

分析师：刘智  
登记编码：S0730520110001  
liuzhi@ccnew.com 021-50586775  
研究助理：李泽森  
登记编码：S0730121070006  
lzs1@ccnew.com 021-50586702

## 传统优势产线持续升级扩产，积极拓宽新能源领域业务

——众源新材(603527)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

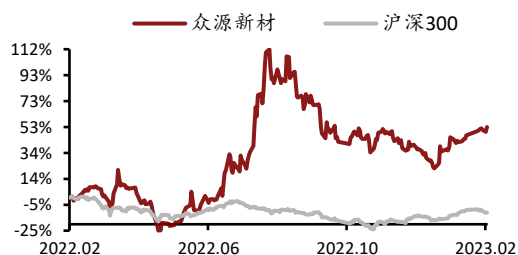
#### 市场数据(2023-02-07)

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 15.98      |
| 一年内最高/最低(元) | 22.10/7.99 |
| 沪深 300 指数   | 4,094.23   |
| 市净率(倍)      | 3.47       |
| 流通市值(亿元)    | 38.96      |

#### 基础数据(2022-09-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 4.61                |
| 每股经营现金流(元)   | 1.74                |
| 毛利率(%)       | 4.10                |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 10.26               |
| 资产负债率(%)     | 47.25               |
| 总股本/流通股(万股)  | 24,382.40/24,382.40 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00           |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

#### 相关报告

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- 公司是国内紫铜带材市场龙头企业，主要从事紫铜带箔材的研发、生产和销售业务。公司立足于有色金属压延加工业，经过多年的技术积累，掌握了紫铜带箔材产品生产关键环节的技术工艺，已经成为国内紫铜带箔材细分行业经营规模较大、技术实力较为领先的主要企业之一。公司以电解铜等为原材料，经过十余年发展，利用自主研发的多项专利技术、生产工艺组织生产，公司紫铜带箔材产品生产能力由设立之初的 0.6 万吨/年，逐步增加至目前的 10 万吨/年，紫铜带箔材产品的生产能力得到了显著提升，能够向客户提供多品种、多规格的紫铜带箔材系列产品。2021 年中国紫铜带材产量为 81 万吨，公司 2021 年产量为 10.99 万吨，占比 13.57%。由于紫铜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。公司近几年新材料销售实现量价齐升，产能利用率持续保持较高水平，2019A-2022Q1-Q3 公司新材料产能利用率分别为 102.14%、111.07%、109.93%和 111.68%；产销率分别为 100.17%、98.95%、99.96%和 100.4%。
- 公司传统主营产品生产线持续改造升级，扩产项目积极推进。公司铜板带业务在现有生产线的基础上持续进行技术改造与升级并积极建设新的生产线，通过公司子公司永杰铜业投资新建的年产 10 万吨高精度铜合金板带及 5 万吨铜带坯生产线项目正在积极推进中。永杰铜业项目建成投产后，预计 2025 年公司紫铜带材产能可达 20 万吨/年。公司压延铜箔生产线于 2021 年开始投产，目前正处于产能爬坡的阶段，2022 年上半年度，铜箔生产 1112.23 吨。公司的压延铜箔产品主要应用于 LED、印刷线路板、新能源软连接、板式热交换器、背胶铜箔等；目前压延铜箔产品的加工厚度已达到 9 微米。
- 公司在原有主营业务稳步增长的基础上，积极拓宽新能源领域业务，已基本实现新能源电池产业闭环。公司控股子公司众源新能源于 2021 年 10 月设立，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，主要产品为新能源汽车电池包托盘，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。2022 年 7 月，众源新能源拟扩大产能，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。公司子公司众源铝箔投资新建的年产 5 万吨电池箔项目，其中一期年产 2.5 万吨电池箔为公司

2022 年非公开发行的募投项目之一，目前项目建设正在积极推进中。公司与关联方共同投资设立了深圳众源新能科技有限公司，其主营业务是：以储能系统集成产品方案为主导，推动形成企业用户端储能系统产品及运营体系服务模式；制定并形成储能集成运营标准化体系；在能源领域积极布局能源技术创新和商业模式创新，构建“源网荷储”的新生态网络体系，打造系统平台。现已于 2022 年 7 月完成工商注册登记，正在积极拓展相关业务。公司抓住新能源、新材料产业发展机遇，预计公司 2025 年产能可以达到年产 20 万吨（2 万吨铜箔）铜基材料，年产 5 万吨电池铝箔，年产超过 100 万电池金属结构件，拓展（用户侧）储能市场 800MWh~1GWh，年产 5 万吨高端防腐材料和保温材料。

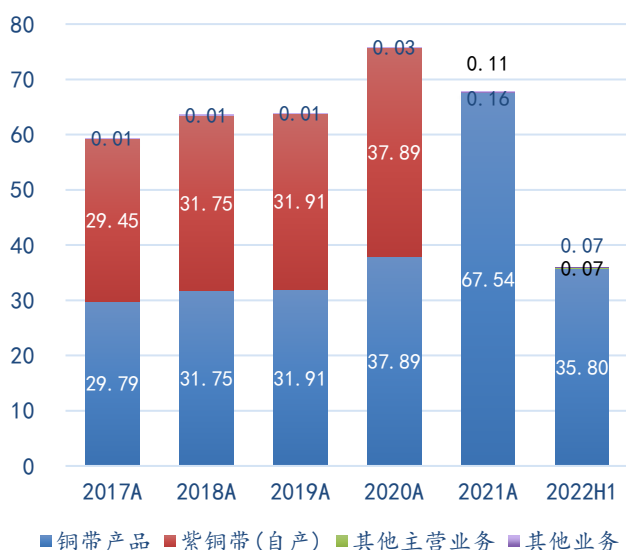
- **公司投资中心培育和孵化一些以高精尖产品为主的优质项目，为公司战略实施筛选、储备、培育优质资产。**公司投资参股的洛阳铜研是一家专业致力于智能设备及高端装备研发制造的设备制造商，其团队拥有较强的研发能力。洛阳铜研与公司通力合作，不断对公司铜箔轧机等生产设备进行优化改进，提高国产装备的技术水平。公司控股子公司哈尔滨哈船新材料科技有限公司在安徽省明光市设立了 1 个生产基地，设计的年产能是 5 万吨，目前正在建设中，预计 2022 年下半年竣工，其主要产品是防腐材料和保温材料，其中防腐材料相关产品可适用于重防腐环境，防腐材料主要可应用于造船、化工、军工、桥梁等领域。
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.83 元和 1.28 元，按照 2 月 7 日 15.98 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 23.33 倍、19.72 倍和 12.79 倍。公司近年主要铜产品的产销实现快速增长，新业务板块不断拓展，目前已基本实现新能源电池产业闭环，公司下游需求方面电子、电力、新能源汽车、动力电池等行业需求实现较快增长，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：**（1）美联储加息超预期；（2）国际宏观经济下行；（3）地缘政治冲突加剧；（4）行业政策发生变化；（5）铜价格大幅波动；（6）下游需求不及预期；（7）公司产能供给不及预期。

|           | 2020A  | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E  |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3,836  | 6,780  | 7,476 | 9,079 | 12,033 |
| 增长比率（%）   | 19.00  | 76.74  | 10.27 | 21.44 | 32.53  |
| 净利润（百万元）  | 63     | 138    | 171   | 202   | 312    |
| 增长比率（%）   | -32.43 | 119.40 | 24.30 | 18.31 | 54.25  |
| 每股收益(元)   | 0.26   | 0.56   | 0.70  | 0.83  | 1.28   |
| 市盈率(倍)    | 63.63  | 29.00  | 23.33 | 19.72 | 12.79  |

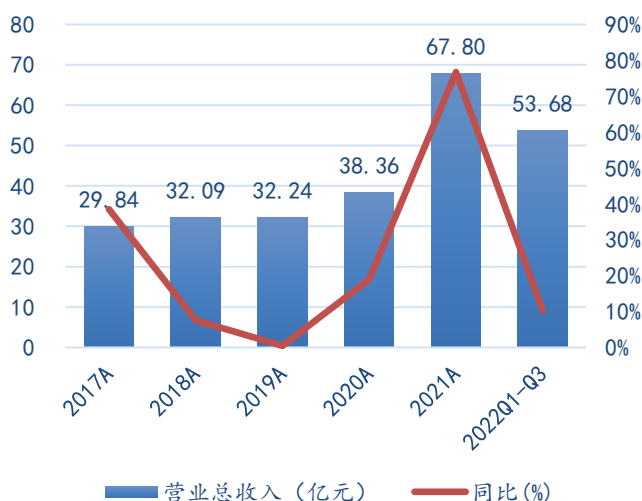
资料来源：中原证券

图 1：公司分产品营收（截至 2022 年半年报）



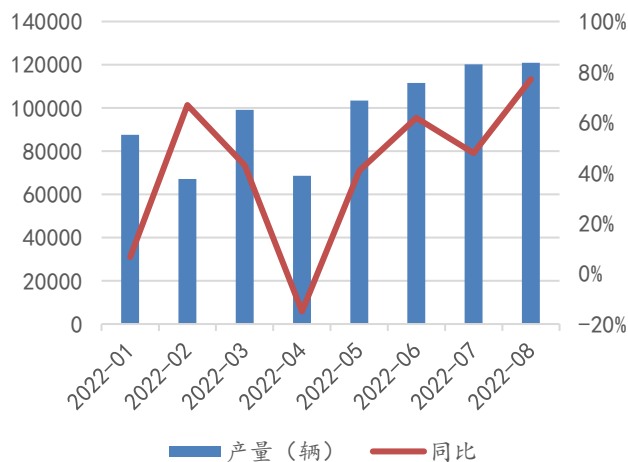
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比（截至 2022 年三季度报）



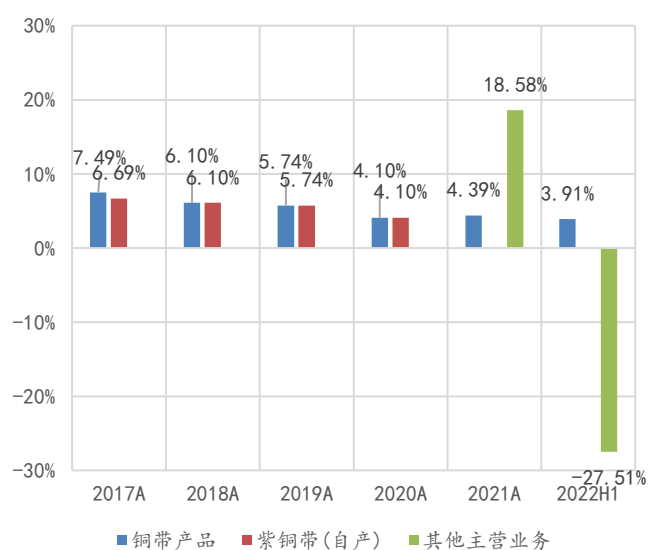
资料来源：Wind，中原证券

图 5：奇瑞汽车产量及同比



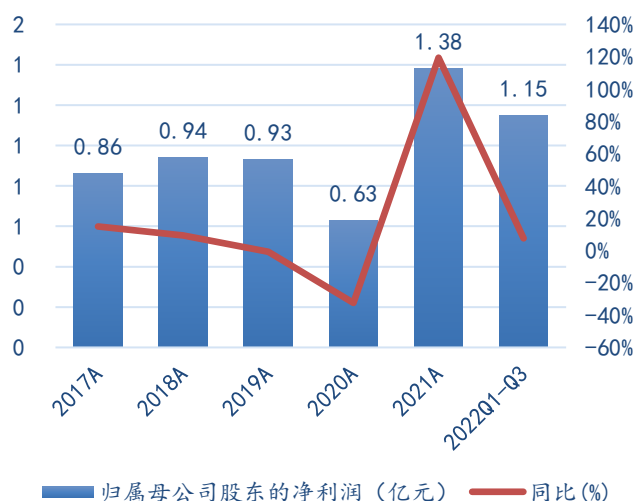
资料来源：中国汽车工业协会，中原证券

图 2：公司分产品毛利率（截至 2022 年半年报）



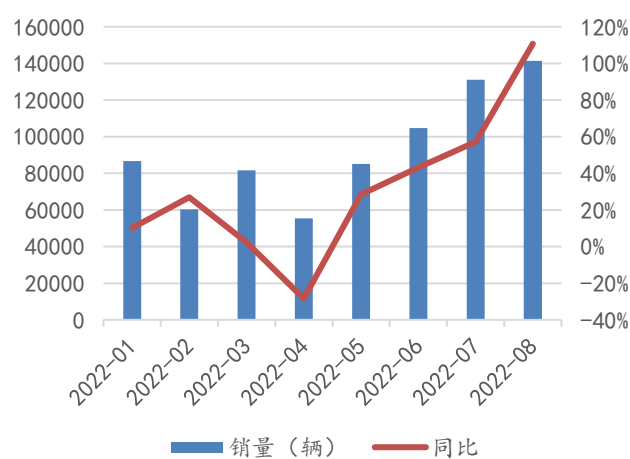
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比（截至 2022 年三季度报）



资料来源：Wind，中原证券

图 6：奇瑞汽车销量及同比



资料来源：中国汽车工业协会，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>1,053</b> | <b>1,496</b> | <b>1,843</b> | <b>2,205</b> | <b>2,807</b> |
| 现金             | 113          | 189          | 439          | 599          | 576          |
| 应收票据及应收账款      | 357          | 643          | 709          | 828          | 1,164        |
| 其他应收款          | 2            | 14           | 18           | 21           | 30           |
| 预付账款           | 36           | 7            | 14           | 17           | 23           |
| 存货             | 412          | 527          | 568          | 638          | 890          |
| 其他流动资产         | 133          | 118          | 95           | 101          | 124          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>359</b>   | <b>424</b>   | <b>488</b>   | <b>502</b>   | <b>511</b>   |
| 长期投资           | 11           | 13           | 16           | 18           | 20           |
| 固定资产           | 275          | 295          | 306          | 315          | 317          |
| 无形资产           | 40           | 39           | 78           | 83           | 89           |
| 其他非流动资产        | 33           | 76           | 89           | 87           | 85           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,412</b> | <b>1,920</b> | <b>2,332</b> | <b>2,707</b> | <b>3,318</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>440</b>   | <b>810</b>   | <b>1,075</b> | <b>1,239</b> | <b>1,533</b> |
| 短期借款           | 355          | 581          | 487          | 602          | 708          |
| 应付票据及应付账款      | 57           | 178          | 530          | 573          | 745          |
| 其他流动负债         | 28           | 51           | 58           | 64           | 80           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>20</b>    | <b>43</b>    | <b>72</b>    | <b>82</b>    | <b>87</b>    |
| 长期借款           | 0            | 2            | 33           | 39           | 43           |
| 其他非流动负债        | 20           | 41           | 39           | 42           | 45           |
| <b>负债合计</b>    | <b>460</b>   | <b>854</b>   | <b>1,147</b> | <b>1,320</b> | <b>1,620</b> |
| 少数股东权益         | 4            | 11           | 8            | 7            | 6            |
| 股本             | 244          | 244          | 244          | 244          | 244          |
| 资本公积           | 298          | 298          | 298          | 298          | 298          |
| 留存收益           | 379          | 488          | 610          | 812          | 1,124        |
| 归属母公司股东权益      | 948          | 1,055        | 1,177        | 1,379        | 1,691        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,412</b> | <b>1,920</b> | <b>2,332</b> | <b>2,707</b> | <b>3,318</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2020A       | 2021A      | 2022E       | 2023E      | 2024E      |
|----------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-219</b> | <b>-18</b> | <b>491</b>  | <b>112</b> | <b>-57</b> |
| 净利润            | 62          | 137        | 168         | 202        | 311        |
| 折旧摊销           | 29          | 37         | 40          | 42         | 45         |
| 财务费用           | 9           | 21         | 20          | 21         | 25         |
| 投资损失           | 0           | -2         | 1           | -1         | 0          |
| 营运资金变动         | -325        | -222       | 270         | -152       | -438       |
| 其他经营现金流        | 6           | 12         | -8          | 1          | 1          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-92</b>  | <b>-90</b> | <b>-107</b> | <b>-56</b> | <b>-54</b> |
| 资本支出           | -83         | -81        | -103        | -55        | -52        |
| 长期投资           | -12         | -10        | -2          | -2         | -2         |
| 其他投资现金流        | 2           | 1          | -1          | 1          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>137</b>  | <b>186</b> | <b>-134</b> | <b>104</b> | <b>87</b>  |
| 短期借款           | 185         | 226        | -95         | 115        | 106        |
| 长期借款           | 0           | 2          | 31          | 7          | 4          |
| 普通股增加          | 70          | 0          | 0           | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | -70         | 0          | 0           | 0          | 0          |
| 其他筹资现金流        | -48         | -42        | -70         | -18        | -22        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-175</b> | <b>76</b>  | <b>250</b>  | <b>160</b> | <b>-23</b> |

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>3,836</b> | <b>6,780</b> | <b>7,476</b> | <b>9,079</b> | <b>12,033</b> |
| 营业成本            | 3,667        | 6,474        | 7,161        | 8,683        | 11,460        |
| 营业税金及附加         | 9            | 10           | 12           | 14           | 17            |
| 营业费用            | 11           | 14           | 16           | 19           | 25            |
| 管理费用            | 22           | 29           | 33           | 38           | 48            |
| 研发费用            | 37           | 57           | 62           | 75           | 99            |
| 财务费用            | 10           | 22           | 8            | 19           | 22            |
| 资产减值损失          | -3           | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 其他收益            | 5            | 10           | 15           | 15           | 18            |
| 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 投资净收益           | 0            | 0            | -1           | 1            | 0             |
| 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>营业利润</b>     | <b>74</b>    | <b>167</b>   | <b>207</b>   | <b>247</b>   | <b>380</b>    |
| 营业外收入           | 1            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 营业外支出           | 1            | 1            | 1            | 1            | 1             |
| <b>利润总额</b>     | <b>74</b>    | <b>167</b>   | <b>206</b>   | <b>247</b>   | <b>379</b>    |
| 所得税             | 11           | 30           | 39           | 45           | 68            |
| <b>净利润</b>      | <b>62</b>    | <b>137</b>   | <b>168</b>   | <b>202</b>   | <b>311</b>    |
| 少数股东损益          | 0            | -1           | -3           | -1           | -1            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>63</b>    | <b>138</b>   | <b>171</b>   | <b>202</b>   | <b>312</b>    |
| EBITDA          | 117          | 226          | 239          | 307          | 447           |
| EPS (元)         | 0.26         | 0.56         | 0.70         | 0.83         | 1.28          |

主要财务比率

| 会计年度            | 2020A  | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 19.00  | 76.74  | 10.27 | 21.44 | 32.53 |
| 营业利润 (%)        | -29.67 | 125.42 | 24.01 | 19.28 | 53.73 |
| 归属母公司净利润 (%)    | -32.43 | 119.40 | 24.30 | 18.31 | 54.25 |
| <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 4.40   | 4.51   | 4.22  | 4.37  | 4.76  |
| 净利率 (%)         | 1.63   | 2.03   | 2.29  | 2.23  | 2.59  |
| ROE (%)         | 6.61   | 13.04  | 14.52 | 14.66 | 18.45 |
| ROIC (%)        | 5.66   | 9.38   | 9.42  | 10.61 | 13.36 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 32.54  | 44.47  | 49.18 | 48.78 | 48.83 |
| 净负债比率 (%)       | 48.24  | 80.08  | 96.76 | 95.22 | 95.44 |
| 流动比率            | 2.39   | 1.85   | 1.72  | 1.78  | 1.83  |
| 速动比率            | 1.25   | 1.13   | 1.15  | 1.24  | 1.22  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 2.92   | 4.07   | 3.52  | 3.60  | 3.99  |
| 应收账款周转率         | 12.77  | 13.56  | 11.14 | 11.88 | 12.08 |
| 应付账款周转率         | 53.46  | 70.09  | 49.32 | 50.00 | 52.94 |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.26   | 0.56   | 0.70  | 0.83  | 1.28  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -0.90  | -0.07  | 2.01  | 0.46  | -0.23 |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 3.89   | 4.33   | 4.83  | 5.66  | 6.94  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |       |
| P/E             | 63.63  | 29.00  | 23.33 | 19.72 | 12.79 |
| P/B             | 4.21   | 3.78   | 3.39  | 2.89  | 2.36  |
| EV/EBITDA       | 18.82  | 14.80  | 17.07 | 13.16 | 9.36  |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。