

业绩拐点来临，可剥铜、复合铜箔空间开启

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据

2023-01-30

收盘价(元)	54.77
流通股本(亿股)	0.80
每股净资产(元)	19.48
总股本(亿股)	0.80

最近 12 月市场表现


分析师 张益敏

 SAC 证书编号: S0160522070002
 zhangym02@ctsec.com

相关报告

1. 《电磁屏蔽膜专家，多元成长打造高端材料平台》 2022-12-14

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 业绩预告, 预计 2022 年度实现营业收入为 31255 万元, 同比增长 6.87%; 归母净利润-6000 至-8000 万元, 同比转亏; 扣非净利润-7200 至-9200 万元, 同比转亏。
- ❖ **业绩拐点来临, 整体趋势向好:** 公司全年亏损主因: 1) 智能手机需求疲软, 公司屏蔽膜产品销量同比下降约 20%, 收入下降约 23%。2) 前期锂电铜箔、标箔为主的铜箔产品价格、稼动率、良率低于市场均值, Q2-Q3 疫情影响叠加产品转型导致销量下降, 全年出现较大亏损。3) 可剥铜、复合铜箔等新业务研发投入持续加大。4) 母公司总部及生产基地投产折旧费用增加。展望未来, 公司屏蔽膜业务有望跟随下游需求复苏逐步好转, 铜箔产品结构逐步转型、新品持续开拓, 业绩趋势向好, 拐点有望来临。
- ❖ **可剥铜有望打破垄断, 助力开启载板国产替代元年:** 可剥铜作为载板上游卡脖子核心材料, 全球市场由三井金属垄断, 随着美国联合日本、荷兰等国对我国半导体产业链发展限制进一步加剧, IC 载板及上游可剥铜等材料自主可控需求凸显。公司基于原有电磁屏蔽膜所积累的核心工艺能力, 成功研发出可用于制备载板超细线路的超薄可剥离铜箔, 当前已给客户送样并通过物性、工艺测试, 后续还需要经过大批量、终端认证等稳定性测试认证环节。可剥铜盈利空间大, 公司产品稀缺性高, 未来若终端测试认证顺利通过, 公司有望打破垄断开启载板核心材料替代元年, 长期利润空间可观。
- ❖ **复合铜箔量产元年在即, 立足工艺优势享广阔空间:** PET 铜箔性价双优, 未来空间可达数百亿。产业链上游设备环节先行, 2023 年有望成为大规模量产元年, 产能高、成本低的参与者有望胜出。复合铜箔主流磁控溅射、水电镀设备工艺契合公司原屏蔽膜业务, 现有自研设备可复用, 公司持续优化工艺参数, 与下游客户积极对接。未来若产品认证顺利, 公司有望凭借自研设备、自有工艺优势快速量产并占据重要市场地位, 打造新型成长曲线。
- ❖ **传统铜箔迈向高端, FCCL 进展顺利:** 1) 传统电子铜箔方面, 预计 RTF/HVLP 等中高端铜箔逐步通过客户认证。2) FCCL 方面, 公司一期产线调试完成, 自制上游铜箔具有成本优势, 已于 22Q3 及 10 月落实小额订单。预计以上产品逐步放量, 共同推动公司业绩再上新台阶。
- ❖ **投资建议:** 公司业绩拐点明确, 新业务逐步放量, 高端电子材料平台逐步成型, 长期空间打开。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为-0.68/0.76/3.51 亿元, EPS 为-0.85/0.95/4.38 元/股, 对应 PE 倍数为-57.94/12.51 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 屏蔽膜需求进一步下滑风险; 可剥铜及复合铜箔产业化不及预期; 原材料价格上涨风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	288	286	313	623	1827
收入增长率 (%)	-1.13	-0.76	9.21	99.26	193.30
归母净利润 (百万元)	119	35	-68	76	351
净利润增长率 (%)	-7.60	-70.50	-294.65	211.06	363.14
EPS (元/股)	1.49	0.44	-0.85	0.95	4.38
PE	63.90	207.16	—	57.94	12.51
ROE (%)	7.39	2.16	-4.44	4.69	17.86
PB	4.73	4.49	2.85	2.72	2.23

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	288.39	286.19	312.55	622.77	1826.57	成长性					
减:营业成本	97.43	143.56	223.34	397.68	1098.14	营业收入增长率	-1.1%	-0.8%	9.2%	99.3%	193.3%
营业税费	2.37	1.43	3.13	3.11	9.13	营业利润增长率	-4.1%	-67.7%	-254.4%	238.7%	356.9%
销售费用	11.27	11.67	10.94	21.80	54.80	净利润增长率	-7.6%	-70.5%	-294.7%	211.1%	363.1%
管理费用	31.30	40.99	43.76	52.94	135.17	EBITDA 增长率	-13.1%	-51.3%	-94.8%	4,279.5%	226.1%
研发费用	43.11	63.87	75.01	80.96	173.52	EBIT 增长率	-18.5%	-75.7%	-257.8%	282.1%	412.1%
财务费用	-0.91	-4.23	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-18.1%	-75.6%	-259.5%	-282.1%	412.1%
资产减值损失	0.00	-4.18	-40.00	0.00	0.00	投资资本增长率	8.8%	2.9%	-4.5%	5.3%	23.1%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	5.8%	0.4%	-4.8%	5.6%	24.4%
投资和汇兑收益	35.81	17.95	9.38	24.91	73.06	利润率					
营业利润	142.41	46.06	-71.12	98.67	450.79	毛利率	66.2%	49.8%	28.5%	36.1%	39.9%
加:营业外净收支	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	营业利润率	49.4%	16.1%	-22.8%	15.8%	24.7%
利润总额	142.71	46.16	-71.02	98.77	450.89	净利率	43.4%	14.2%	-20.2%	14.1%	22.0%
减:所得税	17.49	5.50	-7.81	10.86	49.60	EBITDA/营业收入	42.2%	20.7%	1.0%	21.6%	24.1%
净利润	118.89	35.07	-68.26	75.82	351.13	EBIT/营业收入	36.7%	9.0%	-13.0%	11.8%	20.7%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	416.97	408.28	139.53	4.76	242.69	固定资产周转天数	89	599	860	601	193
交易性金融资产	742.00	215.00	335.00	335.00	335.00	流动营业资本周转天数	1098	644	662	374	170
应收账款	112.50	118.25	135.45	370.06	1112.59	流动资产周转天数	1718	1387	1063	638	475
应收票据	19.42	54.14	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	148	145	146	146	146
预付帐款	2.72	5.82	2.23	3.98	10.98	存货周转天数	97	96	96	96	96
存货	25.61	51.00	68.18	144.03	441.94	总资产周转天数	2093	2333	2191	1181	558
其他流动资产	21.14	228.78	228.78	228.78	228.78	投资资本周转天数	2120	2199	1923	1016	427
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	7.4%	2.2%	-4.4%	4.7%	17.9%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.7%	1.8%	-3.6%	3.4%	10.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.5%	1.3%	-2.2%	3.8%	15.7%
固定资产	70.29	469.35	736.43	1026.04	965.29	费用率					
在建工程	275.76	298.96	149.48	0.00	0.00	销售费用率	3.9%	4.1%	3.5%	3.5%	3.0%
无形资产	35.02	35.05	46.11	57.18	68.24	管理费用率	10.9%	14.3%	14.0%	8.5%	7.4%
其他非流动资产	28.47	16.34	16.34	16.34	16.34	财务费用率	-0.3%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1782.26	1926.85	1878.29	2208.80	3449.14	三费/营业收入	14.4%	16.9%	17.5%	12.0%	10.4%
短期债务	46.76	81.83	81.83	81.83	81.83	偿债能力					
应付帐款	51.27	141.06	158.15	374.63	1096.56	资产负债率	8.6%	15.1%	17.1%	25.5%	40.7%
应付票据	3.77	3.49	7.80	12.31	43.22	负债权益比	9.4%	17.8%	20.6%	34.3%	68.6%
其他流动负债	0.00	5.64	5.64	5.64	5.64	流动比率	11.34	4.24	3.18	2.06	1.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	10.93	3.13	2.14	1.35	1.24
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	115.34	12.63	—	—	—
负债总额	153.61	291.56	321.21	563.81	1402.86	分红指标					
少数股东权益	19.28	12.87	17.93	30.02	80.18	DPS(元)	0.50	0.19	0.00	0.00	0.00
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	分红比率					
留存收益	458.39	453.46	370.19	446.01	797.14	股息收益率	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1628.65	1635.29	1557.09	1644.99	2046.28	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.49	0.44	-0.85	0.95	4.38
净利润	118.89	35.07	-68.26	75.82	351.13	BVPS(元)	20.12	20.28	19.19	20.13	24.51
加:折旧和摊销	15.92	33.55	43.58	61.05	61.92	PE(X)	63.9	207.2	—	57.9	12.5
资产减值准备	-1.26	4.84	40.00	0.00	0.00	PB(X)	4.7	4.5	2.9	2.7	2.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	2.44	2.09	0.00	0.00	0.00	P/S	26.4	25.5	14.0	7.0	2.4
投资收益	-36.42	-18.71	-9.38	-24.91	-73.06	EV/EBITDA	59.6	117.8	1410.9	33.2	9.6
少数股东损益	6.34	5.59	5.06	12.09	50.16	CAGR(%)					
营运资金的变动	42.62	-25.60	58.12	-71.48	-213.04	PEG	—	—	—	0.3	0.0
经营活动产生现金流量	145.06	35.11	69.01	52.46	177.01	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	30.91	-27.00	-322.76	-187.23	60.92	REP					
融资活动产生现金流量	-0.41	-22.31	-15.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

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

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

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

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。