

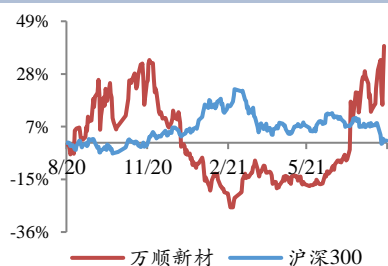
# 锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元

## 投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-08-01

收盘价(元)	7.65
近12个月最高/最低(元)	7.65/4.06
总股本(百万股)	675
流通股本(百万股)	497
流通股比例(%)	73.66
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	38

## 公司价格与沪深300走势比较



## 分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

## 分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 三驾马车驱动，产品结构持续向高壁垒、高附加值升级

公司业务由铝箔、纸包装材料、功能性薄膜三驾马车驱动，以高端转移纸、复合纸为起点，逐步向铝加工、功能性薄膜等高附加值业务延伸。铝加工业务规模全国领先，同利乐包、Amcor等国际品牌客户常年合作；纸包装业务主要合作的终端客户为“芙蓉王”“五粮液”等知名烟酒客户。公司功能性薄膜业务应用于5G手机，触控面板、汽车玻璃等。2020年底，铝加工、纸包装、功能性薄膜收入占比分别为50.59%/10.00%/0.99%。21Q1公司实现收入14.08亿元，同比增长31.93%，归母净利润0.07亿元，同比增长213.69%。

### ● 前瞻布局锂电池铝箔，在动力电池、储能电池高景气周期投产

公司7.2万吨高精度电子箔项目自2018年8月开始建设，将于2021年底开始有序投产，8万吨锂电池用坯料2021年8月投入建设，投产力度位居行业第一梯队。锂电池箔具备需求高增长、投产壁垒高、投产周期长等特性：

1) 受益于动力电池、储能电池需求高增长：锂电铝箔作为锂电池正极集流体，2021年上半年全球新能源汽车销量225.2万辆，同增151%，动力电池装机量约100.49GWh，同增141%，锂电龙头纷纷布局扩产，按照每GWh锂电池消耗400-600吨铝箔测算我们预计2025年全球锂电池铝箔有望达到45.4-68.1万吨。

2) 工艺壁垒高、投产周期久带来供给价值显著提升：锂电池铝箔在厚度、厚差、强度、达因值、板型、洁净度六方面追求极值，在铝箔所有应用中要求最高，当前可投产产能有限，投产周期需要28-36个月，国内优质产能基于性价比大幅高于日韩产能，对于国内供应商而言属于增量市场，在高景气度下投产产能具备稀缺价值。宁德时代钠离子发布会预期将在2023年实现产业链，钠离子电池正负极均采用铝箔，铝箔在负极或有替代，公司铝箔可用于钠离子电池，或有望释放远期利润空间。

### ● 盈利预测与投资建议

公司原有铝加工及纸包装业务合作客户多年稳定，高精度电子箔项目及高阻隔膜项目自2021年起有序投产，在需求高景气、供给有限下有望贡献较大利润弹性。剔除2015年股价大幅波动，公司在2016-2020年平均市值约44亿元，公司今年1-5月在原材料涨价悲观预期下市值均值约32亿元，根据新增产能利润预期测算，2021-2023年归母净利润分别为1.12/2.66/3.96亿元，对应PE分别为27.6/11.6/7.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

下游需求不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，投产进度不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,069	5,455	6,368	8,260
收入同比 (%)	13.8	7.6	16.7	29.7
归属母公司净利润	77	112	266	396
净利润同比 (%)	-42.6	45.4	137.6	48.6
毛利率 (%)	9.6	10.0	13.1	14.1
ROE (%)	1.8	2.9	6.5	8.6
每股收益 (元)	0.11	0.17	0.39	0.59
P/E	40.1	27.6	11.6	7.8
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.3	11.1	7.2	6.1

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 公司概况.....	6
1.1 三驾马车驱动业务结构持续升级.....	6
1.2 管理层多年稳定，底部回购彰显发展信心.....	6
2 产品结构持续升级，利润拐点将至.....	8
2.1 铝加工：锂电铝箔加速投产，动力电池+储能电池驱动成长空间.....	8
2.2 功能性薄膜：具备部分生产技术通用能力.....	15
2.3 纸包装：客户常年合作关系稳定.....	17
3 传统业务利润触底，新增优质产能带来业绩弹性.....	20
3.1 收入：新投产项目有望带来拐点.....	20
3.2 利润：产品结构逐步高端化，利润弹性具备较大空间.....	22
3.3 杜邦分析.....	23
4 盈利预测及投资建议.....	24
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司部分高管及其履历	7
图表 3 股权结构图	7
图表 4 公司研发人员占比	8
图表 5 公司研发投入占总营收比重	8
图表 6 铝加工行业上下游解析	9
图表 7 2020 年中国铝箔消费应用结构	9
图表 8 中国铝箔消费量	9
图表 9 2020 年中国铝加工材产量结构	9
图表 10 全球电动车产量及增速	10
图表 11 全球锂电池出货量及增速	10
图表 12 2020 年全球新能源汽车区域竞争格局 (%)	11
图表 13 2016-2025 年全球三大领域锂电池出货量 (GWh)	11
图表 14 电池铝箔需求空间测算	11
图表 15 钠离子电池与碳酸铁锂电池性能比较	12
图表 16 公司铝加工业务拆分 (亿元)	12
图表 17 锂电池箔与传统箔产品规格区别	12
图表 18 国内上市企业电池箔领域新投产规划	13
图表 19 公司铝加工业务历年收入、增速及占总营收比重	14
图表 20 公司铝加工业务拆分 (亿元)	14
图表 21 公司铝箔业务发明专利情况	15
图表 22 公司功能性薄膜收入、增速及占总营收比重	15
图表 23 公司功能性薄膜业务拆分	15
图表 24 公司功能性薄膜介绍	16
图表 25 公司节能膜产品结构	16
图表 26 公司阻隔膜产品及规格	16
图表 27 公司高阻隔膜募投项目介绍	17
图表 28 公司功能性薄膜产销量数据	17
图表 29 公司纸包装历年收入、增速及占总营收比重	18
图表 30 公司纸包装业务拆分	18
图表 31 公司纸包装产品品种、特点和规格介绍	18
图表 32 2010-2020 年我国卷烟产量及增速	19
图表 33 2010-2020 年我国白酒产量及增速	19
图表 34 公司纸包装材料产销量数据	19
图表 35 纸包装材料业务采购数量和单价	20
图表 36 纸包装主要产品平均价格	20
图表 37 公司历年营业总收入及增速	21
图表 38 公司历年营收产品结构 (百万元)	21
图表 39 公司各产品历年营收变化趋势 (百万元)	21
图表 40 公司各产品历年营业收入占比	21

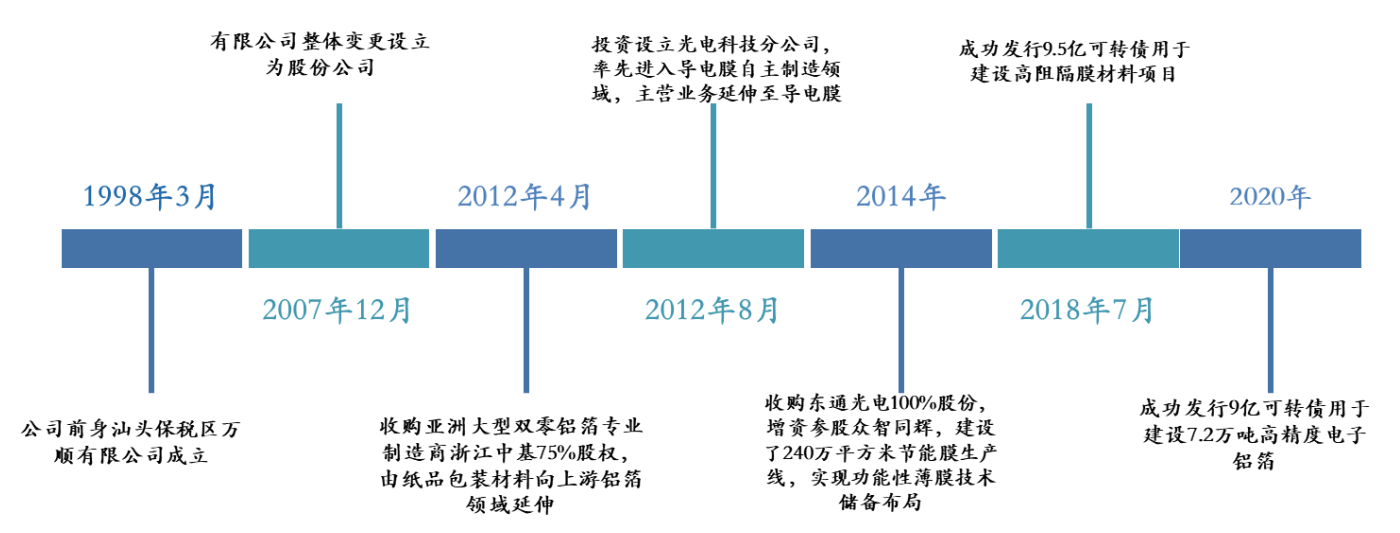
图表 41 公司各产品历年营收增速 .....	22
图表 42 公司历年归母净利润及增长率 .....	22
图表 43 公司历年毛利率 .....	22
图表 44 公司各产品毛利率 .....	23
图表 45 公司各产品毛利率贡献度 .....	23
图表 46 公司历年杜邦拆解 .....	23
图表 47 公司历年 ROA .....	24
图表 48 公司历年 ROIC .....	24
图表 49 分产品盈利预测 .....	25
图表 50 公司 PE (TTM) 的变化情况 .....	25
图表 51 公司历史市值变化情况 .....	25

# 1 公司概况

## 1.1 三驾马车驱动业务结构持续升级

公司成立于 1998 年，以纸包装业务起家，2007 年变更设立股份公司。2010 年公司在深交所创业板上市，主营中高档包装印刷用纸。自 2012 年开始，通过并购、收购等方式进军铝加工、功能性薄膜业务，逐步构建起以纸包装材料、铝箔和功能性薄膜为主的“三驾马车”业务布局。2018 年 7 月与 2020 年 12 月，公司公开发行可转债，分别募集资金 9.5 亿元与 9 亿元，分别布局动力汽车锂电池铝箔 7.2 万吨项目以及高阻隔膜项目，公司业务结构升级持续演进。

图表 1 公司发展历程



资料来源：华安证券研究所整理

## 1.2 管理层多年稳定，底部回购彰显发展信心

公司高管团队总体保持稳定，具备多年产业背景。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。2021 年 3 月末，因部分可转债完成转股，公司实收资本增至 6.75 亿元，控股股东持股比例有所下降，但实际控制人仍为杜成城。

董事长、总经理、实控人杜成城先生 1998 年，创办了公司的前身汕头保税区万顺有限公司，同时担任公司多家核心子公司的高管。副总经理陈小勇先生，为公司核心技术人员，多年担任公司技术总监。杨奇清女士具有多年行业经验和丰富的管理经验。

图表 2 公司部分高管及其履历

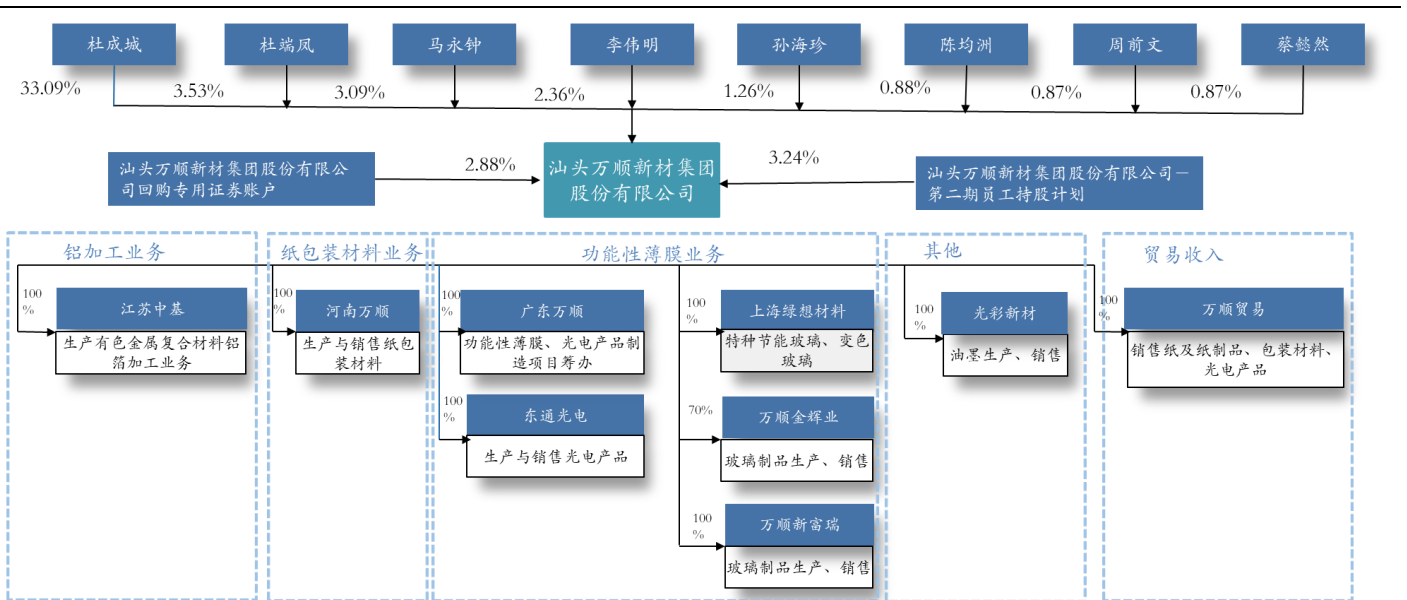
姓名	职务	出生年份	个人履历
杜成城先生	董事长、总经理	1966 年	1988 年，大学毕业分配至汕头市达濠中学任教；1998 年，创办公司前身汕头保税区万顺有限公司；历任江苏中基、江苏华丰、安徽美信董事长、总经理；历任河南万顺包装、汕头万顺贸易、广东万顺金辉业法人、执行董事。
杨奇清女士	董事、副总经理	1973 年	会计师，1991 年至 2000 年，任职于汕头市半导体器件厂；2000 年，进入公司工作；历任公司董事、财务总监、江苏中基董事。
陈小勇先生	副总经理	1962 年	高级工程师，1985 年至 2003 年，先后任职于汕头特区企业发展总公司，中外合资汕特利源来制药厂，汕头东南包装；2003 年至 2014 年，任公司技术总监。

资料来源：wind，华安证券研究所

**公司股权结构稳定，员工持股计划绑定集体利益。**截至 2021 年 3 月，杜成城持有公司 33.09% 股权，其中被质押的股数为 6250 万股，占其所持有的公司股份的 28.00%；公司第二大股东为杜端凤，持股 3.53%，其与杜成城为兄妹关系，两者共持有公司 36.62% 股权。

**底部回购股票彰显发展信心：**为了实施员工持股计划、股权激励或转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券，2021 年 2 月 18 日公司董事会、监事会同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，回购的资金总额不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含），回购价格不超过人民币 6.90 元/股（含），具体回购股份的数量以回购结束时实际回购的股份数量为准。截至 2021 年 5 月 31 日，公司累计实施回购公司股份 21204529 股，占总股本 3.14%。

图表 3 股权结构图

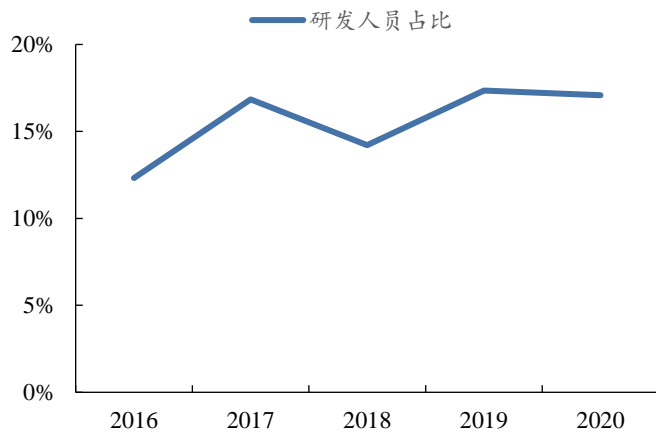


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 产品结构持续升级，利润拐点将至

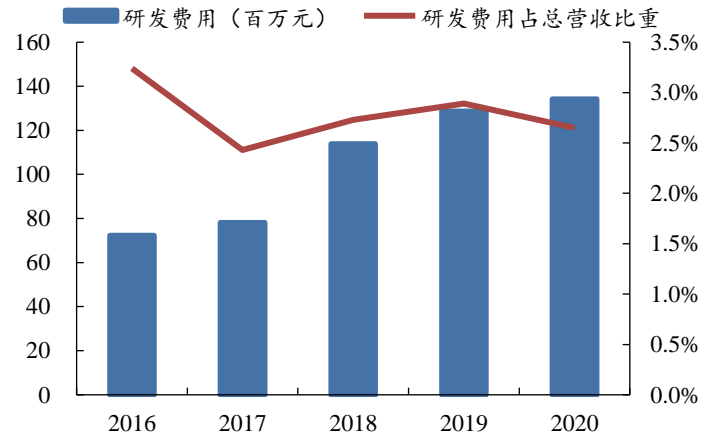
公司属于注重研发的平台型组织，始终致力于产品结构优化，通过发挥制造积淀、客户积累、高研发投入优势，向高附加值产品以及高景气赛道持续延伸。**在纸包装业务**，公司具备常年稳定的优质客户，烟标终端客户包括“荷花”、“芙蓉王”等，在酒标领域客户包括五粮液等。**铝加工业务**聚焦高精度双零级铝箔以及优质铝板带，全资子公司具备12年铝加工经验，已有铝箔客户包括安姆科 (Amcor)、利乐包 (Tetra Pak) 等，应用于伊利、蒙牛、联合利华、同仁堂等品牌包装。公司于2018年前瞻性布局高精度电子铝箔项目，根据公司公告，该项目7.2万吨电子铝箔应用于高景气动力电池赛道，一期(4万吨)于2021年12月底前投产，正式切入高速扩容的锂电铝箔行业。公司功能性薄膜业务下游应用广泛，重点研发投入持续推动产品结构优化，重点拓展纳米炫光膜、高阻隔膜、节能膜等新材料产品市场。截至2020年底，公司专利累计达192项，“三驾马车”业务持续向结构优化进发。

图表4 公司研发人员占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 公司研发投入占总营收比重



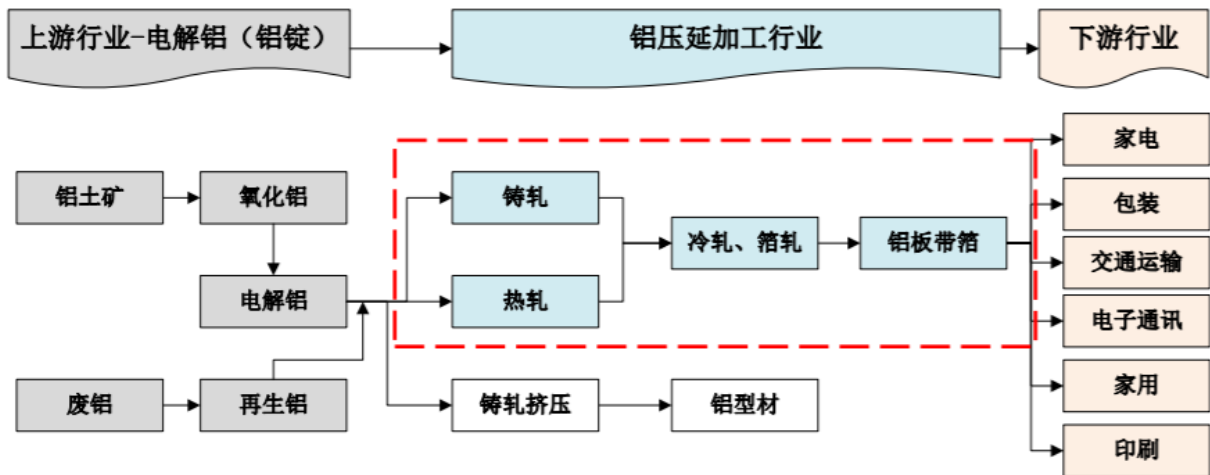
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 2.1 铝加工：锂电铝箔加速投产，动力电池+储能电池驱动成长空间

公司铝加工业务主要产品为铝板带及铝箔。铝压延加工的上游是电解铝生产商，下游应用包括建筑、交通运输、家电、包装、电力电子等行业。铝压延企业通过向上游电解铝行业采购铝锭进行加工，生产铝板带箔，铝锭是铝板带箔最重要的原材料，对铝压延加工行业影响显著。



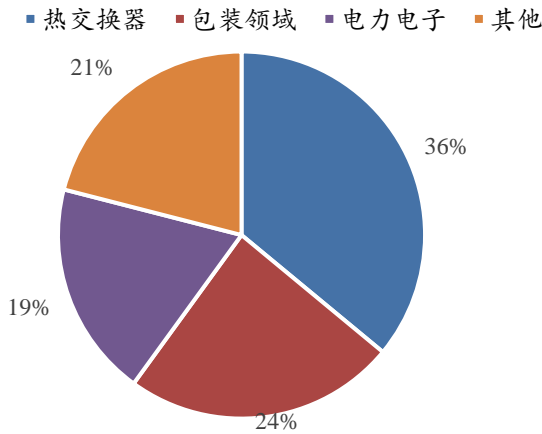
图表 6 铝加工行业上下游解析



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

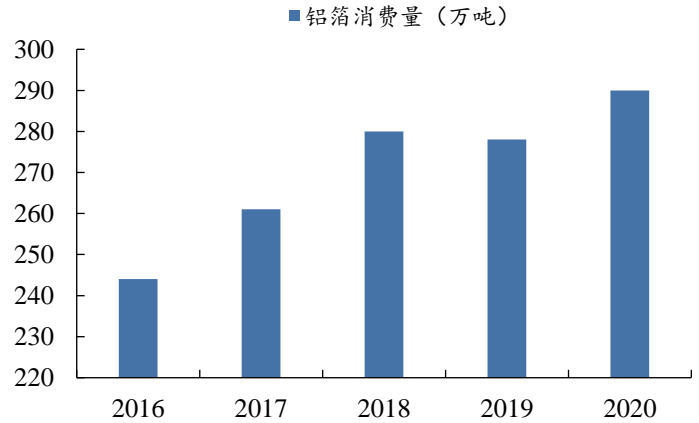
铝箔消费结构中热交换、包装领域为主要应用领域。根据公司转债评级报告，2018-2020年中国铝箔包装行业消费量分别为95万吨、103万吨和108万吨，从人均需求角度，我国人均消费量对标欧美仍有翻倍空间。2020年中国人均消费量0.77kg，西欧和美国地区人均消费量约1.26kg和1.20kg，我国铝箔规模增长空间广阔。

图表 7 2020 年中国铝箔消费应用结构



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 8 中国铝箔消费量



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 9 2020 年中国铝加工材产量结构

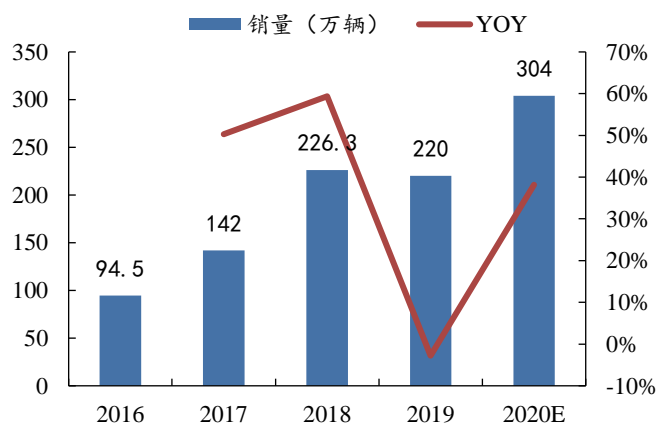
一级科目	二级科目	三级科目	四级科目	产量(万吨)	占比 (%)
品种名称	品种名称	品种名称	品种名称		
铝挤压材	铝型材	建筑铝型材		1,390	33.0%
		工业铝型材	建筑模板型材	115	2.7%
			光伏型材	142	3.4%
			轨道交通型材	9	0.2%
			3C 型材	80	1.9%
			其它	266	6.3%

	铝管材	84	2.0%
	铝棒材和其他	52	1.2%
	小计	2,138	50.8%
铝板带材	铝箔胚料	472	11.2%
	建筑装饰板	215	5.1%
	易拉罐罐料	155	3.7%
	印刷版板基	52	1.2%
	乘用车车身板	15	0.4%
	其它	276	6.6%
	小计	1,185	28.1%
铝箔材	包装箔	215	5.1%
	空调箔	95	2.3%
	电子箔	10	0.2%
	电池箔	7	0.2%
	其它	88	2.1%
	小计	415	9.9%
	铝线材	435	10.3%
	铝粉材	16.5	0.4%
	铝锻件和其它	20.5	0.5%
	合计	4,210	100.0%

资料来源：中国有色金属加工工业协会，华安证券研究所

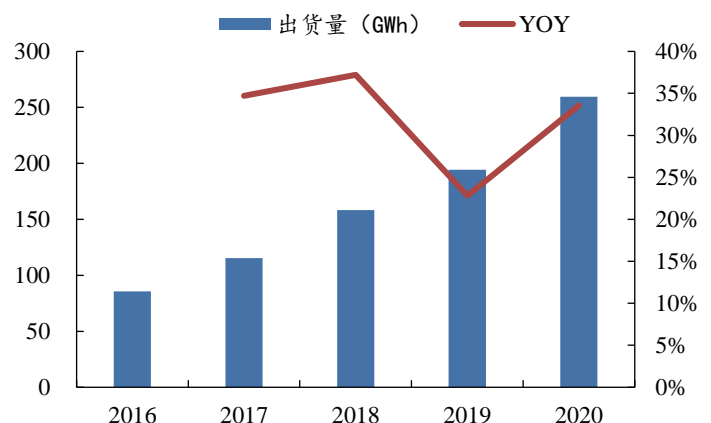
全球新能源车销售持续高速增长，全球锂电池需求进入 TWh 时代，远景广阔。锂电池铝箔需求受动力电池、3C 电池以及储能电池三重驱动。根据 GGII 统计，2021 年上半年全球新能源汽车销量 225.2 万辆，同增 151%，动力电池装机量约 100.49GWh，同增 141%，新能源汽车驱动动力电池高增长。预计 2021 年去全球新能源车销量超 500 万辆，带动动力电池装机量超 250GWh。

图表 10 全球电动车产量及增速



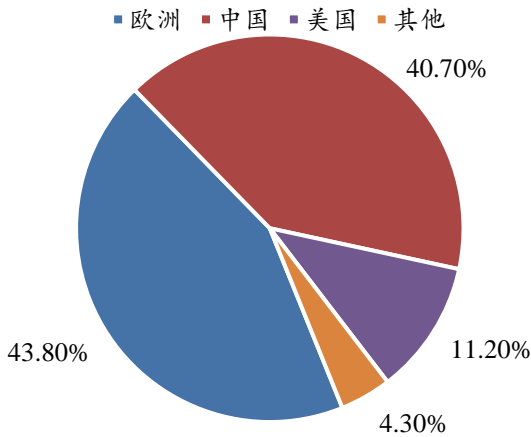
资料来源：Evsales，华安证券研究所

图表 11 全球锂电池出货量及增速



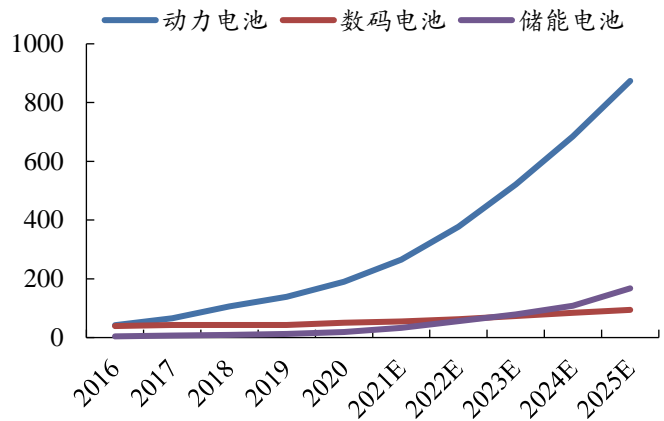
资料来源：SPIR，华安证券研究所

图表 12 2020 年全球新能源汽车区域竞争格局 (%)



资料来源: Evsales, 华安证券研究所

图表 13 2016-2025 年全球三大领域锂电池出货量 (GWh)



资料来源: SPIR, 华安证券研究所

2020 年, 全球新能源车销量 333.1 万辆, 同比增长 50.72%, 动力电池装机量 190.5GWh, 同比增长 36.95%。我们预计, 到 2025 年全球新能源车销量将达到 1780 万辆。根据 EV Tank 等统计, 2020 年全球锂离子电池出货量达到 259.5GWh, 全球新能源车动力电池出货量达到 158.GWh, 同比增长 26.4%; 储能电池出货量 19GWh, 同比增长 52%。

锂离子储能电池作为电化学储能的主要技术路线, 具有能量密度高、综合效率高、成本下降潜力大、建设周期短和适用性广泛等特性, 装机规模持续提升。我们预计锂电池出货量将达到 1135.4GWh, 其中动力电池出货量 873.6GWh, 3C 数码电池出货量 94.3GWh, 储能电池出货量 167.5GWh。我们按照 1GWh400 吨铝箔需求量来计算, 2025 年铝箔需求量将达到 45.42 万吨; 按 1GWh600 吨铝箔需求量来计算则铝箔需求量将达到 68.12 万吨。

图表 14 电池铝箔需求空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	92	122	201	221	333.1	550	810	1070	1290	1780
锂电池出货量 (gwh)	85.4	115.2	158.2	194.3	259.5	353.3	495.1	673.3	876.1	1135.4
其中: 动力电池	42.1	65.6	105.8	139.1	190.5	265.6	377.2	521	684.2	873.6
数码电池	39.2	43.1	42.8	42.7	50	54.8	62.4	73.6	83.8	94.3
储能电池	4.1	6.6	9.6	12.5	19	32.8	55.5	78.7	108.1	167.5
1GWh400 吨铝箔需求量	3.416	4.608	6.328	7.772	10.38	14.132	19.844	26.932	35.044	45.416
1GWh600 吨铝箔需求量	5.12	6.91	9.49	11.66	15.57	21.20	29.71	40.40	52.57	68.12

资料来源: EV Tank, SPIR, 华安证券研究所

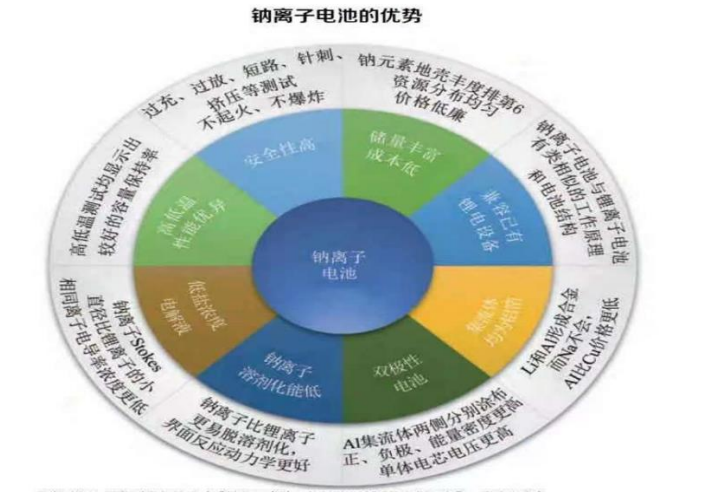
**钠离子电池或为铝箔扩容远期动力。**2021年7月29日,宁德时代召开钠离子电池发布会,公布钠离子电池技术研发情况,当前宁德时代已经开始钠离子电池的产业化布局,计划于2023年形成基本产业链。钠离子电池相对于锂离子电池最大的优势是资源依赖度低,安全性、功率特性好,工作温度宽,钠离子电池的布局是为未来可能的锂资源短缺提供潜在替代方案。据Carbontech,钠离子电池的负极可采用铝箔替代铜箔作为集流体,有效降低成本,同时提升能量密度,保持低成本、长寿命、高比能和高安全性,从而进一步激发铝箔的广阔需求。

图表 15 钠离子电池与碳酸铁锂电池性能比较



资料来源:宁德时代官网,华安证券研究所

图表 16 公司铝加工业务拆分(亿元)



资料来源:容晓辉《储能科学与技术》,华安证券研究所

**电池箔供给端特性 1) 技术壁垒高, 迭代要求高:** 电池铝箔用作锂离子电池的集电器,使用该铝箔可以大幅度降低正/负极材料和集流之间的接触电阻,提高两者之间的附着能力,从而显著提升纯电动汽车及混合动力汽车续航能力。随着动力电池能量密度提升,作为集流体的铝箔厚度越来越薄,投产门槛较高,对铝箔的厚薄均匀性、粘结性能、导电率、表面张力、伸长率等指标均有较高要求。通常来说,强度要求与厚度是反比关系,电池箔需要提高强度,目的是为减少铝箔厚度,为提高能量密度提供条件。多数电池箔客户对铝箔产品厚度标准要求要求在 $\pm 2\%$ 区间,目前多数铝箔轧机在线厚度控制系统难以达到这种要求,这种厚度精度要求是目前所有铝箔产品中最高的,工艺壁垒较高。总体来说,电池箔的工艺难度体现在厚度要求、厚度精度要求、强度、表面达因值等。最薄的厚度、最高的强度、最高的达因值最小的厚差、最优的板型、最洁净的表面,同时追求六个极值。当前国内电池箔工艺、设备整体水平落后于国际先进水平,大部分企业规模小、资源不足以及创新能力弱,而电池箔性能要求不断提高。目前主要里电池箔厂家集中于日本和韩国,主要有东洋铝业和日立金属等。基于下游对电池箔多项性能要求持续提高,供应商需要具备持续研发投入能力。

图表 17 锂电池箔与传统箔产品规格区别

项目	锂电池箔产品	传统铝箔产品
版型质量	采用在线版型检测和离线版型检测结合的形式,数据量化,并进行分析	只进行轧机在线版型检测 (AGC)
几何尺寸	厚差 $\leq \pm 3\%$ 宽差 $\pm 0.5\text{mm}$	厚差 $\leq \pm 5\%$ 宽差 $\pm 1.0\text{mm}$

表面端面质量	表面质量要求严格, 针孔数量及孔径有定量要求, 表面凹凸点、异物、铝粉、毛刺量化	只有定性的要求, 除肉眼外, 无其他需量化指标要求
机械性能	低强度 160-220Mpa 中强度 220-250Mpa 高强度 250-320Mpa 延伸率 ≥ 3%	抗拉强度 170-190Mpa 延伸率 ≥ 1.5%
表面润湿张力	一般要求达因值 ≥ 31 个别客户要求 ≥ 33	达因值 30

资料来源: 边慧娟《2021 中国国际铝加工峰会》, 中国有色网, 华安证券研究所

**电池箔供给端特性: 2) 投产时间周期久, 通常需要 28-36 个月:** 从设备订购、到港、调试、客户认证, 通常新建产能投产需要 2-3 年时间, 在当前高景气周期有能力投产的企业将具备利润弹性优势, 以及先发市占率优势。根据各公司公告, 20210-2023 年可投产产能有限。国内优质产能具备稀缺属性, 日本与韩国电池箔厂家良品率较高, 但供应价格大幅高于国内产能, 国内在高景气周期内可投产的优质产能稀缺, 逐步替代海外供应。根据公司公告, 公司高精度电子箔项目主要应用于锂电池正极材料, 根据投产进度, 一期 4 万吨产能在 2021 年内释放, 2022 年全年 4 万吨全部投产, 2023 年 8 月底三期 3.2 万吨投产, 全年加权产能 5.6 万吨, 远期 2024 年产能 7.2 万吨。8 万吨锂电池正极用坯料于 2021 年 9 月开始建设, 预计 2023 年 5 月投产。公司新产能投产节奏良好, 在高景气周期投放力度行业内较大, 有望享受高景气周期带来的利润弹性。

图表 18 国内上市企业电池箔领域新投产规划

企业	项目	预计完工时间	项目进度	资金来源	资料来源	建设开始时间	建设周期	预期收入	预期利润
万顺新材	7.2 万吨高精度电子箔项目	-	=	可转债	公司公告	-	-	-	-
	一期 4 万吨	2021 年底	100%	可转债	公司公告	2018 年 8 月	24 个月	8.99 亿	0.49 亿
	二期 3.2 万吨	2023 年 8 月底	-	可转债	公司公告	2022 年 8 月	12 个月	7.19 亿	0.57 亿
	8 万吨锂电池正极用坯料	2023 年 5 月	-	自筹	公司公告	2021 年 9 月	22 个月	28.68 亿	1.17 亿
鼎胜新材	5 万吨电池箔	2022 年底	71.71%	IPO	可转债评级报告	2018 年 1 月	24 个月	14.66 亿	-
	3.6 万吨电池箔	2021 年底	61.55%	自有资金	2020 年年报	-	-	-	-
	0.8 万吨电池涂炭铝箔项目	-	-	自有资金	招股说明书	-	-	-	-
南山铝业	高档铝箔 2.1 万吨, 其中动力电池箔及 3C 电池箔 1.68 万吨, 包装箔 0.42 万吨	2021 年底	50%	自有资金	公司公告	2019 年 3 月	28 个月	5.29 亿	1.14 亿
东阳光	1 万吨高精度铝箔新材料项目	-	33.1%	自有资金	公司公告	2019 年	-	-	-

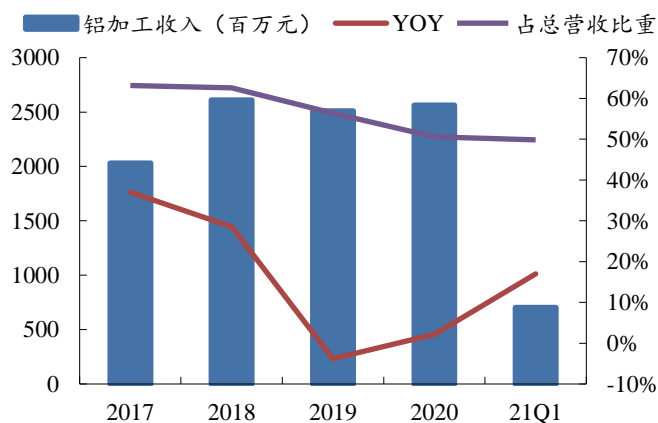
云铝股份	3.5万吨电子箔项目	-	65%	自筹	2020年年报	2017年	-	-	-
神火股份	年产10.5万吨铝箔项目	-	-	自筹	公司公告	-	-	24.36亿	3.22亿
	一期5.5万吨	2021年7月	100%	自筹	公司公告	2017年12月	-	-	-
	二期5万吨	-	-	自筹	公司公告	-	-	-	-

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

公司已有的铝加工业务主要包括铝箔和铝板带两部分，常年保持满产。铝加工业为公司核心业务，截至2020年底，该业务占公司总收入比重约50%，其中，铝箔、铝板带分别占比62.8%/32.9%。公司铝箔主攻规格0.0045-0.009mm的双零铝箔，产能利用率基本维持90%以上，主要应用于对性能及安全要求严苛的食品级包装中，长期合作客户包括安姆科、利乐等，属于稳定优质业务板块。

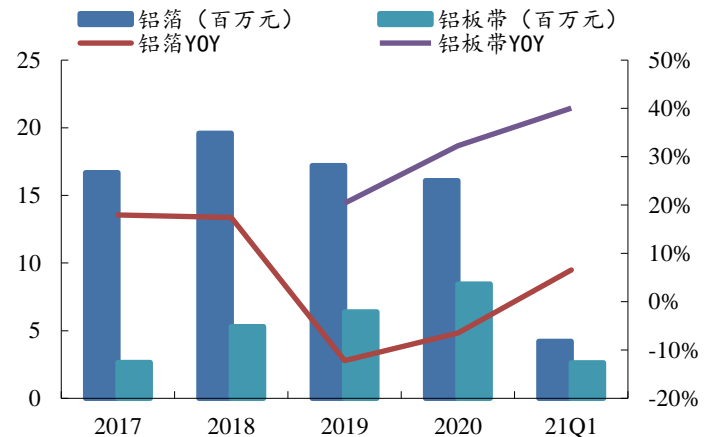
公司运营生产铝箔的全资子公司江苏中基对铝板带质量要求较高，公司自产铝板带优先向江苏中基供应，其余对外销售。2020年，公司铝板带11.43万吨产量中，内部/外部供应量分别为6.43/5.00万吨。

图表 19 公司铝加工业务历年收入、增速及占总营收比重



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 公司铝加工业务拆分 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

公司在电池铝箔业务具备生产积淀、高质量坯料支撑、进口主设备硬件保障。  
在客户基础角度：全资子公司江苏中基是国内领军铝箔生产企业，多年深耕铝箔加工业务。在高精度电子铝箔投产前，中基利用现有产线小部分产能对外供应软包电池铝箔、电池正极铝箔，服务客户包括卓越新材、东尼电子、江西明冠、中天储能等，为后续新产能订单放量提供基础，同时也在通过送样、检测等方式积极接洽目标客户，为项目投产储备客户资源。  
原材料角度：公司生产的正极箔坯料具备质量保障及稳定性，为电池铝箔投产提供原材料供应保障。  
设备角度：公司高精度电子箔引进进口主设备，形成硬件保障优势。根据公司公告，2020年，公司以电池软包箔为代表的战略性产品取得较大进展，2020年实现销量261吨，同比增长136%，为高精度电子铝箔产能释放奠定基础。

图表 21 公司铝箔业务发明专利情况

序号	专利	授权公告日	专利权期限
1	一种轧质厚度为 0.005mm 的双零铝箔的生产工艺	2012-11-21	二十年
2	锂离子电池软包装铝塑膜用铝箔及其生产工艺	2018-3-27	二十年
3	电池铝箔重卷夹具	2018-6-22	二十年
4	一种铝箔卷立体包装系统的包装方法	2019-4-12	二十年

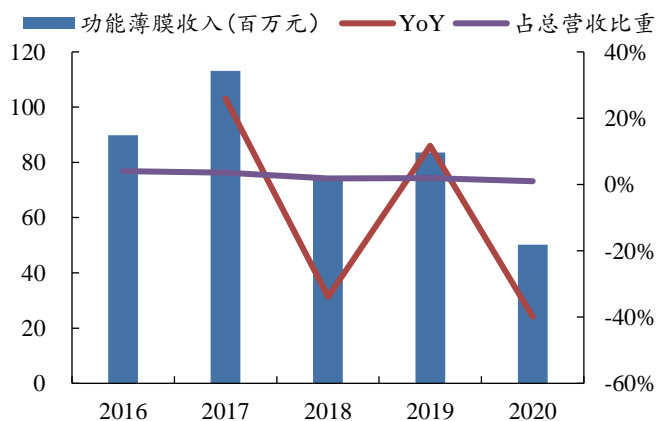
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 功能性薄膜：具备部分生产技术通用能力

公司功能性薄膜性薄膜下游应用广泛，部分设备及技术具备通用属性。公司功能性薄膜主要分为 ITO 导电膜、节能膜、高阻隔膜、纳米炫光膜、纳米银膜等，截至 2020 年底，公司共有 7 条磁控溅射设备及 5 条精密涂布线，部分功能性薄膜的生产设备及生产线能够通用。

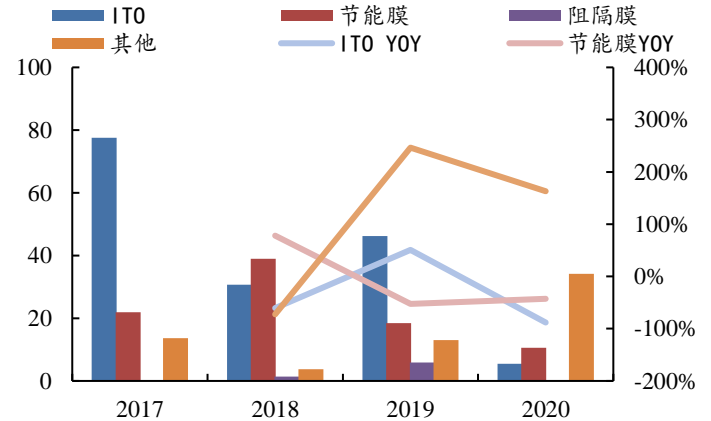
功能性薄膜业务需求、毛利暂时放缓。2020 年功能性薄膜收入为 5022 万元，同比-39.89%，总营收占比 0.99%。2017-19 年营收分别为 13111/7478/8354 万元，分别同比+25.90%/-33.89%/+11.71%，总营收占比分别 3.52%/1.79%/1.88%。功能性薄膜收入近两年处于低位主要系手机平板等电子消费市场饱和影响，导致应用于触控屏的 ITO 导电膜需求减少、产量降低，同时叠加节能膜经销市场拓展、阻隔膜生产基地建设等增速因疫情受限，使得规模效应无法发挥，功能性薄膜毛利由 18 年 26.27% 的高水平降至 20 年 3.77%，叠加疫情后原材料上涨，该板块业务毛利承压。

图表 22 公司功能性薄膜收入、增速及占总营收比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 公司功能性薄膜业务拆分



资料来源：SPIR，华安证券研究所

聚焦高潜力细分市场，提前布局高端领域。ITO 膜饱和情况下，公司调整策略聚焦纳米炫光膜、高阻隔膜、节能膜等细分高潜力产品。其中，自研应用于 5G 手机后盖的高毛利纳米炫光膜营收增速较快，2019 年批量供应下游，销量 15.38 万平米，20 年营收 1446 万元，同比+40.47%，开创了新的利润增长点。阻隔膜生产设备因疫情安装调试滞后情形下，公司凭借设备及技术通用属性，利用现有设备技术开发量子点显示器封装、食品医药包装、电子器件封装高阻隔膜新产品，前瞻性布局高技

术含量高附加值产品市场。

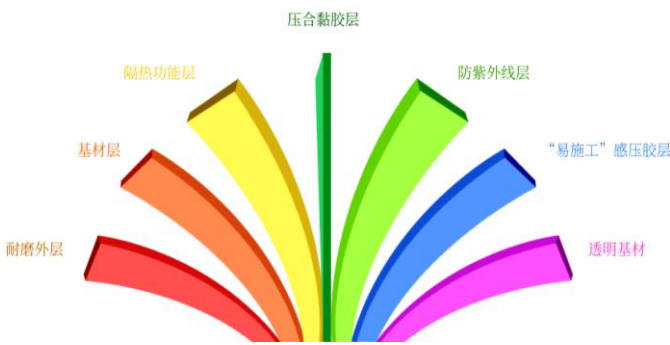
图表 24 公司功能性薄膜介绍

产品	下游领域	应用终端	功能
高阻隔膜	新型显示器件封装、食品药品包装等	量子点、OLED 显示器等	透光率高、高度阻隔氧气、水蒸气、油等介质
纳米炫光膜	玻璃装饰等	5G 手机等	不干扰电子信号、疏水疏油耐脏、提升美观度
节能膜	汽车与建筑玻璃等	应用于汽车玻璃、建筑物门窗等	控制阳光、可节约建筑能耗
导电膜	触控面板等	智能手机、平板等	传递电子信号确定手指触屏位置
纳米银膜	大尺寸柔性显示触摸屏	曲面、折叠屏手机	提高耐用程度

资料来源：公司公告，华安证券研究所

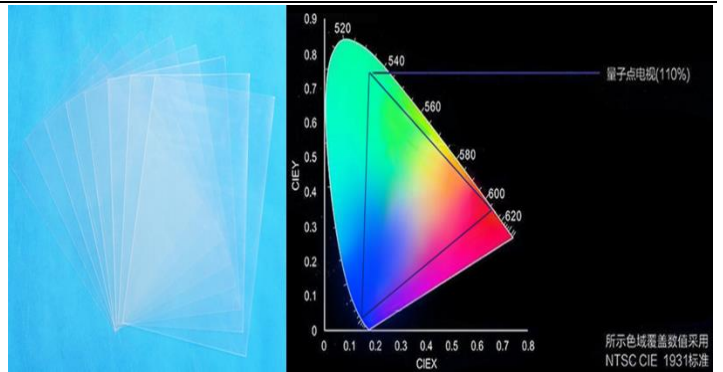
**节能膜契合碳中和趋势，树立城市公共建筑应用标杆。**节能膜是在聚酯薄膜上染色、真空磁控溅射、高精度纳米涂布等工艺加工而成，最大特点是高阻隔紫红外线而实现节能减排，据实测，深圳夏季太阳能/玻璃热负荷分别为 900/500 W/m<sup>2</sup>，全年日照 1608 小时，则每年因太阳辐射带进室内热量，每平米玻璃使空调能耗增加： $(500 \text{ W/m}^2 \times 1608\text{h})/4=201\text{kWh}$ ；隔热率按 80%，年节电： $201\text{kWh} \times 80\% = 160.8 \text{ kWh}$ ；电费按 1 元/kWh，则每平米每年可省电费约 160 元，公司节能膜产品在隔热、防晒等基础上有较优的节能减排效果，契合碳中和政策要求，20 年公司节能膜销量 20.59 万平米，同比+24.74%，公司系列节能安全玻璃产品获得节能一级认证，成功应用于亚青会主场馆、游泳跳水馆等建设项目，以优越性能赢得了良好口碑，为推广节能膜、节能玻璃产品市场提供了行业应用标杆案例。

图表 25 公司节能膜产品结构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 26 公司阻隔膜产品及规格



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**阻隔膜生产基地投产在即，应用前景广阔。**公司可转债募投项目“高阻隔膜材料生产基地建设项目”预计 21 年底投产，公司目前利用现有的磁控溅射镀膜设备，按高阻隔膜产品的要求进行预产及客户验证，根据可转债跟踪评级报告，高阻隔膜已量产供应纳晶科技股份有限公司、厦门俊轩隆电子有限公司，深圳扑浪创新科技有限公司等客户，目前公司已获得国家知识产权局颁发的 14 项与项目相关的专利项目，成功开发出食品药品包装、电子器件封装、太阳能电池封装、量子点显示器封



装等高阻隔膜产品，2019 年实现单品类销量 25.55 万 m<sup>2</sup>，同比+534.77%，20 年销量为 25 万吨，应用前景广阔。

**图表 27 公司高阻隔膜募投项目介绍**

项目	应用	建设开工日期	计划投产日期	调整后投产日期	投入资金 (百万元)
高阻隔膜材料生产基地建设项目	光电领域新型显示元器件、高端包装领域 (如药品、食品等)	2017 年	2021 年 6 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	821.40

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**功能性薄膜有望长期放量，行业格局偏向具有先发优势者。**近两年，功能性薄膜产量较高、销量不匹配，外部原因主要受 ITO 导电膜销量迅速下降和节能膜还未放量影响，内部原因主要为提前布局高阻隔膜市场增加备货所致。长期看，纳米炫光膜、节能膜、高阻隔膜等有望接力导电膜拉动功能性薄膜长期放量。作为技术密集型产业，生产企业寻求提高技术含量，提升薄膜产品的技术附加值是行业发展的趋势，同时技术含量提升技术门槛，未来市场广阔的发展空间及前景将留给先行者。

**图表 28 公司功能性薄膜产销量数据**

时间段	设计产能 (万平方米)	实际产量 (万平方米)	销售量 (万平方米)	产销率 (%)	产能利用率 (%)
2017	430	142.41	131.67	92.46	33.12
2018	540	83.92	70.92	84.51	15.54
2019	540	148.49	116.63	78.54	27.50
2020	540	122.68	86.83	70.78	22.72%

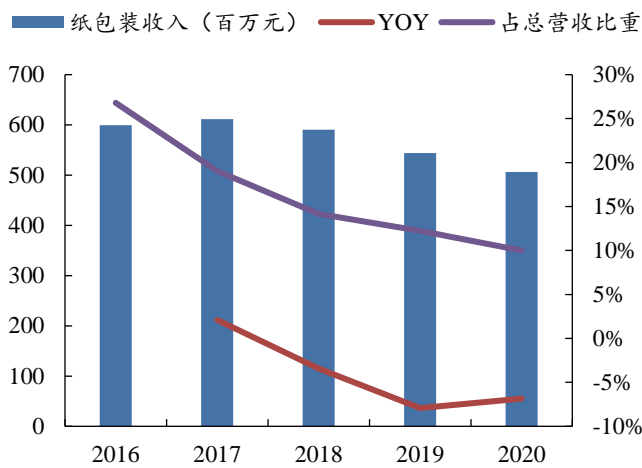
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.3 纸包装：客户常年合作关系稳定

公司纸包装主要有转移纸和复合纸两大类，主导产品为真空镀铝纸及高光玻璃卡纸等，终端客户为烟、酒、食品等生产企业，根据债券评级报告，公司纸包装产品 90% 被作为卷烟包装材料 (烟标)，剩余 10% 被作为酒类包装材料 (酒标)，**服务终端品牌包括荷花、双喜、云烟、娇子、黄金叶及五粮液等。**

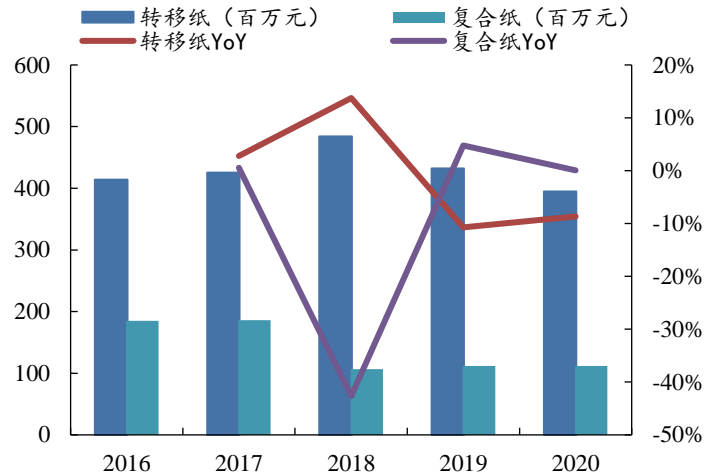
**转移纸特性优异，营收规模平均 3 倍于复合纸。**转移纸和复合纸是公司成立以来的主要业务之一，两种纸区别主要在于转移纸增加膜剥离工艺，直接使用自研清漆将镭射图案信息由膜转移到纸张表面。去膜的转移纸提升视觉效果、镭射防伪的同时具有自然降解、可回收再生利用等优异环保持性，符合国际环保潮流，需求量较为稳定，提升前景广阔。20 年转移纸营收占纸包装营收 77.9%，占总营收 7.8%，2016-2020 年，公司转移纸营收规模平均是复合纸的 3.3 倍。

图表 29 公司纸包装历年收入、增速及占总营收比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 公司纸包装业务拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**纸包装材料产品结构完善，镭射膜技术积累外延“膜”能力。**公司的转移和复合系列产品都可以再细分为镭射、金银卡、真空镀铝卡和高镜面光泽卡系列，产品规格综合利用实现档次合理搭配，完善产品结构。其中，镭射产品需使用镭射膜，公司改进并形成了具有自身特色的镭射膜生产工艺，可提高原纸原膜匹配度、增强下游印刷适印性、大幅缩短生产周期，目前公司原膜自产比例约一半。镭射膜生产过程中，公司长期实践积累膜生产所必需的的打样、涂布、涂料、喷镀、复合、检测技术，为公司后续开拓铝箔业务和功能性薄膜业务夯实了“膜”能力基础。

图表 31 公司纸包装产品品种、特点和规格介绍

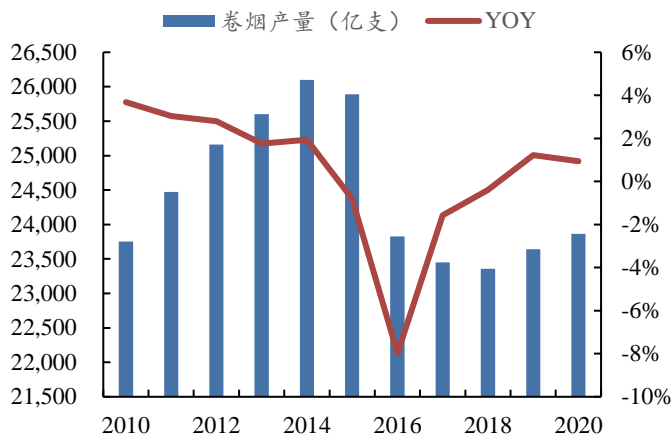
品种	典型应用	特点	规格	克重	产品展示图
喷铝镭射卡纸系列	烟、酒、化妆品、礼品等包装	高档环保可降解，镭射图案效果独特，装饰、防伪性能极佳。	宽幅787mm及以下卷筒、平张产品。	80-400g/m <sup>2</sup>	
真空镀铝卡纸系列	烟、酒、化妆品、礼品等包装	色泽光亮、金属感强、亮丽高雅；铝层附着力强；可降解、可回收，环保绿色。	宽幅1092mm及以下卷筒、平张产品。	80-400g/m <sup>2</sup>	
高光玻璃卡纸系列	烟、社会产品、化妆品、药盒等包装	镜面光泽高；耐折耐磨；擦性佳；较普通白卡纸印速快，成品率高，网点还原、图案层次感好。	宽幅1092mm及以下卷筒、平张产品。	80-400g/m <sup>2</sup>	
珠光卡、涂色卡、彩色纸系列	社会产品、化妆品、礼品等包装	根据客户来样要求安排生产，适应各种印刷包装用纸要求。	宽幅787mm及以下卷筒、平张产品。	80-400g/m <sup>2</sup>	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**卷烟和白酒产量近年来触底，烟标酒标材料收入略有降低。**烟标酒标与下游卷烟和白酒行业景气强关联。卷烟产量 2016 年大幅下降 7.98%后一直在低位徘徊，主要系 2015 年卷烟批发税率由 5%提升至 11%以及北京、上海等城市实行公共场所全面禁烟；白酒产量 2017 年以来持续下降，主要系抑制三公消费、年轻群体酒水消费习惯多元等使白酒行业转为存量竞争，马太效应显现。2018-2020 公司纸包装材

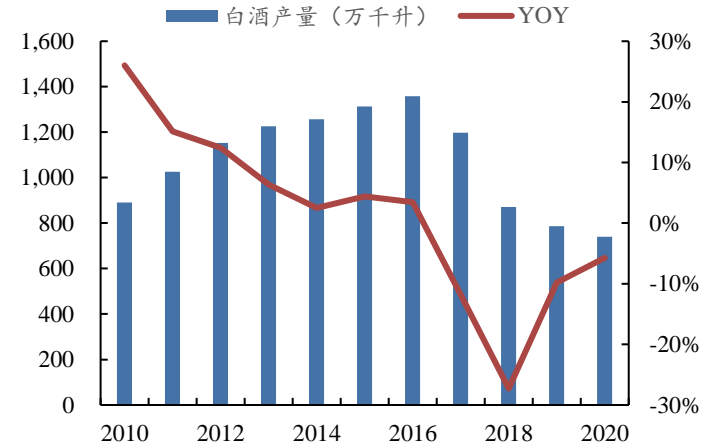
料收入 5.9/5.4/5.1 亿元，下游景气不佳传导至烟标酒标，使得公司转移纸和复合纸收入略有降低。

图表 32 2010-2020 年我国卷烟产量及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 2010-2020 年我国白酒产量及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

**纸包装业务产能保持稳定，产销协调。**目前公司纸包装材料设计年产能 8 万吨（汕头本部 6 万吨，河南万顺 2 万吨），2017-2020 年公司纸包装产、销量均保持在 4~4.5 万吨，公司实际产量与销量基本能匹配，产能利用率近两年处于约 50% 的较低水平，但产销率较高，今年来均约为 100% 及以上，2020 年产销率为 103.31%，彰显较强库存管理水平。

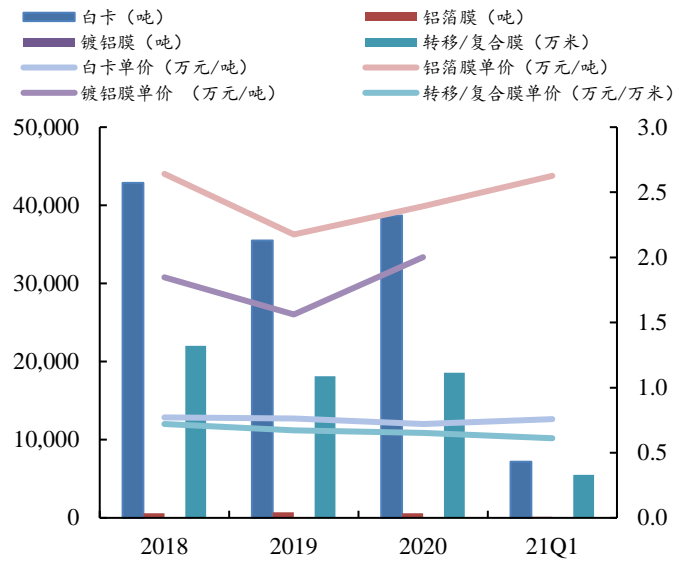
图表 34 公司纸包装材料产销量数据

时间段	设计产能 (万吨)	实际产量 (万吨)	销售量 (万吨)	产销率 (%)	产能利用率 (%)
2017	8.00	4.50	4.47	99.38	56.26
2018	8.00	4.28	4.41	102.99	53.56
2019	8.00	3.94	4.03	102.28	49.25
2020	8.00	3.98	4.12	103.31	49.74
21Q1	2.00	0.98	0.89	91.39	48.81

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

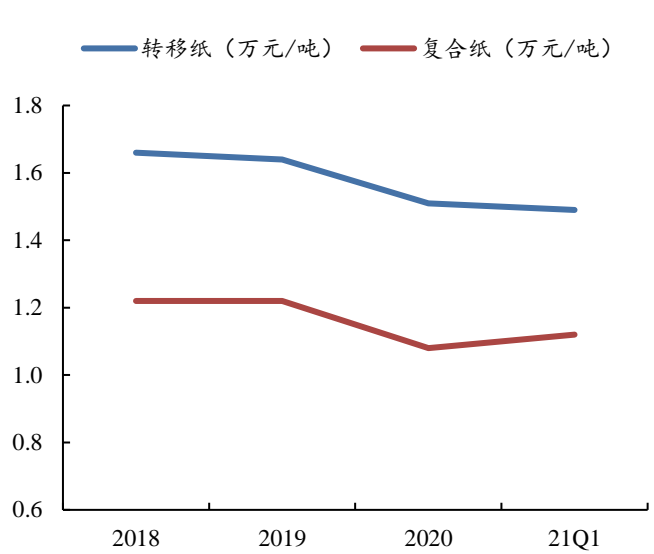
**原材料价格上升，成本端具备一定压力。**纸包装材料主要原料为原纸、原膜，两者占成本比重分别 59% 和 29%。成本端：21 年以来烟包白卡、原膜（铝箔）价格持续增长，公司在集中采购优惠基础上，实行采购部门、总经理及董事长三轮议价，严格控制采购成本；收入端：烟标行业全国公开招标和对标的深入推行，公司和烟草公司 1 年定量 1 次，议价 1 至 2 次，销售端量、价稳定，成本端白卡价格持续上涨将对烟标价格产生压力。

图表 35 纸包装材料业务采购数量和单价



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 纸包装主要产品平均价格



资料来源：公司公告，华安证券研究所

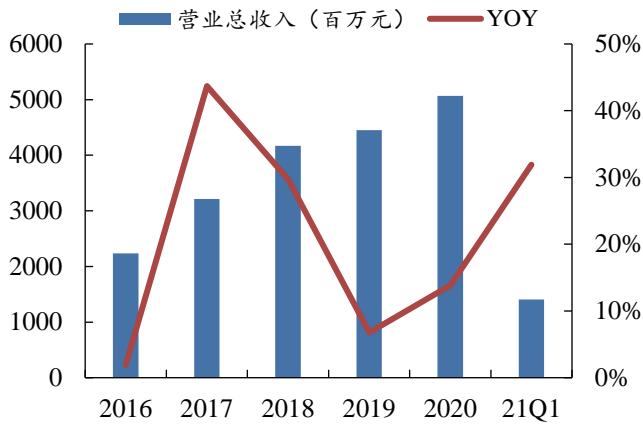
**卷烟、酒类产业集中度提高，促进烟酒标材料供应行业整合。**烟酒标材料供应中小企业较多，竞争较充分。随着下游卷烟、酒类集中度提高，对上游印刷材料供应商的技术水平、质量控制、供给能力等提出更严格要求，无法适应“高质量、大批量”的中小供应商正逐步退出烟酒标印刷材料市场。此外，在我国经济发展的带动下，包装材料的应用范围会越来越广泛，环保型包装材料、新型防伪包装材料等细分子行业占比也将不断提高。行业整合叠加市场升级，纸包装材料未来仍具有较大的发展空间。

### 3 传统业务利润触底，新增优质产能带来业绩弹性

#### 3.1 收入：新投产项目有望带来拐点

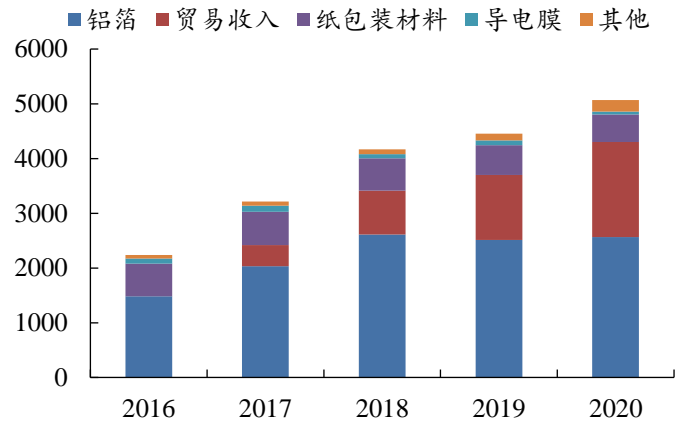
铝箔、贸易收入驱动公司收入增长。公司 2016-2020 年收入由 22.36 亿元增长至 50.69 亿元，复合增长率 22.7%。核心驱动因素为铝箔收入稳定增长、贸易收入较快增长，同期铝箔复合增长率 14.7%，20 年营收 25.6 亿元，占比 50.6%，同比+2.2%，2017-2020 贸易营收复合增长率为 65.0%，20 年营收 17.4 亿元，占比 34.3%，同比+45.6%。公司积极加大国内市场布局力度，并加强国外市场拓展。以电池软包箔为代表的战略性产品的市场开发取得较大进展，20 年销量 261 吨，同比+136%；公司铝加工产品结构进一步优化升级，市场拓展力度不断加大，为后续的高精度电子铝箔生产项目建成后产能释放奠定了基础。公司可转债募投产能“7.2 万吨高精度电子箔”及“高阻隔膜项目”下游景气度高，有望驱动收入增长。

图表 37 公司历年营业总收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

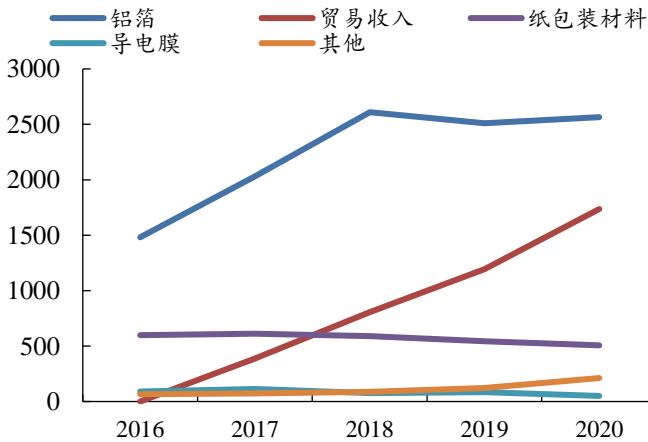
图表 38 公司历年营收产品结构 (百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

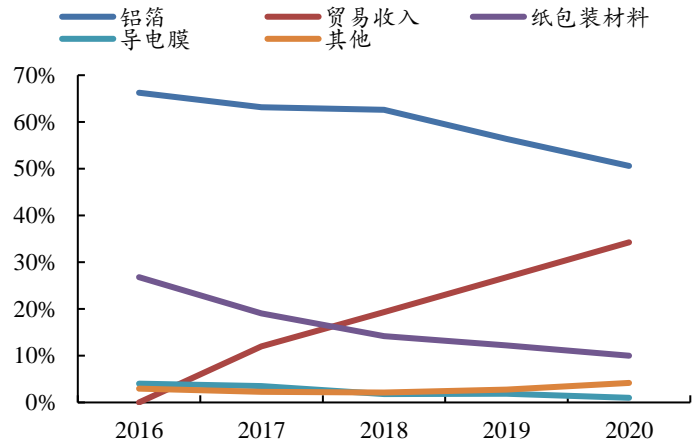
纸包装材料营收额稳定, 占比持续下降。2016-2020 年纸包装材料复合增长率分别为-4.1%, 20 年营收 5.07 亿元, 同比-6.85%, 占比由 16 年 26.8% 下降到 20 年 10%。公司纸包装材料业务实现销量 4.12 万吨, 同比+2.22%。我国作为未来最大的包装生产和消费国, 包装工业增速将高于全球平均水平, 发展空间广阔。公司真空蒸镀、油墨、印刷等技术成熟, 根据客户需求积极开发新产品、持续优化产品工艺, 进一步增强了纸包装材料业务发展后劲。

图表 39 公司各产品历年营收变化趋势 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

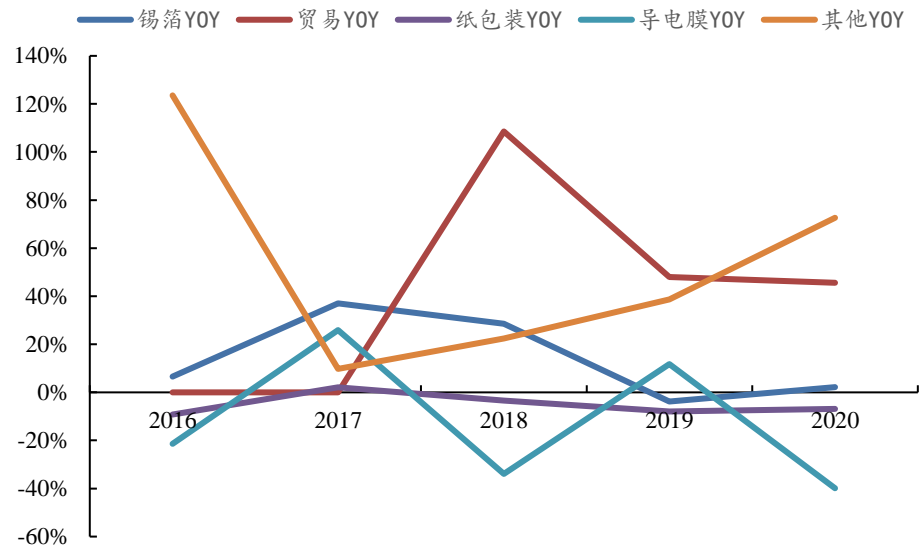
图表 40 公司各产品历年营业收入占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

导电膜需求放缓, 功能性薄膜产品结构优化、潜质可期。2016-2020 年导电膜营收复合增长率-13.5%, 20 年营收 0.50 亿元, 同比-39.89%, 占比 1%。近年来, 手机等电子消费市场饱和, ITO 导电膜需求增长放缓, 但随着触控技术在智能教育、车载控制、可穿戴产品等领域规模化应用, 导电膜应用领域日益扩大。其他新材料功能薄膜加速升级, 节能膜由单一阻光延伸变色、保温、减噪功能, 高阻隔膜由食品包装延伸至 OLED 屏封装, 纳米炫光膜提升手机信号强度的同时轻便高颜值。公司积极拓展新材料产品市场, 优化功能性薄膜产品结构, 适配多种高新技术产品的新材料功能薄膜潜在市场规模巨大。

图表 41 公司各产品历年营收增速

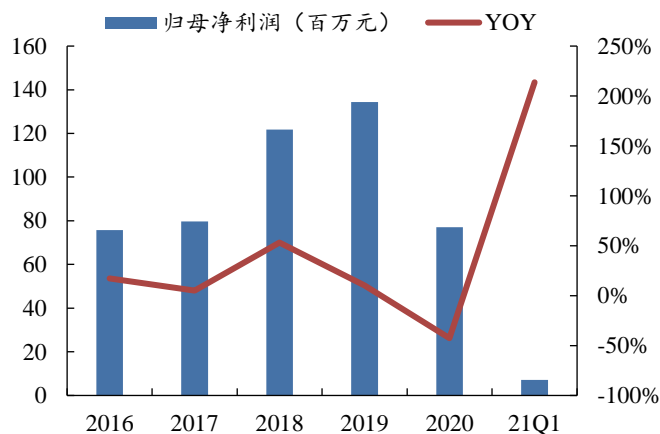


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 利润: 产品结构逐步高端化, 利润弹性具备较大空间

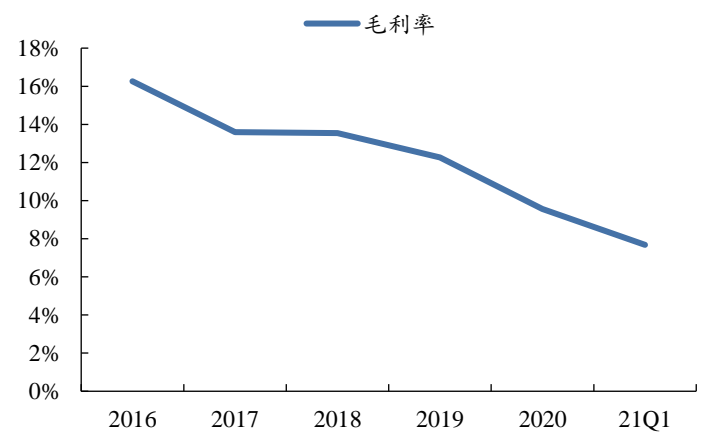
公司归属于母公司所有者的净利润基本逐年上升。过去五年, 铝箔业务、导电膜(功能性薄膜)与纸包装材料的毛利与毛利贡献度虽然呈下降趋势, 但均大于零, 且铝箔业务的毛利率贡献度为各业务中最高, 纸包装材料业务次之, 是公司过去利润持续增长的原因之一; 贸易业务的毛利与毛利贡献度逐年上升, 是未来继续驱动公司利润增长的动力。

图表 42 公司历年归母净利润及增长率



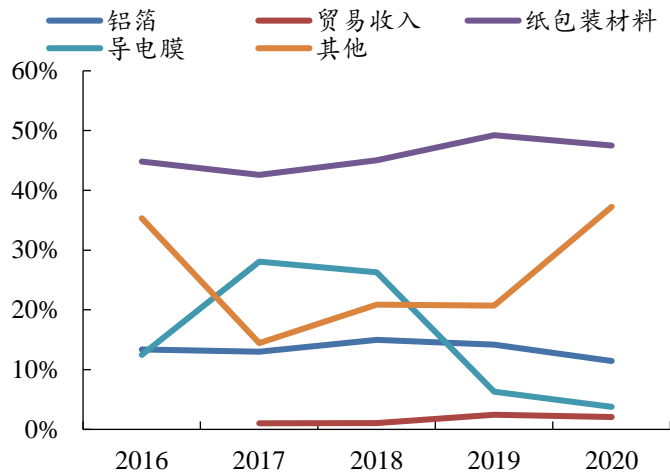
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 43 公司历年毛利率



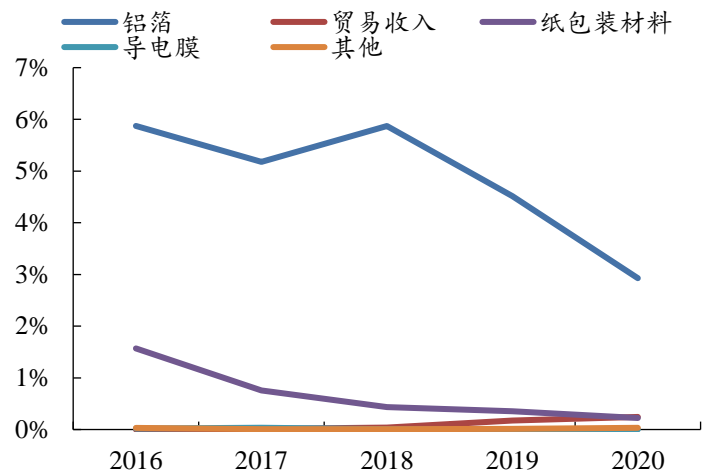
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 公司各产品毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 公司各产品毛利率贡献度



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.3 杜邦分析

公司过去五年平均 ROE 为 3.62，盈利能力具备长期提升空间。公司过去五年权益乘数平均值为 2.194，具备较大财务杠杆提升空间。公司预计抓住电子铝箔市场发展契机，提升产品附加值，进一步增强盈利能力。

**净利率:** 过去五年平均净利率为 2.65%，盈利能力具备长期提升空间: (1) 规模效应，公司高阻隔膜材料生产基地建设项目和年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目处于建设中，预计 2021 年 12 月 31 日达到预定可使用状态; (2) 提升产品附加值，增强盈利能力: 公司预计抓住电子铝箔市场发展契机，充分利用先进装备，快速扩大产能，提升产品附加值，进一步增强盈利能力和竞争力; (3) 内生效率提高: 公司已建立了一套完整、严格的采购管理程序; 生产环节按照客户的订单有序展开，满足客户的需要; (4) 贸易收入毛利率呈上升趋势。 (5) 降低原材料采购成本: 公司铝加工业务的铝锭成本占比较高，公司预计拓宽原材料进货渠道，发挥原材料集中采购的议价能力优势，有效降低采购成本。

图表 46 公司历年杜邦拆解

时间	净资产收益率 (ROE)	销售净利率	总资产周转率 (次)	权益乘数
2020	2.20%	1.52%	0.67	2.16
2019	4.43%	3.02%	0.68	2.17
2018	4.80%	2.92%	0.70	2.34
2017	3.38%	2.48%	0.63	2.16
2016	3.30%	3.39%	0.49	1.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

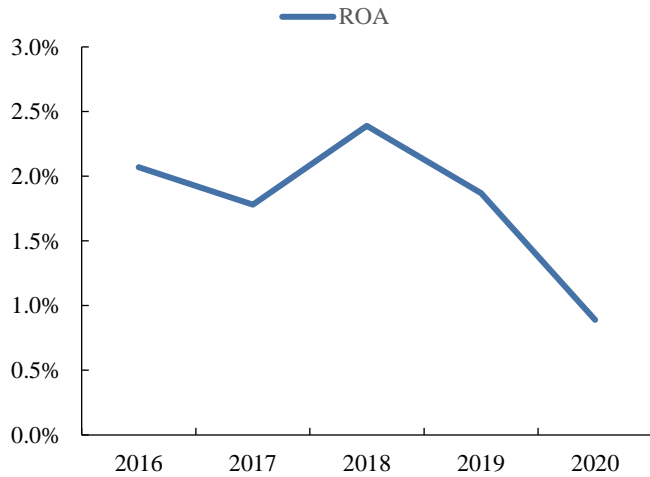
**资产周转率:** 公司资产周转率偏低，过去五年平均资产周转率为 0.63。公司高阻隔膜材料生产基地建设项目和年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目处于建设中，预计 2021 年 12 月 31 日达到预定可使用状态。2020 年受疫情影响，专家到场困难，

2021 年公司预计充分利用现代通讯技术,更有成效地做好国外专家线上指导安装调试工作。积极争取更多专家现场指导,增强调试的精准度,力争尽早完成两个重点项目的建设。预计实际产能增加,可以进一步提升资产周转率。

**ROA:** 为了保持公司技术先进性,公司持续在研发投入方面加大投入,以满足下游客户需求,为公司带来稳定的利润回报。

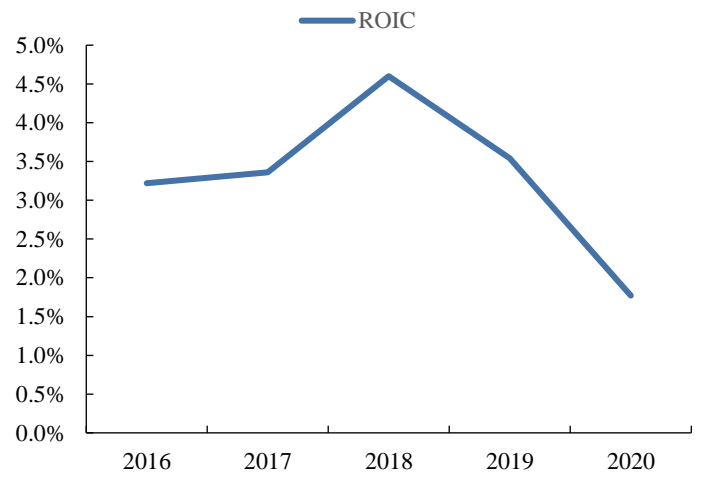
**ROIC:** 公司深耕行业多年,已具备覆盖大部分铝箔产品能力,公司现有铝箔业务主要产品为高精度双零铝箔,从产品结构上看,公司铝箔产品主要用于软包装(饮料、食品、纸包装)、卷烟等附加值相对较低的业务领域。公司虽然已经成为全国规模较大的铝箔生产企业,但公司产品中高附加值产品比例、产品精细度等方面仍有提升空间,进一步优化公司产品结构。

图表 47 公司历年 ROA



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 公司历年 ROIC



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

公司两期可转债募投项目“7.2 万吨高精度电子箔项目”及“高阻隔膜项目”预计自 2021 年底开始逐步投产,下游应用高景气,我们预计新产能有望提振公司整体业绩。公司原有铝加工业务产能利用率常年维持 90%以上,纸包装业务主要合作客户供应多年稳定,功能性薄膜业务近年有所下滑,基于部分设备及技术通用能力,开始调整战略拓展液晶调光膜、电子黑板、车载触控等应用市场。们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 54.55/63.68/82.60 亿元,同比增长 7.6%/16.7%/29.7。归母净利润分别为 1.12/2.66/3.96 亿元,同比增长 45.4%/137.6%/48.6%。首次覆盖,给予“买入”评级。



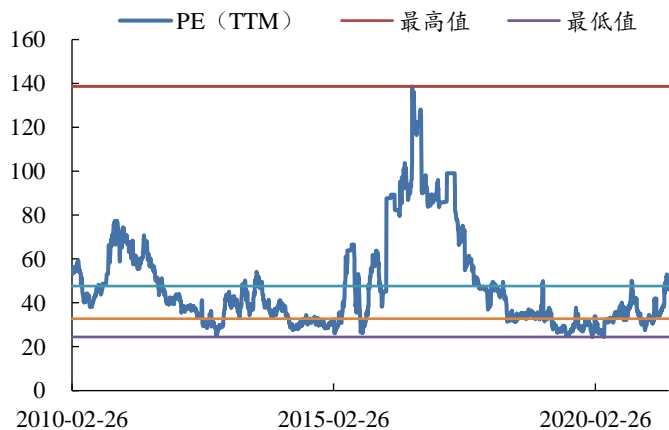
图表 49 分产品盈利预测

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业总收入 (百万元)	4452.16	5068.58	5455.08	6367.62	8259.65
yoy	6.80%	13.85%	7.63%	16.73%	29.71%
综合毛利率	12.26%	11.29%	10.00%	13.08%	14.09%
<b>复合纸</b>					
收入 (百万元)	111.91	111.99	113.67	116.51	119.19
yoy	4.77%	0.07%	1.50%	2.50%	2.30%
毛利率	25.97%	26.33%	22.00%	24.50%	25.20%
<b>转移纸</b>					
收入 (百万元)	431.95	394.64	410.82	421.09	431.62
yoy	-10.73%	-8.64%	4.10%	2.50%	2.50%
毛利率	23.26%	21.16%	19.60%	21.10%	21.20%
<b>铝加工产品</b>					
收入 (百万元)	2510.09	2564.28	2936.00	3587.20	5167.05
yoy	-3.81%	2.16%	14.50%	39.89%	75.99%
毛利率	14.20%	11.44%	12.58%	16.81%	16.89%
<b>功能性薄膜业务</b>					
收入 (百万元)	83.54	50.22	49.54	200.51	397.37
yoy	11.71%	-39.89%	-1.36%	304.76%	98.18%
毛利率	6.32%	3.77%	4.50%	20.30%	22.62%
<b>购销业务</b>					
收入 (百万元)	1192.15	1735.99	1822.79	1913.93	2009.63
yoy	48.01%	45.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	2.45%	2.08%	2.08%	2.08%	2.08%
<b>其他</b>					
收入 (百万元)	122.51	111.15	122.27	128.38	134.80
yoy	38.65%	-9.27%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.73%	24.97%	24.97%	24.97%	28.54%

资料来源: wind, 华安证券研究所

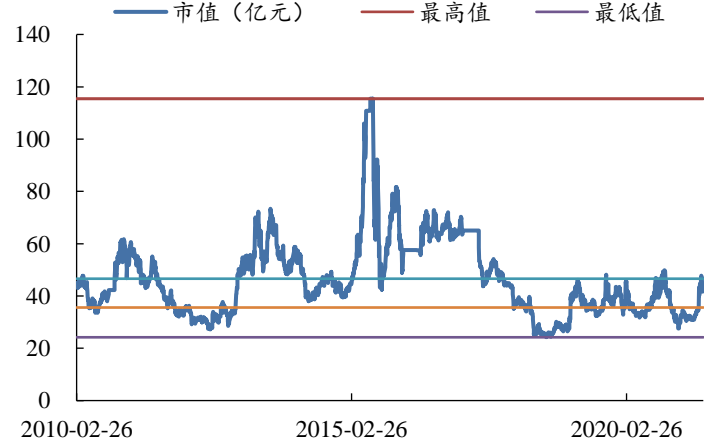
上半年估值触底主要体现原材料上涨悲观预期, 业绩拐点及赛道高景气有望带来估值弹性。上半年公司主要产品纸包装及铝板带、铝锭上游原材料价格上涨, 估值体现市场悲观预期。公司今年 1-5 月市值均值约 32 亿, 剔除股价波动较大的 2015 年, 公司在 2016-2020 年平均市值约 44 亿元。我们根据电池箔吨净利 3000 元测算, 7.2 万吨高端电子箔满产下, 在 2021 年贡献部分产能, 2022 年一期贡献 1.2 亿元净利润, 7.2 万吨整体贡献约 2.16 亿元净利润, 同时在行业景气度高、短期投产优先背景下, 有望带来估值溢价。

图表 50 公司 PE (TTM) 的变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51 公司历史市值变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 风险提示：

**下游需求不及预期风险。**公司未来收入增长主要项目电池铝箔和高阻隔膜业务处于高景气赛道，但若有政策及未来趋势变化，下游景气度或行业需求格局变化，可能会影响公司盈利能力。

**原材料大幅波动风险。**公司目前主要业务为铝加工和纸包装，其主要原材料为铝锭、纸浆等大宗商品，虽然公司具备向下游传导涨价的能力，属于成本加成定价模式，但由于时间差、传导不完整等因素，原材料价格大幅上涨可能会影响盈利能力。

**投产进度不及预期风险。**项目投产进度受多重因素影响，公司主要在建工程为高阻隔膜基地建设和电池铝箔项目，均计划于今年投产，受疫情反复的影响，海外设备供应商专家能否现场调试或远程调试的精准度可能会影响投产进度。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4779	4842	4872	5308	<b>营业收入</b>	5069	5455	6368	8260
现金	1948	1757	1201	408	营业成本	4584	4910	5535	7096
应收账款	1301	1350	1745	2270	营业税金及附加	23	31	35	83
其他应收款	253	366	356	580	销售费用	77	98	116	149
预付账款	314	404	435	653	管理费用	90	152	143	198
存货	678	681	851	1113	财务费用	43	46	57	59
其他流动资产	285	285	285	285	资产减值损失	-46	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3501	3645	4009	4823	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	-1	-3	-3	投资净收益	-0	29	12	16
固定资产	1747	2023	2476	3284	<b>营业利润</b>	83	135	331	481
无形资产	235	248	251	251	营业外收入	11	15	14	14
其他非流动资产	1519	1375	1285	1292	营业外支出	1	4	3	2
<b>资产总计</b>	8280	8487	8881	10131	<b>利润总额</b>	93	145	342	492
<b>流动负债</b>	3366	3704	4059	5080	所得税	25	35	82	122
短期借款	1230	1230	1230	1230	<b>净利润</b>	68	110	259	370
应付账款	1742	1860	2200	3005	少数股东损益	-9	-2	-7	-25
其他流动负债	395	615	629	845	<b>归属母公司净利润</b>	77	112	266	396
<b>非流动负债</b>	1224	1008	829	728	EBITDA	363	348	587	813
长期借款	1180	965	786	684	EPS (元)	0.11	0.17	0.39	0.59
其他非流动负债	43	43	43	43					
<b>负债合计</b>	4590	4713	4887	5808					
少数股东权益	51	49	42	17					
股本	675	675	675	675					
资本公积	2030	2030	2030	2030					
留存收益	939	1015	1194	1451					
归属母公司股东权益	3640	3725	3951	4306					
<b>负债和股东权益</b>	8280	8487	8881	10131					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	317	212	243	414
净利润	68	110	259	370
折旧摊销	176	149	186	247
财务费用	43	46	57	59
投资损失	0	-29	-12	-16
营运资金变动	-23	-64	-247	-246
其他经营现金流	52	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-617	-263	-539	-1044
资本支出	671	145	366	814
长期投资	0	1	1	1
其他投资现金流	53	-118	-172	-229
<b>筹资活动现金流</b>	1092	-140	-260	-163
短期借款	249	0	0	0
长期借款	750	-216	-179	-101
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	214	0	0	0
其他筹资现金流	-122	75	-81	-62
<b>现金净增加额</b>	797	-191	-556	-793

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.8	7.6	16.7	29.7
营业利润	-43.6	62.6	144.8	45.4
归属于母公司净利	-42.6	45.4	137.6	48.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	9.6	10.0	13.1	14.1
净利率(%)	1.5	2.1	4.2	4.8
ROE(%)	1.8	2.9	6.5	8.6
ROIC(%)	2.2	2.4	4.9	6.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	55.4	55.5	55.0	57.3
净负债比率(%)	16.2	19.1	27.9	42.7
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.0
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.9
应收账款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.11	0.17	0.39	0.59
每股经营现金流薄)	0.47	0.31	0.36	0.61
每股净资产	5.40	5.52	5.86	6.38
<b>估值比率</b>				
P/E	40.1	27.6	11.6	7.8
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.3	11.1	7.2	6.1

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

**分析师：**虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和日用品板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。