度，公司有选择地进入下游深加工领域完成产业链延伸，如由铜棒深加工成阀门，铜线深加工成漆包线，多元化的产品结构和产业链的延伸有利于技术、经验、客户资源以及原材料等方面形成协同效应，实现销售效率，提高原材料利用率，降低生产成本。

“铜+磁”协同发展，双轮驱动公司前进。公司产品分为铜材和磁性材料，其中铜材业务是公司的老本行，由 35 年的发展历史，磁材业务于 2001 年开始进行布局，各业务经验丰富。磁性材料主要应用于电机，和铜加工材下游重合，尤其公司已经从事电磁线业务已经超过 25 年，具有较强协同效应。不同产品线的销售团队在开展业务时可以产生协同效应，也同时有助于降低单位销售费用。通过“铜+磁”的业务发展模式，公司可以解决客户在新能源领域的一站式采购，包括电池系统（盖板、连接件、电极柱）以及电控系统（IGBT、重载连接器）、电驱动系统（各类型电机）、充电系统（电缆、电线、充电枪、充电桩）以及其他零部件（轮胎、线束、摄像头）等领域。未来电动汽车需求量的提升会拉动铜和稀土永磁的消费，公司未来会着力发展电动汽车用铜加工产品（扁线等），同时也大幅扩张磁材产能，大规模的生产和销售能够更加有效地发挥协同效应。

图 15 产品结构多元



资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 满足新能源汽车领域一站式采购

| 应用场景 | 部件 | 公司产品 |
|-------|---------------|---------------|
| 电池系统 | 盖板、连接件、电极柱 | 铜排、铜带、铜棒 |
| 电控系统 | IGBT、重载连接器 | 铜排、铜带、铜棒 |
| 电驱系统 | 各类型电机 | 电磁线（圆、扁）、稀土磁材 |
| 充电系统 | 电缆、电线、充电枪、充电桩 | 铜线、铜排、铜带 |
| 其他零部件 | 连接器、线束、轮胎、摄像头 | 铜棒、铜线 |

资料来源：公司公告、招商证券

三、乘风新能源+减碳，公司发展迎来新纪元

1、双碳目标助力再生铜业务发展

双碳目标推动公司再生铜业务发展。在碳中和、碳达峰背景下，降低单位能耗、减少碳排放是每家企业追求的目标。再生铜冶炼有助于企业节能减排，体现企业的社会责任感，促进国家能耗双控目标的实现。

公司拥有超过 30 年的铜加工和再生铜生产利用经验，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一，在再生铜领域拥有较高的品牌信誉度，在全球再生铜供应链体系中占据领导地位。在节能减排的大环境下，公司再生铜业务面临较大的市场机会。中国 2020 年再生铜利用总量为 325 万吨，公司 2020 年再生铜利用量超过 33 万吨，占全国再生铜利用总量的 10%，用再生铜加工的铜材占公司铜材对外销售量的 30%。由于铜加工行业的资金密集属性，规模化生产有利于发挥规模效应。

图 16 再生铜节能减排

生产 1 吨再生铜与生产 1 吨原生铜相比：



节约煤炭 1054 千克



节约水资源 395 立方米



减少固废排放 380 吨



减少 SO2 排放量 0.137 吨

资料来源：CNKI、招商证券

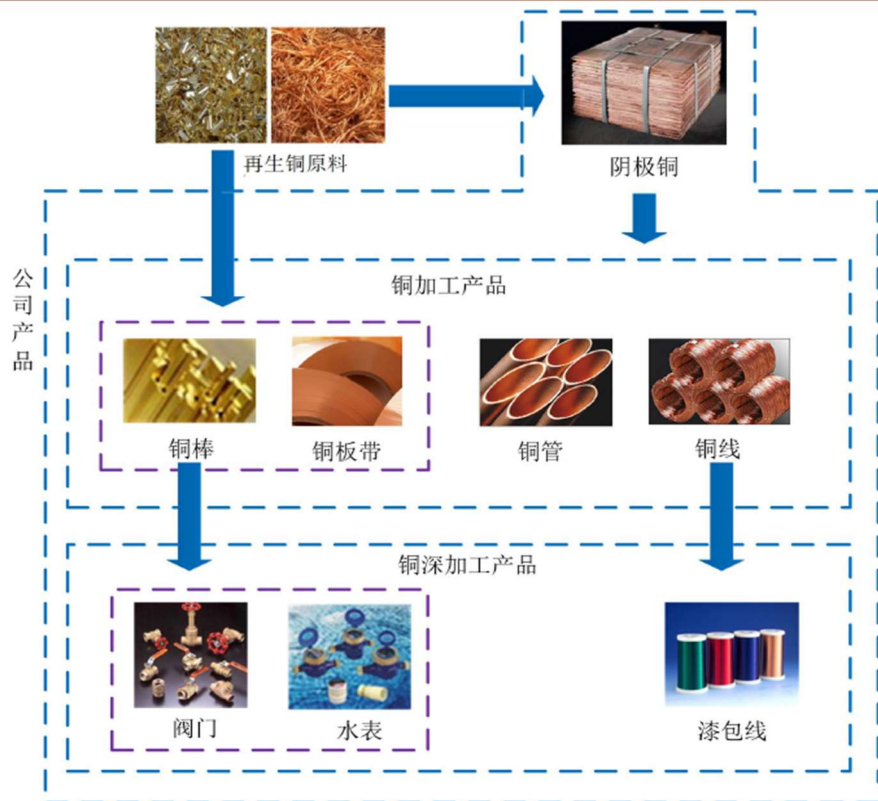
公司再生铜原料购买渠道多元，合作关系稳定。公司再生铜原料渠道覆盖国内国外，国内市场主要通过向再生铜原料集散地和拆解园区(宁波镇海、广东清远、广东大沥、湖南汨罗)等地直接采购，国外市场建立了全球化再生铜原料采购网络，与美国、墨西哥、英国、法国、德国、意大利等国的上百家供应商建立了长期稳定的合作关系，如 European Metal Recycling Ltd、London Metals Limited、Sims Metal Management Asia Ltd、Tangent Trading Ltd 等。

公司高筑再生铜加工技术壁垒。全球废杂铜原料占铜全部消费比重约 35%，利用分为两类，一类是经过熔炼、电解生产电解铜，即再生精铜，根据 ICSG 数据，全球通过废杂铜生产的再生精铜占精铜比重的 15%；另一类是直接以非精炼铜或铜合金的形式生产出铜材或铜合金。我国目前废杂铜的使用格局仍以再生精炼铜为主，再生铜直接利用比例较低。2017 年我国再生铜总产量为 320 万吨，其中再生精炼铜产量为 235 万吨，直接利用量为 85 万吨，直接利用占比为 25.2%。支持以废杂铜为原料生产高值铜加工产品，是我国再生铜行业的发展趋势。公司多元的铜加工产品以及技术领先优势，使得废杂铜直接利用效率和利用水平不断提升。

公司积累了 30 余年再生铜利用技术和管理经验，再生铜加工技术领先，如公司自主研发的利用废杂铜直接生产黄铜棒的技术及设备，获得了多项国家发明专利，并荣获中国有色金属工业科学技术奖一等奖、浙江省科学技术奖二等奖和宁波市科学技术进步奖一等奖，被业内称为“金田法”。通过购买国内外先进设备，公司关键生产设备和检测设备均达到国内和国际领先水平。先进设备也帮助公司实现再生铜生产产品与原生铜产品质量相同的水平，以满足顶尖客户的高质量要求。

废杂铜直接利用效率和利用水平的提升，有助于降低生产成本。再生材料替代电解铜，一方面可以降低铜原料的成本，另外可大幅降低碳排强度。此外再生铜加工品也有助于降低客户的碳排放，对客户开发有一定的帮助，

图 17 碳中和政策下的发展机遇——再生铜减排替代



资料来源：公司公告、招商证券

2、积极拥抱铜高端制造新消费，扁线等产能快速扩张

1) 公司积极进行新能源、新基建、新消费等领域的产品开发

公司铜排、铜棒、铜管等各类铜加工产品广泛应用于新能源汽车、5G 通讯、光伏、风力发电等新领域。其中精密合金线材等产品在 5G 基站、控制中心等多个模块深化应用，2020 年 5G 领域产品销量突破 2700 吨；高精度铜带等产品在新能源汽车领域（驱动电机、充电桩、电池组件等）及特高压领域的应用继续深化，2020 年新能源领域产品销量达 4700 余吨，特高压领域产品销量达 26000 余吨；铜排、铜带等产品在大数据中心的信息传输、制冷散热等领域得到广泛应用，2020 年在上述领域销量达 2500 余吨；铜排等产品深入风电、光伏等清洁能源领域，2020 年在上述领域销量达 5200 余吨。

2021 年上半年，公司铜产品在新能源汽车、风力发电、特高压及 5G 等重点领域应用突破 1.75 万吨；其中应用于新能源汽车领域的产品销量同比增长 94%，应用于风电发电领域的产品销量同比增长 52%，应用于特高压领域的产品销量同比增长 20%。

公司电磁线扁线产品已进入知名新能源汽车企业供应商体系，现已进入量产阶段；高精度铜带产品已经成功进入国际知名电机供应商体系，应用于新能源汽车电机等领域，现已进入批量供货阶段；公司在研的 5G 通讯均热板用高精度带材项目进展顺利，已突破关键技术，各项指标基本达到预期目标；铬锆铜合金材料已实现量产，产品应用于电阻焊电极、高铁接触线导线等高技术领域；高性能黄铜带产品成功进入新兴照明行业以及白色家电类连接器端子供应链。

表 7：公司积极拥抱铜高端制造产品，深化新能源、新基建、新消费等领域的应用

| 铜高端制造产品 | 应用领域 | 2020 年实现销量（吨） |
|---------|-------------------------|---------------|
| 精密合金线材等 | 5G 基站、控制中心等 | 2700 |
| 高精度铜带等 | 新能源汽车领域（驱动电机、充电桩、电池组件等） | 4700 |
| | 特高压领域 | 26000 |
| 铜带、铜排等 | 大数据中心的信息传输、制冷散热等 | 2500 |

铜排等

风电、光伏等清洁能源领域

5200

资料来源：公司公告、招商证券

IPO、可转债募投资金均主要用于高端制造产品项目建设。公司于 2020 年、2021 年分别完成 IPO 募投及可转债募投，两次募投项目主要生产高性能铜板带、高纯低氧铜绞线、高导高韧铜线、高精度电子铜带等高端铜制造产品，下游应用领域主要集中在新能源汽车、5G 基站、智能电网、轨道交通、航空航天等新能源、新基建、新消费领域。这些项目集中在 2020-2022 年投产。

此外，公司积极规划并扩建电磁线扁线产能，计划在 2022 年使新能源用扁线产品产能达到 2 万吨，进一步扩大公司产品在新能源汽车领域的应用。

表 8：募投项目高端产品一览表

| 项目类型 | 项目名称 | 具体产品 | 下游应用 |
|----------|-----------------------|---|---|
| IPO 募投项目 | 年产 4 万吨高精度铜合金带材项目 | 锡青铜带 (2.5 万吨)、白铜带 (0.8 万吨)、紫铜带 (0.4 万吨)、引线框架铜带 (0.3 万吨) | 产品主要定位于移动通信、电子、汽车、电力等行业用高性能铜合金带材铜带,包括通信行业用射频电缆铜带、电子电气用锡青铜、白铜等连接器铜带和引线框架铜带、电力变压器绕组带等 |
| | 年产 3 万吨特种线缆用高纯低氧铜绞线项目 | 高纯低氧铜绞线 | 产品市场定位为特种线缆专用铜绞线,消费主要集中在汽车、铁路及轨道交通、新能源、石油化工四大行业 |
| | 年产 35 万吨高导高韧铜线项目 | 高导高韧铜线 | 受益于电线电缆行业及与城市建设紧密相关的智能电网、新能源、轨道交通、房地产、家电等行业的稳定增长和市场空间,高导高韧铜线具有好的市场前景 |
| | 年产 5 万吨高精度电子铜带项目 | 高精度电子铜带 | 主要应用于大规模集成电路和超大规模集成电路各类引线框架、FPC 挠性电路板及锂电池制造(铜带作为压延铜箔的原材料)、新能源汽车连接器充电桩插件等 |
| 可转债募投项目 | 8 万吨热轧铜带项目 | 黄铜带 (5 万吨)、引线框架铜带 (1.9 万吨)、电子铜带 (1.1 万吨) | 引线框架铜带、电子铜带、黄铜带 |
| | 广东金田铜业高端铜基新材料项目 | 35 万吨/年高强高导高韧铜线、2 万吨/年新能源汽车及高效电机专用电磁线及 2 万吨/年异型精密铜排三条产线 | 铁路、智能电网、智能建筑及新能源汽车等新兴领域 |
| | 年产 5 万吨高强高导铜合金棒线项目 | 高强高导铜合金棒线 | 5G 基站、新能源汽车、轮船、航空航天电子信息、精密机械制造等高端领域 |

资料来源：公司公告、招商证券

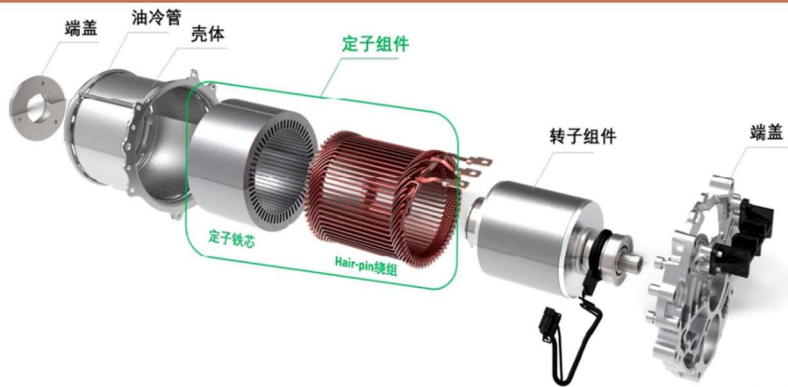
2) 新能源车驱动电机扁线化加速

驱动电机是电动汽车的动力来源，是电动汽车三大关键技术之一。随着新能源趋势的加速，市场对于高性能、高效率的电机需求骤增，对电机功能密度要求越来越高。

永磁电机绕组最初采用的形式和感应电机相同为细圆股线，因为圆线绕组的制造和加工工艺已经很成熟，而且成本较低。但新能源汽车驱动系统对永磁电机提出高功率密度、低绕组损耗、低温升、散热效果好、电磁噪音小等要求，原始的圆线形式绕组的电机已经无法满足，所以有学者提出将绕组加工成发卡的形式来改善永磁电机的性能以满足驱动系统的要求。

扁线电机又称发卡式电机、Hair-pin 绕组设计电机，是指在驱动电机定子绕组采用扁铜线代替传统的圆铜线的一种技术。在定子制造时，首先把绕组线圈成型为发卡一样的形状，通过插线进到预制的定子槽，然后在另一端将绕组扭头、焊接在一起，从而形成完整绕组，这种绕组方式比圆线绕组横截面积大叠加扁线绕组能够大大提高槽满率（指线圈放入槽内后占用槽内空间的比例），从而降低直流电阻，提高电机功能密度。

图 18 扁线绕组永磁电机结构示意图



资料来源：《扁线绕组永磁同步电机关键磁热问题研究》、招商证券

扁线电机具备高能量转换效率、高功率密度、散热性好、重量和体积小等优势，更符合新能源电机的发展方向。随着技术不断发展成熟，过去桎梏扁线电机大规模产业化的障碍和难点正逐渐扫清，扁线电机成为大势所趋。国内主流新能源车品牌正加速推进扁线电机，2021 年特斯拉、比亚迪等车型纷纷搭载扁线电机，扁线电机需求有望加速提升。

图 19 扁线电机与圆线电机



资料来源：《扁线绕组永磁同步电机关键磁热问题研究》、招商证券

扁线电机性能更优。圆线线圈填充系数只有 35%-45%，为弥补圆线线圈填充率低的缺陷，扁线技术应运而生。扁线通过改变导线形状获得优于圆线的特点，包括更高的槽满率、更高的效率、更好的散热性能、更小的体积和更低的成本等。

扁线槽满率高，可提高电机功率、降低电机直流铜耗进而降低材料成本。扁线电机的槽满率为 65%-75%，相比圆线，铜填充量增加 20%-30%，等同于增加 20~30%的功率；槽满率越高单匝绕组横截面积越大，从而减小绕组直流电阻进而降低直流铜耗（绕组铜耗占电机总损耗高达 65%），节约材料成本。

图 20 电机损耗分解



资料来源：EDC 电驱未来、招商证券

扁线电机温度性能更好。扁线与扁线之间的接触面积比较大，促使绕组与铁芯之间的接触面增大，提高电机绕组的传热与散热能力。高槽满率下绕组间的导热能力是低槽满率的 150%，扁线之间更大的接触面积使得同等条件下绕组电机比圆线温升可降低约 8-12%，热传导效果更好。扁线由于绕组端部导体间间隙较大，冷却油可以直接渗透到绕组端部，带走每一个导体的热量，散热性能更佳。

扁线电机体积小、重量轻，节约成本，满足新能源车小型化和轻量化要求。在同等功率的条件下，扁线重比圆线低约 12%，满足小型化和轻量化的条件，且有助于降低成本。

扁线电机效率更高。扁线和圆线电机在全转速条件下，效率差达 2.02%。扁线电机的峰值效率达到 97.8%，圆线电机的峰值效率为 96.6%，效率差值为 1.2%，换算到 NEDC 的续航里程增长 4%-5%，电池包可减小 4%-5%，整车经济性优势增强。

表 9: 圆线电机和扁线电机效率对比

| 电机效率 | 平均效率-WLTC | 平均效率-全转速 |
|-------------|-----------|----------|
| Hair-pin 电机 | 92.49% | 94.78% |
| 顶尖圆线电机 | 91.37% | 92.76% |
| 二者差值 | 1.12% | 2.02% |

资料来源: EDC 电驱未来、招商证券

扁线电机电磁噪音更低，NVH 性能更好。扁线电机导线应力和刚性大，因此电枢刚度更高，能够抑制电枢噪音。

新能源车 800V 高压平台引领扁线高压化。续航里程不足和充电速度慢是制约新能源汽车渗透率提升的重要因素。航解决方案主要有换电和大功率快充两种方案。大功率快充是成本相对更低，普及速度可以更快的方案，其可分为高电流低电压（Tesla、极氪的 400V）和高电压（800V）低电流两种方案。前者对电控、线束和散热要求较高，极度依赖自建体系，推广成本高。后者是目前大多数车企的首选方案，由 400V 切换至 800V 高压平台能够使充电时间减少一半，且相较于 400V 平台，工作电流更小，进而节省线束体积、降低电路内阻损耗，变相提升了功率密度和能量使用效率。800V 高压电机是未来驱动电机发展的趋势，会带来电机效率提升以及电池快充速度的提升，目前已经有小部分整车企业已经上市或即将上市的车型搭载 800V 高压系统。800V 高压电机对扁线的技术指标要求将更高，提高扁线生产门槛，同时有望增加扁线生产企业的单吨毛利。

近年新能源汽车渗透率不断提升，行业呈现爆发增长。驱动电机作为新能源汽车“心脏”产销量也随之增加。扁线电机在新能源车型中配套加速。国外较早地应用了扁线电机技术，2007 年，通用雪佛兰在 VOLT 上采用了发卡式扁线电机，2015 年，丰田发布的第四代普锐斯采用的也是扁线电机。随着国内电机企业在扁线电机产品和工艺上的突破，自主品牌车型也开始实现配套，且渗透率不断提升。

单车电机数量翻倍。在高端车型中为满足对高性能的追求，搭配扁线电机数量也开始由原来的单电机增加到双电机，例如保时捷首款纯电动跑车 Taycan，甚至部分车型会搭配三电机。

扁线电机趋势确立，需求迎来高增长。扁线电机因其独特优势正快速取代传统圆线技术，新能源车渗透率快速提升+扁线电机渗透率的提升+单车电机数量和功率提升共同拉动扁线需求，预计 2025 年全球扁线电机用扁线需求约 19.7 万吨，未来四年年复合增速超过 80%。

表 10: 扁线需求测算

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内电动车销量（万辆） | 136 | 323 | 554 | 744 | 1000 | 1232 |
| 纯电动 | 110 | 271 | 463 | 621 | 834 | 1031 |
| 混动 | 26 | 52 | 91 | 123 | 166 | 201 |
| 国内电动车销量（万辆） | 169 | 284 | 417 | 619 | 835 | 1046 |
| 纯电动 | 105 | 174 | 254 | 384 | 543 | 711 |
| 混动 | 64 | 110 | 163 | 235 | 292 | 335 |
| 单车用量（KG/辆） | | | | | | |
| 纯电动 | 10 | 10.5 | 10.5 | 11 | 11 | 11.5 |
| 混动 | 7 | 7.5 | 7.5 | 8 | 8 | 8.5 |

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 扁线渗透率 | 10% | 30% | 50% | 65% | 75% | 80% |
| 新能源车合计用量(万吨) | 0.3 | 1.8 | 4.7 | 9.1 | 14.1 | 19.7 |
| 纯电动 | 0.2 | 1.4 | 3.8 | 7.2 | 11.4 | 16.0 |
| 混动 | 0.1 | 0.4 | 1.0 | 1.9 | 2.7 | 3.6 |
| 光伏立绕扁线等其他合计用量 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.8 | 1.3 | 1.7 |
| 合计用量 | 0.4 | 2.0 | 5.1 | 9.9 | 15.4 | 21.4 |

资料来源: wind、Marklines、招商证券

扁线电机虽性能优异, 但生产壁垒高。

- a、截面圆形变成方形, 导致加工工序更复杂。电磁线原料是铜杆, 铜杆自然拉伸后截面是圆形, 加工成方形需要特制模具成型, 且对模具的精密度要求很高, 尤其是R角的一致性;
- b、四角涂覆层困难, 圆线在烘干后自然收缩保持均匀, 但是扁线非均匀性收缩, R角处的涂覆层容易变薄, 这会影
响电磁线绝缘性;
- c、扁线弯折成发卡后, R角处应力集中, 容易导致涂覆层破损。

表 11: 扁线主要技术难点

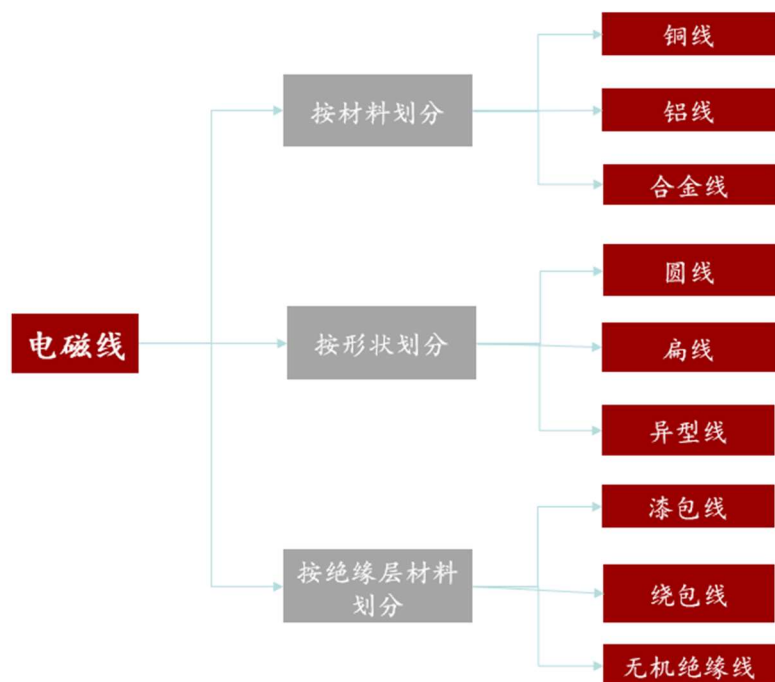
| 难点 | 详情 |
|-------------|--|
| 高速集肤效应 | 圆线电机可以用细线, 线比较多, 而扁线比较粗, 会产生集肤效应, 该效应会使扁线电机的损耗有所增加, 但影响有限, 具体表现为频率越高, 扁铜线绕组的交流铜耗会越高 |
| 铜线要求高 | 粗的铜材料具有一定的弹性, 弯折后会有一定程度的反弹使得绝缘层容易损坏而产生缺口, 这个需要设计师提前设计好, 对设计师水平要求很高。在国内, 圆形电机铜线厂家比较多, 并且可以制造出质量很好的圆铜线; 扁线电机厂家较少且对铜线质量要求较高, 材料问题需要解决 |
| 加工工序多、设备要求高 | 扁线加工工序多, 设备精度要求高, 否则产品可靠性和一致性较差, 必须依赖专业的高端设备实现大规模量产, 这也是制约其国产化的原因 |
| 系列化设计难 | 对于圆线电机, 铁芯和槽数相同, 只是长度和线圈的匝数不同, 可以比较容易设计出一个系列; 扁线电机柔性不够, 且匝数比较少, 减少一根或两根线会对整个电机的性能带来较大的影响, 很难达到系列化的效果 |
| 专利壁垒多 | 扁线电机专利目前主要还是在欧美及日本企业里, 中国企业掌握专利较少 |
| 成型要求高 | 铜线由于具有一定的弹性, 因此在设计时必须留有变形余量 |
| 良品率低 | 圆线的绝缘涂层在烘干后收缩比较均匀, 而扁线的绝缘涂层烘干后会产生收缩形变, 容易产生损坏, 导致在实际加工中良品率较低 |

资料来源: 华经产业研究院、招商证券

3) 公司高筑扁线竞争壁垒, 圆转扁优势明显

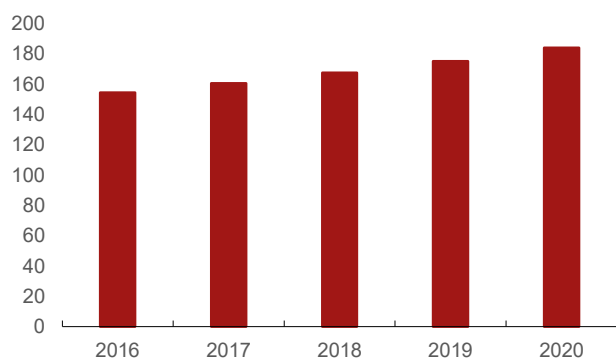
25 年电磁线, 为扁线发展垫下技术和客户体系基础: 根据中国电器工业协会电线电缆分会数据, 过去 5 年复合增速 4%。目前我国电磁线生产企业中产量前十位的企业产量总和超过行业总量的 1/3。电磁线产品主要为定制非标件, 电磁线与其所服务产品的配套必须相契合, 新进企业开拓市场将面临较大难度。且过去电磁线消费增速不高, 所以新进入者不多, 龙头格局相对稳定。公司过去多年维持出货量行业第三的位置, 行业占有率约 5-6%。

图 21 电磁线分类



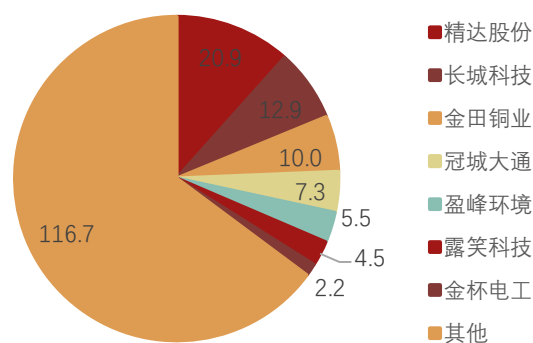
资料来源：招商证券

图 22 国内电磁线产量（万吨）



资料来源：中国电器工业协会电线电缆分会、招商证券

图 23 电磁线供应结构（万吨）



资料来源：各公司公告、招商证券

备注：精达股份 20.9 万吨电磁线中包括铜线 13.25 万吨和铝线 5.91 万吨。

公司原材料及技术优势打破扁线生产壁垒，紧抓扁线高压化趋势。原材料方面，公司铜材加工起家，可使用自有铜线或铜杆加工扁线，能够满足扁线对于原材料的要求并具备原料成本优势；技术方面，公司近年来不断加大研发投入、优化技术，采用高 DV 值连拉包生产技术，满足高端客户零缺陷需求，引入 MAG 高速连拉连包设备生产汽车用高端漆包线产品，引进黄铜线材连续生产技术与装备等国内外先进扁线技术装备攻破扁线生产壁垒，且公司多年来的电磁线研发经验为扁线的研发打下坚实的基础，具备先发优势。产品布局方面，公司目前 80%扁线项目已切换到 800 伏高压扁线产品的研发生产，与知名新能源车企合作研发，走在行业前列，符合新能源车用 800V 平台新风向。

图 24 公司引入先进生产线



扁线漆包机



美国连铸连轧生产线
American Southwire Continuous Casting and Rolling Production Line



高速连拉连包
High Speed Drawing and Enameling Machine



双头大拉机



模具涂漆
Mold Coating



自动包装线
Automatic Packaging Line

资料来源：公司公告、招商证券

公司客户端优势有助于缩减扁线业务认证周期。扁线产品供货关系的形成通常需要通过电机测试、总成测试乃至总车测试等诸多环节以及较长周期的认证，叠加下游客户粘性大导致新进入者壁垒较高，使得新进入者的认证周期更长。公司从事扁线研发以及客户认证较早，产品质量得到客户的认可，目前电磁线扁线产品已进入知名新能源汽车企业供应商体系（比如比亚迪），并进入量产阶段。

广东金田铜业高端铜基新材料项目精准踩点，驱动公司业绩上行。公司于 2015 年投入扁线研发，2019 年建成 2 万吨厂房，目前产能为 5000 吨。预计 2021 年年底、2022 年一季度末、2022 年二季度末各增加 5000 吨产能，即到 2022 年 8 月，公司具备 2 万吨扁线产能。

图 25 广东项目建设情况



资料来源：公司公众号、招商证券

3、凭借 20 多年稀土永磁的经验，积极扩建充分享受能源革命红利

1) 双碳目标推动稀土永磁材料需求爆发

稀土永磁材料是一类以稀土金属元素 RE (Sm、Nd、Pr 等) 与过渡族金属元素 TM (Fe、Co 等) 所形成的金属间化

合物为基础的永磁材料，通常称为稀土金属间化合物永磁，简称为稀土永磁。20 世纪 60 年代以来，伴随着磁能积的三次重大突破，已成功地发展了三代具有实际应用价值的稀土永磁材料。第一代以 SmCo5 合金为代表、第二代以 Sm2Co17 合金为代表、第三代则以 Nd-Fe-B 系合金为代表。其中，钕铁硼磁体已实现了工业化生产，是当前工业化生产中综合性能最优的永磁材料。钕铁硼永磁体是金属钕、铁、硼和其他微量金属元素的合金磁体，作为第三代稀土永磁材料，具有体积小、重量轻和磁性强的特点，内禀矫顽力 (Hcj,kOe) 和最大磁能积 ((BH)max,MGOe) 之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料，属于高性能钕铁硼永磁材料。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于汽车、风电、变频空调、工业电机、节能电梯、电子等领域。普通钕铁硼永磁材料主要用于玩具、电动自行车和部分低端电子领域等，和高性能钕铁硼永磁材料下游重合度非常低。

新能源汽车也高性能钕铁硼消费的最大推动力：根据工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，近几年我国新能源乘用车车型配套永磁同步电机的比例从 2017 年的 85% 提升到 2020 年的 96%。永磁同步电机在新能源汽车领域占据优势，稀土永磁产业链受益于新能源汽车市场的快速发展。一方面，新能源车产销量快速提升；另外，双电机和三电机占比增加，增加单车用稀土永磁的量。

根据我们测算，2021 年全球新能源车高性能钕铁硼永磁材料需求量约 2 万吨，假设 2025 年全球新能源车产量达到 2278 万辆，高性能钕铁硼永磁材料需求量 7.4 万吨。

碳中和趋势下，风电领域高性能钕铁硼需求保持稳定增长。风电领域中，高性能钕铁硼磁钢主要用于生产永磁直驱风机。据《北京宣言》，国内风电装机目标是在 2021 年至 2025 年实现 50GW 的年安装量，从 2026 年起实现 60GW。这将使中国的累计风力发电量在 2030 年达到 800 GW，在 2060 年达到 3,000 GW。未来风电对钕铁硼需求量的增长来自于风电需求增长及直驱永磁电机渗透率提升。

工业电机能效提升推动稀土永磁用量增长。工信部、市场监管总局印发《电机能效提升计划（2021-2023 年）》，主要目标为到 2023 年，高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，在役高效节能电机占比达到 20% 以上，目前高效电机占比 3% 左右，要实现 2023 年在役高效节能电机占比达到 20% 以上，年复合增速较为可观，钕铁硼永磁电机可提升 10%~15% 的效率，需求量将受益于电机能效提升。

能效新国标驱动变频空调渗透率大幅提升。2020 年 7 月 1 日开始实施《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB 21455-2019) 将变频与定频能效标准合并，原三级定频及部分能效较差的三级变频和定频空调停止生产，据中国标准化研究院测算，能效新国标的实施将使目前空调市场淘汰率达到 45%，预计符合一级、二级能效标准的变频空调(高端变频空调)只能采用高性能钕铁硼永磁体，钕铁硼永磁变频压缩机渗透率将实现跨越式增长。根据产业在线数据，变频空调占比 2019/2020/2021 年分别 32%、40%、63%。

节能减排推动电梯行业对钕铁硼需求量增长。据中国电梯协会，钕铁硼永磁同步无齿轮曳引技术比采用普通异步电机可提高 20% 的效率，同时降低 40% 损耗。因此在双碳背景下，节能电梯渗透率有望得到大幅提升。按电梯及自动扶梯升降机年复合增速 20%、永磁同步曳引电梯渗透率 100%、高性能钕铁硼单耗量 6kg 计算，预计 2025 年节能电梯用高性能钕铁硼量约 1.9 万吨。

根据我们测算，几个重要下游消费将带动高性能钕铁硼永磁材料全球总需求量从 2020 年的 7.4 万吨提升到 2025 年 22.6 万吨，年复合增速 25%。

表 12: 高性能钕铁硼永磁材料需求量测算 (万吨)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源车 | 1.0 | 2.0 | 3.1 | 4.4 | 6.0 | 7.4 |
| 风电 | 1.6 | 2.1 | 2.8 | 3.4 | 3.8 | 4.6 |
| 变频空调 | 1.2 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.6 |
| 3C | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 传统汽车 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 电梯 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 工业电机(中国) | 1.4 | 2.1 | 2.6 | 3.2 | 3.9 | 4.7 |
| 合计 | 7.4 | 10.6 | 13.4 | 16.2 | 19.2 | 22.6 |
| 合计增速 | | 42% | 27% | 21% | 19% | 18% |

资料来源: wind、Marklines, 国家统计局、中汽协、招商证券

图 26 2020 年高性能钕铁硼下游需求结构

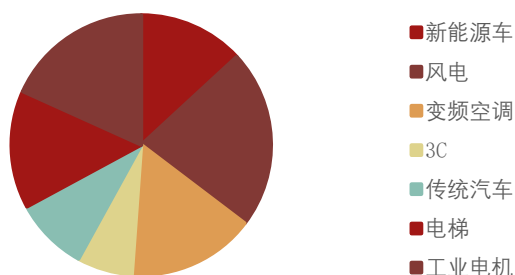
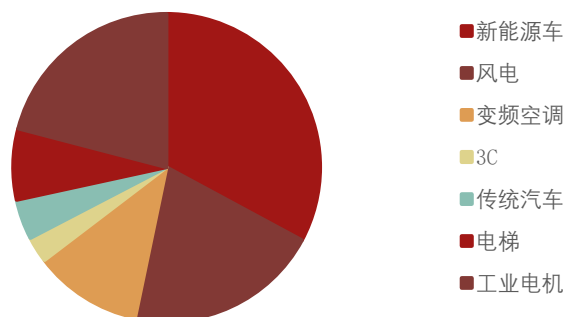


图 27 2020 年高性能钕铁硼下游需求结构



资料来源: wind、Marklines, 国家统计局、中汽协、招商证券资料来源: wind、Marklines, 国家统计局、中汽协、招商证券

图 28 变频空调渗透率不断提高 (万台)

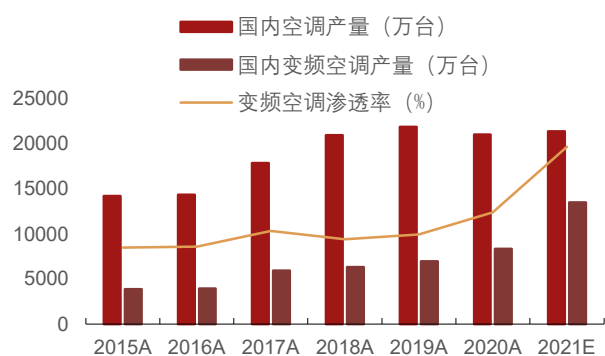
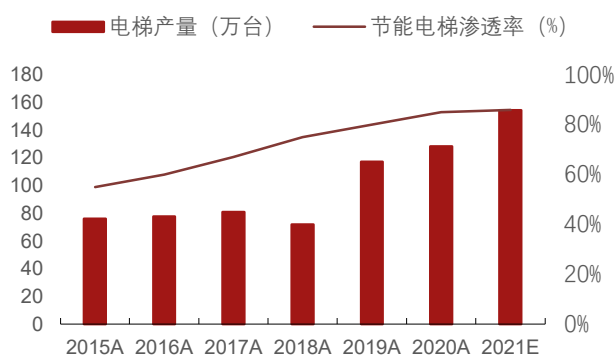


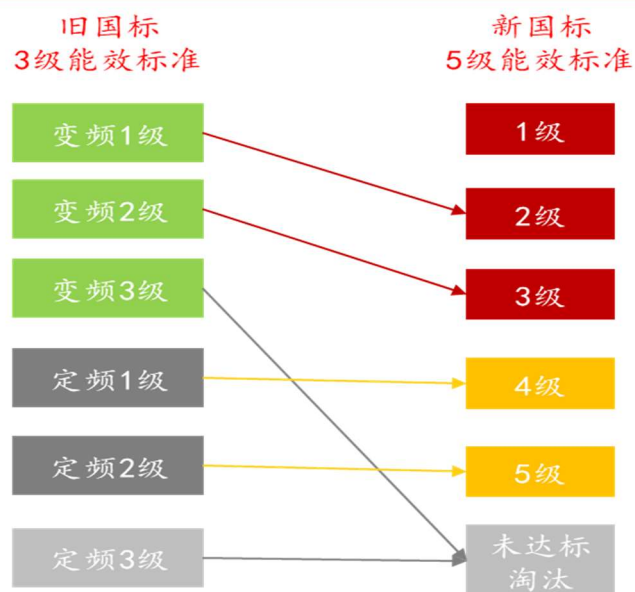
图 29 电梯总规模和节能电梯渗透率逐年提升 (万台)



资料来源: 产业在线、招商证券

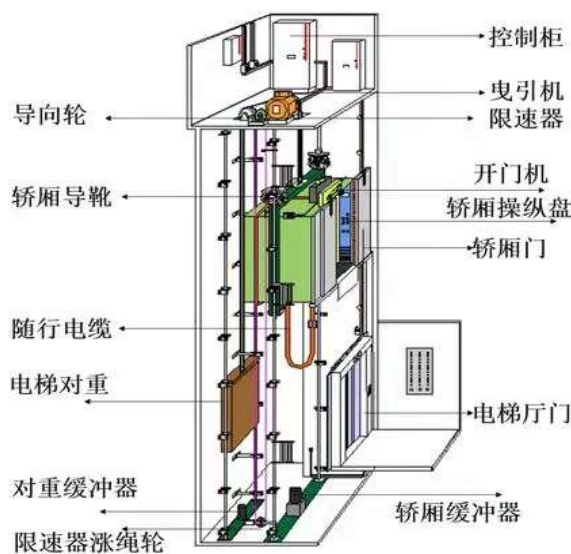
资料来源: 中国电梯协会、招商证券

图 30 新旧国标对比



资料来源: 中国标化研究院、招商证券

图 31 永磁同步拽引电梯拆解

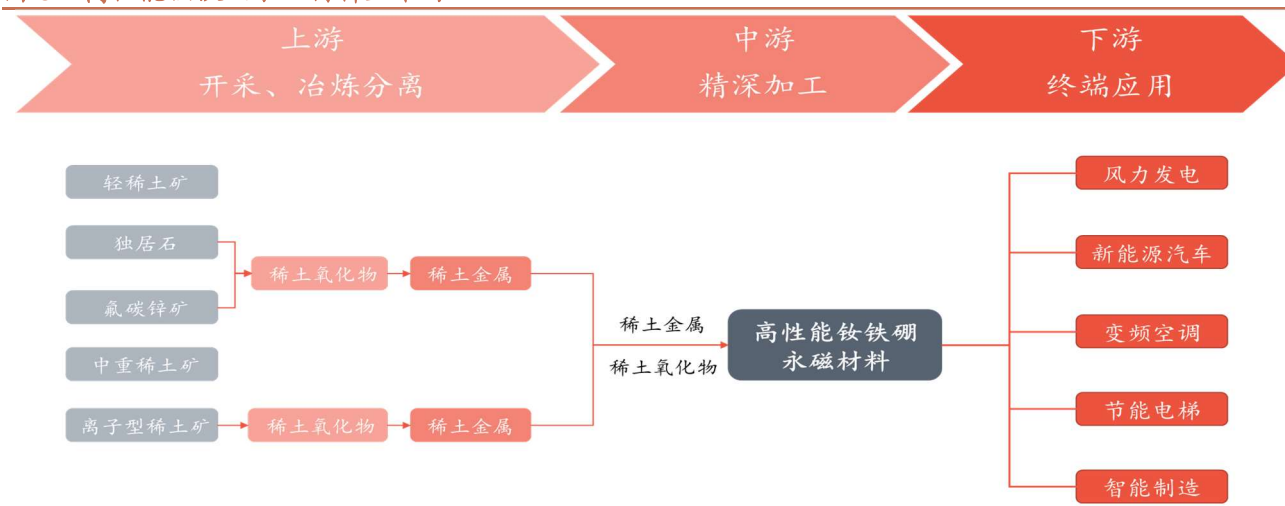


资料来源: 远洋设计汇、招商证券

2) 公司规模扩张发力 未来利润重要增长点

烧结钕铁硼永磁材料处于稀土中游精深加工环节。稀土产业链包括上游开采冶炼、中游精深加工、下游终端应用三大环节，中国具备完整的稀土工业体系，在前中端环节具备全球话语权，烧结钕铁硼永磁材料处于稀土中游精深加工环节。下游是消费类电子产品和基础工业等传统应用领域以及新能源、节能环保等新兴应用领域。

图 32 高性能钕铁硼永磁材料上下游



资料来源：CNKI、招商证券

公司于 2001 年开始布局磁性材料业务，经过近 20 年的发展，已成为国内同行中技术水平较高、产品系列较全的企业之一。公司目前设有宁波、包头 2 处磁性材料生产基地。目前产能达 5000 吨，包头基地年产 8000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目预计 2022 年年初开工，2023 年投产（8000 吨产能），分两期建成（每期 4000 吨），全部达产之后预计稀土永磁实际加工能力达 1.3 万吨以上。

公司稀土永磁产品广泛应用于风力发电、新能源汽车、工业电机、消费电子、医疗器械等领域。公司凭借先进的生产技术和完善的质量管理体系，已成为比亚迪、中国中车、德国 AMK、德国博泽集团、意大利拉法等众多知名企业的供应商。

技术方面，公司引入国内外先进生产设备生产高剩磁、高矫顽力钕铁硼产品，符合下游高性能钕铁硼磁体需求趋势，采用晶界扩散技术增加局部重稀土浓度进而提高矫顽力，降低退磁风险，且该技术能够降低稀土整体用量，进而降低成本。

图 33 引入国内外先进高剩磁/高矫顽力生产设备



资料来源：公司公告、招商证券

图 34 稀土永磁应用领域



资料来源：公司公告、招商证券

表 13: 公司各系列产品性能及应用领域

| 产品系列 | 最高使用温度 | 矫顽力分类 | 内禀矫顽力 | 主要应用领域 |
|-------|--------|-------|----------------------------|--------------------------|
| N 系列 | 80 | 低矫顽力 | $H_{cj} \geq 11\text{KOe}$ | MRI、音响家电系列产品 |
| M 系列 | 100 | 中等矫顽力 | $H_{cj} \geq 14\text{KOe}$ | VCM、MRI、磁选机、通讯和 IT 系列产品 |
| H 系列 | 120 | 高矫顽力 | $H_{cj} \geq 16\text{KOe}$ | VCM、线性电机、微型电机和传感器等领域 |
| SH 系列 | 150 | 超高矫顽力 | $H_{cj} \geq 20\text{KOe}$ | 普通电机、工业电机、风力发电机、汽车传感器等领域 |
| UH 系列 | 180 | 特高矫顽力 | $H_{cj} \geq 25\text{KOe}$ | 工业电机、风力发电机、汽车传感器、汽车电机等领域 |

| 产品系列 | 最高使用温度 | 矫顽力分类 | 内禀矫顽力 | 主要应用领域 |
|-------|--------|-------|-------------|--|
| EH 系列 | 200 | 极高矫顽力 | Hcj ≥ 30KOe | 特种电机、汽车电机、汽车电磁阀门和高温下使用的传感器等领域 |
| TH 系列 | 250 | 至高矫顽力 | Hcj ≥ 35KOe | 主要替代部分 SmCo 的适用领域,如高温下使用特种电机、电磁阀门和传感器等领域 |

资料来源: 公司官网、招商证券

图 35 公司产品认证情况

图 36 公司下游客户



资料来源: 公司官网、招商证券

资料来源: 公司官网、招商证券

四、利润预测和估值

1、盈利预测

表 14: 主要产品产量和对外销售量统计和预测 (万吨)

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 生产量 | | | | | | | |
| 铜及铜产品 | 83 | 99 | 110 | 138 | 153 | 175 | 200 |
| 稀土永磁材料 | 0.12 | 0.16 | 0.21 | 0.21 | 0.47 | 0.54 | 0.60 |
| 销售量 | | | | | | | |
| 铜及铜产品 | 66 | 79 | 90 | 108 | 123 | 148 | 170 |
| 其中扁线 | | | | | 0.25 | 1.20 | 2 |
| 稀土永磁材料 | 0.11 | 0.15 | 0.19 | 0.22 | 0.47 | 0.54 | 0.60 |

资料来源: 公司公告、招商证券

公司铜产品产能规模约 160 万吨, 随着可转债项目的投产, 预计未来三年产能产量年复合增速 14%、13%。

公司目前稀土磁性材料产品产能为 5000 吨, 公司在包头建设 8000 吨稀土永磁材料项目, 项目分 2 期建设, 预计分别在 2023、2024 年投产。2024 年公司稀土永磁产品产能将达到 13000 吨。预计未来三年产能产量年复合增速 38%、29%。

扁线目前产能 5000 吨, 2022 年产能预计扩张到 2 万吨。公司技术储备、土地储备等到位, 随着终端消费的增加, 公司未来产能扩张便捷。

随着磁材和扁线产能扩张, 两者毛利润贡献预计从 2020 年 6%逐步提升到 2024 年 34%。

表 15: 主营业务收入利润测算 (亿元)

| | 2020 年 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 468.29 | 815.44 | 971.45 | 1109.33 |
| 铜产品 | 441.20 | 717.97 | 871.26 | 1006.84 |
| 永磁材料 | 5.53 | 18.17 | 20.89 | 23.19 |

| | 2020 年 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 其他业务 | 21.57 | 79.30 | 79.30 | 79.30 |
| 营业成本 | 449.17 | 789.86 | 939.45 | 1070.89 |
| 铜产品 | 424.41 | 696.12 | 843.37 | 972.83 |
| 永磁材料 | 4.33 | 15.63 | 17.97 | 19.95 |
| 其他业务 | 20.42 | 78.11 | 78.11 | 78.11 |
| 毛利 | 19.12 | 25.58 | 32.01 | 38.44 |
| 铜产品 | 16.78 | 21.85 | 27.90 | 34.01 |
| 永磁材料 | 1.19 | 2.54 | 2.92 | 3.24 |
| 其他业务 | 1.15 | 1.19 | 1.19 | 1.19 |
| 毛利率(%) | 4.08 | 3.14 | 3.29 | 3.47 |
| 铜产品 | 3.8 | 3.04 | 3.20 | 3.38 |
| 永磁材料 | 21.58 | 13.97 | 13.97 | 13.97 |
| 其他业务 | 5.32 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 16：扁线和磁材毛利润贡献占比逐年较大幅度提升（亿元）

| | 2020 年 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 总毛利润 | 19.1 | 25.6 | 32.0 | 38.4 | 50.0 |
| 扁线 | 0.0 | 0.2 | 2.1 | 5.8 | 11.8 |
| 永磁材料 | 1.2 | 2.5 | 2.9 | 3.2 | 5.4 |
| 其他 | 17.9 | 22.9 | 27.0 | 29.4 | 32.8 |
| 扁线+永磁材料占比 | 6% | 11% | 16% | 23% | 34% |

资料来源：公司公告、招商证券

2、低估值的绩优股

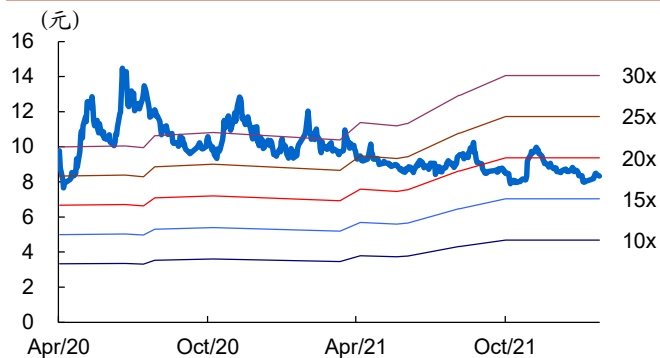
公司产品可以分成三部分，扁线、磁材以及两者之外的其他产品，分别对应扁线、磁材以及铜加工行业上市公司估值取其均值，以此分部估值测算，2022 年对应 207 亿元市值。2021-2023 年，三年公司市盈率均低于三个行业的均值。一方面公司 2020 年刚上市，市场关注度不高，此外包括扁线等在内的新产品处于利润释放前期。我们认为，随着公司高端铜加工产品以及扁线和稀土永磁的产能释放，公司利润增速明显提升，估值有待重估。

表 17：估值对比

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|
| 净利润（亿元） | 8.5 | 11.0 | 14.2 |
| 利润增速 | 44% | 38% | 31% |
| 市值（亿元） | 125 | 125 | 125 |
| PE | 17 | 12 | 9 |
| PEG | 0.38 | 0.32 | 0.30 |
| 铜加工同业平均 PE | 26 | 18 | 14 |
| 扁线同业平均 PE | 18 | 13 | 10 |
| 磁材同业平均 PE | 42 | 33 | 28 |
| 分部估值（亿元） | | | |
| 扁线 | 1.6 | 5.5 | 7.2 |
| 磁材 | 61 | 55 | 52 |
| 其他 | 155 | 147 | 153 |
| 合计 | 218 | 207 | 212 |

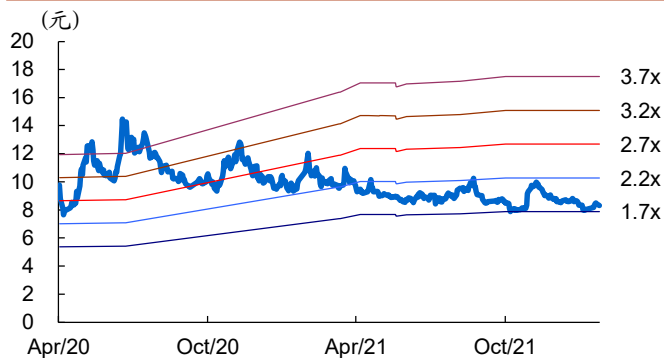
资料来源：公司公告、招商证券

图 37: 金田铜业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 38: 金田铜业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

1、新扩建项目投产进度不及预期

宁波基地“年产 8 万吨热轧铜带项目”、“年产 5 万吨高强高导铜合金棒线项目”将于 2022 年投产。目前公司稀土永磁材料产能为 5000 吨，公司在包头拟建 8000 吨稀土永磁材料项目，项目分 2 期建设，预计分别在 2023、2024 年投产。公司多项新扩建项目在建以及规划中，项目不及预期，将直接影响公司产品规模扩张和盈利能力的扩张。

2、扁线等产品下游消费不及预期

公司看好未来扁线以及稀土永磁等下游消费，并规划了相应的产能规模扩，如果消费不及预期，以方便直接影响公司的产销，拖累公司利润，此外行业的不景气也在一定程度上拖累市场给与的公司估值预期。

3、铜和稀土价格短时间内剧烈波动风险

铜加工产品主要以铜价+加工费模式计价，稀土永磁材料也是原料成本+合理利润的定价模式，原料价格剧烈波动将会对公司的成本和现金流造成影响。

4、汇率波动风险

公司部分营业收入来自海外，汇率的波动影响公司的进出口成本，对公司产品海外竞争力，以及公司盈利产生一定的影响。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6531 | 8187 | 13732 | 16307 | 18577 |
| 现金 | 1088 | 925 | 1224 | 1458 | 1665 |
| 交易性投资 | 2 | 206 | 206 | 206 | 206 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1977 | 2592 | 4479 | 5336 | 6094 |
| 其它应收款 | 213 | 254 | 442 | 527 | 602 |
| 存货 | 2595 | 2877 | 5045 | 6001 | 6840 |
| 其他 | 657 | 1333 | 2335 | 2779 | 3170 |
| 非流动资产 | 3857 | 4867 | 5807 | 6649 | 7405 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 2120 | 3178 | 4175 | 5068 | 5869 |
| 无形资产 | 444 | 484 | 436 | 392 | 353 |
| 其他 | 1291 | 1203 | 1194 | 1187 | 1181 |
| 资产总计 | 10388 | 13054 | 19539 | 22956 | 25982 |
| 流动负债 | 4894 | 4388 | 10281 | 12924 | 14950 |
| 短期借款 | 2717 | 1693 | 5918 | 7825 | 9205 |
| 应付账款 | 1556 | 1824 | 3207 | 3814 | 4348 |
| 预收账款 | 217 | 293 | 515 | 612 | 698 |
| 其他 | 404 | 578 | 642 | 673 | 700 |
| 长期负债 | 530 | 1822 | 1822 | 1822 | 1822 |
| 长期借款 | 106 | 1294 | 1294 | 1294 | 1294 |
| 其他 | 424 | 528 | 528 | 528 | 528 |
| 负债合计 | 5424 | 6210 | 12103 | 14746 | 16772 |
| 股本 | 1215 | 1457 | 1480 | 1480 | 1480 |
| 资本公积金 | 510 | 1771 | 1771 | 1771 | 1771 |
| 留存收益 | 3093 | 3480 | 4065 | 4865 | 5897 |
| 少数股东权益 | 146 | 136 | 118 | 94 | 61 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4818 | 6708 | 7317 | 8117 | 9148 |
| 负债及权益合计 | 10388 | 13054 | 19539 | 22956 | 25982 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 738 | 207 | (2295) | 216 | 897 |
| 归母净利润 | 494 | 512 | 740 | 1022 | 1338 |
| 折旧摊销 | 234 | 301 | 389 | 487 | 574 |
| 财务费用 | 191 | 197 | 298 | 479 | 576 |
| 投资收益 | (39) | 183 | (138) | (146) | (146) |
| 营运资金变动 | (171) | (998) | (3591) | (1615) | (1424) |
| 其它 | 28 | 12 | 8 | (11) | (20) |
| 投资活动现金流 | (1226) | (1649) | (1196) | (1188) | (1188) |
| 资本支出 | (1193) | (1188) | (1334) | (1334) | (1334) |
| 其他投资 | (33) | (461) | 138 | 146 | 146 |
| 筹资活动现金流 | 103 | 1368 | 3790 | 1206 | 497 |
| 借款变动 | 261 | 109 | 4218 | 1907 | 1380 |
| 普通股增加 | 0 | 242 | 24 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 8 | 1261 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (124) | (154) | (222) | (307) |
| 其他 | (166) | (120) | (298) | (479) | (576) |
| 现金净增加额 | (385) | (74) | 299 | 234 | 207 |

利润表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 40984 | 46829 | 81544 | 97145 | 110933 |
| 营业成本 | 39294 | 44917 | 78986 | 93945 | 107089 |
| 营业税金及附加 | 55 | 59 | 64 | 77 | 87 |
| 营业费用 | 327 | 213 | 321 | 359 | 388 |
| 管理费用 | 441 | 497 | 685 | 777 | 843 |
| 研发费用 | 177 | 206 | 326 | 389 | 444 |
| 财务费用 | 186 | 189 | 298 | 479 | 576 |
| 资产减值损失 | (2) | (27) | (56) | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (32) | (38) | 86 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 113 | 146 | 146 | 146 | 146 |
| 投资收益 | 39 | (185) | (94) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 624 | 645 | 946 | 1266 | 1652 |
| 营业外收入 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 10 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 利润总额 | 618 | 625 | 926 | 1246 | 1632 |
| 所得税 | 123 | 125 | 204 | 249 | 326 |
| 少数股东损益 | 1 | (12) | (18) | (25) | (32) |
| 归属于母公司净利润 | 494 | 512 | 740 | 1022 | 1338 |

主要财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 1% | 14% | 74% | 19% | 14% |
| 营业利润 | 18% | 3% | 47% | 34% | 30% |
| 归母净利润 | 17% | 4% | 44% | 38% | 31% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 4.1% | 4.1% | 3.1% | 3.3% | 3.5% |
| 净利率 | 1.2% | 1.1% | 0.9% | 1.1% | 1.2% |
| ROE | 10.3% | 7.6% | 10.1% | 12.6% | 14.6% |
| ROIC | 8.2% | 7.2% | 6.8% | 8.1% | 9.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 52.2% | 47.6% | 61.9% | 64.2% | 64.6% |
| 净负债比率 | 27.2% | 22.9% | 36.9% | 39.7% | 40.4% |
| 流动比率 | 1.3 | 1.9 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 3.9 | 3.6 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 存货周转率 | 15.2 | 16.4 | 19.9 | 17.0 | 16.7 |
| 应收帐款周转率 | 21.7 | 20.5 | 23.1 | 19.8 | 19.4 |
| 应付帐款周转率 | 28.5 | 26.6 | 31.4 | 26.8 | 26.2 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.41 | 0.35 | 0.50 | 0.69 | 0.90 |
| 每股经营现金 | 0.61 | 0.14 | -1.55 | 0.15 | 0.61 |
| 每股净资产 | 3.97 | 4.60 | 4.94 | 5.48 | 6.18 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.11 | 0.15 | 0.21 | 0.27 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 20.4 | 23.7 | 16.7 | 12.1 | 9.2 |
| PB | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 22.7 | 21.0 | 14.3 | 10.5 | 8.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。9年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，10年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。