

# 受益新能源汽车高速发展 动力电池铝箔领域新龙头

## ——鼎盛新材（603876）深度报告

2018年05月13日

强烈推荐/首次

鼎盛新材 深度报告

### 报告摘要：

**全球铝箔行业绝对龙头公司。**2015年、2016年及2017年，公司铝箔产销量、出口量及市场占有率均位居国内同类企业第一名，同时，公司铝箔产品中的空调箔、单双零箔产销量亦位居国内同类企业第一名。公司生产的电池箔是新能源汽车锂电池的基材之一，公司电池箔产品产销规模、市场占有率报告期内均为行业第一名。

**动力电池用铝箔产量增长大。**公司过去几年产能较为稳定，维持在46万吨左右。从细分产品产量来看，空调箔由2015年12万吨增长到2017年20.5万吨，产量增长最大，包装用的单零箔和双零箔产能维持在16-18万吨水平，普板带维持6万吨水平，电池箔产量由2015年7500吨增长到2017年1.8万吨。空调箔是产能增长的主要部分，未来产量增长一部分是包装箔，每年预计有20%增长，另一部分是动力电池箔，产量在募投项目达产后将达到7万吨，成为国内动力电池铝箔领域的绝对龙头。

**盈利预测及投资评级。**预计公司2018-2020年收入分别为97.8亿、104.7亿、119亿，净利润分别为4.64亿、5.25亿、7.05亿，EPS分别为1.08、1.22、1.64，对应PE分别为30.65、27.09、20.16倍。鉴于未来电池箔的良好前景，结合铝箔公司的估值，首次评级为“强烈推荐”评级。

**风险提示。**公司业绩不达预期风险；产品价格下跌风险。

### 财务指标预测

指标	16A	17A	18E	19E	20E
营业收入(百万)元	7,089.4	9,200.4	9,778.4	10,471.	11,904.
增长率(%)	10.47%	29.78%	6.28%	7.09%	13.68%
净利润(百万元)	333.90	272.81	463.84	524.67	705.01
增长率(%)	107.03%	-18.30%	70.03%	13.11%	34.37%
净资产收益率(%)	15.81%	11.63%	16.80%	16.49%	18.83%
每股收益(元)	0.910	0.750	1.079	1.220	1.640
PE	36.33	44.08	30.65	27.09	20.16
PB	5.72	5.14	5.15	4.47	3.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 林阳

021-65465035

执业证书编号：

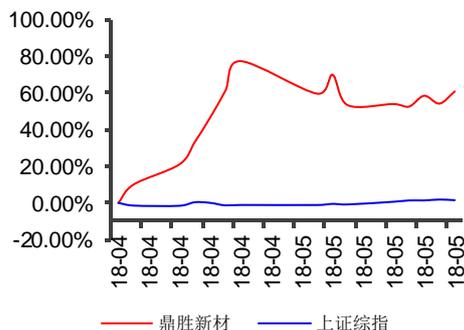
liny ang@dxzq.net.c

S1480510120003

### 交易数据

52周股价区间(元)	21.45-38.02
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	22.41
总股本/流通A股(万股)	43000/6500
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	32.89

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 国内铝箔行业绝对龙头.....	3
2. 铝箔行业长期发展向好.....	8
3. 公司将成为动力电池铝箔领域的龙头公司.....	12
4. 风险提示.....	14

## 表格目录

表 1: 铝箔下游需求表.....	9
表 2: 主要产品业绩假设.....	13

## 插图目录

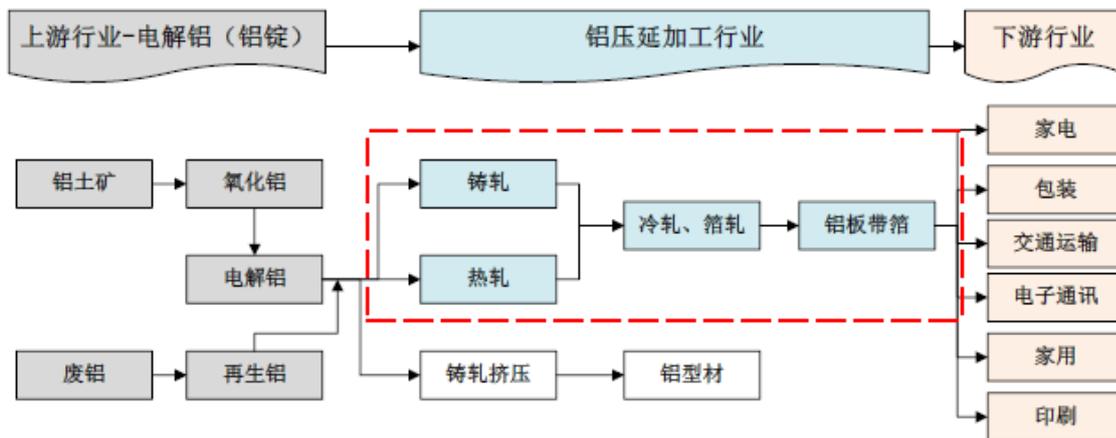
图 1: 铝箔产业链图.....	3
图 2: 公司收入增长图.....	3
图 3: 公司净利润增长.....	4
图 4: 公司盈利能力指标.....	4
图 5: 公司产能趋势图.....	5
图 6: 公司产品价格趋势图.....	5
图 7: 2017 年公司收入占比图.....	6
图 8: 2017 年公司毛利占比图.....	6
图 9: 公司产品毛利率.....	7
图 10: 公司股权及公司构架图.....	7
图 11: 全球铝箔产量图.....	8
图 12: 中国铝箔下游需求结构图.....	9
图 13: 欧美铝箔需求结构图.....	9
图 14: 包装用铝箔消费图.....	10
图 15: 中国热交换用铝箔消费图.....	10
图 16: 中国空调产量增速图.....	11
图 17: 中国电力电子行业铝箔需求图.....	11
图 18: 中国建筑用铝箔消费图.....	11
图 19: 中国家用铝箔消费图.....	12
图 20: 中国新能源汽车产量趋势图.....	13

## 1. 国内铝箔行业绝对龙头

公司主要从事铝板带箔的研发、生产与销售业务，主要产品为厚箔（主要为空调箔）、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，产品广泛应用于绿色包装、家用、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰等多个领域。2015年、2016年及2017年，公司铝箔产销量、出口量及市场占有率均位居国内同类企业第一名，同时，公司铝箔产品中的空调箔、单双零箔产销量亦位居国内同类企业第一名。

公司生产的电池箔是新能源汽车锂电池的基材之一，能有效提升动力锂电池的性能，根据中国有色金属加工工业协会出具的书面证明，公司电池箔产品产销规模、市场占有率报告期内均为行业第一名，公司电池箔客户覆盖了CATL、ATL、比亚迪、国轩高科等国内基本所有大型锂电池生产企业。

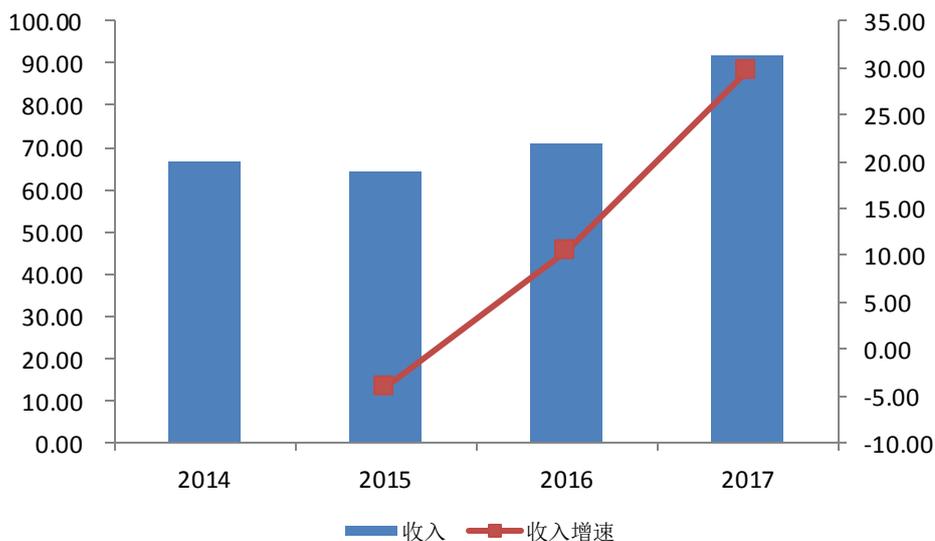
图 1：铝箔产业链图



资料来源：招股说明书、东兴证券

公司过去几年收入稳步增长，2017年收入增长30%左右。

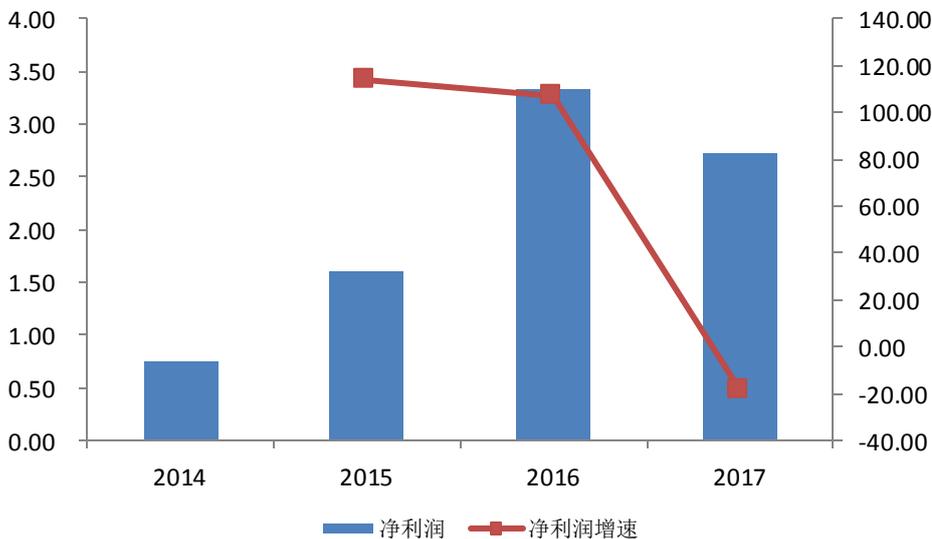
图 2：公司收入增长图



资料来源：公司报表、东兴证券

2017年整体增速略低于2016年，主要是产品毛利率有所下降造成，随着公司高毛利率产品电池箔逐步放量，未来利润增速有望提高。

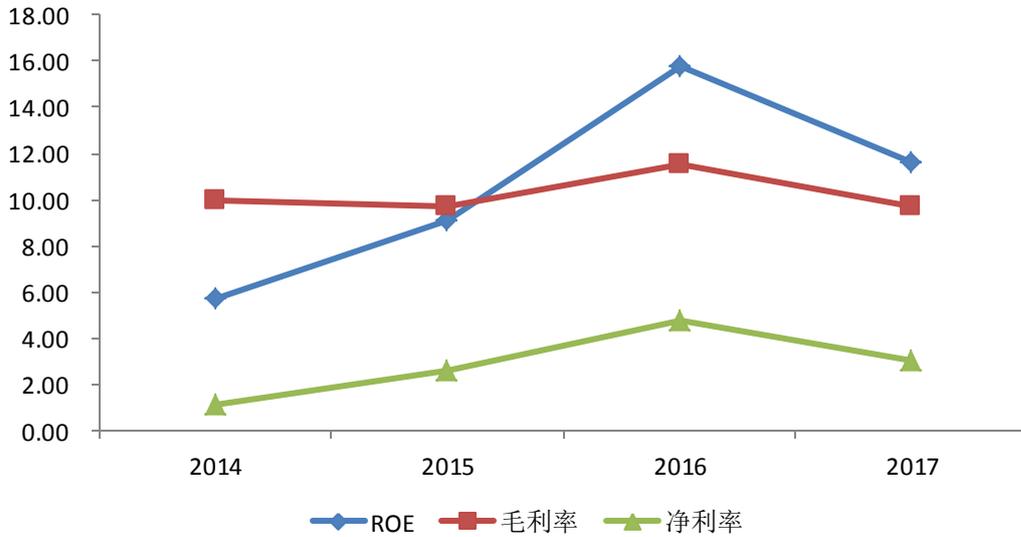
图3：公司净利润增长



资料来源：公司报表、东兴证券

公司整体毛利率维持在10%左右，净利润率维持在2%左右，ROE维持在12%左右。整体来看，公司的盈利水平与行业平均水平相当。

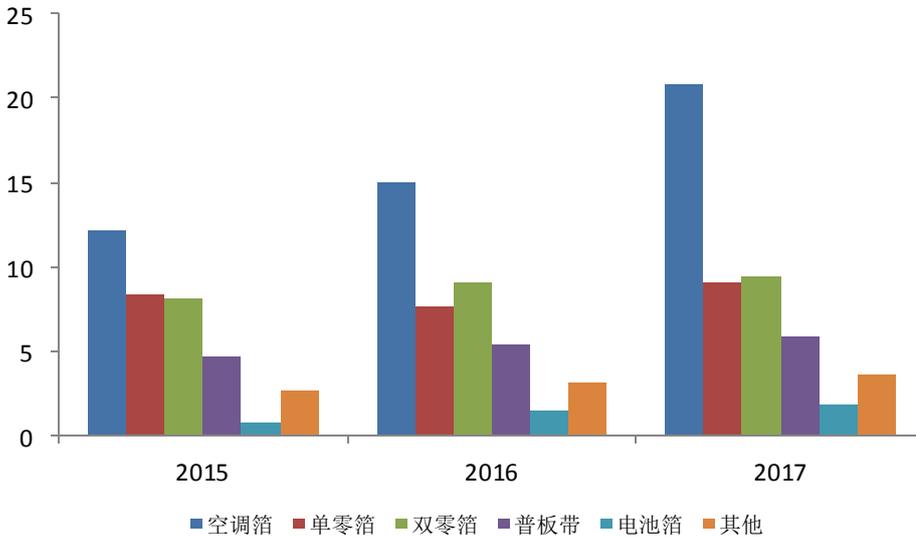
图4：公司盈利能力指标



资料来源：公司报表、东兴证券

公司过去几年产能较为稳定，维持在 46 万吨左右。从细分产品产量来看，空调箔由 2015 年 12 万吨增长到 2017 年 20.5 万吨，产量增长最大，包装用的单零箔和双零箔产能维持在 16-18 万吨水平，普板带维持 6 万吨水平，电池箔产量由 2015 年 7500 吨增长到 2017 年 1.8 万吨。空调箔是产能增长的主要部分，未来产量增长一部分是包装箔，一部分是电池箔。

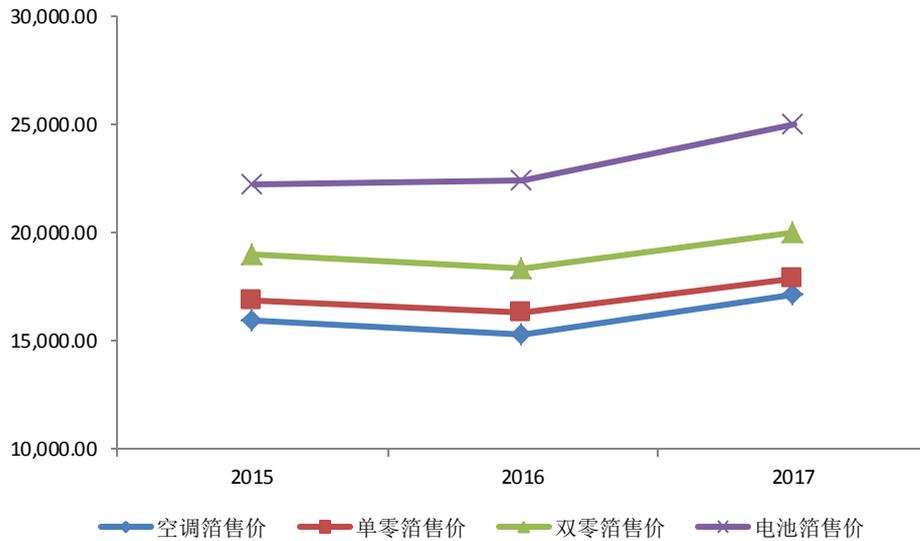
图 5：公司产能趋势图



资料来源：公司报表、东兴证券

从产品价格来看，空调箔价格最低，由于使用量大且竞争充分，价格维持较低水平，包装用的双零箔价格较高，而电池箔价格基本在 2.5 万左右，附加值较高。

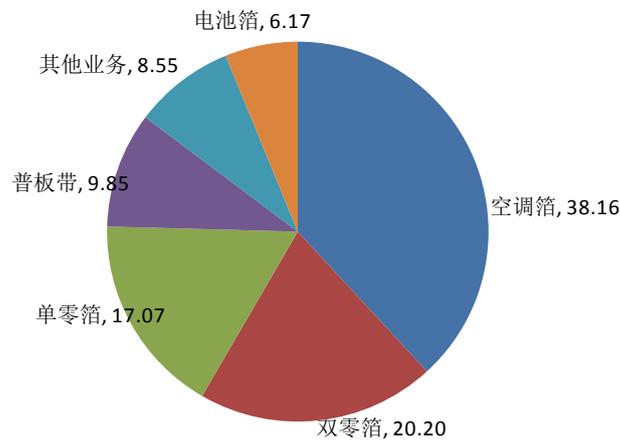
图 6：公司产品价格趋势图



资料来源：招股说明书、东兴证券

从收入构成来看，空调箔占公司收入比例接近 40%，包装用的单零箔和双零箔接近 40%，其他占 20%左右。

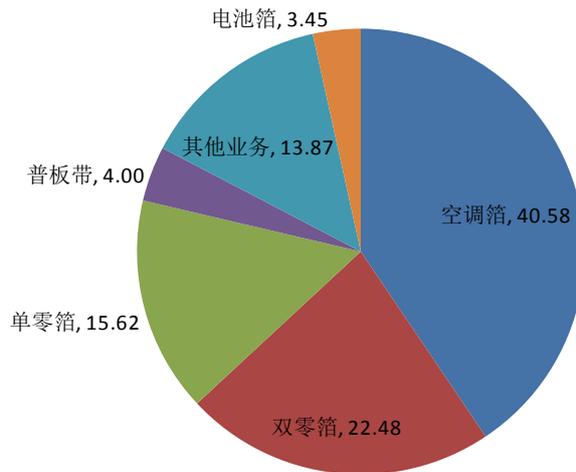
图 7：2017 年公司收入占比图



资料来源：公司报表、东兴证券

从利润构成来看，基本与收入结构相似，空调箔和单双零箔各占 40%左右，其他占 20%。

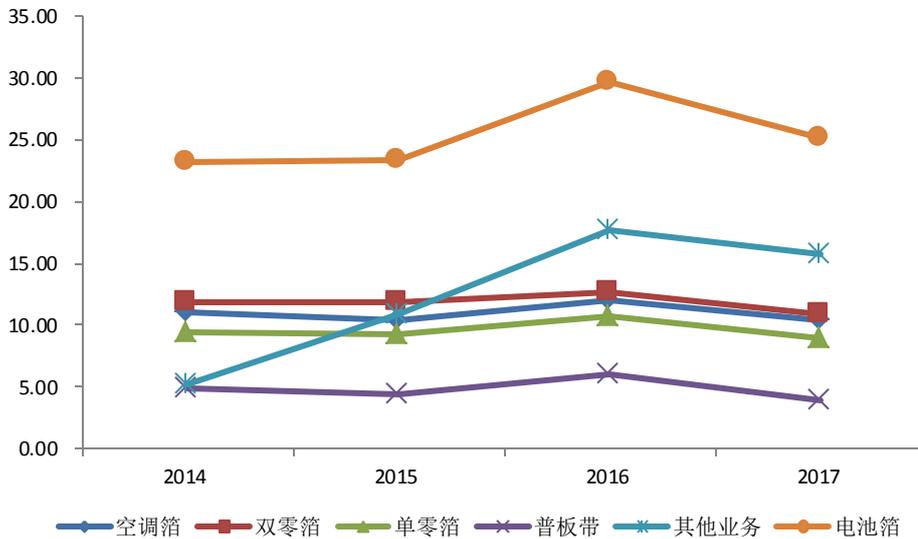
图 8：2017 年公司毛利占比图



资料来源：公司报表、东兴证券

从产品盈利水平来看，电池箔毛利率为 25%左右，其他空调箔和单双零箔维持 10%水平。

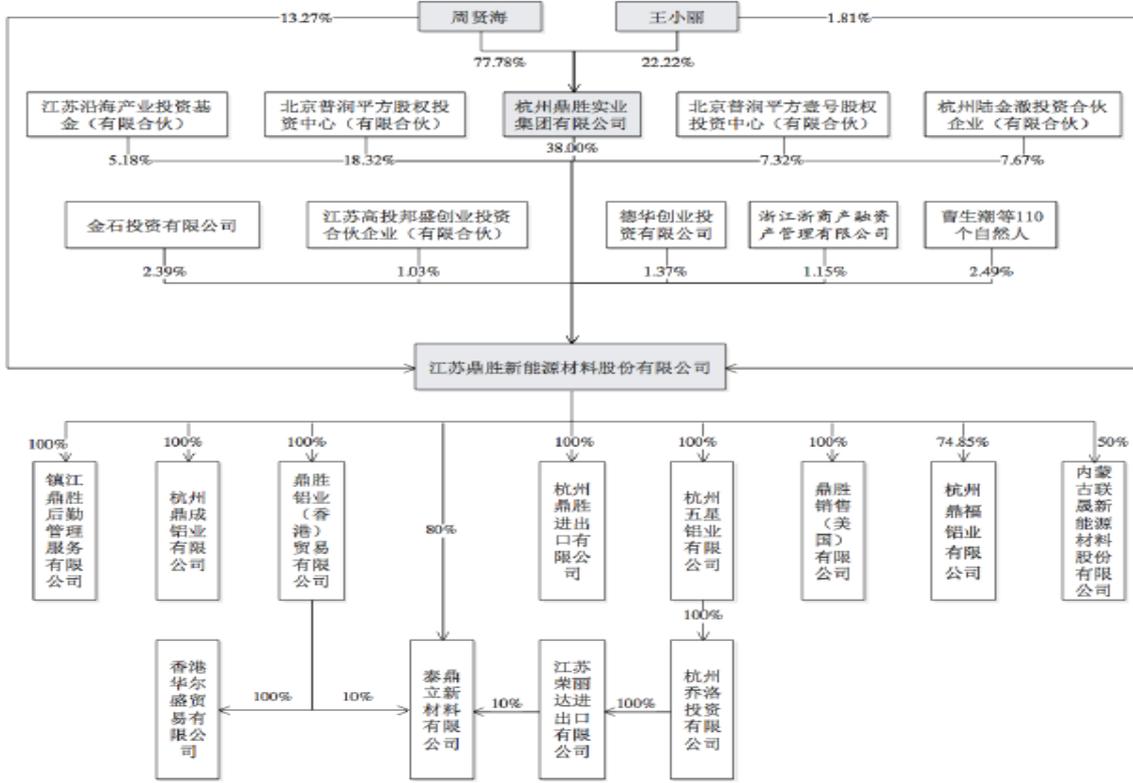
图 9：公司产品毛利率



资料来源：公司报表、东兴证券

周贤海、王小丽夫妇为公司实际控制人，合计持有公司 53.08%的股份。

图 10：公司股权及公司构架图

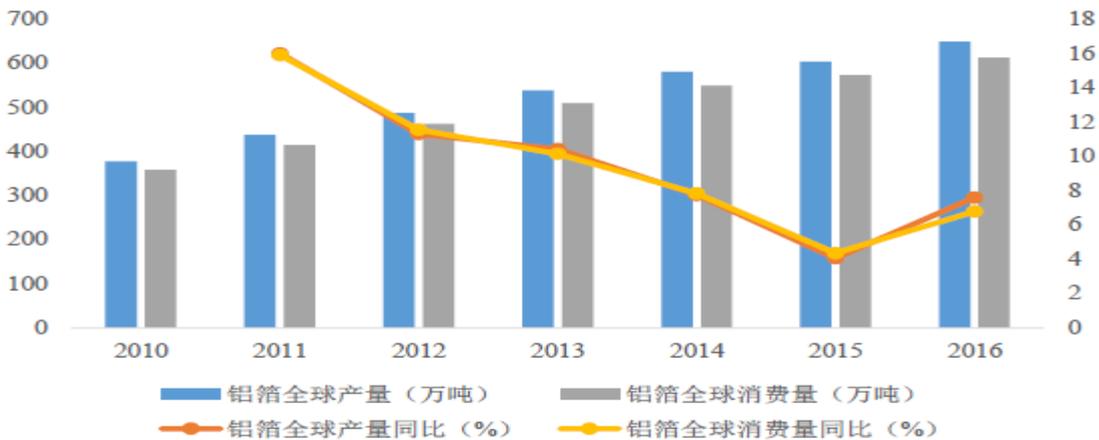


资料来源：招股说明书、东兴证券

## 2. 铝箔行业长期发展向好

全球铝箔市场增速近年来有所回落，2016年维持8%左右增速，在多年增速回落的基础上出现明显反弹，随着国内市场的恢复，全球市场的增速有望回到10%以上。

图 11：全球铝箔产量图



资料来源：佰汇方略、东兴证券

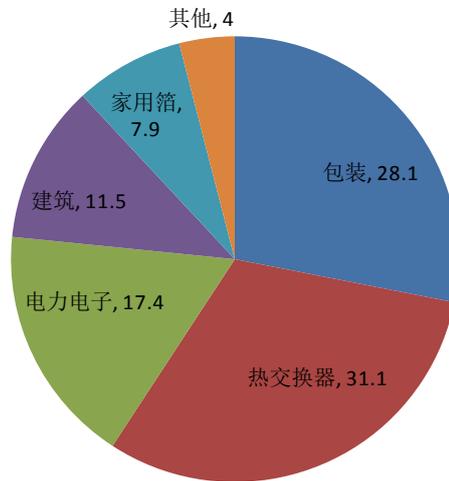
从下游应用来看，铝箔应用十分广泛，在家电、包装、建筑、电力电子、交通运输、家用等诸多行业都有广阔的应用。

**表 1：铝箔下游需求表**

行业	厚箔	单零箔	双零箔
家电行业	空调箔，中央空调通风管道等	中央空调通风管道	中央空调通风管道
包装行业	瓶罐包装	医药、瓶罐等包装、日化用品包装	食品、烟草、医药、化妆品等产品包装等
建筑行业	铝塑管、装饰板	绝缘隔热材料、装饰板	绝缘隔热材料
电力电子	电缆箔、电子垫片	电解电容器、电力电容器	电力电容器
交通运输	复合箔，汽车等运输工具装饰材料	新能源锂电池、汽车、火车、飞机等装饰材料，液体燃料箱，飞机蜂窝材料等	
家用	食品与礼品包装	家用食品包装、器皿	
其他	工业绝缘屏蔽材料、航空航天铝箔制品、铝箔胶粒、磁性材料、通讯电缆护套及各种复合材料等		

资料来源：中国有色金属工业协会，东兴证券

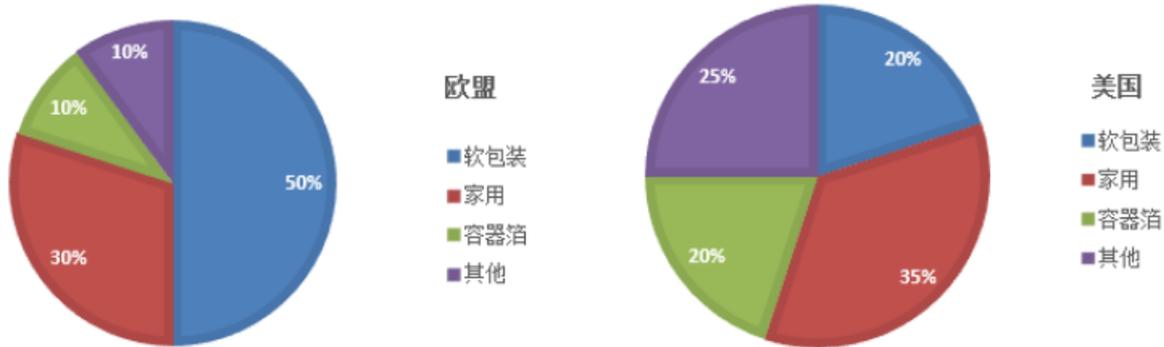
从下游需求结构来看，中国和欧美的结构差别很大，中国由于是制造业大国，在包装、热交换、电力电子等生产领域的使用量较大。

**图 12：中国铝箔下游需求结构图**


资料来源：佰汇方略、东兴证券

欧美铝箔消费主要是以包装和家用为主，在生产领域比例较低。

**图 13：欧美铝箔需求结构图**



资料来源: 佰汇方略、东兴证券

分行业来看, 中国包装行业增速有所回落, 2015 增速降低到 20% 以下, 从平均行业增速来看, 未来稳定在 20-30% 比较合理。

图 14: 包装用铝箔消费图



资料来源: 佰汇方略、东兴证券

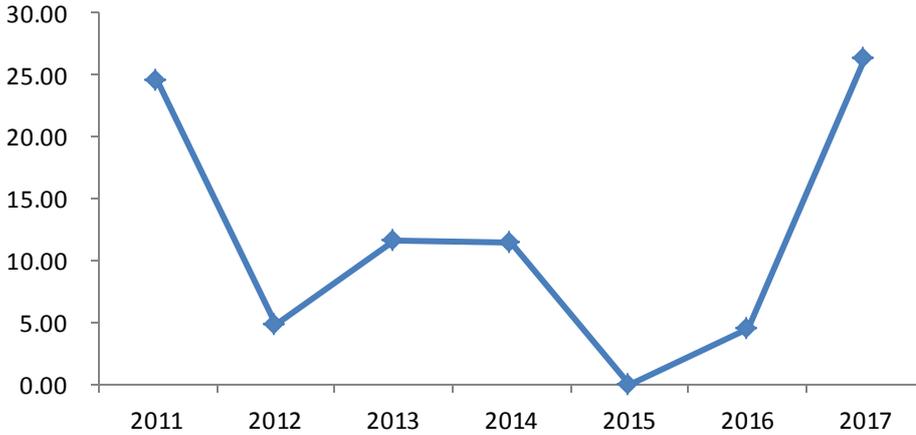
热交换领域的增速回落较快, 2015 年已经回落到 10% 以下, 随着 2016 年一会后空调产量恢复, 行业需求大幅回暖。

图 15: 中国热交换用铝箔消费图



资料来源: 佰汇方略、东兴证券

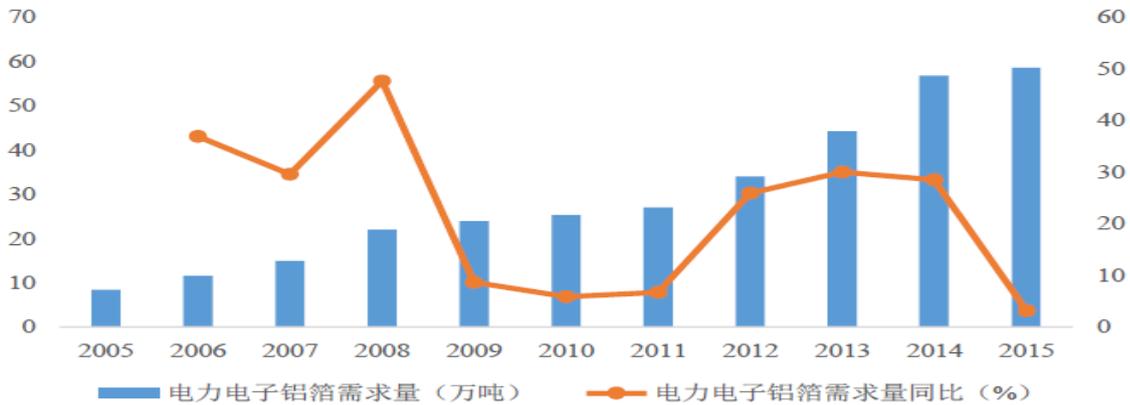
图 16: 中国空调产量增速图



资料来源: 国家统计局、东兴证券

电力电子行业增速回落较快, 2015 年基本零增长, 未来增长的常态水平在 10-15% 左右。

图 17: 中国电力电子行业铝箔需求图



资料来源: 佰汇方略、东兴证券

建筑用铝箔下滑较快与房地产调控有直接关系, 未来将维持较低增速。

图 18: 中国建筑用铝箔消费图



资料来源：佰汇方略、东兴证券

家用铝箔是欧美市场的主要使用领域，在中国市场增长性良好，长期稳定在20%以上，我们认为，未来家用市场的潜力仍十分巨大。

图 19：中国家用铝箔消费图



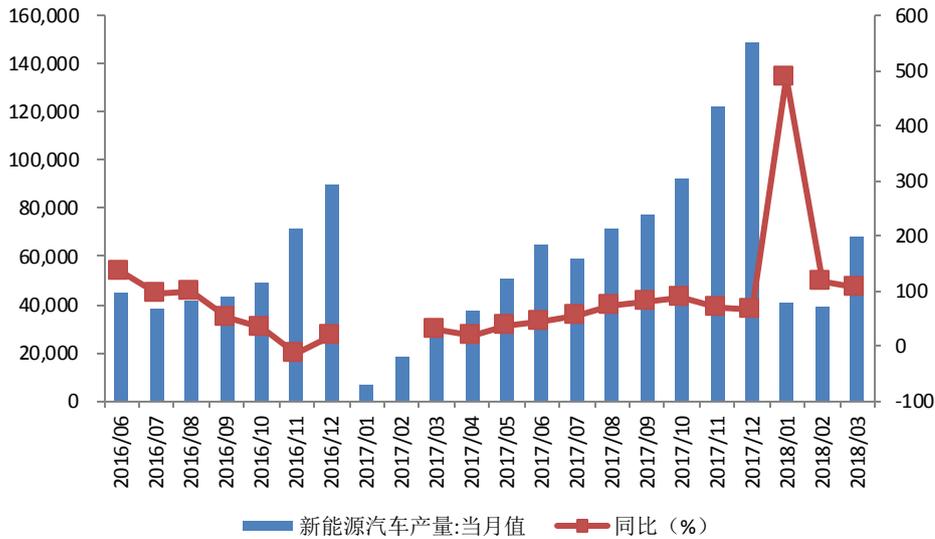
资料来源：智研咨询、东兴证券

综合来看，未来铝箔市场增速维持在 10-15%区间是大概率事件，随着下游应用结构的变化，国内市场将向消费和新能源汽车方向发展。

### 3. 公司将成为动力电池铝箔领域的龙头公司

公司目前已经是国内最大的铝箔生产企业，在空调箔和包装等领域已经是绝对的龙头公司，但这些领域市场化竞争激烈，产品附加值难以提高，产品毛利率常年维持较低水平，向高附加产品进军是公司的战略选择。

动力电池箔是新能源汽车产业链中动力电池的重要环节，根据新能源产业规划，到2020年纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达到200万辆，2017年新能源汽车产量已经接近80万辆，市场前景十分广阔，公司已经积极布局动力电池箔产品，是国内最大的动力电池箔生产商，客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产商，包括比亚迪、沃特玛、CATL、ATL、国轩高科、银隆新能源等主要大厂。

**图 20: 中国新能源汽车产量趋势图**


资料来源: 中国汽车工业协会、东兴证券

公司 IPO 发行募集 8 个亿, 其中 6 亿投向 5 万吨动力电池箔项目。

公司目前正在建的电池箔项目有三个, 一个是杭州五星项目, 产能 3.6 万吨, 75% 用于动力电池箔, 25% 用于储能电池; 第二个是 8000 吨动力电池涂炭铝箔项目; 第三个是镇江 5 万吨动力电池箔项目。

按照进度, 预计 2018-2021 年动力电池箔产能分别为 2.6 万吨、3 万吨、6 万吨、7 万吨。

空调箔方面公司维持目前 20 万吨产能水平, 扩大单双零箔产能, 预计每年增长 20% 左右。

**表 2: 主要产品业绩假设**

	指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022
空调箔	价格	17100.00	17,000.00	17,000.00	17,000.00	17,000.00	17,000.00
	销量 (万吨)	20.50	20.50	20.50	20.50	20.50	20.50
	毛利率	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%
单零箔	价格	17882.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00
	销量 (万吨)	8.78	10.10	11.61	13.35	15.36	17.66
	毛利率	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%
双零箔	价格	19998.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
	销量 (万吨)	9.30	10.70	12.30	14.14	16.27	18.71
	毛利率	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%
动力箔	价格	24977.00	25,000.00	25,000.00	25,000.00	25,000.00	25,000.00
	销量 (万吨)	1.77	2.60	3.00	6.00	7.00	8.00

---

毛利率	25.07%	25.07%	25.07%	25.07%	25.07%	25.07%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

---

资料来源：东兴证券

保守预计，铝价未来保持稳定，且由于公司原材料+加工费的模式，毛利率也相对稳定，我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 97.8 亿、104.7 亿、119 亿，净利润分别为 4.64 亿、5.25 亿、7.05 亿，EPS 分别为 1.08、1.22、1.64，对应 PE 分别为 30.65、27.09、20.16 倍。

我们以 2017 年毛利率估计未来几年的盈利水平是比较合理的。鉴于未来电池箔的良好前景，结合铝箔公司的估值，首次评级为“强烈推荐”评级。

#### 4. 风险提示

公司产能不达预期风险；

产品价格下跌风险；

利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
营业收入	7,089.43	9,200.40	9,778.46	6.28%	10,471	7.09%	11,904.4	13.68%
营业成本	6,272.58	8,304.06	8,700.49	4.77%	9,309	7.00%	10,486.2	12.64%
营业费用	188.81	215.17	228.69	6.28%	244.91	7.09%	278.41	13.68%
管理费用	128.43	134.21	146.68	9.29%	157.08	7.09%	178.57	13.68%
财务费用	79.36	182.60	125.33	-31.36%	109.15	-12.91%	93.51	-14.33%
投资收益	(5.04)	(1.78)	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A
营业利润	383.29	336.80	543.70	61.43%	615.26	13.16%	827.43	34.48%
利润总额	401.26	338.34	545.70	61.29%	617.26	13.11%	829.43	34.37%
所得税	63.10	58.47	81.85	40.00%	92.59	13.11%	124.41	34.37%
净利润	338.16	279.88	463.84	65.73%	524.67	13.11%	705.01	34.37%
归属母公司所有者的净利润	333.90	272.81	463.84	70.03%	524.67	13.11%	705.01	34.37%
NOPLAT	389.90	429.64	568.68	32.36%	615.75	8.28%	782.79	27.13%

资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
货币资金	1,926.26	1,086.78	293.35	-73.01%	314.16	7.09%	357.13	13.68%
交易性金融资产	15.89	0.99	1.00	1.51%	1.00	0.00%	1.00	0.00%
应收帐款	1,042.38	1,141.93	1,205.56	5.57%	1,291.06	7.09%	1,467.67	13.68%
预付款项	175.94	98.35	141.85	44.23%	188.40	32.82%	240.83	27.83%
存货	1,353.73	1,624.47	1,668.59	2.72%	1,785.44	7.00%	2,011.07	12.64%
流动资产合计	5,029.84	4,829.90	4,228.97	-12.44%	4,554.06	7.69%	5,166.13	13.44%
非流动资产	3,023.59	3,233.92	2,862.98	-11.47%	2,940.99	2.72%	2,765.75	-5.96%
资产总计	8,053.43	8,063.82	7,091.96	-12.05%	7,495.06	5.68%	7,931.88	5.83%
短期借款	2,228.30	2,326.39	1,799.93	-22.63%	1,658.09	-7.88%	1,289.16	-22.25%
应付帐款	491.54	583.98	595.92	2.05%	637.66	7.00%	718.24	12.64%
预收款项	54.39	69.30	69.30	0.00%	69.30	0.00%	69.30	0.00%
流动负债合计	5,033.69	5,107.98	4,534.01	-11.24%	4,517.37	-0.37%	4,390.18	-2.82%
非流动负债	873.55	567.56	120.65	-78.74%	120.65	0.00%	120.65	0.00%
少数股东权益	34.85	41.92	41.92	0.00%	41.92	0.00%	41.92	0.00%
母公司股东权益	2,111.34	2,346.36	2,761.21	17.68%	3,180.95	15.20%	3,744.96	17.73%
净营运资本	(3.85)	(278.08)	(305.04)	N/A	36.70	N/A	775.95	2014.45%
投入资本 IC	3,012.50	4,389.09	4,950.36	12.79%	5,207.45	5.19%	5,579.55	7.15%

现金流量表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	增长率%	2019E	增长率%	2020E	增长率%
净利润	338.16	279.88	463.84	65.73%	524.67	13.11%	705.01	34.37%
折旧摊销	190.46	212.72	0.00	N/A	221.99	N/A	225.24	1.46%
净营运资金增加	548.71	(274.23)	(26.96)	N/A	341.73	N/A	739.25	116.32%
经营活动产生现金流	(411.68)	(58.55)	683.77	N/A	679.73	-0.59%	699.42	2.90%
投资活动产生现金流	314.04	115.99	(299.75)	N/A	(303.00)	N/A	(53.00)	N/A
融资活动产生现金流	415.05	(226.45)	(1,177.46)	N/A	(355.92)	N/A	(603.45)	N/A
现金净增(减)	317.41	(169.02)	(793.43)	N/A	20.80	N/A	42.97	106.57%

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席研究员，研究所上海团队负责人。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。