

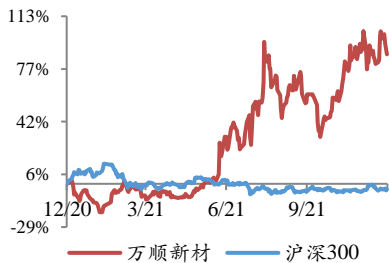
电池铝箔一期投产二期启动，高端产能有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-12-30

收盘价(元)	9.40
近12个月最高/最低(元)	10.19/4.06
总股本(百万股)	681
流通股本(百万股)	504
流通股比例(%)	73.92
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	47

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

相关报告

1. 华安证券_公司研究_公司点评_万顺新材(300057.SZ)：利润触底，新产能投产在即 2021-10-27
2. 华安证券_公司研究_公司点评_万顺新材(300057.SZ)上半年利润承压，着力推动电池铝箔研发及市场推广 2021-08-29
3. 华安证券_公司研究_深度报告_轻工制造：锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元 2021-08-02

主要观点：

- **事件：公司高精度电子铝箔项目一期投产，二期3.2万吨启动。**

公司公告“年产7.2万吨高精度电子铝箔生产项目”的一期年产4万吨高精度电子铝箔生产项目已于近日投产。项目产品高精度电子铝箔主要应用于电池电极材料及软包电池封装材料、片式铝电解电容器电极材料、印制电路板基片材料等领域。且当前公司已启动并加速二期（年产3.2万吨）项目建设，产能扩张有序开展。

- **高景气窗口期落地，下游客户持续推进。**

高精度电子铝箔基于工艺壁垒高及投产周期长等特点，当前行业供给偏紧，公司一期4万吨产能在高景气窗口落地，明年年初有望满产。按当前行业锂电铝箔吨净利3000-4000元/吨测算，公司一期4万吨预计贡献利润约1.2-1.6亿元，整体7.2万吨预计贡献约2.2-2.9亿元。同时，公司对下游加速推进送样、打样，根据三季报披露，公司下游客户包括卓越新材料、锂盾新能源、中天储能、瑞浦能源等公司，预计当前进入客户验产阶段。公司研发生产壁垒较高，核心技术人员与生产设备均行业领先，保障了公司铝箔产品的高良率。

- **传统业务订单稳定，成本压力改善明显。**

公司传统业务食品级铝箔、烟包等订单稳定；成本方面，11月初铝价明显回落，当前铝锭市场价较10月末下降10%，且公司积极采取套保对冲、缩小出口比例、缩短客户定价与交付时间等方式减弱铝价波动；白卡价格也从上半年高点9800+元/吨下滑至6100+元/吨，故公司自Q4以来整体原材料压力改善明显，盈利空间增厚。

- **高阻隔膜投产在即，载体铜膜业务进度超预期。**

公司高阻隔膜业务投产在即，可应用于光伏背板、电子器件封装、高端包装及光电领域新型显示器件等领域，公司致力打造平台式高性能膜生产基础，覆盖多类功能性薄膜，具备技术与产能先发优势。此外，公司载体铜箔业务进展加速，根据平台交流信息，公司载体铜箔已向下游电池企业送检，若量产则具备较大成长空间。我们预计21-23年归母净利润0.59/2.74/3.91亿元，对应109.2X/23.4X/16.4X PE，公司传统业务稳健，高成长新业务具备设备、工艺积淀，产品结构持续升级；2021年起，公司正极铝箔、高阻隔膜项目陆续兑现落地，由预期走向产出，维持核心推荐。

- **风险提示**

原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5069	5542	6650	8775
收入同比 (%)	13.8%	9.3%	20.0%	32.0%
归属母公司净利润	77	59	274	391
净利润同比 (%)	-42.6%	-23.9%	367.3%	42.6%
毛利率 (%)	9.6%	9.8%	12.6%	13.4%
ROE (%)	2.1%	1.6%	6.9%	8.9%
每股收益 (元)	0.00	0.09	0.40	0.57
P/E	44.44	109.18	23.37	16.39
P/B	0.95	1.73	1.61	1.47
EV/EBITDA	13.86	21.18	12.88	10.07

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4779	3924	4669	5944	营业收入	5069	5542	6650	8775
现金	1948	1011	1215	1426	营业成本	4584	4996	5813	7603
应收账款	1290	1382	1658	2188	营业税金及附加	23	31	36	88
其他应收款	253	276	331	437	销售费用	77	100	121	158
预付账款	314	271	316	413	管理费用	90	154	149	211
存货	678	725	844	1104	财务费用	43	80	19	18
其他流动资产	296	258	305	376	资产减值损失	-46	0	0	0
非流动资产	3501	3576	3734	3911	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1747	1682	1668	1598	营业利润	83	66	341	475
无形资产	235	254	263	270	营业外收入	11	15	14	14
其他非流动资产	1519	1640	1802	2044	营业外支出	1	4	3	2
资产总计	8280	7500	8403	9855	利润总额	93	76	352	486
流动负债	3366	2298	2657	3449	所得税	25	18	85	120
短期借款	1230	0	0	0	净利润	68	58	267	366
应付账款	218	238	275	360	少数股东损益	-9	-1	-7	-25
其他流动负债	1918	2059	2382	3088	归属母公司净利润	77	59	274	391
非流动负债	1224	1447	1723	2018	EBITDA	287	325	541	700
长期借款	396	619	896	1190	EPS (元)	0.00	0.09	0.40	0.57
其他非流动负债	828	828	828	828					
负债合计	4590	3744	4381	5467					
少数股东权益	51	50	43	18					
股本	675	681	681	681					
资本公积	2030	2030	2030	2030					
留存收益	935	994	1268	1659					
归属母公司股东权益	3640	3705	3979	4370					
负债和股东权益	8280	7500	8403	9855					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	317	376	256	271	成长能力				
净利润	77	59	274	391	营业收入	13.8%	9.3%	20.0%	32.0%
折旧摊销	176	168	163	171	营业利润	-43.6%	-20.8%	417.9%	39.3%
财务费用	56	80	19	18	归属于母公司净利	-42.6%	-23.9%	367.3%	42.6%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-23	80	-181	-273	毛利率 (%)	9.6%	9.8%	12.6%	13.4%
其他经营现金流	130	-32	437	627	净利率 (%)	1.5%	1.1%	4.1%	4.5%
投资活动现金流	-617	-233	-310	-336	ROE (%)	2.1%	1.6%	6.9%	8.9%
资本支出	-664	-233	-310	-336	ROIC (%)	1.3%	2.3%	4.9%	6.2%
长期投资	47	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	55.4%	49.9%	52.1%	55.5%
筹资活动现金流	1092	-1080	258	276	净负债比率 (%)	124.4%	99.7%	108.9%	124.6%
短期借款	249	-1230	0	0	流动比率	1.42	1.71	1.76	1.72
长期借款	72	223	277	294	速动比率	1.12	1.27	1.32	1.28
普通股增加	1	7	0	0	营运能力				
资本公积增加	214	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.74	0.79	0.89
其他筹资现金流	557	-80	-19	-18	应收账款周转率	3.93	4.01	4.01	4.01
现金净增加额	797	-937	204	211	应付账款周转率	20.98	20.98	21.10	21.10

每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.09	0.40	0.57
每股经营现金流薄)	0.47	0.55	0.38	0.40
每股净资产	5.34	5.44	5.84	6.41

估值比率				
P/E	44.44	109.18	23.37	16.39
P/B	0.95	1.73	1.61	1.47
EV/EBITDA	13.86	21.18	12.88	10.07

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。

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、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15%；
- 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。