金田股份（601609.SH）

铜加工与稀土永磁双轮驱动业绩增长，产品迈向高端化

增持

核心观点

铜加工产品门类齐全，“十四五”加速扩张抢占市场份额。公司是国内规模最大的铜加工企业，产品品类多，且每个品类规模均能做到细分行业前列。公司产品瞄准市场需求量最大的品类，毛利率偏低但周转快，盈利能力稳定，2017-2021 公司铜产品产量年均复合增速达 18.3%，上市以来实现加速扩张，2021 年国内市占率 8%，即将借助转债项目开启第三轮产能扩张。

规划 6 万吨电磁扁线产能，高压扁线领跑行业。新能源汽车扁线驱动电机以其更高的槽满率、更高的功率密度、更强的散热能力和耐绝缘性，替代圆线电机已成趋势，高压驱动电机有望全部采用扁线。公司是国内前三大电磁线生产商，在扁线领域凭借技术优势后来居上，已成为国内电磁扁线重要供应商，2022 年底将具备 2 万吨产能，另有 4 万吨产能即将建设。公司 800V 高压扁线技术领跑行业，项目定点数量占据绝对优势。

废铜进口龙头，低碳需求打开再生铜市场空间。2021 公司采购再生铜原料 40 万吨，占公司铜原料 1/3，占国内再生铜产量 1/10，在国内排在前列，是国家第一批“城市矿山”示范企业，公司历年废铜进口量在业内居前。再生铜碳排放仅为原生铜的 1/3，越来越多的汽车、消费电子客户开始认证铜原料碳足迹，公司已通过 SCS 翠鸟再生成分认证，已与多家世界级客户形成联合研发，确立了低碳再生铜材市场的先发优势。

大幅扩张稀土永磁材料产能。公司从事钕铁硼永磁材料生产销售超过 20 年，现有 5000 吨烧结钕铁硼永磁材料产能，规模据国内前十，且盈利能力与行业头部公司持平。为满足新能源、节能环保领域对稀土永磁材料爆发式需求，公司在包头新建 8000 吨产能，预计 2023 年底和 2024 年底分别投产 4000 吨，达产后公司将具备 13000 吨钕铁硼永磁材料毛坯产能。

盈利预测与估值：公司铜加工及稀土永磁两大业务均处于快速扩张期，产品持续升级，并具备再生铜回收利用优势，充分受益于新能源市场对铜材及稀土永磁材料的增量需求。预计 2022/2023/2024 年公司的归母净利润分别为 6.04/10.7/13.63 亿元，EPS 分别为 0.41/0.72/0.92 元。通过多角度的估值，我们认为公司股票价值在 8.0-9.3 元之间，相对于公司目前的股价有 14%-32%的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

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

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	46,829	81,159	104,979	119,227	131,855
(+/-%)	14.3%	73.3%	29.4%	13.6%	10.6%
净利润(百万元)	512	741	604	1070	1363
(+/-%)	3.6%	44.7%	-18.5%	77.1%	27.4%
每股收益（元）	0.35	0.50	0.41	0.72	0.92
EBIT Margin	2.0%	1.6%	1.1%	1.5%	1.7%
净资产收益率（ROE）	7.6%	9.9%	7.8%	13.1%	15.6%
市盈率（PE）	19.9	14.0	17.2	9.7	7.6
EV/EBITDA	13.4	13.4	15.9	11.9	10.4
市净率（PB）	1.52	1.38	1.34	1.27	1.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	8.00 - 9.30 元
收盘价	7.00 元
总市值/流通市值	10360/4249 百万元
52 周最高价/最低价	10.16/6.43 元
近 3 个月日均成交额	42.88 百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况 5
产品门类齐全的铜加工龙头企业 5
业务分析 7
铜加工与稀土永磁双轮驱动 7
铜加工业务稳步扩张，新能源用铜业务增加 9
规划 6 万吨电磁扁线，高压扁线技术引领行业 12
深耕稀土永磁行业 20 余年 13
再生铜龙头企业，尽享低碳溢价 14
铜加工行业-新能源引领需求，龙头加速扩张 15
新能源拉动铜需求增长 15
各家铜加工上市公司均为细分领域龙头 16
稀土永磁行业分析-供需两旺，空间广阔 19
财务分析 22
营运能力分析-高周转 22
盈利能力分析 23
偿债能力-融资成本低 24
盈利预测 25
假设前提 25
未来 3 年业绩预测 27
盈利预测的敏感性分析 27
估值与投资建议 28
绝对估值：6.9-9.3 28
相对估值：8.0-9.4 29
投资建议 31
风险提示 31
附表：财务预测与估值 33
免责声明 34

图表目录

图1： 公司历史沿革 5
图2： 金田股份股权结构 6
图3： 公司铜加工产品及客户 7
图4： 公司稀土永磁产品及客户 7
图5： 公司营收和同比增速 8
图6： 公司净利润和同比增速 8
图7： 营业收入分产品 8
图8： 毛利润分产品 8
图9： 公司主要产品销量变化（万吨） 8
图10： 公司铜材产销增速高于行业水平 8
图11： 公司铜加工材生产工艺流程 9
图12： 公司铜产品单位毛利润（元/吨） 10
图13： 公司铜产品毛利率 10
图14： 铜管企业分规模开工率（%） 10
图15： 铜带企业分规模开工（%） 10
图16： 公司铜产品产量预测（万吨） 11
图17： 部分铜加工上市公司研发费用（亿元） 11
图18： 圆线电机与扁线电机槽满率对比图 12
图19： 圆线电机与扁线电机性能对比图 12
图20： 公司钕铁硼永磁材料销量（吨） 13
图21： 公司钕铁硼产能规划（吨） 13
图22： 与同行业上市公司毛利润对比（元/吨） 14
图23： 同行业上市公司毛利率对比 14
图24： 公司铜原料采购来源（万吨） 14
图25： 公司原生铜和再生铜采购价格（元/吨） 14
图26： 未来约 40%铜需求来自绿色技术 16
图27： 2021 年我国各类铜材占比 16
图28： 我国铜加工材年产量 16
图29： 我国铜棒产量变化 17
图30： 2017 年主要铜棒企业产量（万吨） 17
图31： 我国铜管产量变化 17
图32： 2020 年主要铜管企业产量（万吨） 17
图33： 我国铜带材产量变化 18
图34： 2020 年我国主要铜带企业产量（万吨） 18
图35： 2020 年我国主要紫铜带企业产量（万吨） 18
图36： 2020 年我国主要黄铜带企业产量（万吨） 18
图37： 2020 年全球主要铜合金材公司毛利率 18

图38： 部分铜加工上市公司单位售价构成（元/吨） 19
图39： 部分铜加工上市公司毛利率（%） 19
图40： 钕铁硼需求量及预测（万吨） 19
图41： 中国稀土永磁产量全球占比 19
图42： 可比公司应收账款周转天数 23
图43： 可比公司存货周转天数 23
图44： 可比公司净营业周期 23
图45： 可比公司总资产周转率 23
图46： 可比公司销售毛利率（%） 23
图47： 可比公司期间费用率（%） 23
图48： 可比公司销售净利率（%） 24
图49： 可比公司 ROE（%） 24
图50： 可比公司资产负债率（%） 24
图51： EBITDA/带息债务 24
图52： 可比公司货币资金/短期债务 25
图53： 可比公司现金流量利息保障倍数 25

表1： 公司员工持股计划解锁条件 6
表2： 公司主要产品及应用领域 7
表3： 新能源领域铜销量同比大增（万吨） 10
表4： 主要电磁扁线企业生产情况 12
表5： 部分钕铁硼上市公司下游客户领域分布 13
表6： 全球风电用铜量测算 15
表7： 全球光伏装机用铜量测算 15
表8： 全球新能源汽车对钕铁硼磁钢需求预测 20
表9： 中国工业电机领域钕铁硼磁钢需求预测 21
表10： 全球空调、电梯领域钕铁硼磁钢需求预测 21
表11： 部分磁材企业产量及扩产计划（吨） 22
表12： 可比公司简介 22
表13： 金田股份业务假设 26
表14： 未来 3 年盈利预测表 27
表15： 情景分析（乐观、中性、悲观） 27
表16： 不同毛利润水平下公司的归母净利润（百万元） 28
表17： 公司盈利预测假设条件 28
表18： 资本成本假设 28
表19： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 29
表20： 铜加工业务可比公司 29
表21： 电磁扁线业务可比公司 30
表22： 稀土永磁材料业务可比公司 30

公司概况

产品门类齐全的铜加工龙头企业

宁波金田铜业（集团）股份有限公司始建于 1986 年。自成立以来，公司始终专注于铜加工行业，历经 36 年发展，公司现已成为集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的企业，是国内最大的铜加工企业之一。2014-2021 年公司铜加工材产量始终位居全国第一。2018-2021 年，公司铜材综合产量分别为 93/103/138/151 万吨，年均复合增速达 17.5%。2022 年随着公司可转债项目投产落地，公司铜加工材产能已经超过 200 万吨，持续保持行业龙头地位。

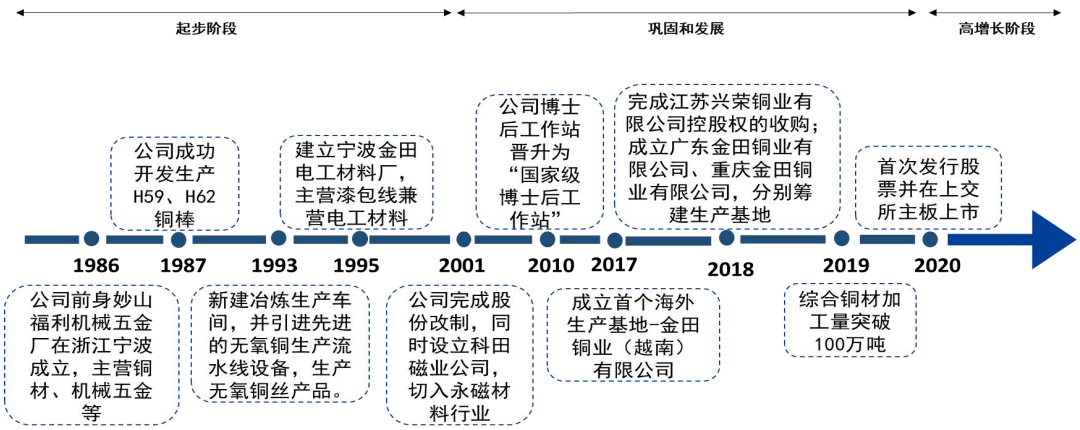
公司发展主要历经三个阶段：

初创和奠基：公司前身妙山福利机械五金厂于 1986 年在浙江宁波成立，主营铜材、机械五金等。1987 年，公司成功开发生产 H59、H62 铜棒。1993 年，公司引进先进的无氧铜生产流水线设备，开始生产无氧铜丝产品。1995 年，公司建立宁波金田电工材料厂，主营漆包线兼营电工材料，进一步拓展产品结构。

巩固和发展：拓展业务领域，进一步扩大铜加工优势。公司在 2001 年完成股份制改造，从集体所有制企业成为民营企业。同年，公司设立宁波科田磁业有限公司，正式切入稀土永磁领域。2003 年公司铜管线投产，进一步丰富产品矩阵。2006 年公司营收首次突破 100 亿元。2017 和 2018 年，公司分别在越南、广东、重庆等地筹建生产基地。2019 年，公司综合铜材加工量突破 100 万吨。

高速增长：上市募集资金进行高端项目扩产，龙头优势进一步加强。2020 年，公司在上交所上市，募集资金用于建设“年产 4 万吨高精度铜合金带材项目”等多个项目，同时，公司发行可转债募集资金建设“年产 8 万吨热轧铜带项目”等项目。随着公司 IPO 项目和可转债项目落地投产，2022 年公司铜材产能有望达到 200 万吨，铜产业优势持续扩大，盈利能力有望得到提升，行业龙头地位得到进一步加强。

图1：公司历史沿革

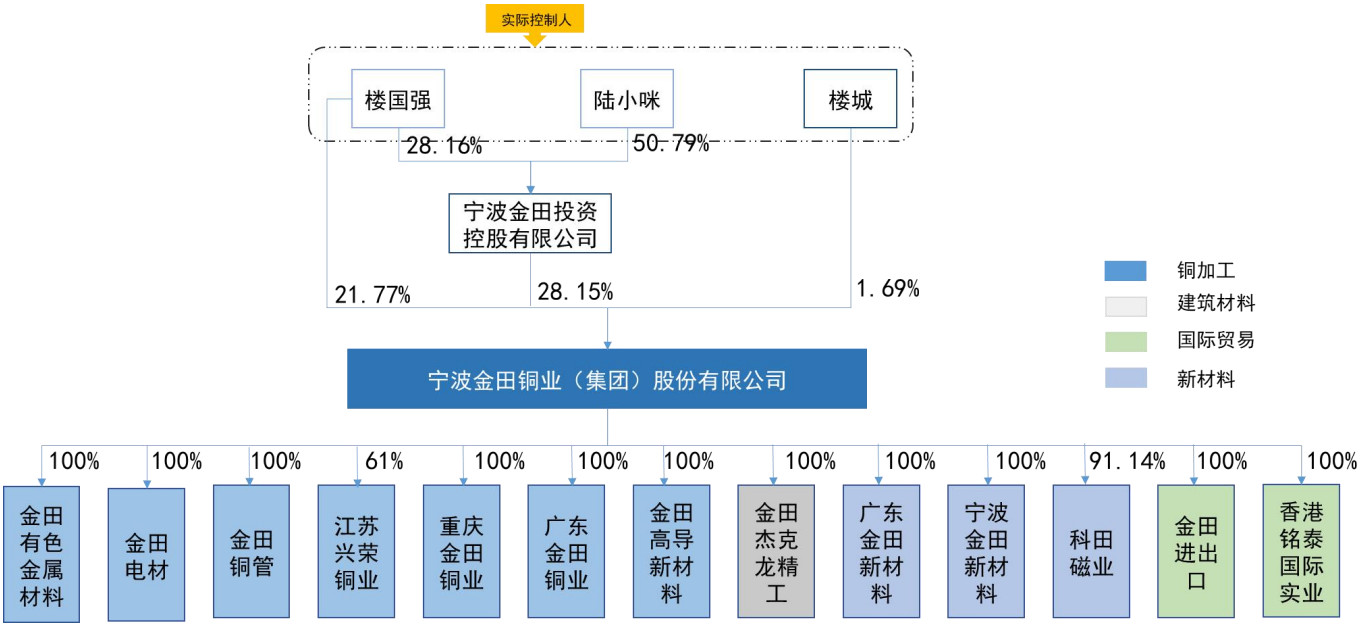


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

楼国强及其家人是公司实际控制人，稳定管理层为公司发展保驾护航。公司实际控制人是楼国强、陆小咪夫妇及其子楼城，三人合计持有公司 45.68%的股权，其

中直接持股 23.46%，其余均通过金田投资控股有限公司持股。公司管理层大多具有十年以上行业和公司管理经验，稳定的管理层为公司发展持续保驾护航。

图2：金田股份股权结构



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

推出员工持股计划，绑定公司核心骨干。2021 年公司向 171 名核心员工授予限制性股票 2350.25 万股，占公司总股本的 1.61%，授予价格为每股 5.11 元/股。员工持股计划的顺利实施进一步健全了公司的长效激励机制，有利于绑定核心团队的利益，提高了员工积极性。

表1：公司员工持股计划解锁条件

解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	①2021 年公司净利润达到 5.6 亿元； ②2021 年公司铜及铜产品产量达到 150 万吨，且 2021 年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。	40%
第二个解除限售期	①2021-2022 年公司净利润累计达到 11.8 亿元； ②2022 年公司铜及铜产品产量达到 165 万吨，且 2022 年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。	30%
第三个解除限售期	①2021-2023 年公司净利润累计达到 18.6 亿元； ②2023 年公司铜及铜产品产量达到 185 万吨，且 2023 年公司净利润不低于 2020 年公司净利润。	30%
备注	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、国信证券经济研究所整理和预测

持续回购彰显长期信心。公司于 2022 年 3 月 14 日召开第七届董事会第三十三次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，同意公司使用自有资金 1.5-3 亿元，回购价格不超过 12.65 元/股，通过集中竞价交易方式回购公司股份，用于股权激励或员工持股计划。截至 10 月末，公司已累计回购股份 31,869,800 股，占公司总股本比例 2.15%，已支付的资金总额 2.38 亿元。

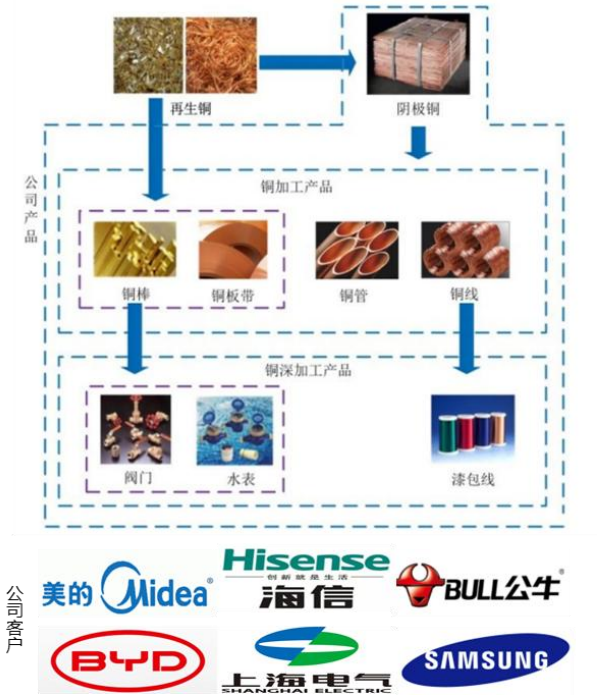
公司主要从事有色金属加工业务，主要产品包括铜产品和烧结钕铁硼永磁材料两大类，产品广泛应用于电力、家电、建筑、机械、电子、汽车、新能源等行业。公司拥有 34 年的铜及铜合金加工生产利用经验，是集研、产、销于一体的，国内产业链最完整、品类最多、规模最大的铜及铜合金材料生产企业之一，能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求。

表2：公司主要产品及应用领域

产品形态	典型产品	主要应用行业
铜线（排）	低氧铜线、低氧铜杆、铜排等	电子、电力、通讯等
铜板带	水箱用铜带、建筑装饰用铜板带、接插件用高 档铜带、引线框架材料、变压器铜带、射频电 缆带、高精度锡磷铜带、无氧铜带等	电力、电气、电子、通讯、汽车、 冶金、建筑装饰、仪器仪表、造 船等
铜管	空调与制冷用铜管、无缝内螺纹铜管、导电用无缝铜管、冰箱用高清洁度铜管、医疗气体和真空用铜管、拉制管、水道管、管接件等	空调与制冷、发电、电子、建筑 业及输油、水、气管道等
铜棒	精密黄铜棒、建材五金用黄铜棒、高强高导铜合金棒材、高弹性合金棒材、T2、TU2 紫铜棒	导电、导热器材、水暖、五金、 电气工业等
电磁线	耐高温漆包铜圆线、微细漆包铜圆线、直焊性漆包铜圆线、缩醛漆包铜圆线、抗电晕特种漆包线、耐高温漆包铜扁线、缩醛漆包铜扁线等，均为铜电磁线	用以制造电工产品中的线圈或绕组，其作用是通过电流产生磁场或切割磁力线产生感应电流，实现能和磁的相互转换，广泛用于电力、家电、通讯、电子、汽车、风电装备、航空航天
稀土永磁		工业电机、新能源汽车驱动电机、空调、风力发电、3C 等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司铜加工产品及客户



资料来源：公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理

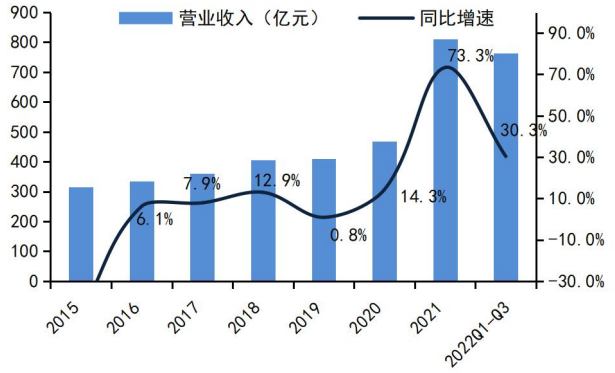
图4：公司稀土永磁产品及客户

资料来源：公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理

业务分析

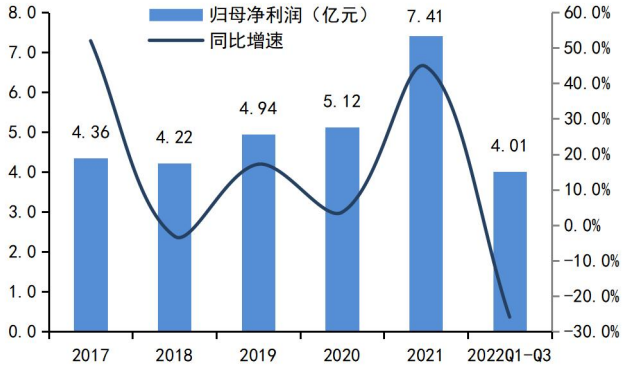
铜加工与稀土永磁双轮驱动

图5：公司营收和同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司净利润和同比增速

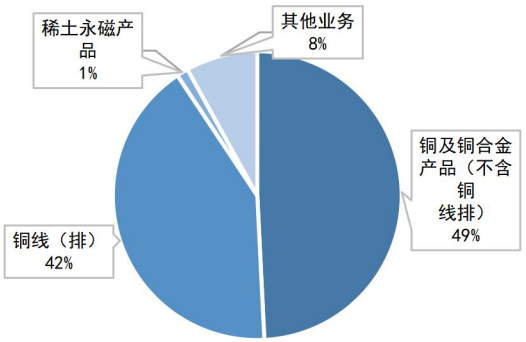


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司营业收入主要来自铜加工业务。将公司业务分为铜及铜合金产品（不含铜线排）、铜线排、稀土永磁。铜线排是铜及铜合金产品当中销量最大的一类产品，但由于产品标准化程度高，成分和加工工艺简单，毛利率低，所以单独列出。其他业务主要由电解铜贸易和再生铜原料粗加工业务构成。

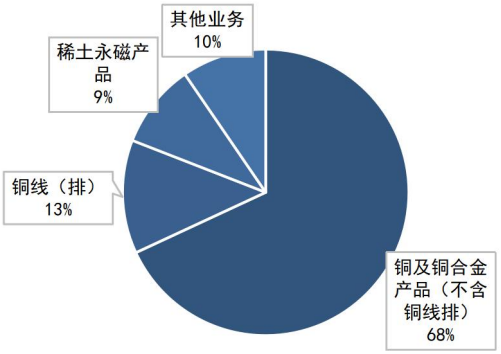
毛利润构成。如上所述，铜线排毛利率较低，虽然营收占 42%，但毛利润仅占 13%。公司盈利主要来自于除铜线排以外的铜及铜合金产品，如铜板带、铜棒、铜管、电磁线等。另外稀土永磁产品虽然营收只占 1%，但毛利率在 20%以上，远高于公司铜产品，占公司销售毛利润 9%。

图7：营业收入分产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：毛利润分产品

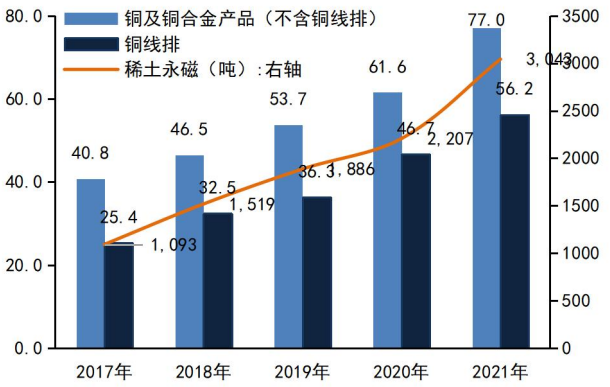


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

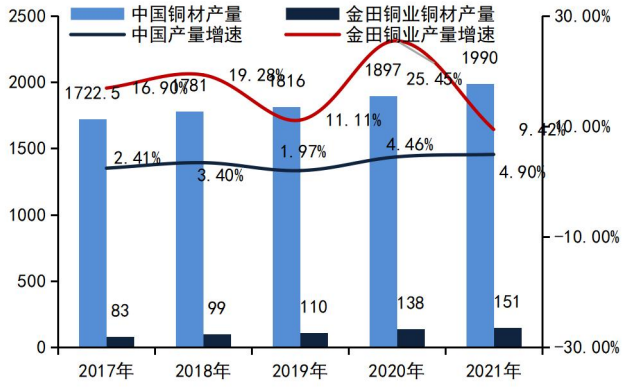
公司产销增速远超行业均值，市占率提升。从总量来看，2021 年公司铜产品产量 151 万吨，自 2017 年以来年均复合增速 18%，高于行业增速 3.7%的水平。从市占率来看，2017 年公司铜产品产量 83 万吨，占全国 4.7%，到 2021 年市占率已升至 7.6%。

图9：公司主要产品销量变化（万吨）

图10：公司铜材产销增速高于行业水平



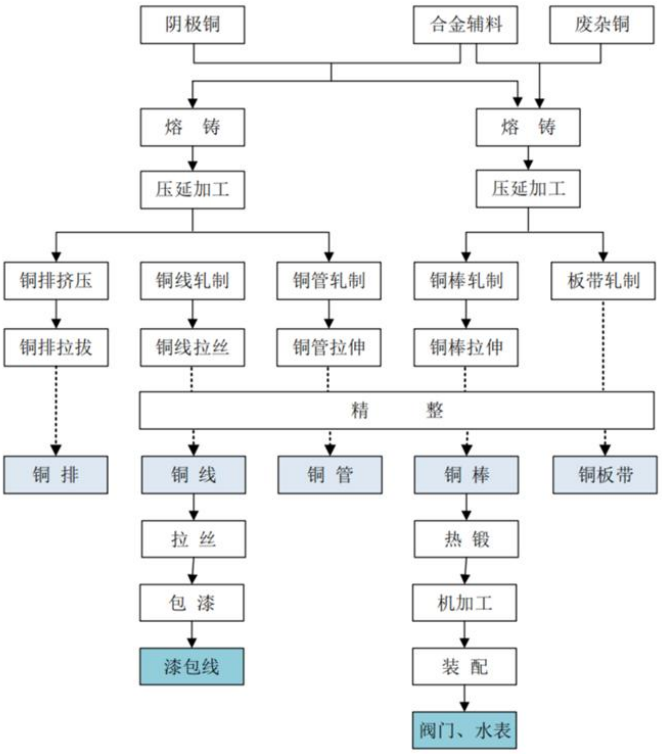
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品特点是门类齐全，且每一类产品产量均在细分领域居前。根据有关行业机构统计，金田铜业铜棒、铜排和铜板产能处于同行业首位，铜阀门、紫铜管件、铜线产能均处于行业第二位，另外铜管、高精度铜带、电磁线产能也处于行业前列。

图11：公司铜加工材生产工艺流程



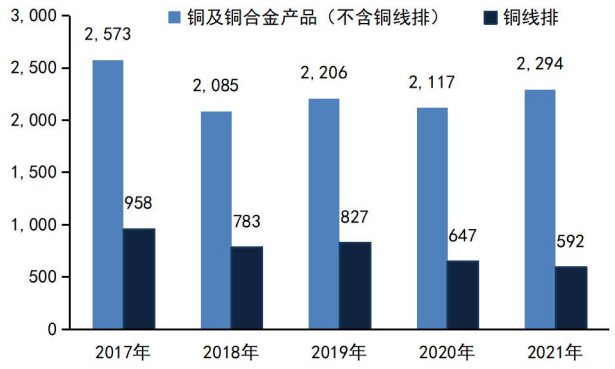
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铜加工业务稳步扩张，新能源用铜业务增加

铜加工业务盈利能力稳定。公司铜产品定价方式采用“铜价+加工费”，加工费主要由生产企业根据加工复杂程度和市场竞争情况与客户协商确定。一般来说，工艺相对复杂的产品加工费较高，毛利率较高；成分较复杂的产品一方面由于工艺

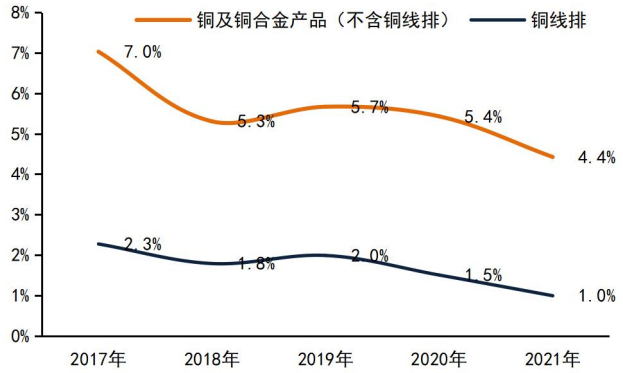
相对复杂，加工费较高，另一方面由于添加的金属多数为锌等较为廉价的金属，原材料综合成本较低，从而导致收入基数较低，毛利率较高。公司赚取的是稳定的加工费，单吨盈利与铜价波动关系不大，但毛利率会随着铜价上涨而下降。如下图所示，无论铜价涨跌，公司铜及铜合金产品（不含铜线排）单位毛利润一直在 2000-2500 元/吨波动，低附加值的铜线排毛利润一直在 600-800 元/吨波动。

图12：公司铜产品单位毛利润（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司铜产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源领域铜销量大增，占比迅速提升。公司齐全的铜产品门类，以及稀土永磁材料与铜材的高度协同优势，可以满足下游新能源汽车、风力发电、光伏发电等领域客户**一站式采购需求**。随着去年以来新能源领域铜需求量激增，公司新能源领域铜材销量显著增加。2022 年上半年，公司应用于新能源领域的铜产品销量突破 7.87 万吨，其中应用于新能源车领域的铜产品销量 4.97 万吨，同比增长 460%，应用于光伏、风电领域的铜产品销量 2.90 万吨，同比增长 68%。新能源领域铜材销售占比从 2021H1 的 4.2%提升到今年上半年 10.5%。

表3：新能源领域铜销量同比大增（万吨）

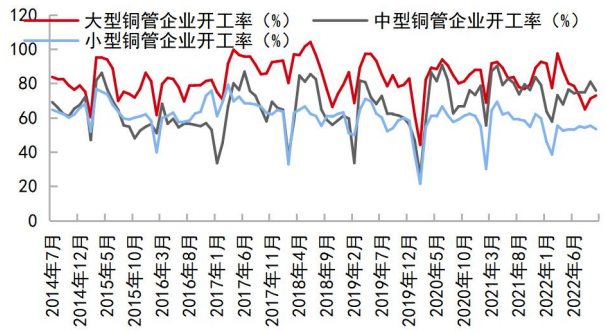
	新能源汽车领域	风电、光伏领域	新能源领域总计	铜材对外销量	新能源领域占比
2021H1	0.89	1.73	2.61	62.72	4.2%
2022H1	4.97	2.90	7.87	74.99	10.5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

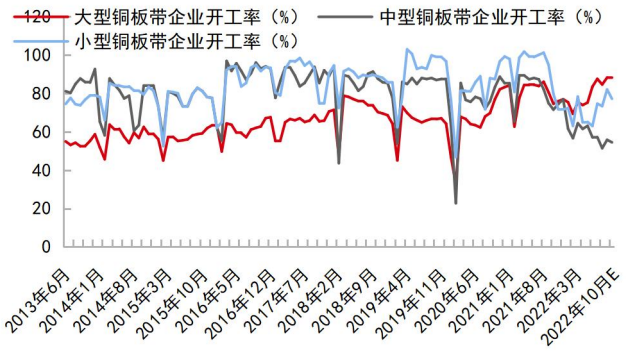
借助资本市场，公司产能加速扩张。自新冠疫情爆发以来，铜价大幅波动，中小型铜加工企业营运资金压力增大，抗风险能力偏弱；大型铜加工企业尤其是上市公司具备融资渠道和融资成本优势，有望借助一轮行业洗牌提升产能集中度，增强产业链话语权。

图14：铜管企业分规模开工率（%）

图15：铜带企业分规模开工（%）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

另一方面，国内铜加工新项目的能源评估日趋严格，近两年铜加工头部企业借助窗口期抓紧扩建产能，抢占市场份额。公司自上市以来已进行了两轮产能扩张，高效推进募投项目建设及达产。

- 第一轮是 IPO 募投项目，募集资金约 15 亿元用于 47 万吨铜材项目及数字化工厂建设，包括 35 万吨铜线、9 万吨铜带、3 万吨铜绞线，截至 2021 年底全部达产；
- 第二轮是 2021 年转债项目，总计 52 万吨产能，预计 2023 年一季度达产。包括铜导线 35 万吨、电磁线 2 万吨、铜排 2 万吨、热轧铜带 8 万吨、铜合金棒线 5 万吨。
- 公司正在启动第三轮产能扩张，2022 年 4 月份公告发行可转债预案，拟募集资金 14.5 亿元用于 19 万吨铜材项目及补充流动资金，包括 8 万吨铜管、7 万吨铜合金棒、4 万吨电磁扁线。

在产能稳步扩张的同时，公司的产品也在向合金化、高端化方向发展：

IGBT 散热用无氧铜排项目：公司已经稳定控制产品氧含量，满足客户品质需求，并实现小批量量产，产品已经应用于车规级 IGBT 模块。

均热板用蚀刻无形变 CuSnP 合金高精度带材项目：公司研制出高品质、高性能锡青铜合金带材，并建成蚀刻型均热板用锡青铜带合金带材 1 万吨/年的产业示范线。

图16：公司铜产品产量预测（万吨）

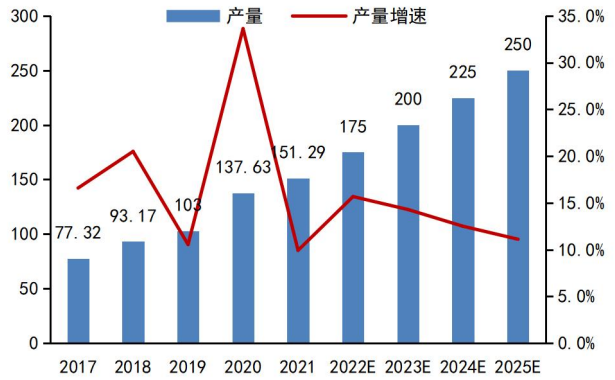
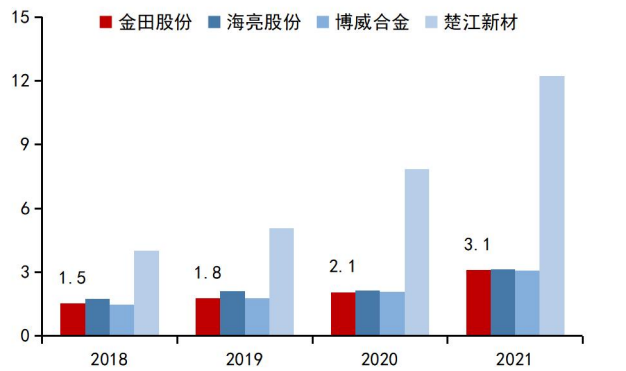


图17：部分铜加工上市公司研发费用（亿元）



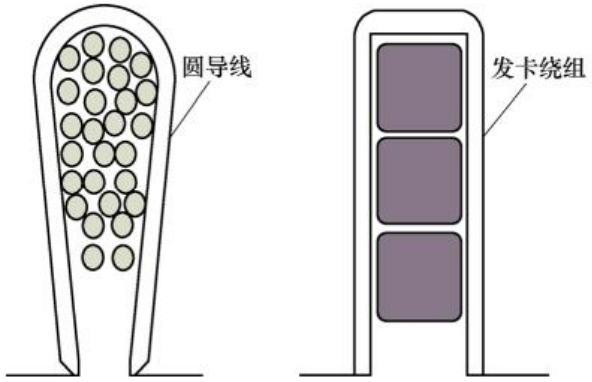
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

规划 6 万吨电磁扁线，高压扁线技术引领行业

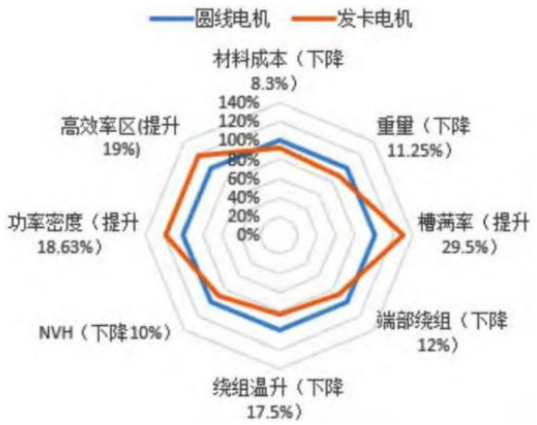
新能源汽车快速发展对驱动电机的功率密度提出更高要求。如下图所示，扁线绕组（又名发卡绕组）相比圆线绕组，槽满率更高，能够有效降低绕组电阻从而降低铜耗，电机尺寸也更小，节省材料并能进一步提升电机功率密度，成为新能源汽车电机研究与发展的热点方向。扁线电机市场空间广阔，据有关资料，新能源汽车单电机车型和双电机车型扁线用量分别为 6kg/12kg，粗略估算对应单车价值量分别为 500/1000 元。目前扁线替代传统圆线已形成趋势，各家电磁线头部企业纷纷扩张扁线产能。

图18：圆线电机与扁线电机槽满率对比图



资料来源：《采用发卡绕组提升深槽电动机起动性能的仿真研究》，国信证券经济研究所整理

图19：圆线电机与扁线电机性能对比图



资料来源：《新能源汽车扁线电机技术分析》，国信证券经济研究所整理

新能源汽车驱动电机中的圆线或扁线属于电磁线的一类。金田股份是国内前三大电磁线生产商，销量仅次于精达股份和长城科技，在电磁扁线领域早有技术积累，近两年来公司抓住市场契机，与比亚迪、蔚来等车企在新能源汽车扁线领域展开合作，实现新能源扁线的量产，目前已占据较高的市场份额。

表4：主要电磁扁线企业生产情况

精达股份	2022H1 扁线产品销量突破 8000 吨，其中新能源汽车用扁线约 4800 吨，同比增长 130%。
长城科技	2022H1 新能源汽车用扁线产量突破 3600 吨
金杯电工	一期 7000 吨产能已经投产，二期产能预计今年底投产，合计能达到 20000-25000 吨/年，三期产能建设已经购置土地
金田股份	已拥有 20000 吨电磁扁线产能，并新建 40000 吨产能，明年开始建设

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

规划 6 万吨电磁扁线产能。截至 2022 年中，公司新能源电磁扁线生产能力已提升至 1.5 万吨/年，预计今年年底前产能规模将进一步提升至 2 万吨。根据公司公布的可转债预案，公司计划投资 4.9 亿元新建 4 万吨电磁扁线产能，未来公司电磁扁线产能将达到 6 万吨。公司凭借技术优势以及品质的稳定性，与世界一流主机厂商及电机供应商开展新能源驱动电机用电磁扁线深度合作，目前公司共有 69 项新能源电磁扁线开发项目，已定点 22 项。

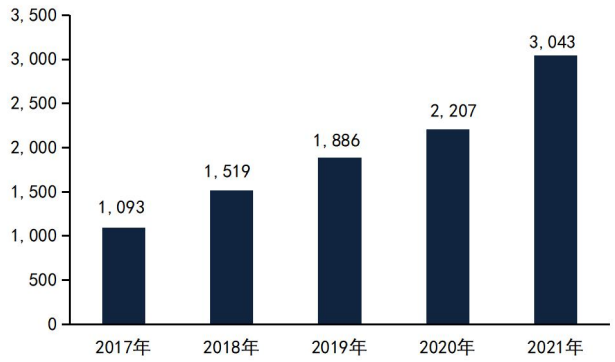
800V 高压扁线引领行业。为满足下一代新能源汽车需求，公司在新能源高压平台

（800V）电磁线方面取得突破性进展，目前共有 10 个高压平台项目获得定点，已与多家战略客户达成合作意向，实现 800V 高压平台电磁扁线的小批量供货，公司高压电磁扁线产品在高 PDIV、超长耐电晕以及超长耐油性能等方面具有技术领先优势。

深耕稀土永磁行业 20 余年

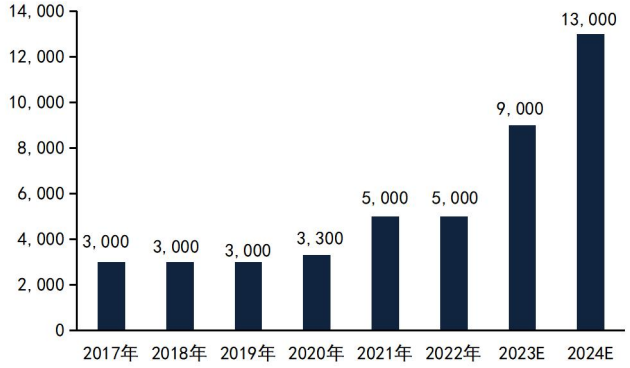
公司总部所在的宁波是我国稀土永磁材料产业聚集地，金田股份全资子公司宁波科田磁业成立于 2001 年，从事土永磁材料生产销售超过 20 年，现有烧结钕铁硼产能 5000 吨，另有“年产 8000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目”在建，位于包头。包头 8000 吨项目分两期建设，每期 4000 吨，预计分别于 2023 年底和 2024 年底投入生产。

图20：公司钕铁硼永磁材料销量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：公司钕铁硼产能规划（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司稀土永磁业务盈利能力与行业头部公司持平。对比同行业上市公司稀土永磁材料毛利润可以发现，公司磁钢产品的单吨毛利润在行业中处于中等水平，毛利率在行业中处于中等偏高水平。这是由各家公司的产品结构和客户构成决定的。

一些公司下游电子行业客户较多，产品定制化程度高，形状复杂，从坯料到成品的转化率低，单位毛利润较高，但售价也高，因此毛利率不一定最高。

表5：部分钕铁硼上市公司下游客户领域分布

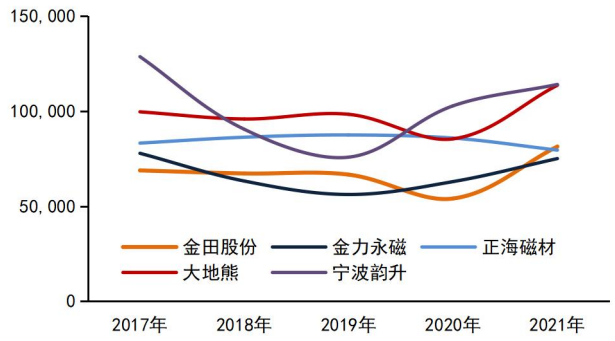
公司	应用领域
中科三环	2022H1 新能源汽车占比 35%，传统汽车占比 22%、消费电子 19%、工业机器人 8%，其他 16%
英洛华	电机领域、电子与音响分别占比 40%, 风电及其他领域分别为 10%
宁波韵升	2021 年，消费电子占比 41.82%、汽车 12.80%、工业电机及其他 45.38%
金力永磁	2021 年 1-6 月，空调占比 43.90%、风电占比 27.70%、汽车占比 18.00%，其他 10.40%
大地熊	2021 年，工业电机占比 47.36%、汽车占比 21.69%、消费类电子占比 21.25%
正海磁材	2021 年，汽车占比 55.75%, 节能变频空调等家电 26.35%, 风电、节能电梯、电子及其他占比 17.90%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

一些公司下游客户曾多分布于风力发电领域，风电用磁钢尺寸较大，形状较规则，从坯料到成品转化率高，单位毛利润低，售价也低，毛利率不一定低。客户结构不同是各家公司历史沿革、基于产能利用率、公司发展战略等综合考量。在很长一段时间内，金田股份的稀土永磁版块产能较为稳定。近年来新能源汽车、风力发电、节能电机等领域对稀土永磁呈现爆发式需求增长，公司抓住市场机遇，在轻稀土主产地包头建设 8000 吨毛坯产能，建成后公司将拥有 13000 吨毛坯产能，

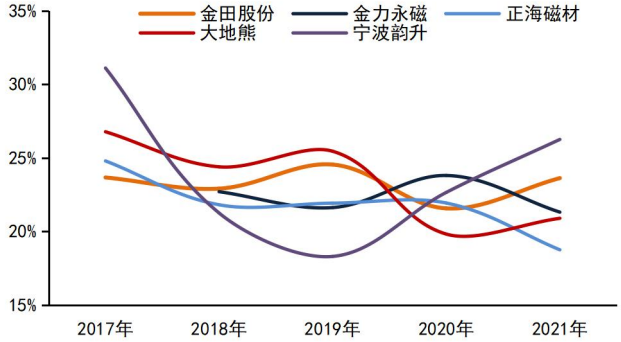
规模跻身稀土永磁行业前列。

图22：与同行业上市公司毛利润对比（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：同行业上市公司毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

再生铜龙头企业，尽享低碳溢价

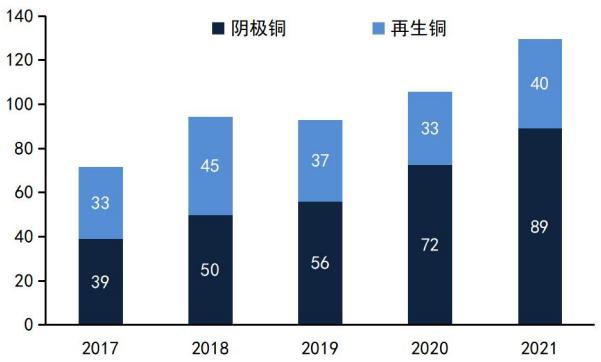
我国铜矿对外依存度在 75%以上，发展再生铜以保障供应链安全十分重要。去年 7 月份国家发改委发布《循环经济发展规划纲要》，指出到 2025 年国内再生铜产量要达到 400 万吨，以此为目标，我们测算十四五期间国内再生铜产量年均复合增速 4.2%。再生铜能耗仅为矿产铜的 1/3，当前下游客户基于减碳目的对再生铜的需求强烈。

2021 公司采购再生铜原料 40 万吨，占公司铜原料 1/3，占国内再生铜产量 1/10，在国内排在前列，是国家第一批“城市矿山”示范企业。公司主持制定了《GB/T 38471 再生铜原料》国家标准，参与制订了《GB/T 38470 再生黄铜原料》国家标准。在传统产品领域，客户采购公司再生铜生产的铜板带、黄铜棒，往往出于降成本考虑。近年来下游客户对低碳原料需求强烈，公司开始使用再生铜生产高端铜合金材料，满足下游消费电子客户的减碳需求。2021 年公司已在消费电子等领域推进再生铜减碳项目，获得相关体系认证，现已与部分世界 500 强企业形成合作，确立了低碳再生铜材市场的先发优势。

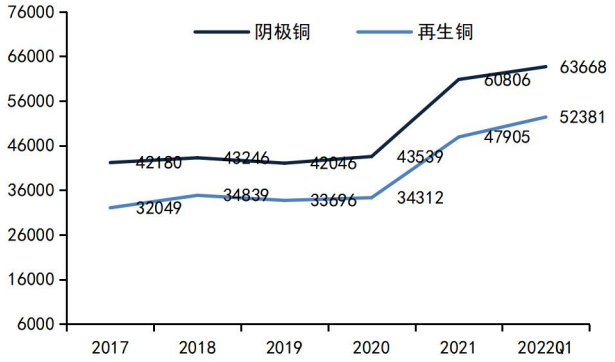
原料来源方面，公司已建立了全球化的再生铜原料采购网络，与美国、墨西哥、英国、法国、德国、意大利等国的上百家供应商建立了长期稳定的合作关系，公司历年废铜进口量位居前列，国内与各主要再生铜集散地和拆解园区建立了广泛的采购网络。

图24：公司铜原料采购来源（万吨）

图25：公司原生铜和再生铜采购价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铜加工行业-新能源引领需求，龙头加速扩张

新能源拉动铜需求增长

中国作为基建和制造业大国，铜需求占全球近 50%，其次是日本、美国、德国等发达国家。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半。而全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜的最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量 60%，这也决定了铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景，如新能源汽车、光伏、大数据中心等。

风电领域用铜。根据上述单位装机容量用铜测算，2021 年全球风电装机用铜量达到 38.22 万吨，占全球铜总需求量 1.5%左右；到 2025 年全球风电装机用铜量达到 66 万吨，依照 Wood Mackenzie 对 2025 年全球铜需求量 2616 万吨测算，占全球铜总需求量 2.5%。2021-2025 年风电领域用铜年均复合增幅达 14.6%。

表6：全球风电用铜量测算

	全球陆上风电装机（GW）	全球海上风电装机（GW）	风电用铜（万吨）	增速
2019	55	6	21.3	
2020	88	6.9	31.92	49.9%
2021	82.6	16.8	38.22	19.7%
2022E	81	13.4	35.02	-8.4%
2023E	90	16.4	40.12	14.6%
2024E	112	23.5	52.4	30.6%
2025E	126	35.1	65.88	25.7%

资料来源：IEA、GWEC、BNEF、国信证券经济研究所预测

光伏领域用铜。按每兆瓦光伏装机用铜 3 吨测算，2021 年全球光伏装机用铜 47.6 万吨，占全球铜需求量 1.9%；到 2025 年全球光伏装机用铜量达到 109.4 万吨，预计占全球铜总需求量 4.2%。2021-2025 年光伏领域用铜年均复合增速达 23.1%。

表7：全球光伏装机用铜量测算

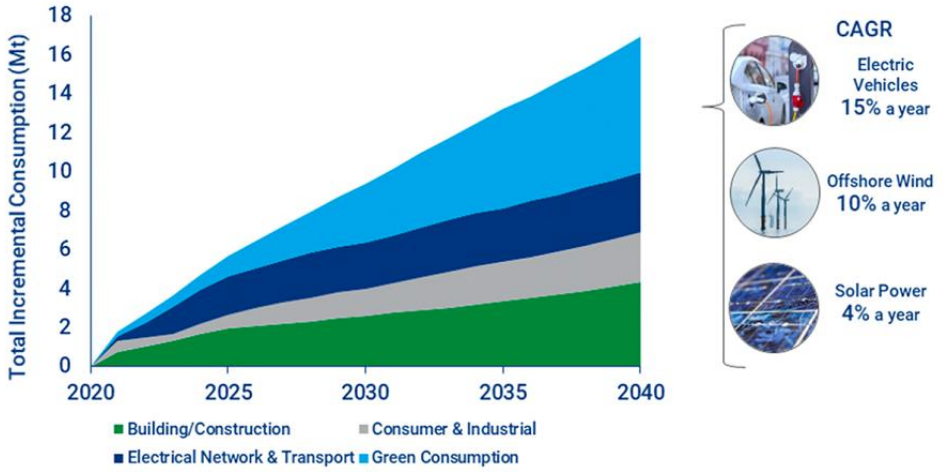
	全球光伏装机容量（GW）	用铜量（万吨）	增速
2021	170	47.6	
2022E	225	63.0	32.4%
2023E	281.2	78.7	25.0%

2024E	341.9	95.7	21.6%
2025E	390.8	109.4	14.3%

资料来源：IEA、CPIA、SEIA、Wind、国信证券经济研究所预测

在交通运输领域，国际铜业协会的一份报告显示，燃油车、混动车、插电混动车、纯电车的单车用铜量分别为 23kg、39kg、60kg、83kg，配套的充电桩用铜量也很可观，直流公共充电桩、交流公共充电桩和私人交流充电桩用铜量分别为 60kg、20kg 和 5kg。例如根据 Martec 的一项研究，新能源汽车铜线束用量达 16kg/辆，高于传统燃油车 10.5kg/辆的水平，L4 级的自动驾驶就可增加单车铜线束用量 3-4kg。根据 Wood Mackenzie 预测，未来约 40%的铜需求将来自于光伏、风电、新能源汽车等绿色需求。

图26：未来约 40%铜需求来自绿色技术



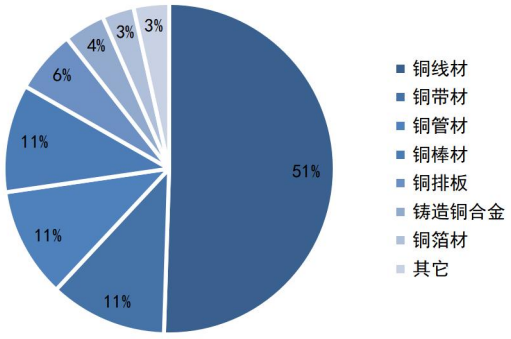
资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

各家铜加工上市公司均为细分领域龙头

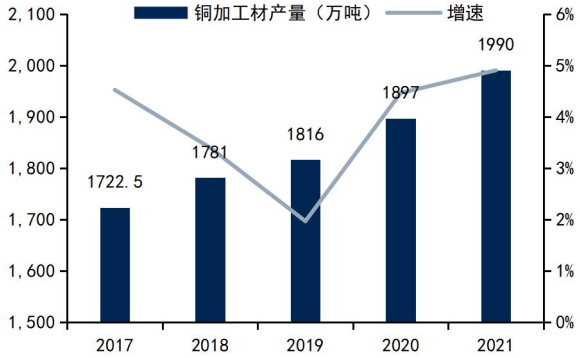
我国铜加工材分类。根据有色金属加工业协会数据，2021 年我国铜加工材产量共计 1990 万吨，其中铜线材产量 1005 万吨，占比 51%；铜带、铜管、铜棒的产量较为接近，分别为 228/214/210 万吨。所有铜加工材中，增速最快的是铜箔材，2021 年产量增速达 31.9%，主要靠锂电铜箔需求拉动;增速其次的是铜板带，增速 15.7%，主要靠新能源汽车等行业拉动。

图27：2021 年我国各类铜材占比

图28：我国铜加工材年产量



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理



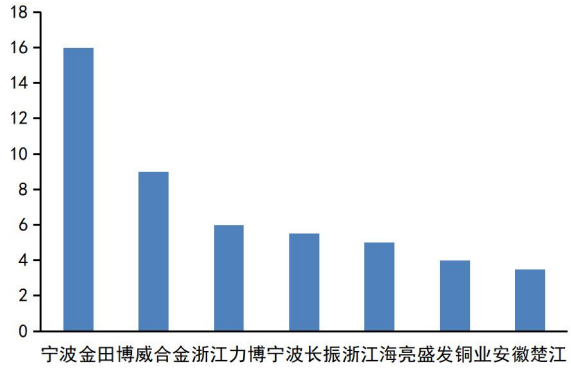
资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

在不同形态的铜加工材中，各家铜加工类上市公司为细分领域龙头，并各有侧重。铜棒领域，金田股份是行业绝对龙头，铜棒年产量 20 万吨以上。

图29：我国铜棒产量变化

资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

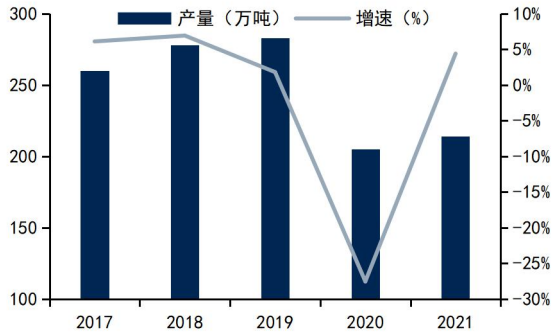
图30：2017 年主要铜棒企业产量（万吨）



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

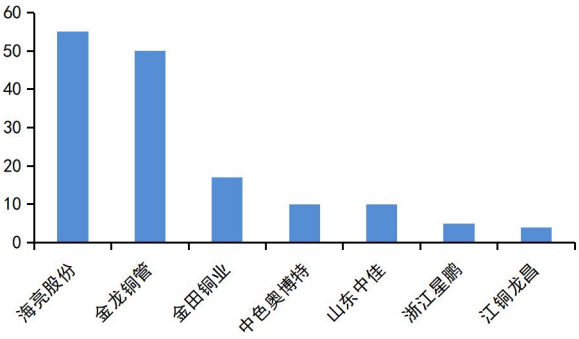
铜管行业，海亮股份和金龙铜管产销量遥遥领先。近年来铜管行业同质化竞争严重，经历了一轮加工费下调，行业有出清迹象。2021 年海亮股份与中色奥博特设立合资公司进一步提高了行业集中度。

图31：我国铜管产量变化



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图32：2020 年主要铜管企业产量（万吨）



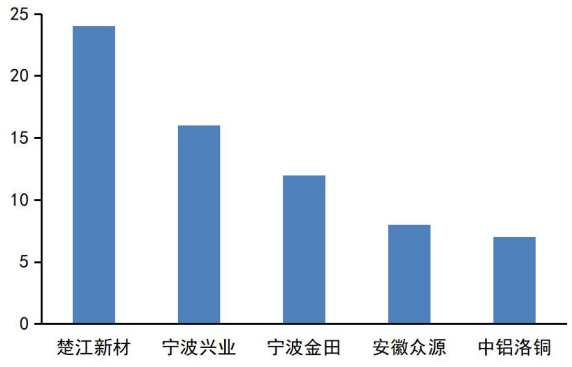
资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

铜带行业，2021 年我国铜带产量 228 万吨，其中黄铜带产量 91 万吨，占比 40%，紫铜带产量 81 万吨，占比 35%。楚江新材是国内铜板带龙头企业，其中黄铜带产量遥遥领先，众源新材是紫铜带行业龙头。

图33：我国铜带材产量变化

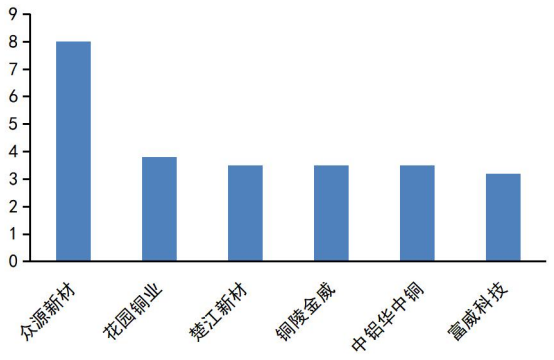
资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图34：2020 年我国主要铜带企业产量（万吨）



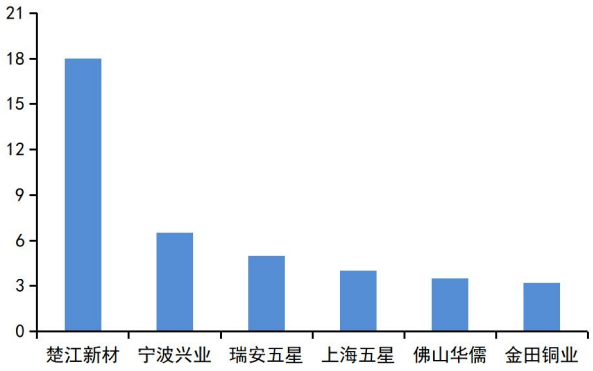
资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图35：2020 年我国主要紫铜带企业产量（万吨）



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图36：2020 年我国主要黄铜带企业产量（万吨）

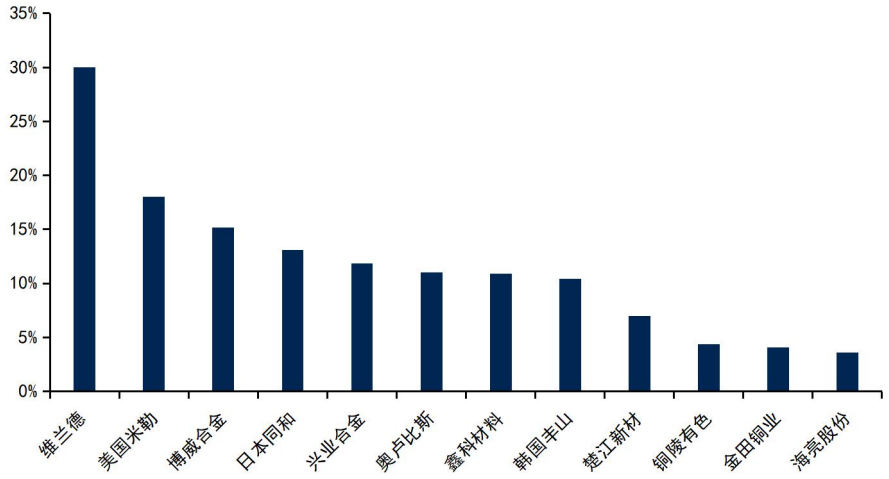


资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

铜加工企业毛利率普遍偏低：铜加工产品定价普遍采用“铜价+加工费”的形式。铜加工企业毛利率偏低，一是由于铜的货值高，并且铜价越高，在加工费不变的情况下，铜加工企业毛利率越低；二是大部分铜加工产品附加值偏低，下游各领域使用铜多数是利用其导电性或导热性，纯铜的导电性或导热性最好，所以大部分铜加工产品的合金化程度不高，产品附加值有限。而附加值高的产品往往市场容量偏小，相关上市公司产销量规模偏低。

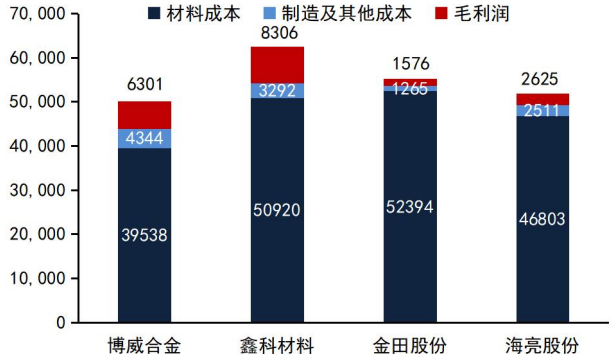
如下图所示，全球铜加工企业当中，毛利率较高的维兰德，以及国内毛利率较高的博威合金、兴业合金、鑫科材料，其产品均为合金化程度较高的高端铜板带产品。一方面合金化元素如锌价较低，拉低了原材料成本，另一方面原因是产品附加值高，毛利润空间大。

图37：2020 年全球主要铜合金材公司毛利率



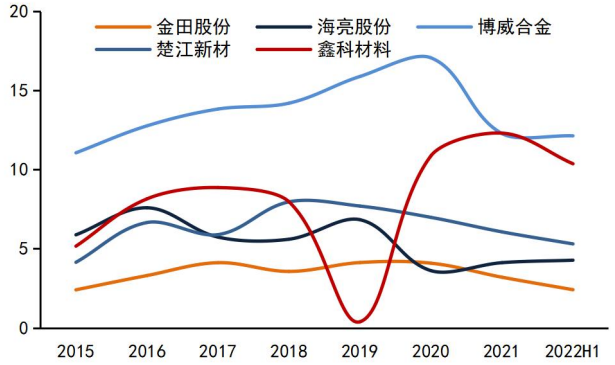
资料来源：博威合金、国信证券经济研究所整理

图38：部分铜加工上市公司单位售价构成（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：部分铜加工上市公司毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

稀土永磁行业分析-供需两旺，空间广阔

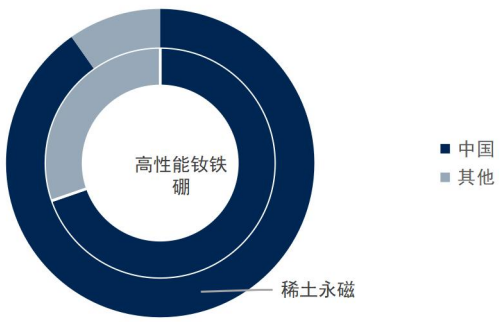
稀土永磁行业是我国优势产业，中国企业具备成本和技术优势。全球钕铁硼永磁材料生产集中在中国和日本，弗若斯特沙利文数据显示 2020 年中国稀土永磁材料产量占全球产量的 90.2%，高性能钕铁硼永磁材料产量全球占比 69.7%。在需求拉动下，国内稀土磁性材料产量快速上涨，中国稀土行业协会数据显示，2021 年我国烧结钕铁硼毛坯产量达 20.7 万吨，同比增长 16.0%。

稀土永磁需求进入高景气时代。钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料，是目前磁性能最好、综合性能最优的磁性材料，被广泛应用于风力发电、新能源汽车与汽车零部件、节能变频空调等新兴领域，行业前景广阔。弗若斯特沙利文数据显示，在下游需求拉动下，高性能钕铁硼永磁材料需求快速增长，消耗量由 2015 年的约 3.4 万吨增加至 2020 年的 6.5 万吨，复合增长率达 13.7%。

图40：钕铁硼需求量及预测（万吨）

图41：中国稀土永磁产量全球占比

资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

新能源车是未来永磁材料需求的核心增长点。新能源车产销量持续超预期，中长期汽车电动化趋势确定。从国内市场来看，新能源汽车已进入高速发展期，从补贴驱动逐步切换向市场驱动发展，行业成长迅猛。电机是新能源车核心部件，永磁同步电机占据绝对优势。新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼 5-10kg，每辆插电式混合动力汽车消耗 2-3kg。全球汽车电动化发展趋势明确，产销量持续超预期，我们预计 2025 年电动车年销量将突破 2000 万辆，考虑磁材的成材率，对应电动汽车钕铁硼永磁材料的消费量有望达到 10 万吨。

表8：全球新能源汽车对钕铁硼磁钢需求预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车产销量，万辆						
中国						
EV	112	292	437	569	711	853
PHEV	25	60	96	121	151	181
合计	137	352	534	689	862	1034
渗透率	5%	13%	20%	24%	29%	34%
全球						
EV	217	476	704	942	1178	1437
PHEV	90	185	284	373	466	575
合计	307	661	988	1315	1644	2012
	4%	8%	12%	15%	18%	21%
钕铁硼需求，吨	15249	33167	49349	65869	82336	100599
增速		*118%*	*49%*	*33%*	*25%*	*22%*

资料来源：Wind、中汽协、国信证券经济研究所整理

政策支持节能电机发展，增加稀土永磁需求。近年来永磁电机得到较快发展，相较于感应电动机，永磁同步电动机采用永磁体励磁，不需要无功励磁电流，可显著提高功率因数，有效提升效率，轻载运行时节能效果更为显著。以油田抽油机用感应电动机为例，有关企业在减小 1-2 个机座号的情况下开发出高效高起动转矩永磁同步电动机，在不同油田运行时节电率达 20%以上。

政策支持节能电机发展，打破成本僵局。2021 年 11 月，工信部、市场监督总局联合印发《电机能效提升计划（2021-2023 年）》，提出到 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%以上的目标。针对变负荷运行工况，推广 2 级能效及以上的变频调速永磁电机；针对使用变速箱、耦合器的传动系统，鼓励采用低速直驱和高速直驱式永磁电机。2022 年 6 月，工信部等六部委发布《关于印发工业能效提升行动计划的通知》，再度要求实施电机

能效提升行动,明确了 2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。

当前，我国存在大量运行效率低下的老旧电机，若后期逐步替换为永磁电机，则能有效降低能源浪费。过往，永磁电机推广的一大问题在于相对较高的成本，在能耗成本持续提高的当下，综合性价比逐步凸显。我们假设每万千瓦工业电机对应钕铁硼的用量为 3 吨，中国工业电机新增装机容量保持 2%的增速，其中稀土永磁电机渗透率逐年提高,则我们预计 2025 年中国工业电机对应钕铁硼永磁材料的消费量将超过 3.7 万吨。

表9：中国工业电机领域钕铁硼磁钢需求预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国工业电机，亿千瓦						
年产量	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5	3.6
稀土永磁电机渗透率	5%	10%	16%	25%	30%	35%
钕铁硼需求，吨	4845	9884	16130	25708	31466	37445
增速		104%	63%	59%	22%	19%

资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

国家能效标准提升，支持变频空调发展。2020 年 7 月 1 日，《房间空气调节器能效限定值及能效等级》正式实施，空调能耗准入标准大幅提升。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%。能耗标准提升将带动变频空调市场份额的跨越式发展。变频空调压缩机使用材料分为钕铁硼和铁氧体两种，其中高性能钕铁硼永磁材料主要用于生产高端变频空调。按照每台钕铁硼变频空调需要 0.1kg 钕铁硼测算，我们假设全球空调产量保持 3%的增速，预计 2025 年全球变频空调对应钕铁硼永磁材料的消费量将达到 0.9 万吨。

新装、换装需求带动电梯产销，节能电梯渗透率持续提高。目前，我国钕铁硼永磁同步曳引机在新客梯中的应用比例已达到 80%以上。节能电梯应用钕铁硼永磁曳引机，具备体积小、损耗低、效率高、噪音低等优点，相对于普通的异步电动机而言可节省约 25%的电能。一般而言，电梯报废年限在 15-25 年，随着在用电梯的报废，未来换装需求有望持续增加。按照每台节能电梯钕铁硼的用量为 7kg 测算，我们假设未来五年中国电梯产量保持 10%的增速，海外电梯产量保持 3%增速，节能电梯渗透率逐年提高，我们预计 2025 年全球节能电梯对应氧化镨钕的消费量将达到 0.7 万吨。

表10：全球空调、电梯领域钕铁硼磁钢需求预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
空调产量，万台						
全球	25343	26308	27097	27910	28748	29610
钕铁硼变频空调渗透率	40%	45%	50%	55%	60%	65%
钕铁硼需求，吨	10137	11839	13549	15351	17249	19246
氧化镨钕需求，吨	4634	5412	6194	7017	7885	8798
增速		*17%*	*14%*	*13%*	*12%*	*12%*
电梯产量，万台						
全球	154	181	198	215	235	256
节能电梯渗透率	80%	81%	82%	83%	84%	85%
钕铁硼需求，吨	8635	10279	11338	12512	13812	15253
增速		*19%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们看到未来五年新能源车产业的快速发展，工业电机、变频空调、节能电梯等领域内稀土永磁电机渗透率的提升将带动氧化镨钕需求的大幅提升。我们预计

22-25 年全球钕铁硼磁钢需求增速为 12%/13%/11%/13%。

磁材企业大幅扩产应对需求爆发式增长。高性能钕铁硼企业往往紧跟下游客户的需求制定生产计划。高性能钕铁硼属于非标准产品，企业需要根据客户提供的技术参数进行定制化设计和生产，因此业内企业不会进行盲目扩产，而是根据客户的需要来规划未来的产能投放节奏。

十四五期间，主要高端磁材企业均有大幅提升产能规划，2021 年，6 家磁材企业钕铁硼磁材产量合计达 5.46 万吨，同比大幅增长 50.07%。从产能来看，2021 年 6 家企业合计 7.9 万吨，2022 年预计增加至 11.8 万吨，远期计划增长至 19.6 万吨。

表11：部分磁材企业产量及扩产计划（吨）

公司	2020 年产量	2021 年产量	2021 年产能	2022 年产能规划	远期规划
中科三环	8702	17000	20000	30000	如果公司订单情况和市场需求情况都非常好，公司有能力在 2024 年底前后再扩产 2.1 万吨左右，形成 5.1 万吨产能。
金力永磁	9613	10325	15000	23000	公司计划到 2025 年前建成毛坯产能 4 万吨，增量包括包头一期 8000 吨，宁波 3000 吨，包头二期 12000 吨，赣州 2000 吨。
正海磁材	6671	10921	16000	24000	公司计划根据下游需求在 2026 年前达到 3.6 万吨的生产能力。
宁波韵升	4556	8148	12000	21000	公司拟在包头建设 15000 吨产能，产能将提升至 3.6 万吨。
英洛华	5340	5636	10000	11000	扩产 2000 吨新产线建设中，产能将提升至 1.2 万吨。
大地熊	1522	2600	6000	8000-10000	公司 2025 年规划产能在 2.1 万吨左右。

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析

金田股份的主营业务为铜线排、铜棒、铜板带、铜管、电磁线等，我们选取 A 股同样生产铜加工材料的博威合金、楚江新材、海亮股份三家公司作为可比公司进行对比，从营运能力、盈利能力和偿债能力等角度分析公司在行业内的财务和运营状况。

表12：可比公司简介

公司名称	主营业务及应用领域	2021 年营收构成
博威合金	公司专注于有色合金棒、线、带材及精密细丝等新材料产品的研发、生产与销售，产品覆盖 17 个合金系列、100 余种合金牌号，是特殊合金牌号最齐全、特殊合金产品产量最大的企业之一，并且产品广泛应用于 5G 通讯、半导体芯片、智能终端及装备、汽车电子、高铁、航空航天等终端行业。	铜合金材料：90.4% 光伏组件：7.6%
楚江新材	楚江新材的主营业务包括先进铜基材料和军工碳材料两大板块，产品有精密铜带、高端铜导体材料、铜合金线材、精密特钢、碳纤维复合材料和高端热工装备六大类。其中精密铜带包括紫铜、黄铜、青铜等品种；高端铜导体包括导电铜杆、高精度电工圆铜线、镀锡软铜线、软铜绞并线等品种；铜合金线材包括黄铜、白铜及青铜合金三大系列；精密特钢包括精密带钢、冷轧特种钢材及精密焊管三大系列。公司的产品应用于新一代信息技术、消费电子、新能源汽车、光伏能源、电力装备、先进轨道交通、智能制造和国防军工等领域。	铜基材料：95.0% 钢带、钢管：2.6% 其它：1.9%
海亮股份	海亮股份主要从事铜管、铜棒、铜管接件、铜铝复合导体、电解铜箔、铝型材等产品的研发、生产制造和销售。公司的产品广泛应用于空调和冰箱制冷、传统及新能源汽车、建筑水管、海水淡化、舰船制造、核电设施、装备制造、电子通讯、交通运输、五金机械、电力等行业领域。	铜管：60.9% 铜棒：11.1% 铜排：2.8% 其他：25.2%

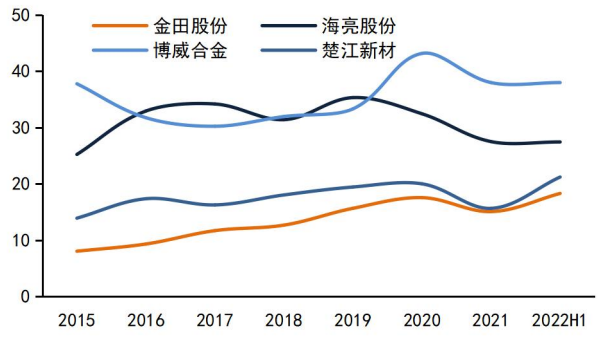
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

营运能力分析-高周转

公司资产周转率处于行业最高水平。如下图所示，金田股份应收账款周转率和存

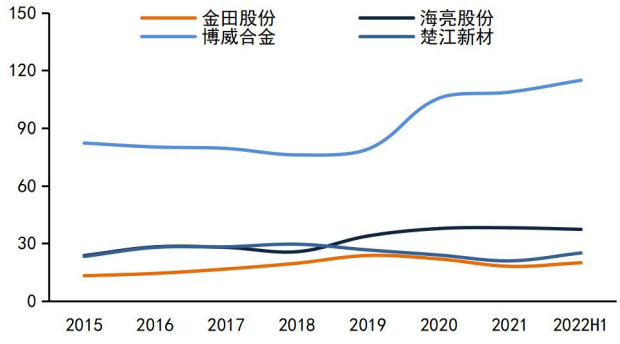
货周转率均高于同行业公司，近年来总资产周转率始终维持在 4 倍以上。这得益于公司的精细化管理，在生产现场、品质管控、设备管理等环节导入精益生产管理，有效降低企业运营成本；数字化建设方面，公司早在 2007 年就实施了 SAP 的 ERP 系统，至今每年在信息化、智能化系统都有大量投入，实现产供销财务一体化数字化管理，保证了所有流程受控。高周转不仅显著提升了公司的净资产收益率，还能降低铜价剧烈波动带来的风险。

图42：可比公司应收账款周转天数



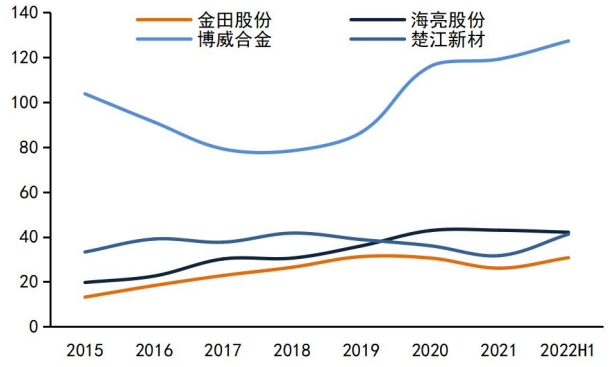
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43：可比公司存货周转天数



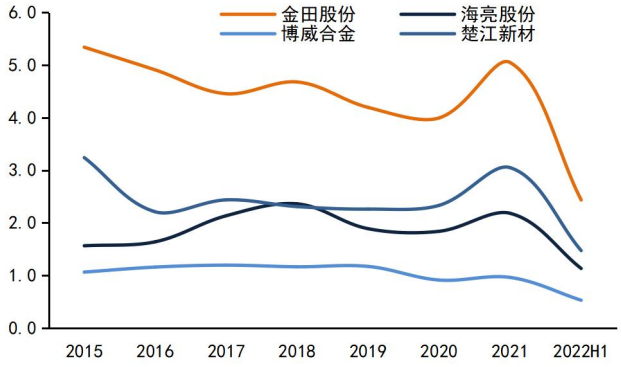
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44：可比公司净营业周期



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：可比公司总资产周转率



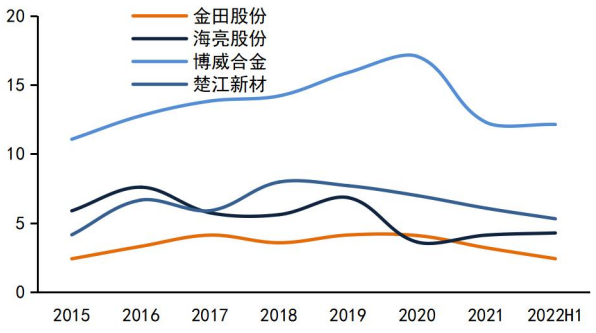
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

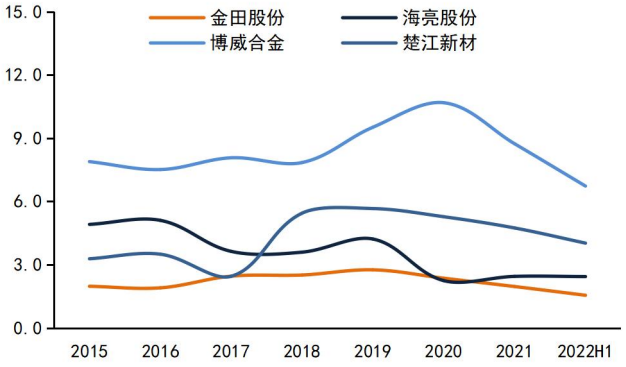
铜线排业务拉低了公司总体毛利率。由于铜线排业务占公司营业收入 40%，而该业务毛利率低于 2%，拉低了公司总体毛利率。剔除铜线排业务，公司铜产品毛利率在 4%-6%左右，基本与海亮股份、楚江新材相当。另外得益于公司较高的资产周转率，公司净资产收益率略高于行业平均水平，始终维持在 10%左右。

图46：可比公司销售毛利率（%）

图47：可比公司期间费用率（%）

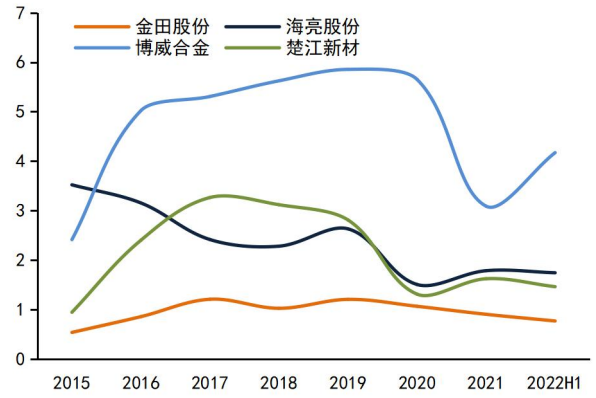


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



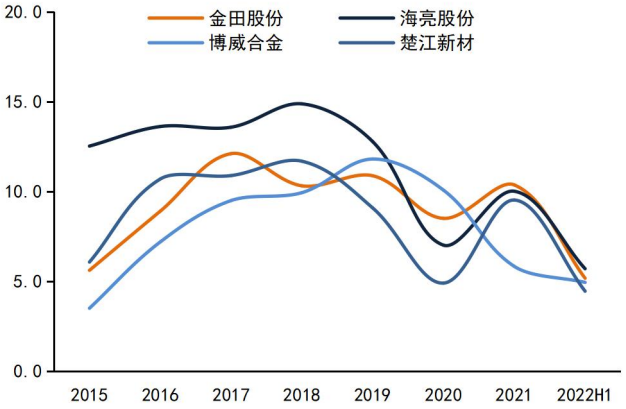
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：可比公司销售净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：可比公司 ROE（%）



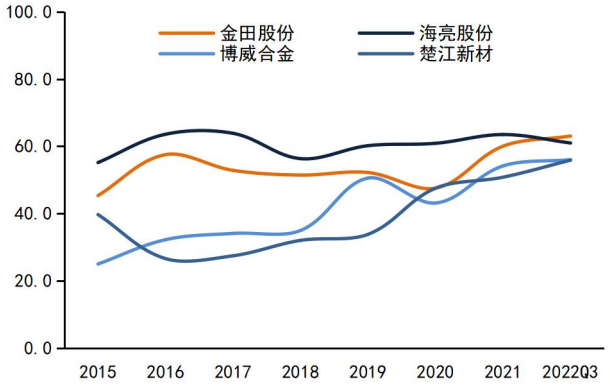
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

偿债能力-融资成本低

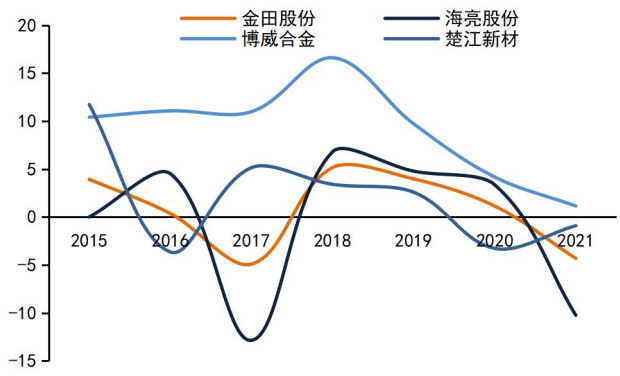
截至 2022 年 9 月末，公司的资产负债率为 63%，高于可比公司平均水平。近年来公司一方面大规模扩产，另一方面随着铜价上涨和产销量增加，经营环节资金占用显著增加，负债增长明显。但公司长期以来资信状况良好，未发生过信用不良行为，截至今年一季度末银行授信额度近 250 亿元，完全满足公司生产经营资金周转需要。另外公司综合融资成本较低，均处于 5%以下利率区间范围，且大部分低于 4%。

图50：可比公司资产负债率（%）

图51： EBITDA/带息债务

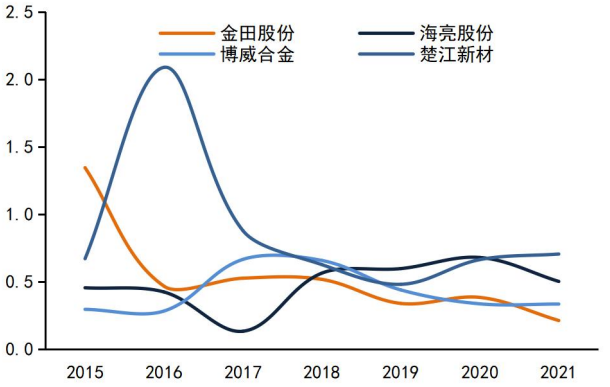


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



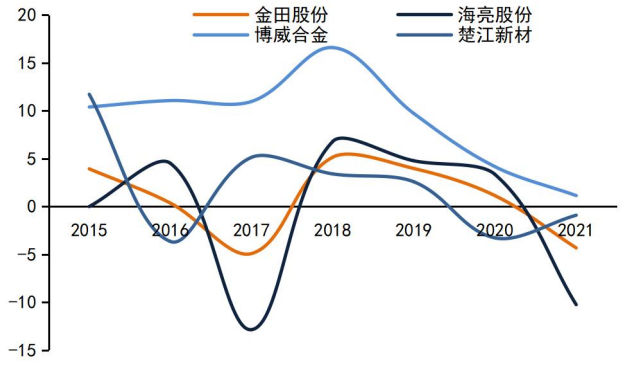
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图52：可比公司货币资金/短期债务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上，受益于精细化管理和数字化建设，公司营运效率远高于同行业，虽然总体毛利率偏低，但高周转使得公司近年来 ROE 始终维持在 10%左右；剔除低毛利的铜线排业务，公司铜产品毛利率与同体量的铜加工企业持平。由于公司近年来产能快速扩张及铜价上涨，营运资金需求增加，公司资产负债率略高于行业平均水平，但公司长期以来资信良好，银行授信额度充裕且综合融资成本较低，公司转债最新一期跟踪评级也维持了 AA+的水平，在有色行业转债评级当中居前。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

◆ **铜及铜合金材料**

销售量：截至三季度末公司铜及铜合金建成产能超过 200 万吨，预计十四五末产能达到 240-250 万吨。结合公司规划，我们预计 2022-2024 年公司铜及铜合金材料销量分别为 175/200/220 万吨。

单吨售价：公司铜产品售价采取“铜价+加工费”定价模式，销售均价波动趋势与电解铜价格走势大体相同。2022 年铜年均价与去年基本持平，因此我们假设公司铜产品销售价格与去年持平，并假设 2023-2024 年铜价延续 2022 年的水平，则 2022-2024 年公司铜线排销售价格均为 59844 元/吨，铜及铜合金产品（不含铜线排）销售价格均为 51864 元/吨。

单吨毛利：公司铜产品售价采取“铜价+加工费”定价模式，一般不承担铜价波动风险，赚取稳定加工收益，因此公司铜产品单位盈利相对稳定，2022 年受疫情冲击及铜价大幅波动影响，公司铜产品单吨毛利润下降，但根据过去 5 年均值，我们认为公司铜线排单吨毛利润可以恢复到 550 元/吨以上，其他铜及铜合金毛利润可以恢复到 2100 元/吨以上。

◆ **电磁扁线**

根据公司公告，公司在 2022 年底将具备 2 万吨电磁扁线产能，另外规划 4 万吨产能。预计 2022-2024 年公司电磁扁线销量分别为 6000/12000/20000 吨。假设 2022-2024 年公司电磁扁线加工费 20000 元/吨，毛利润 10000 元/吨。

◆ **钕铁硼永磁材料**

公司已具备 5000 吨钕铁硼毛坯产能，在包头新建 8000 吨毛坯产能，分两期投产，分别在 2023 年底和 2024 年底投产 4000 吨产能。根据公司产品结构，我们测算公司钕铁硼毛坯到磁钢转化率为 72%左右。我们预计 2022-2024 年公司钕铁硼磁钢销量分别为 3600/3600/5760 吨。假设钕铁硼磁钢单位盈利维持 2022 年水平，即毛利润 81347 元/吨。

表13：金田股份业务假设

产品	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销量							
铜线排	万吨	36.3	46.7	56.2	70.0	80.0	88.0
铜及铜合金产品（不含线排）	万吨	53.7	61.6	77.0	105.0	120.0	132.0
电磁扁线	万吨	-	-	-	0.6	1.2	2.0
钕铁硼永磁材料	吨	1,886.4	2,207.1	3,042.9	3,600.0	3,600.0	5,760.0
销售价格							
铜线排	元/吨	41,620.4	43,083.1	59,844.0	59,844.0	59,844.0	59,844.0
铜及铜合金产品（不含线排）	元/吨	38,919.0	38,991.5	51,864.1	51,864.1	51,864.1	51,864.1
电磁扁线	元/吨	-	-	-	80,619.5	80,619.5	80,619.5
钕铁硼永磁材料	元/吨	271,129.1	250,344.3	344,217.6	450,000.0	450,000.0	450,000.0
单位毛利润							
铜线排	元/吨	826.6	647.0	592.1	450.0	550.0	550.0
铜及铜合金产品（不含线排）	元/吨	2,205.5	2,116.7	2,293.8	1,800.0	2,100.0	2,100.0
电磁扁线	元/吨	-	-	-	10,000.0	10,000.0	10,000.0
钕铁硼永磁材料	元/吨	66,570.3	54,019.0	81,347.2	81,347.2	81,347.2	81,347.2
营业收入							
铜线排	百万元	15,120.7	20,113.8	33,638.3	41,890.8	47,875.2	52,662.7
铜及铜合金产品（不含线排）	百万元	20,899.5	24,005.8	39,945.7	54,457.3	62,236.9	68,460.6
电磁扁线	百万元	-	-	-	483.7	967.4	1,612.4
钕铁硼永磁材料	百万元	511.4	552.5	1,047.4	1,620.0	1,620.0	2,592.0
其他业务	百万元	4,452.3	2,156.8	6,527.4	6,527.4	6,527.4	6,527.4
毛利润							
铜线排	百万元	300.3	302.1	332.8	315.0	440.0	484.0
铜及铜合金产品（不含线排）	百万元	1,184.4	1,303.2	1,766.7	1,890.0	2,520.0	2,772.0

电磁扁线	百万元	-	-	-	60.0	120.0	200.0
钕铁硼永磁材料	百万元	125.6	119.2	247.5	292.8	292.8	468.6
其他业务	百万元	80.2	114.8	247.9	247.9	247.9	247.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们得到公司 2022/2023/2024 年公司铜及铜合金板块营业收入为 963/1101/1211 亿元，电磁扁线营业收入为 4.84/9.67/16.12 亿元，钕铁硼永磁材料营业收入为 16.2/16.2/25.9 亿元。整体来看，公司 2022/2023/2024 年营收分别为 1050/1192/1319 亿元，归母净利润分别为 6.04/10.70/13.63 亿元，每股收益分别为 0.41/0.72/0.92 元。

表14：未来 3 年盈利预测表

	单位	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	百万元	81,158.82	104,979.19	119,226.92	131,855.08
营业成本	百万元	78,563.95	102,173.48	115,606.21	127,682.66
销售费用	百万元	309.73	400.64	455.01	503.20
管理费用	百万元	644.06	787.34	834.59	857.06
研发费用	百万元	309.43	400.25	454.57	502.72
财务费用	百万元	331.44	428.72	486.91	538.48
营业利润	百万元	938.30	763.86	1353.16	1724.23
利润总额	百万元	930.19	763.86	1,353.16	1,724.23
归属于母公司净利润	百万元	741.22	603.78	1,069.58	1,362.89
EPS		0.50	0.41	0.72	0.92
ROE		9.89%	7.80%	13.09%	15.63%

资料来源：Wind,国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

敏感性分析 1-产销量变动

公司铜及铜合金产品采用“铜价+加工费”定价模式，稀土永磁材料采用成本加成定价模式，单位盈利能力相对稳定，对公司业绩产生影响的主要因素为产销量。乐观预测是未来 3 年产销量比基本假设高 10%，悲观预测是未来 3 年产销量比基本假设低 10%，对公司业绩影响如下表所示。

表15：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	46,829.26	81,158.82	114,824.37	130,496.87	144,387.84
(+/-%)	14.26%	73.31%	41.48%	13.65%	10.64%
净利润(百万元)	512.24	741.22	650.13	1,162.25	1,484.63
(+/-%)	3.6%	44.7%	-12.3%	78.8%	27.7%
摊薄 EPS	0.35	0.50	0.44	0.79	1.00
中性预测					
营业收入(百万元)	46,829.26	81,158.82	104,979.19	119,226.92	131,855.08
(+/-%)	14.26%	73.31%	29.35%	13.57%	10.59%
净利润(百万元)	512.24	741.22	603.78	1,069.58	1,362.89
(+/-%)	3.6%	44.7%	-18.5%	77.1%	27.4%
摊薄 EPS(元)	0.35	0.50	0.41	0.72	0.92
悲观预测					

营业收入(百万元)	46,829.26	81,158.82	95,134.01	107,956.97	119,322.31
(+/-%)	14.26%	73.31%	17.22%	13.48%	10.53%
净利润(百万元)	512.24	741.22	557.43	976.91	1,241.15
(+/-%)	3.6%	44.7%	-24.8%	75.3%	27.0%
摊薄 EPS	0.35	0.50	0.38	0.66	0.84
总股本（百万股）	1480	1480	1480	1480	1480

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

敏感性分析 2-单位毛利润变动

我们在盈利预测中假设 2023 年公司铜线排单位毛利润 550 元/吨，铜及铜合金产品（不含铜线排）单位毛利润 2100 元/吨。由于公司铜产品产销量大，公司业绩对单位盈利变化特别敏感。我们列举不同毛利润水平下，公司 2023 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表16：不同毛利润水平下公司的归母净利润（百万元）

		铜线排毛利润（元/吨）				
		350	450	550	650	750
铜及铜合金产品（不含铜线排）毛利润（元/吨）	1000	-100.26	-37.02	26.21	89.45	152.68
	1500	374.00	437.24	500.47	563.71	626.94
	2000	848.26	911.50	974.73	1,037.96	1,101.20
	2500	1,322.52	1,385.75	1,448.99	1,512.22	1,575.46
	3000	1,796.78	1,860.01	1,923.25	1,986.48	2,049.72

资料来源：国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

绝对估值：6.9-9.3

估值假设条件见下表：

表17：公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	14.26%	73.31%	29.35%	13.57%	10.59%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	95.92%	96.80%	97.33%	96.96%	96.84%	96.84%	96.84%	96.84%
管理费用/营业收入	1.04%	0.78%	0.75%	0.70%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
研发费用/营业收入	0.44%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
销售费用/销售收入	0.45%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
营业税及附加/营业收入	0.12%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税税率	20.03%	20.96%	20.96%	20.96%	20.96%	20.96%	20.96%	20.96%
股利分配比率	64.50%	59.62%	59.62%	59.62%	59.62%	59.62%	59.62%	59.62%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去 5 年的剔除财务杠杆 beta 算数平均值(1.02x);股票风险溢价率采用 6.50%;由此计算出 WACC 为 7.90%。

表18：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.02	T	20.96%
无风险利率	1.71%	Ka	8.34%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.72
公司股价（元）	7.05	Ke	**12.89%**
发行在外股数（百万）	1480	E/(D+E)	53.50%

股票市值(E，百万元)	10437	D/(D+E)	46.50%
债务总额(D，百万元)	9006	WACC	8.37%
Kd	4.00%	永续增长率（10 年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得到公司的合理价值区间为 6.9-9.3 元。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表19：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.8%	8.1%	8.37%	8.7%	9.0%
永续增长率变化	1.9%	11.51	10.43	9.45	8.56	7.75
	1.6%	10.83	9.83	8.92	8.08	7.32
	1.3%	10.22	9.28	8.43	7.65	6.93
	1.0%	9.66	8.79	7.98	7.25	6.57
	0.7%	9.15	8.33	7.57	6.88	6.23
	0.4%	8.68	7.91	7.19	6.53	5.92
	0.1%	8.25	7.52	6.84	6.21	5.63

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：8.0-9.4

公司业务涉及铜及铜合金加工、电磁线和钕铁硼永磁材料，我们采用分部估值法：

铜及铜合金业务，公司是国内大型铜加工企业，我们选取海亮股份、楚江新材、众源新材等铜加工细分龙头企业作为可比公司。

海亮股份是是全球最大、国际最具竞争力的铜加工企业之一，也是中国最大的铜管、铜管接件出口企业。经过多年发展，公司已成长为全球铜管棒加工行业的标杆和领袖级企业。

楚江新材是国内重要先进铜基材料研发和制造基地，中国铜带材“十强企业”第一名。子公司天鸟高新是国内碳纤维编织的龙头企业，其碳纤维立体成型技术在国内处于垄断地位。

众源新材自成立以来专注于紫铜带箔材的研发、生产和销售，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，已成为国内紫铜板带箔材细分行业经营规模较大、技术实力领先的企业，具备了规模经济效应。

表20：铜加工业务可比公司

	简称	股价（11 月 18 日）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB（2022Q3）
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002203.SZ	海亮股份	12.15	239.0	0.56	0.66	0.95	21.7	18.4	12.8	2.1
002171.SZ	楚江新材	7.43	99.2	0.42	0.52	0.68	17.7	14.3	10.9	1.7
603527.SH	众源新材	14.88	36.3	0.56	0.73	1.30	26.6	20.4	11.4	3.2
	平均值						22.0	17.7	11.7	2.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　　备注：盈利预测均来自 Wind 一致预期

电磁扁线业务，电磁扁线是高附加值产品，用于新能源汽车扁线电机绕组线，具

有广阔市场空间，我们选取做高附加值铜合金产品的博威合金、鑫科材料、斯瑞新材作为可比公司。

博威合金主要从事铜合金材料生产销售，涵盖了有色合金的棒、线、带、精密细丝四类产品，产品定位高端。公司在越南拥有光伏组件生产线，主要客户有全球知名光伏制造商、光伏电站系统集成商、光伏产品经销商。

鑫科材料专注高性能、高精密度铜合金板带产品的研发、生产和销售，有近四十年的铜合金板带材的生产经验，是国内唯一同时拥有回流镀锡及热浸镀锡的材料供应商，汽车连接器、消费电子连接器是公司产品主要销售方向。

斯瑞新材是一家新材料研发制造企业，主要产品有高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品、高性能金属铬粉、CT 和 DR 球管零组件、新一代铜铁合金材料等，用于轨道交通、航空航天、电力电子、医疗影像等领域。

表21：电磁扁线业务可比公司

	简称	股价（11 月 18 日）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB（2022Q3）
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
601137.SH	博威合金	15.52	122.6	0.39	0.79	1.08	39.8	19.6	14.4	2.1
600255.SH	鑫科材料	2.71	48.9	0.03	0.07	0.12	90.3	38.7	22.6	3.5
688102.SH	斯瑞新材	14.90	59.6	0.18	0.23	0.34	82.8	64.8	43.8	6.1
	平均值						71.0	41.0	26.9	3.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　备注：盈利预测均来自 Wind 一致预期

钕铁硼永磁业务，我们选取稀土永磁行业头部公司金力永磁、中科三环、正海磁材等作为可比公司。

金力永磁主要产品是高性能钕铁硼永磁材料，当前毛坯产能 23000 吨，产品被广泛应用于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、工业节能电机、节能电梯、轨道交通等领域，并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。

中科三环主要从事稀土永磁材料和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售，当前毛坯产能 21500 吨。公司产品广泛应用于计算机、家电、风电、通讯、医疗、汽车等领域。

正海磁材主要从事高性能钕铁硼永磁材料研发、生产和销售，当前毛坯产能 16000 吨，产品主要应用于新能源汽车、EPS 等汽车电气化产品、变频空调、风力发电、工业自动化、智能消费电子和节能电梯等领域。

表22：稀土永磁材料业务可比公司

	简称	股价（11 月 18 日）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB（2022Q3）
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300748.SZ	金力永磁	30.53	246.7	0.64	1.09	1.39	47.7	28.0	22.0	3.8
000970.SZ	中科三环	13.22	160.7	0.37	0.7	0.93	35.7	18.9	14.2	2.6
300224.SZ	正海磁材	13.10	107.4	0.32	0.58	0.84	40.9	22.6	15.6	3.4
	平均值						41.5	23.2	17.3	3.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　备注：中科三环、正海磁材盈利预测均来自 Wind 一致预期

我们以公司 2023 年毛利润构成为权重，得出同行业可比公司 2023 年加权平均 PE 为 11.9 倍，公司当前 PE 倍数为 9.7。公司是国内铜加工龙头企业之一，铜加工业务稳步扩张，电磁扁线业务行业领先，稀土永磁材料加速扩张，成长性确定，

认为公司 2023 年 PE 在 11-13 倍是合理的，对应股价 8.0-9.4 元。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为股票价值在 8.0-9.3 元之间，相对于公司目前股价有 14%-32%的溢价空间。公司铜加工及稀土永磁两大业务均处于快速扩张期，产品持续升级，并具备再生铜回收利用优势，充分受益于新能源市场对铜材及稀土永磁材料的增量需求，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 8.0-9.3 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.7%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或下游应用行业类似的企业进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司 22 年 11-13 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

1、我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，但存在因政府审批、疫情等因素导致建设进度低于预期，从而使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；

2、我们基于国家产业政策、新能源汽车等领域的发展趋势，判断公司产品下游应用领域迎来高速成长，公司产品销售顺畅。但不排除国家产业政策变动、下游尤其是新能源汽车领域发展弱于预期，造成公司产品市场需求增长不及预期，由此带来公司产销量低于假设的风险；

3、我们假设公司的铜及铜合金产品、稀土永磁产品单位毛利润与过去几年均值持平，但不排除由于市场竞争加剧、下游需求偏弱、人工及能源成本上升等原因，导致公司铜产品、稀土永磁产品单位盈利能力下滑的风险。

经营风险

公司采用以销定产、以产定购以及套期保值等方式来锁定铜价，较为有效地规避了铜价波动给公司经营业绩带来的风险，但若铜价在短期内剧烈波动特别是大幅下跌时，公司产品销售价格的下降幅度可能大幅高于原材料库存加权平均价格的下降幅度，从而挤压公司盈利空间。

安全生产风险：公司生产过程中涉及熔铸、压延、轧制、拉伸、热锻、精加工等高温、高压、高转速工艺，员工操作不当或设备及工艺不完善等可能会导致意外甚至安全生产事故。

财务风险

资产负债率偏高的风险：截至 2022 年 9 月末公司的资产负债率为 63%，高于可比公司平均水平。近年来公司一方面大规模扩产，另一方面随着铜价上涨和产销量增加，经营环节资金占用显著增加，负债增长明显。

技术风险

由于技术产业化与市场化存在着不确定性，且研发项目需要一定的开发周期，开发过程中可能出现市场发展趋势变化等不确定因素，造成技术研发偏离市场需求，或新开发技术无法规模化运用等问题，将可能对公司的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

政策风险

公司所处有色金属加工行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于税收优惠政策、节能环保政策等变化，给公司经营带来不确定风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	925	1143	1143	1143	1143
应收款项	2846	4547	5957	6897	7499
存货净额	2877	5015	6606	7419	8197
其他流动资产	1333	1831	2346	2916	3049
流动资产合计	**8187**	**13062**	**16578**	**18901**	**20413**
固定资产	3915	5166	5860	6465	6993
无形资产及其他	484	550	529	508	487
投资性房地产	466	320	320	320	320
长期股权投资	2	0	0	0	0
资产总计	**13054**	**19098**	**23287**	**26194**	**28213**
短期借款及交易性金融负债	1700	4330	6915	8521	9376
应付款项	1824	3034	4047	4579	5013
其他流动负债	864	1198	1707	1969	2082
流动负债合计	**4388**	**8562**	**12669**	**15069**	**16471**
长期借款及应付债券	1294	2321	2091	2091	2091
其他长期负债	528	583	651	727	793
长期负债合计	**1822**	**2905**	**2742**	**2818**	**2884**
负债合计	**6210**	**11466**	**15412**	**17887**	**19356**
少数股东权益	136	135	135	135	135
股东权益	6708	7496	7740	8172	8722
负债和股东权益总计	**13054**	**19098**	**23287**	**26194**	**28213**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.35	0.50	0.41	0.72	0.92
每股红利	0.23	0.30	0.24	0.43	0.55
每股净资产	4.60	5.06	5.23	5.52	5.89
ROIC	7%	6%	4%	6%	7%
ROE	8%	10%	8%	13%	16%
毛利率	4%	3%	3%	3%	3%
EBIT Margin	2%	2%	1%	1%	2%
EBITDA Margin	3%	2%	2%	2%	2%
收入增长	14%	73%	29%	14%	11%
净利润增长率	4%	45%	-19%	77%	27%
资产负债率	49%	61%	67%	69%	69%
息率	3.2%	4.3%	3.5%	6.2%	7.8%
P/E	19.9	14.0	17.2	9.7	7.6
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.4	13.4	15.9	11.9	10.4

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**46829**	**81159**	**104979**	**119227**	**131855**
营业成本	44917	78564	102173	115606	127683
营业税金及附加	59	66	85	97	107
销售费用	213	310	401	455	503
管理费用	497	644	809	857	879
研发费用	206	309	400	455	503
财务费用	189	331	429	487	538
投资收益	(183)	(118)	(87)	(87)	(87)
资产减值及公允价值变动	(18)	82	0	0	0
其他收入	(109)	(270)	(231)	(285)	(333)
营业利润	645	938	764	1353	1724
营业外净收支	(20)	(8)	0	0	0
利润总额	**625**	**930**	**764**	**1353**	**1724**
所得税费用	125	195	160	284	361
少数股东损益	(12)	(6)	0	0	0
归属于母公司净利润	**512**	**741**	**604**	**1070**	**1363**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	512	741	604	1070	1363
资产减值准备	9	29	15	6	6
折旧摊销	288	364	512	611	688
公允价值变动损失	18	(82)	0	0	0
财务费用	189	331	429	487	538
营运资本变动	(1064)	(2563)	(1911)	(1448)	(893)
其它	(13)	(31)	(15)	(6)	(6)
经营活动现金流	**(250)**	**(1543)**	**(794)**	**233**	**1158**
资本开支	0	(1712)	(1201)	(1201)	(1201)
其它投资现金流	(204)	(320)	0	0	0
投资活动现金流	**(204)**	**(2029)**	**(1201)**	**(1200)**	**(1200)**
权益性融资	(15)	133	0	0	0
负债净变化	1188	(270)	(230)	0	0
支付股利、利息	(330)	(442)	(360)	(638)	(813)
其它融资现金流	(1409)	5081	2585	1605	854
融资活动现金流	**291**	**3791**	**1995**	**968**	**41**
现金净变动	**(163)**	**219**	**0**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	1088	925	1143	1143	1143
货币资金的期末余额	925	1143	1143	1143	1143
企业自由现金流	(25)	(2911)	(1704)	(631)	335
权益自由现金流	(247)	1901	427	687	864

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032