

与宁德签订铝箔供应框架协议，成长确定性加强

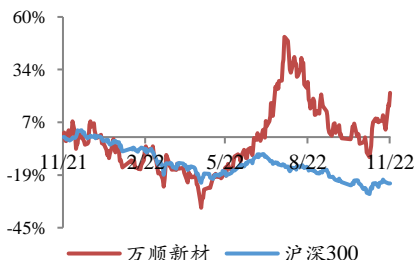
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2022-11-23

收盘价(元)	11.54
近12个月最高/最低(元)	14.19/6.09
总股本(百万股)	721
流通股本(百万股)	545
流通股比例(%)	75.56
总市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	63

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. 电池箔出货持续放量，高附加值产能持续推出 2022-10-27
2. 需求旺盛叠加产能周期，Q3 业绩大幅预增 2022-10-17
3. 铝箔业务量利双升，新产能周期+研发推进持续演绎 2022-08-26

- **事件：公司与宁德时代签订合作框架协议。**万顺子公司安徽中基近日与宁德签署合作协议：在 2023 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日期间，安徽中基承诺向宁德时代供应锂电铝箔，最低供货量合计为 32 万吨，最终供应量及价格按照双方后续具体订单为准。
- **高景气周期下电池箔产能加速推进。**安徽中基电池铝箔基地前三季度铝箔合计销量 2.08 万吨，Q1-Q3 单季度销量分别 0.52/0.73/0.83 万吨，环比分别+40.4%/13.7%。持续验证公司产能爬坡加速与下游需求旺盛。二期 3.2 万吨项目加速推进中，预计将于 23Q2 投产；此外三期 10 万吨项目也开启准备工作，预计最早将于 24H2 投产，公司 2022-2024 年电池铝箔预计产能分别为 4/7.2/17.2 万吨，供应量阶梯式增长，高质量成长性优越。
- **深度绑定头部客户，铝箔成长与确定性兼备。**公司电池铝箔具备精细化生产管控与部分进口设备基础，产品品质受到市场广泛认可，自 21Q4 产能落地以来持续推进优质客户开拓，下游客户主要包括宁德时代、多氟多、欣旺达等，且于 6 月初通过比亚迪供应商现场审核，产品履获头部企业认可。此次与宁德签署供货协议，未来三年最低供应量 32 万吨，最低累计供应量为一期产能 8 倍，订单规模超过预期，二、三期供应确定性进一步增强。
- **涂碳箔、高阻隔膜、复合铜箔等细分优质赛道持续突破。**高阻隔膜首次披露产能释放，应用于光伏、包装、量子点显示等领域，当前部分已开始供应下游光伏板厂商；涂碳箔今年开始小批量贡献，首期 2.5wt 预计明年放量；复合铜箔加速推进下游客户送样与工艺优化，产业化量产有望带来显著利润弹性。预计公司 22-24 年净利润 2.3/3.75/4.85 亿元（前值 2.69/3.82/4.82 亿元），对应 PE 35.9X/22.2X/17.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期、市场竞争加剧、汇率波动、疫情反复等风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5437	6749	8546	10682
收入同比(%)	7.3%	24.1%	26.6%	25.0%
归属母公司净利润	-44	232	375	485
净利润同比(%)	-157.0%	627.4%	61.9%	29.3%
毛利率(%)	7.7%	14.1%	14.4%	15.7%
ROE(%)	-1.2%	6.1%	9.0%	10.4%
每股收益(元)	-0.07	0.32	0.52	0.67
P/E	—	35.90	22.18	17.15
P/B	1.92	2.19	1.99	1.79
EV/EBITDA	33.80	23.38	14.70	11.47

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4002	3866	4849	6198	营业收入	5437	6749	8546	10682
现金	1258	269	413	720	营业成本	5019	5796	7315	9000
应收账款	1175	1594	1987	2467	营业税金及附加	25	30	47	107
其他应收款	229	335	403	504	销售费用	37	88	111	128
预付账款	255	367	439	536	管理费用	115	148	197	256
存货	636	799	994	1215	财务费用	35	71	89	106
其他流动资产	449	502	613	754	资产减值损失	-75	-111	-1	-1
非流动资产	3762	3833	4030	4135	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	-4	-5	-7	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2206	2259	2319	2328	营业利润	-17	267	504	709
无形资产	245	249	253	258	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	1311	1329	1463	1557	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	7764	7700	8879	10333	利润总额	-12	267	504	709
流动负债	3043	2491	3026	3668	所得税	35	40	136	191
短期借款	1142	0	0	0	净利润	-47	227	368	517
应付账款	254	288	363	448	少数股东损益	-3	-5	-7	32
其他流动负债	1647	2203	2663	3220	归属母公司净利润	-44	232	375	485
非流动负债	1196	1419	1696	1990	EBITDA	224	407	657	840
长期借款	335	558	835	1130	EPS (元)	-0.07	0.32	0.52	0.67
其他非流动负债	861	861	861	861					
负债合计	4239	3910	4722	5658					
少数股东权益	-4	-9	-16	16					
股本	684	721	721	721					
资本公积	2094	2094	2094	2094					
留存收益	751	983	1358	1843					
归属母公司股东权益	3529	3798	4173	4659					
负债和股东权益	7764	7700	8879	10333					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	144	218	211	284
净利润	-44	232	375	485
折旧摊销	178	64	56	58
财务费用	49	79	89	106
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-127	-264	-304	-399
其他经营现金流	171	602	673	918
投资活动现金流	-429	-247	-254	-164
资本支出	-409	-228	-231	-141
长期投资	0	-20	-23	-23
其他投资现金流	-20	0	0	0
筹资活动现金流	-387	-960	187	188
短期借款	-88	-1142	0	0
长期借款	-61	223	277	294
普通股增加	9	37	0	0
资本公积增加	64	0	0	0
其他筹资现金流	-311	-79	-89	-106
现金净增加额	-670	-989	144	307

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	7.3%	24.1%	26.6%	25.0%
营业利润	-120.0%	1709.2%	88.5%	40.7%
归属于母公司净利	-157.0%	627.4%	61.9%	29.3%
获利能力				
毛利率 (%)	7.7%	14.1%	14.4%	15.7%
净利率 (%)	-0.8%	3.4%	4.4%	4.5%
ROE (%)	-1.2%	6.1%	9.0%	10.4%
ROIC (%)	3.0%	5.5%	7.4%	8.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.6%	50.8%	53.2%	54.8%
净负债比率 (%)	120.2%	103.2%	113.6%	121.0%
流动比率	1.32	1.55	1.60	1.69
速动比率	1.02	1.08	1.13	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.88	0.96	1.03
应收账款周转率	4.63	4.23	4.30	4.33
应付账款周转率	19.74	20.16	20.15	20.08
每股指标 (元)				
每股收益	-0.07	0.32	0.52	0.67
每股经营现金流	0.20	0.30	0.29	0.39
每股净资产	4.90	5.27	5.79	6.46
估值比率				
P/E	—	35.90	22.18	17.15
P/B	1.92	2.19	1.99	1.79
EV/EBITDA	33.80	23.38	14.70	11.47

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。