

鼎胜新材(603876.SH)/有色金属

快速成长的锂电铝箔行业领军者

评级: 买入 (首次)

市场价格: 16.02

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 李翔

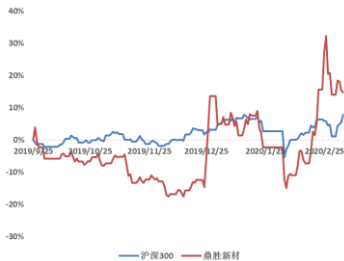
执业证书编号: S0740518110002

电话: 0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	433.6
流通股本(百万股)	239.2
市价(元)	16.02
市值(百万元)	6,946.7
流通市值(百万元)	3,832.8

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9200.40	10291.37	10277.90	10745.26	11566.98
增长率 yoy%	29.78%	11.86%	-0.13%	4.55%	7.65%
净利润	267.00	258.42	311.71	377.35	526.79
增长率 yoy%	-20.25%	-3.21%	20.62%	21.05%	39.60%
每股收益(元)	0.616	0.596	0.725	0.742	1.036
每股现金流量	0.084	0.099	0.073	0.088	0.123
净资产收益率	11.38%	7.64%	8.51%	9.43%	11.77%
P/E	26.02	26.88	22.29	21.74	15.57
PEG	2.13	1.00	0.74	0.66	0.52
P/B	2.96	2.05	1.90	1.74	1.55

备注: 股价为 2020 年 3 月 9 日收盘价, 已考虑公司转债转股后的稀释影响

投资要点

■ **公司是铝箔领域龙头企业。**公司主要从事铝板带箔的研发、生产与销售业务,自 2003 年成立以来,深耕铝板带箔领域,公司迅速成为电池箔行业龙头:按照我们的测算,2020 年国内动力电池铝箔需求量约 5.5 万吨,当前公司有效产能达到 3 万吨,则市占率达到约 60%,位居国内首位。公司近五年业绩保持稳定增长趋势,CAGR2014-2018 为 38%,2019Q1-Q3 公司实现归母净利润 1.92 亿元,同比增长 7.22%。

■ **布局新能源车产业链,发力动力电池铝箔领域,将给公司注入持续增长动力。**公司主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、普板带、电池箔等。2018 年公司主要收入仍来源于空调箔,占比约 35%,但空调箔等属于低附加值产品,市场竞争激烈,毛利率仅接近 10%,而电池箔收入占比虽然仅为 5%,但毛利率高达 25%,公司逐步重点布局动力电池箔等高端产品,新增产能的充分释放将给公司带来新的增长动力:

➢ **1、当前拥有 3 万吨电池箔产能,远期达到 9.4 万吨,电池箔产能快速扩张:**随着 8000 吨动力电池涂炭铝箔项目和 3.6 万吨电池项目的建成投产(含原有 1.89 万吨产能),公司当前建成 3 万吨有效产能,叠加年底建成投产的募投项目 5 万吨(其中 4 万吨电池光箔生产线和年产 1 万吨电池涂层箔生产线),公司远期有望形成合计 9.4 万吨锂电铝箔产能。

➢ **2、其他产品:6 万吨铝合金车身板项目和铝板带箔产线技术改造项目,切入轻量化领域与扩张产能:**公司当前拥有空调箔、单双零箔以及其他产品合计 55 万吨,除了发力电池箔业务,公司通过可转债募集资金切入轻量化领域,用于年产 6 万吨铝合金车身板项目和铝板带箔产线技术改造项目,另外,泰国单双零箔 4 万吨项目预计也在年底建成之后分批投产。

■ **动力电池铝箔市场空间大,增速快,持续扩张的龙头最受益。**一方面,锂电铝箔作为正极集电体,受益全球新能源汽车电动化进程加速,动力电池箔是产业链上快速增长的新兴领域,2022 年电池铝箔整体需求量或将达到约 32.5 万吨,2019-2022 年复合增长率超过 30%;另一方面,动力锂电铝箔作为高附加值产品,生产厂家主要集中在日本和韩国,国内能进入核心供应链体系的生产厂家为数不多,公司凭借深厚的积淀与持续扩张的能力,在全球电动化进程当中最为受益。

■ **投资建议:**我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 3.1/3.8/5.3 亿元,对应 EPS 分别为 0.73/0.74/1.04 元(考虑公司转债转股后的稀释),目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 24X/23X/17X。首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:**新能源汽车政策不及预期,政策执行不及预期;全球新能源汽

车销量不及预期；竞争加剧导致加工费下降风险。

内容目录

国内铝箔行业领军者	- 5 -
深耕铝板带箔领域，铸就公司领先地位.....	- 5 -
布局新能源车产业链，注入持续增长动力	- 7 -
与优质企业建立稳定合作关系，客户资源优势显著	- 8 -
受益全球汽车电动化加速，电池箔行业前景广阔	- 9 -
电池箔是产业链上快速增长的新兴领域.....	- 9 -
全球汽车电动化加速，电池铝箔持续受益	- 10 -
电池铝箔市场空间大，增速快	- 13 -
竞争格局：高端铝箔有效供给有限，公司电池箔产能持续扩张	- 14 -
投资建议	- 15 -
风险提示	- 16 -

图表目录

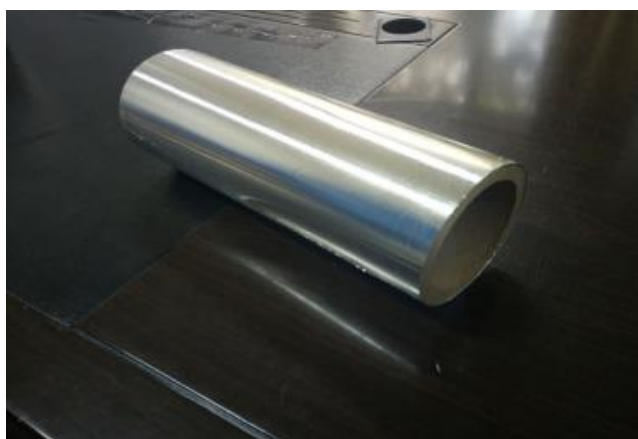
图表 1: 公司主要产品: 铝箔.....	- 5 -
图表 2: 公司主要产品: 电池箔.....	- 5 -
图表 3: 鼎胜新材股权结构 (截止 2019Q3)	- 5 -
图表 4: 鼎胜新材历史发展进程.....	- 6 -
图表 5: 公司营业收入变化情况 (亿元)	- 6 -
图表 6: 公司归母净利润变化情况 (亿元)	- 6 -
图表 7: 2016-2018 年公司产能及产量情况 (万吨)	- 7 -
图表 8: 2016-2018 年公司主要产品产量情况 (万吨)	- 7 -
图表 9: 公司产品营业收入占比.....	- 8 -
图表 10: 公司产品毛利率情况	- 8 -
图表 11: 2019 年国内动力电池企业装机量 TOP10	- 8 -
图表 12: 2017 年前五大客户	- 9 -
图表 13: 2018 年前五大客户	- 9 -
图表 14: 铝板带箔产业链.....	- 9 -
图表 15: 各车型结构占比月度走势比较.....	- 10 -
图表 16: 单车带电量月度走势 (单位: Kwh)	- 10 -
图表 17: CAFC、NEV 核算方式.....	- 11 -
图表 18: 根据双积分政策要求, 推算国内新能源车产销量情况.....	- 11 -
图表 19: Model 3 是全球最畅销电动车型 (万辆)	- 12 -
图表 20: tesla 分车型历史销量情况 (万辆)	- 12 -
图表 21: tesla 全球工厂规划逐步推进.....	- 12 -
图表 22: 海外车企发力新能源车布局, 并且有加速趋势.....	- 13 -
图表 23: 电池铝箔需求量测算 (吨)	- 14 -
图表 24: 公司电池箔及其他产品产能持续扩张.....	- 14 -
图表 25: 国内部分主要铝箔企业产能情况 (吨)	- 14 -
图表 26: 可比公司估值水平.....	- 15 -
图表 26: PE Bands	- 15 -
图表 26: 盈利测算核心假设.....	- 15 -
图表 27: 公司财务报表 (单位: 百万元)	- 17 -

国内铝箔行业领军者

深耕铝板带箔领域，铸就公司领先地位

- 公司是国内铝箔领域龙头企业。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、家电、锂电池、交通运输、建筑装饰灯多个领域。自 2003 年成立以来，深耕铝板带箔领域，公司迅速成为电池箔行业龙头，按照我们的测算，2020 年国内动力锂电铝箔需求量约 5.5 万吨（我们预估国内 2020 年电动车产量约 148 万辆，在基础之上计算三元电池需求为 67Gwh，磷酸铁锂电池 32Gwh，三元电池每度电消耗 450 吨，磷酸铁锂电池每度电消耗 800 吨），当前公司有效产能达到 3 万吨，则市占率达到约 60%，位居国内首位。

图表 1：公司主要产品：铝箔



来源：公司官网，中泰证券研究所

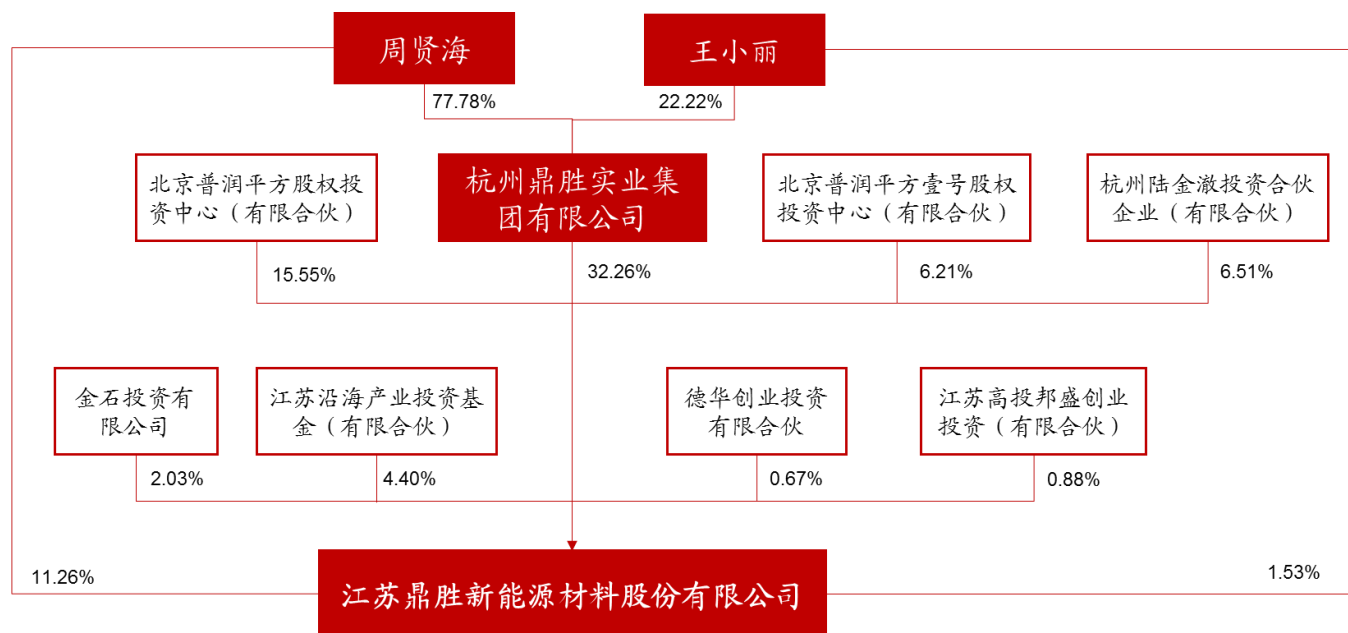
图表 2：公司主要产品：电池箔



来源：公司官网，中泰证券研究所

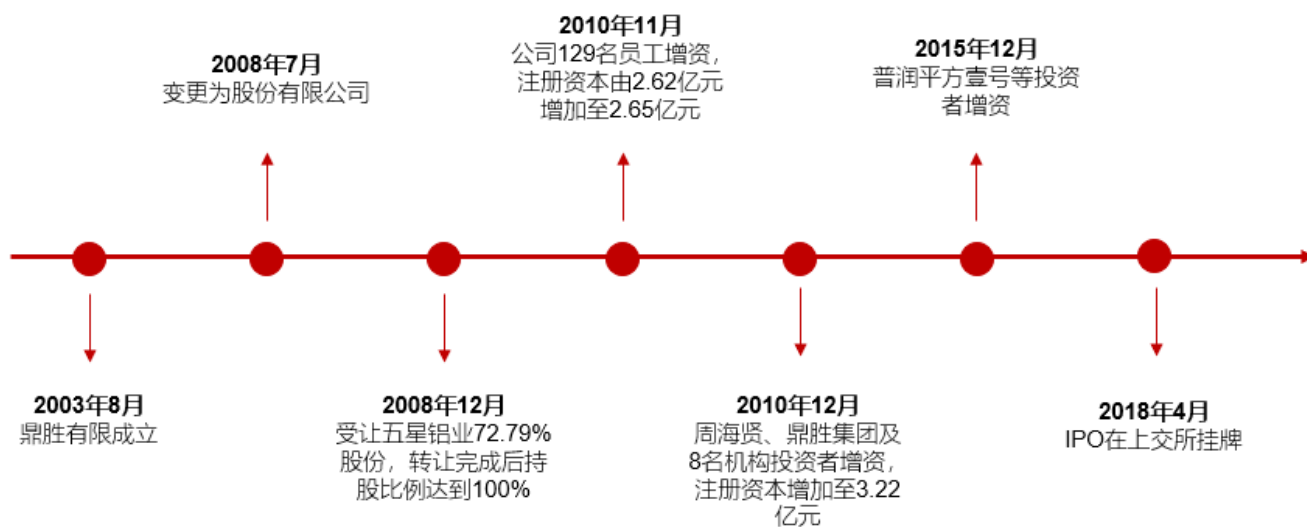
- 公司前身为镇江鼎胜铝业有限公司，成立于 2003 年 8 月；2008 年 7 月，鼎胜有限变更为股份有限公司，2015 年 12 月，公司名称变更为鼎胜新材，2018 年公司首次公开发行 6500 万股股票并在上交所挂牌上市。截至 2018 年底，鼎胜集团持股 32.26%，为公司控股股东；周贤海、王小丽通过鼎胜集团间接持有公司 32.26% 的股份，并分别直接持有公司 11.26% 和 1.53% 股份，合计持有公司 45.05% 的股份，为公司实际控制人。

图表 3：鼎胜新材股权结构（截止 2019Q3）



来源：公司第三季度报告，中泰证券研究所

图表 4：鼎胜新材历史发展进程

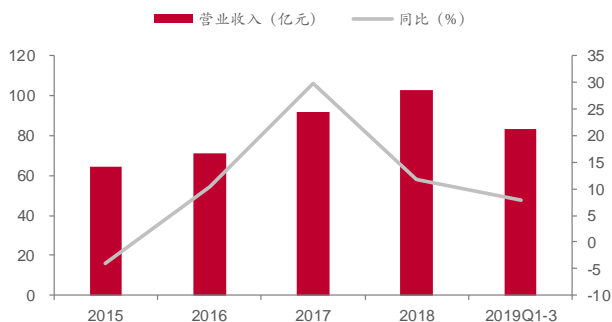


来源：公司公告，中泰证券研究所

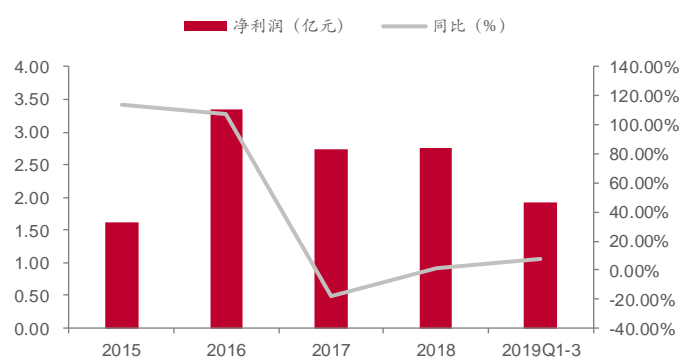
- **公司业绩保持稳定增长。**公司近五年业绩保持稳定增长趋势，公司归母净利润由2014年的7500万，增长到2018年2.76亿，CAGR2014-2018为38%，2019年前三季度，公司实现营业收入83.51亿元，同比增长7.97%；实现归母净利润1.92亿元，同比增长7.22%。

图表 5：公司营业收入变化情况（亿元）

图表 6：公司归母净利润变化情况（亿元）



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

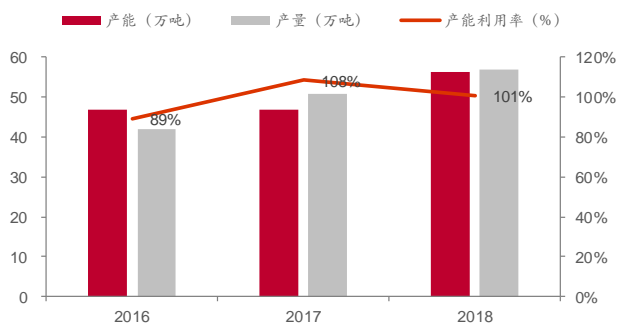
布局新能源车产业链，注入持续增长动力

■ **布局新能源车产业链，发力动力电池铝箔领域，将给公司注入持续增长动力。**公司主要从事铝板带箔的生产及销售，主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、普板带、电池箔等。**产能方面**，2018年公司产能56.43万吨/年，较2017年增加9.58万吨/年，产能利用率为100.87%，维持在较高水平。**从收入构成来看**，2018年公司主要收入仍来源于空调箔，占比34.52%，环比减少5.12个百分点，空调箔属于低附加值产品，市场竞争激烈，毛利率仅为9.72%，而电池箔收入占比虽然仅为4.67%，但毛利率高达25.01%，公司逐步重点布局动力电池箔等高端产品：

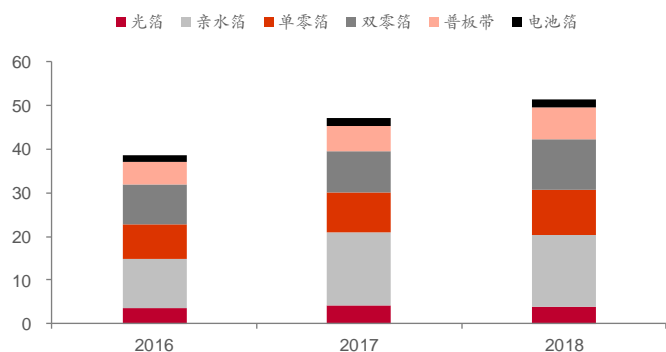
- **1、IPO募投5万吨动力电池箔项目：**公司IPO募集资金中有6亿元左右（其中建设资金4.7亿）将用于动力电池电极用铝合金箔项目，公司将新增年产4万吨电池光箔生产线和年产1万吨电池涂层箔生产线，其中电池光箔可供用户再生产加工，电池涂层箔可供下游客户直接使用。预计2020年底建成投产，建成后3年达到设计产量，第一年达产50%，第二年达产70%，第三年达产100%。
- **2、3.6万吨电池箔、8000吨动力的电池涂炭铝箔项目：**公司原有电池箔产能1.89万吨，随着8000吨动力电池涂炭铝箔项目（截止2020年2月份，该项目已经竣工，正在环保验收）和3.6万吨电池箔项目的建成投产（公司当前形成3万吨有效产能），叠加募投项目5万吨，公司远期有望形成合计9.4万吨铝箔产能，新增产能的充分释放将给公司带来新的增长动力。
- **3、6万吨铝合金车身板项目和铝板带箔产线技术改造项目，切入轻量化领域与扩张产能：**除了发力电池箔业务，公司通过发行可转债募集12.54亿元，切入轻量化领域，用于年产6万吨铝合金车身板项目和铝板带箔产线技术改造项目，其中，4.13亿投入到铝板带箔生产线技术改造升级项目，用于现有厂区老旧生产线设备更新及自动化升级改造、厂房加固、厂区基础配套设施升级等；5.41亿投入到6万吨铝合金车身板产业化建设项目，用于新建生产线及相应辅助设备设施配套。

图表 7: 2016-2018 年公司产能及产量情况 (万吨)

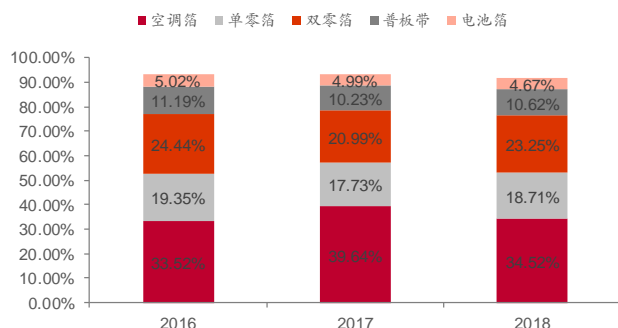
图表 8: 2016-2018 年公司主要产品产量情况 (万吨)



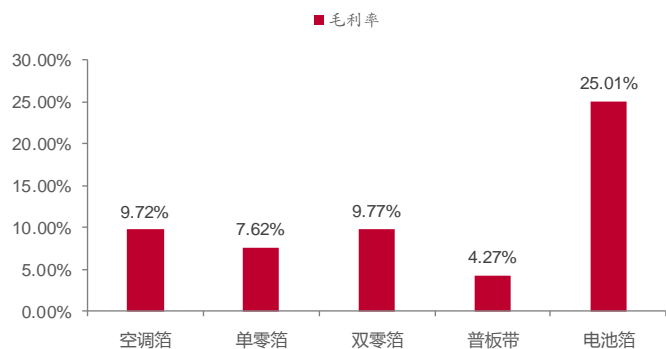
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 公司产品营业收入占比


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 10: 公司产品毛利率情况


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

与优质企业建立稳定合作关系, 客户资源优势显著

- 公司是一线动力电池厂家的锂电铝箔的核心供应商。**公司已经与国内一线储能和动力电池生产厂商建立稳定的合作关系, 具体包括 CATL、ATL 集团、比亚迪、国轩高科、银隆新能源及微宏动力系统 (湖州) 有限公司等, 而公司当前拥有 3 万吨电池箔有效产能, 规模优势显著, 近二十年的公司积累了丰富的生产制造与组织经验, 拥有大卷径化、高速化和宽幅化等领先生产工艺, 积淀深厚, 是国内锂电铝箔龙头, 也是一线动力电池厂家的锂电铝箔的核心供应商。

图表 11: 2019 年国内动力电池企业装机量 TOP10

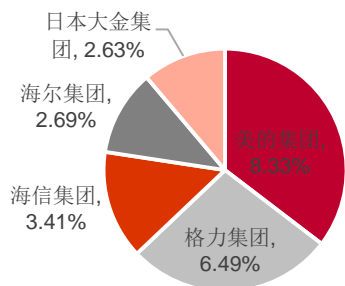
排名	电池企业	装机量 (GWh)	占比
1	宁德时代	31.71	51.01%
2	比亚迪	10.76	17.30%
3	国轩高科	3.31	5.33%
4	力神	1.94	3.13%
5	亿纬锂能	1.74	2.79%
6	中航锂电	1.49	2.40%
7	孚能科技	1.21	1.95%
8	时代上汽	1.14	1.84%

9	别克	0.69	1.11%
10	欣旺达	0.65	1.04%

来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

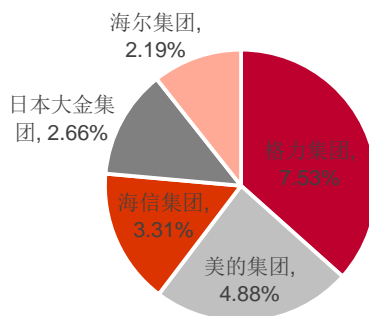
- 另外，公司与优质企业建立稳定合作关系，客户资源优势显著。公司销售方式以直销为主，2018年前5大客户均为空调生产商，覆盖国内外一线空调生产企业，分别为格力集团、美的集团、海信集团、大金集团（日本）、海尔集团，前五大客户销售额为20.66亿元，占当年营业收入比重为20.57%，均为业内领军企业，公司与优质企业建立了稳定合作关系，客户资源优势显著。

图表 12: 2017 年前五大客户



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 13: 2018 年前五大客户



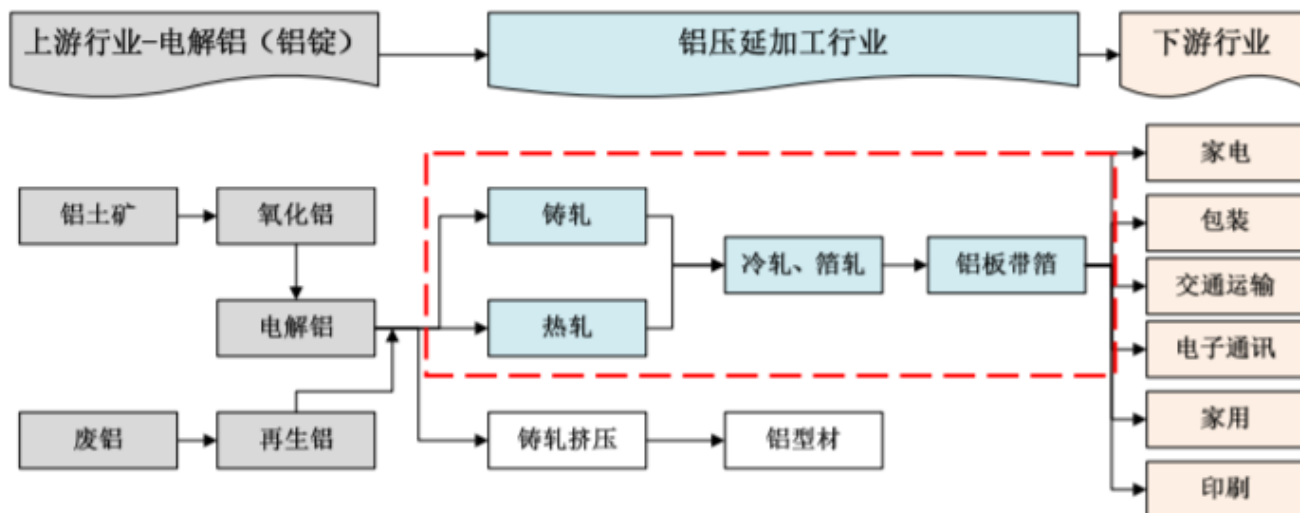
来源：Wind，中泰证券研究所

受益全球汽车电动化加速，电池箔行业前景广阔

电池箔是产业链上快速增长的新兴领域

- **产业链上游：**公司主要从事铝压延加工，即将电解铝（主要是铝锭）通过熔铸、压延、表面处理等多种工艺流程生产出铝板材、带材、箔材等产品，原材料主要为铝锭、铝坯料，铝锭属于电解铝行业，市场充分竞争，主要按照市场价对外采购。
- **产业链下游：**铝板带箔下游主要为家用电器、食品医药包装、电力电子、新能源汽车与电池等。其中家用电器受地产行业影响，具有一定的周期性，整体毛利率水平较低；消费品及包装方面，医药行业快速发展，为铝箔行业发展创造了需求；更为重要的是，作为锂离子电池充电电池正极集电体，全球新能源汽车电动化进程加速，电池箔作为新兴领域行业前景广阔。

图表 14: 铝板带箔产业链

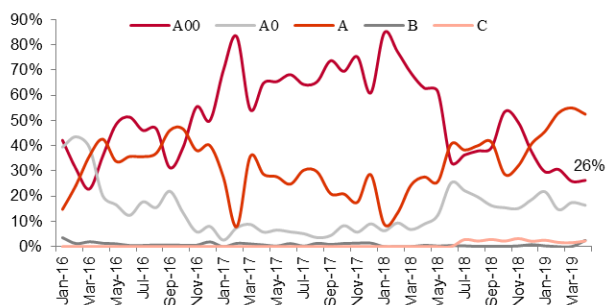


来源：招股说明书，中泰证券研究所

全球汽车电动化加速，电池铝箔持续受益

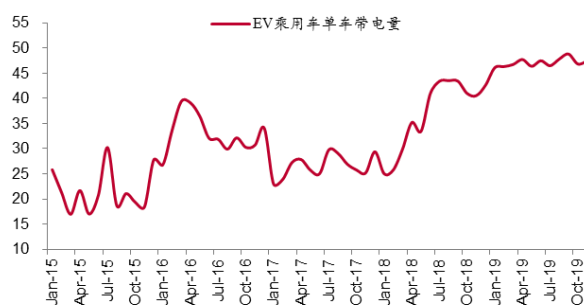
- 国内新能源汽车车型结构持续改善，A0级及以上车型占比与单车带电量持续提升，消费崛起，市场驱动正在加强。2019年补贴退坡过渡期结束，虽然行业补贴退出对产销产生一定的不确定性，但值得注意的是，市场消费正在崛起：2018年，以荣威Ei5、比亚迪元等代表的中高端车型销量提升，A00级车结构占比在40%以下，2019年车型结构进一步改善，A00占比下降至约27%，并且，广汽新能源主力车型AION S销量为5538辆（10月4217辆），连续5个月保持前十畅销车型，证明诸如此类中高端车型在不断积累着较好的消费者基础和市场口碑，由此带来的是单车带电量的提升，2019年平均单车带电量接近50KWh，较2018年提升10KWh。

图表 15：各车型结构占比月度走势比较



来源：工信部，中泰证券研究所

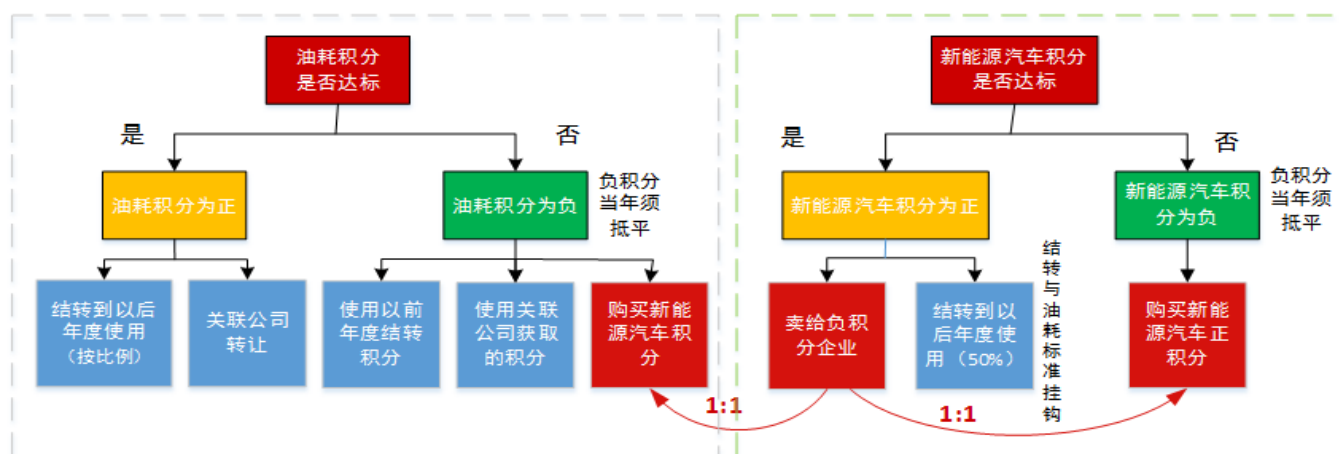
图表 16：单车带电量月度走势（单位：Kwh）



来源：工信部，GGII，中泰证券研究所

- 后补贴时代临近，双积分政策推动，发展规划引导行业稳步增长。
 - 后补贴时代临近：2019年补贴政策，在乘用车方面，续航里程250-400KM（1.8万元）、400KM以上（2.5万元），单车最高补贴2.75万；2020年则是补贴最后一年。

- 双积分政策推动:** 作为政策上的衔接, 2019年7月9日, 工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案(征求意见稿), 9月11日, 工信部提出关于修改《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》的决定(征求意见稿), 要求CAFC积分与NEV积分须同时达标, 2021-2023年NEV积分比例分别为14%、16%以及18%, 在2021年-2023年修改后的双积分作用下, 国内新能源乘用车“达标”销量则要达到210万/274万/335万辆;

图表 17: CAFC、NEV 核算方式


来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 18: 根据双积分政策要求, 推算国内新能源车产销量情况

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
乘用车销量 (万辆)	2,448	2,419	2,212	2,002	2,002	2,062	2,134	2,209
销量增速		-1.2%	-8.6%	-9.5%	0.0%	3.0%	3.5%	3.5%
新能源积分目标比例			不执行	10%	12%	14%	16%	18%
新能源积分目标值 (1)				200.2	240.3	288.7	341.5	397.6
需抵消燃油负积分 (2)				140	187	231	316	373
积分总计 (1) + (2)				340	427	519	658	771
单车的NEV积分			3.8	3.80	3.80	2.47	2.40	2.30
对应新能源汽车产量 (万辆)				90	112	210	274	335

来源: 工信部, 中泰证券研究所

- 发展规划引导行业稳步发展:** 与此同时, 根据工信部《新能源汽车产业发展规划 (2021-2025)》(征求意见稿), 到2025年, 新能源汽车销量占当年汽车总销量的25%, 按照2018年汽车销量(约2800万辆)进行计算, 2025年新能源汽车销量将达到700万辆, 对应

2018-2025 年 CAGR 为 28%；并专列“保障措施”章节，地方政府加大公共车辆运营、21 年重点区域公共领域新增车辆全部电动化。

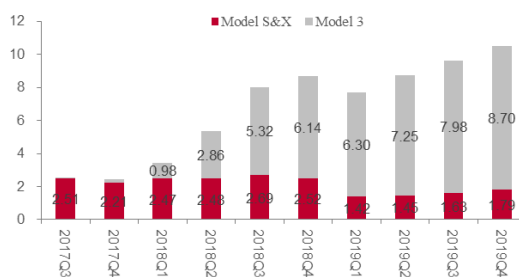
- **特斯拉 Model 3 显著放量, 市场认可度凸显, 是全球最为畅销车型。**2017 年 7 月 Model 3 正式于 Fremont 的广场交付, 但是随后因电池产线自动化等问题, 导致 Model 3 产能释放不及预期, 周产量也未迟迟未有明显提升, 2018 年 5 月之前, 周产量为 3000 辆以下; 但 2018 年 5 月后, 随着电池产线问题得到解决, 周产量得到迅速提升, 2018 年 6 月底达到 5000 辆。因此, 进入到 2018Q3, 特斯拉 Model 3 销量得到显著提升, 单季度销量达到约 5.3 万辆, 而截至 2019Q4, Model 3 单季度销量已经提升到 9.26 万辆; 另外, 从各品牌车型 2019 年销量来看, Model 3 销量远超其他品牌电动车型。

图表 19: Model 3 是全球最畅销电动车型 (万辆)

排名	车型	2019销量	2018销量	YoY
1	Model 3	30.1	14.6	106.2%
2	北汽EU系	11.1	9.1	22.0%
3	Nissan Leaf	7.0	8.7	-19.5%
4	比亚迪元	6.8	5.0	36.0%
5	宝骏E系列	6.0	4.9	22.4%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: tesla 分车型历史销量情况 (万辆)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **特斯拉加速全球化进程, 产能逐步释放。**据公司公告, 上海工厂已于 2020 年 1 月 7 日正式交付第一辆国产 Model3, 并且已具备产量超 3000 辆/周生产力, 年产能 15 万辆, ModelY 预计 21 年开始生产, 电池 PACK 产能将快速提升。德国柏林 Gigafactory4 也正式落地, 首批交付预计在 2021 年开始。

图表 21: tesla 全球工厂规划逐步推进

Fremont

The production ramp of Model Y started in January 2020. Together with Model 3, our combined installed production capacity for these vehicles is now 400,000 units per year.

The ramp of Model Y will be gradual as we will be adding additional machinery in various production shops. After such expansions are done by mid-2020, installed combined Model 3 and Model Y capacity should reach 500,000 units per year. We will start delivering Model Y vehicles by the end of Q1 2020.

Shanghai

We have been gradually ramping local production of battery packs since late Q4 2019. The rest of the Model 3 manufacturing processes are running as expected. Due to strong initial customer response in China, our goal is to increase Model 3 capacity even further using existing facilities.

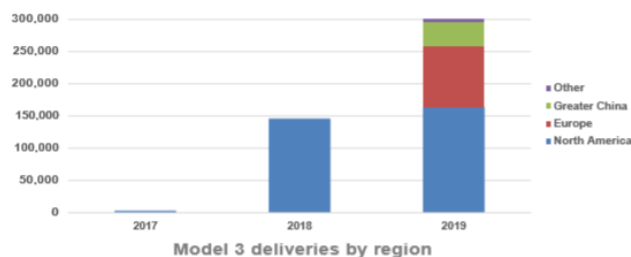
We have already broken ground on the next phase of Gigafactory Shanghai. Given the popularity of the SUV vehicle segment, we are planning for Model Y capacity to be at least equivalent to Model 3 capacity.

Berlin-Brandenburg

We are moving forward with our preparations near Berlin, which we have selected as the right place to build vehicles for the European market due to a strong manufacturing and engineering presence in Germany. The first deliveries from this factory are expected in 2021.

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S / Model X	90,000	Production
	Model 3 / Model Y	* 400,000	Production
Shanghai	Model 3	150,000	Production
	Model Y	-	Construction
Berlin	Model 3	-	In development
	Model Y	-	In development
North America	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Cybertruck	-	In development

* Model 3/ Model Y installed capacity in Fremont will extend to 500,000 by mid-2020



数据来源：公司公告、中泰证券研究所

- 我们可以清晰的看到，碳排放压力、补贴政策下，以及 tesla 的竞争下，传统欧洲车企不断加大投资，积极推出纯电动平台，发力新能源车布局，并且有加速趋势。根据大众新战略规划，未来 5 年大众 EV 销量 CAGR+97%，其中 2019 年 10 万，2020 年 40 万，2025 年 300 万，2029 年之前交付 2600 万 EV (MEB2000 万+PPE600 万)，600 万 PHEV (MQB&MLB)。

图表 22：海外车企发力新能源车布局，并且有加速趋势

区域	车企	战略规划
欧洲	大众	未来5年大众EV销量CAGR+97%，其中19年10万，20年40万，2025年300万，2029年之前交付2600万EV (MEB2000万+PPE600万)，600万PHEV (MQB&MLB)
	宝马	2025年新能源车达到25款，15-25%销量为新能源车
	奔驰	2020年10万辆销售，2022年10款新能源车，2025年25%销量为新能源车
	沃尔沃	2025年集团50%销量为纯电动车
	标志雪铁龙	2022年达到90万辆新能源车销量
	奥迪	至2025年前将推出20款电动化汽车，其中12款左右为纯电动车型
美国	特斯拉	2020年销量规划为100万辆，11月21日特斯拉将推出Cybertruck，正式进军皮卡市场，特斯拉Cybertruck订单近15万，预计2020年下半年开始交付，全球皮卡市场规模超过500万台
	通用	2020年将推出超过9款新能源汽车；2023年前在中国推出20余款纯电动车型
	福特	2025年底在中国推出50款汽车车型，其中包括8款纯电动汽车车型
日韩	丰田	将原定于2030年的目标提前5年，至2025年，丰田汽车在全球范围内将计划售出550万台电动车，其中HEV和PHEV销量将达450万辆以上，EV和FCEV达100万辆以上
	本田	到2025年欧洲市场销售的三分之二车辆全为电动车，到2025年前向中国投放20多款电动化车型，到2030年全球销量的三分之二为新能源车
	日产	2020年销售车辆的20%为零排放汽车，2025年电动车占总销售额的40%
	现代	预计到2025年，共推出44款新能源车，现代起亚新能源车销量目标167万辆

来源：公司公告，中泰证券研究所

电池铝箔市场空间大，增速快

- 全球电池铝箔市场将延续高增长。我们预估全球电动车 2019-2022 年产量分别为 302、408 以及 541 万辆，在此基础之上我们测算，2019-2022 年全球电池产量分别为 207、276、362、465GWh，据此测算，2019-2022

年电池铝箔需求量分别为 14.5、19.4、25.4 以及 32.5 万吨，复合增长率超过 30%，其中，全球动力电池铝箔需求量分别约 6.4、8.1、12.0、16.4 以及 23.0 万吨，国内动力电池铝箔需求量分别约 3.4、3.9、5.6、7.8 以及 10.9 万吨。

图表 23: 电池铝箔需求量测算 (吨)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
全球动力电池产量 (GWh)	90.8	115.3	171.6	234.5	328.6
其中, 国内动力电池产量 (GWh)	57.4	67.8	98.8	138.5	192.5
全球动力电池铝箔需求量 (吨)	63,565	80,733	120,148	164,127	230,010
其中, 国内动力电池铝箔需求量 (吨)	34,141	38,505	55,547	77,999	109,286
全球电池产量 (GWh)	176	207	276	362	465
全球电池铝箔需求量 (吨)	123,297	145,020	193,502	253,579	325,215

来源: GGII 等, 中泰证券研究所

竞争格局: 高端铝箔有效供给有限, 公司电池箔产能持续扩张

- 高端铝箔有效供给有限, 公司电池箔产能持续扩张。**当前国内电池铝箔加工工业的工艺、技术装备的整体水平仍落后于国际先进水平, 低附加值产品多, 高附加值的产品少, 大部分的企业规模小, 技术创新能力不足。全球动力锂电池用铝箔生产厂家主要集中在日本和韩国, 主要有日本的东洋铝业、UACJ 和韩国的乐天等, 而国内动力电池箔主流供应商有鼎胜新材、明泰铝业、东阳光、南山铝业等, 其中, 公司产能扩张规模最为凸显, 其募投 5 万吨动力电池箔项目预计 2020 年底建成投产, 建成后 3 年达到设计产量, 第一年达产 50%, 第二年达产 70%, 第三年达产 100%。

图表 24: 公司电池箔及其他产品产能持续扩张

公司项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
3.6万吨电池箔预估有效产能 (万吨)	1.89	1.89	1.89	2.20	3.00	3.60	3.60
8000吨涂碳铝箔预估有效产能 (万吨)				0.80	0.80	0.80	0.80
5万吨募投电池箔项目预估有效产能 (万吨)					2.50	3.50	5.00
合计电池箔预估有效产能 (万吨)	1.89	1.89	1.89	3.00	6.30	7.90	9.40
其他板带箔产品预估有效产能 (万吨)	44.96	55.00	55.00	55.00	59.00	74.00	74.00

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 国内部分主要铝箔企业产能情况 (吨)

企业	当前产能	产能以及扩张规划
南山铝业	16,800	规划年产高档铝箔 2.1 万吨, 其中高性能动力电池箔和数码消费类电池箔 1.68 万吨, 预计本项目建设期为 28 个月 (则预估 2021 年下半年投产), 截止 19H1, 工程进度 0.5%, 已完成土地摘牌手续, 正在开展设备招标。
东阳光	10,000	与 UACJ 合作的乳源精箔, 新建第三工厂厂房等, 总投资额不超过 6 亿元人民币, 该项目预计 2020 年投产, 钎焊箔总产能将达到 7 万吨/年, 电池铝箔产能预计达到约 1 万吨/年

鼎胜新材	35,000	8000吨动力电池涂碳铝箔建设项目已竣工, 预估2020年底投产募投项目5万吨, 建成后3年达到设计产量, 第一年达产50%, 第二年达产70%, 第三年达产100%
明泰铝业	10,000	动力电池箔产能1万吨

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

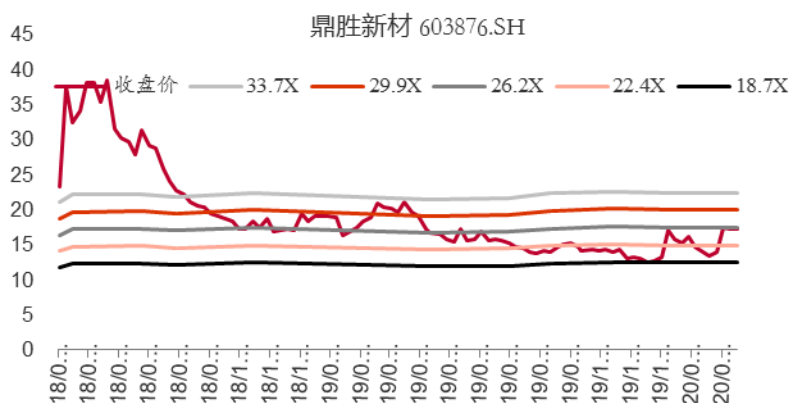
投资建议

- **核心假设:** 1、空调箔、单双零箔、普板带以及电池箔等产品加工费保持稳定; 2、根据募投等项目投产进度, 预计电池箔2019-2021年销量分别约1.8万吨、3万吨、6万吨, 其他产品产销量保持不变。
- 在核心假设下, 我们预计公司2019/2020/2021年归母净利润分别为3.1/3.8/5.3亿元, 对应EPS分别为0.73/0.74/1.04元(考虑公司转债转股后的稀释), 目前股价对应的PE估值水平则分别为24X/23X/17X。公司估值位于行业可比公司平均水平, 同时也是历史估值均值水平, 考虑到公司业绩快速成长性(公司归母净利润CAGR2019-2021为30%), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 26: 可比公司估值水平

代码	公司	2019E	2020E	2021E
002540.SZ	亚太科技	20.37	19.31	-
002824.SZ	和胜股份	80.73	41.46	24.35
601677.SH	明泰铝业	8.26	9.36	8.50
603876.SH	鼎盛新材	23.93	23.38	16.75
可比公司平均		33.32	23.38	16.53

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 27: PE Bands


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 28: 盈利测算核心假设

加工费预估 (元/吨)	2019E	2020E	2021E
普板带	2,700	2,700	2,700
空调箔	4,600	4,600	4,600
双零箔	7,600	7,600	7,600
单零箔	5,400	5,400	5,400
电池箔	13,000	13,000	13,000
其他	7,500	7,500	7,500
平均	5,700	5,800	6,200

销量 (吨)	2019E	2020E	2021E
普板带	69,681	69,681	69,681
空调箔	202,459	202,459	202,459
双零箔	115,660	115,660	115,660
单零箔	104,774	104,774	104,774
电池箔	17,955	30,505	60,525
其他	53,460	53,460	53,460
加和	563,990	576,540	606,560

来源：WIND，中泰证券研究所

风险提示

- **新能源汽车政策不及预期，政策执行不及预期。**各国新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险；中国双积分制度、欧洲碳排放法规执行不及预期，导致行业电动车需求不及预期风险；
- **全球新能源汽车销量不及预期。**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性；
- **竞争加剧导致加工费下降风险。**在非电池箔领域市场比较饱和，竞争加剧，加工费可能下滑，而随着国内电池铝箔产能的持续投放，可能存在阶段性过剩，亦存在导致加工费大幅下降风险。

图表 29: 公司财务报表 (单位: 百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7089.43	9200.40	10291.37	10277.90	10745.26	11566.98
减: 营业成本	6272.58	8304.06	9353.76	9344.56	9688.93	10284.15
营业税金及附加	23.09	28.77	36.82	35.97	37.61	40.48
营业费用	188.81	215.17	244.25	256.95	268.63	289.17
管理费用	128.43	134.21	78.02	141.83	148.28	159.62
财务费用	79.36	182.60	115.87	99.64	118.87	119.35
资产减值损失	-0.79	7.45	13.47	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-5.04	-1.78	-68.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-8.32	1.55	1.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-56.63	0.00	0.00	0.00
营业利润	384.59	327.93	326.18	398.94	482.94	674.20
加: 其他非经营损益	17.97	1.55	-8.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	402.56	329.48	317.81	398.94	482.94	674.20
减: 所得税	63.51	55.40	53.23	79.79	96.59	134.84
净利润	339.05	274.07	264.59	319.15	386.35	539.36
减: 少数股东损益	4.26	7.07	6.17	7.44	9.01	12.57
归属母公司股东净利润	334.79	267.00	258.42	311.71	377.35	526.79
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1742.73	971.51	860.22	2055.58	2149.05	2313.40
应收和预付款项	1614.89	1980.07	2139.37	1792.31	2315.15	2100.99
存货	1353.73	1624.47	1642.50	1717.95	1766.34	1932.00
其他流动资产	134.95	138.57	100.15	100.15	100.15	100.15
长期股权投资	236.23	223.21	189.49	189.49	189.49	189.49
投资性房地产	60.35	59.06	77.34	65.96	54.58	43.20
固定资产和在建工程	2401.47	2712.52	3017.28	3343.37	3513.39	3485.31
无形资产和开发支出	109.04	104.27	135.04	118.55	102.07	85.59
其他非流动资产	191.45	109.96	106.85	92.03	77.20	77.20
资产总计	7844.84	7923.65	8268.24	9475.39	10267.43	10327.32
短期借款	2228.30	2326.39	2487.79	400.48	3628.71	1322.90
应付和预收款项	2408.81	1793.12	1426.47	3182.13	1596.28	3475.84
长期借款	708.03	120.65	609.04	1863.04	664.47	664.47
其他负债	353.52	1295.21	201.22	198.36	198.36	198.36
负债合计	5698.65	5535.37	4724.52	5644.01	6087.82	5661.57
股本	365.00	365.00	430.00	433.62	512.06	512.06
资本公积	816.50	816.50	1552.62	1549.00	1470.56	1470.56
留存收益	929.84	1164.86	1399.12	1679.34	2018.56	2492.13
归属母公司股东权益	2111.34	2346.36	3381.75	3661.97	4001.19	4474.75
少数股东权益	34.85	41.92	57.12	64.56	73.57	86.14
股东权益合计	2146.19	2388.28	3438.87	3726.53	4074.76	4560.90
负债和股东权益合计	7844.84	7923.65	8163.39	9370.54	10162.58	10222.47
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	-436.97	-9.16	142.67	2896.59	-1127.94	3160.99
投资性现金净流量	314.04	115.99	-255.47	-736.79	-651.25	-518.27
筹资性现金净流量	415.05	-226.45	302.65	-964.44	1872.66	-2478.37
现金流量净额	328.01	-178.57	163.38	1195.36	93.47	164.34

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。