

万顺新材 (300057.SZ)

强烈推荐 (维持)

依托主业深耕新材料，与宁德签订 32 万吨框架协议

事件：公司发布关于子公司与宁德时代签订合作框架协议的公告，约定在 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）。合作协议的签订标志着宁德时代对公司锂电铝箔质量和生产能力的认可，进一步验证了公司在新能源汽车动力电池用铝箔领域的竞争力。

□ 电池铝箔：业内仅有 5 家铝箔厂可直供宁德，公司快速突破并迅速发展为第二供应商。公司作为高端包装铝箔龙头，2018 年即开始前瞻布局电池铝箔扩产，在高端进口设备以及生产经验上有同业难以复制的优势，目前一期 4 万吨电池箔已爬坡至满产，后续有二期 3.2 万吨和定增 10 万吨扩产项目，预计今明两年市占率快速提升，规模效应下业绩弹性也较大；

储能推动涂碳铝箔需求快速增长，单吨净利有望翻倍。涂碳铝箔广泛应用于磷酸铁锂和三元电池，可改善正极活性物质和箔材接触界面。具有提高电池能量密度、抑制电池极化、降低电池内阻、增加电池循环寿命、改善电池材料加工性能等优势。公司依托电池箔光箔优势，通过收购深圳宇锋进入涂碳铝箔，并投建年产 5 万吨新能源涂碳箔项目；

□ PET 铜箔：研发先锋，量产第一梯队，2021 年四季度即进入 C 样环节。以膜基材双面铜层结构取代现行电池铜箔，可以达到减重、提高单位储电量以及提高电池安全性的目的。公司依托高阻隔膜业务，在蒸镀和磁控溅射工序的技术水平领先行业，生产的 PET 铜箔小卷样在 2021Q4 即通过客户认证，现处于配合下游需求，突破量产阶段；

□ 高阻隔膜：探路光伏背板，已形成收入贡献。公司拥有国内目前唯一一台民用进口蒸镀设备，独家联手下游客户对高端封装领域进行研发突破，重点拓展光伏背板用的高阻隔膜及节能膜、车衣膜等细分市场，积极培育具有较高发展潜力的产品及细分市场；

□ 维持“强烈推荐”投资评级。电池铝箔供不应求延续，行业已开始对宁德、比亚迪等大客户进行加工费上调，是为今年少有的加工费上涨的电池材料之一。预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 2.2、3.6、4.2 亿元，对应市盈率 38、23、19 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新能源汽车需求不及预期、加工费下行、宏观经济风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5069	5437	5765	6893	7928
同比增长	14%	7%	6%	20%	15%
营业利润(百万元)	83	(17)	266	443	528
同比增长	-44%	-120%	-1700%	67%	19%
归母净利润(百万元)	77	(44)	215	356	424
同比增长	-43%	-157%	-590%	65%	19%
每股收益(元)	0.11	-0.06	0.30	0.49	0.59
PE	106.9	-187.5	38.3	23.1	19.4
PB	2.3	2.3	6.6	5.3	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：11.43 元

基础数据

总股本(万股)	72091
已上市流通股(万股)	54469
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	62
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	2.5
资产负债率	54.2%
主要股东	杜成城
主要股东持股比例	30.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	43	21
相对表现	22	48	45



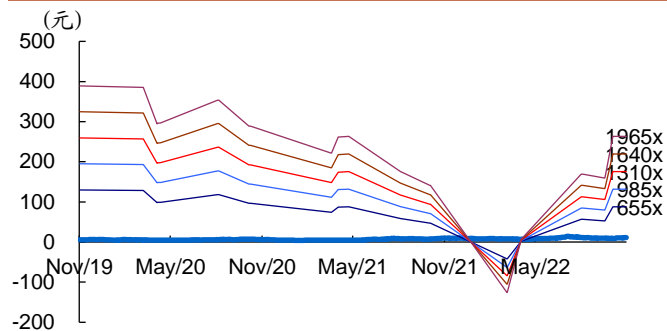
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《万顺新材(300057)一电池铝箔供不应求延续，三季报主受铝价扰动》2022-10-28
- 《万顺新材(300057)一电池铝箔规模效应可期，多业务布局看点众多》2022-09-02
- 《万顺新材(300057)一业绩预告同比大增，紧抓市场机遇，建设5万吨电池用涂碳铝箔项目》2022-07-23

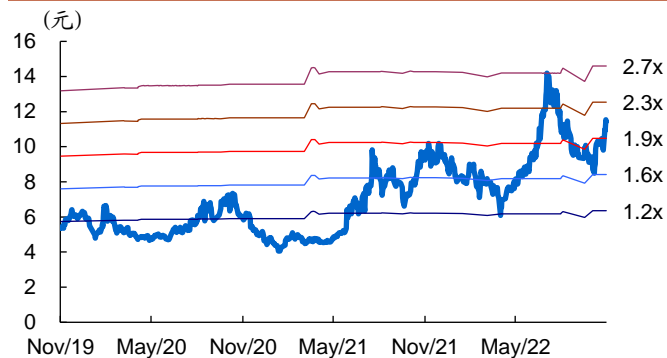
刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
杜开欣 研究助理
dukaixin@cmschina.com.cn

图 1: 万顺新材历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 万顺新材历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《万顺新材（300057）—电池铝箔供不应求延续，三季度主受铝价扰动》2022-10-28
- 2、《万顺新材（300057）—电池铝箔规模效应可期，多业务布局看点众多》2022-09-02
- 3、《万顺新材（300057）—业绩预告同比大增，紧抓市场机遇，建设 5 万吨电池用涂碳铝箔项目》2022-07-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4779	4002	3373	4012	4576
现金	1948	1258	538	646	708
交易性投资	0	21	21	21	21
应收票据	12	3	3	4	4
应收款项	1290	1175	1225	1464	1684
其它应收款	253	229	243	290	334
存货	678	636	636	746	857
其他	599	680	709	842	968
非流动资产	3501	3762	4147	4500	4825
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1747	2206	2641	3041	3406
无形资产商誉	513	494	445	400	360
其他	1241	1062	1061	1059	1058
资产总计	8280	7764	7520	8512	9400
流动负债	3366	3043	5058	5734	6277
短期借款	1230	1142	3259	3671	3948
应付账款	1742	1487	1504	1765	2027
预收账款	13	19	20	23	26
其他	382	395	275	275	276
长期负债	1224	1196	1196	1196	1196
长期借款	396	335	335	335	335
其他	828	861	861	861	861
负债合计	4590	4239	6254	6930	7474
股本	675	684	684	684	684
资本公积金	2030	1992	1992	1992	1992
留存收益	935	854	(1419)	(1127)	(810)
少数股东权益	51	(4)	10	34	62
归属于母公司所有者权益	3640	3529	1256	1548	1865
负债及权益合计	8280	7764	7520	8512	9400

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	317	144	471	461	593
净利润	68	(47)	230	380	452
折旧摊销	176	178	237	269	298
财务费用	56	49	82	82	82
投资收益	0	(0)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	22	(48)	(75)	(272)	(240)
其它	(6)	12	4	8	8
投资活动现金流	(617)	(429)	(618)	(618)	(618)
资本支出	(671)	(411)	(625)	(625)	(625)
其他投资	53	(18)	7	7	7
筹资活动现金流	1092	(387)	(573)	265	88
借款变动	1332	2084	1998	412	277
普通股增加	1	9	0	0	0
资本公积增加	214	(38)	0	0	0
股利分配	(1105)	(2440)	(2488)	(65)	(107)
其他	651	(2)	(82)	(82)	(82)
现金净增加额	791	(671)	(720)	108	63

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5069	5437	5765	6893	7928
营业成本	4584	5019	5076	5957	6842
营业税金及附加	23	25	26	31	36
营业费用	77	37	40	47	54
管理费用	90	115	122	146	167
研发费用	134	151	160	192	220
财务费用	43	35	82	82	82
资产减值损失	(45)	(79)	0	(2)	(5)
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	11	6	6	6	6
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	83	(17)	266	443	528
营业外收入	11	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	93	(12)	270	447	532
所得税	25	35	40	67	80
少数股东损益	(9)	(3)	14	24	28
归属于母公司净利润	77	(44)	215	356	424

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	14%	7%	6%	20%	15%
营业利润	-44%	-120%	-1700%	67%	19%
归母净利润	-43%	-157%	-590%	65%	19%
获利能力					
毛利率	9.6%	7.7%	11.9%	13.6%	13.7%
净利率	1.5%	-0.8%	3.7%	5.2%	5.3%
ROE	2.2%	-1.2%	9.0%	25.4%	24.8%
ROIC	1.8%	1.3%	5.9%	8.5%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	54.6%	83.2%	81.4%	79.5%
净负债比率	20.8%	20.6%	47.8%	47.1%	45.6%
流动比率	1.4	1.3	0.7	0.7	0.7
速动比率	1.2	1.1	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.2	7.6	8.0	8.6	8.5
应收账款周转率	4.1	4.4	4.8	5.1	5.0
应付账款周转率	2.7	3.1	3.4	3.6	3.6
每股资料(元)					
EPS	0.11	-0.06	0.30	0.49	0.59
每股经营净现金	0.44	0.20	0.65	0.64	0.82
每股净资产	5.05	4.90	1.74	2.15	2.59
每股股利	2.17	3.45	0.09	0.15	0.18
估值比率					
PE	106.9	-187.5	38.3	23.1	19.4
PB	2.3	2.3	6.6	5.3	4.4
EV/EBITDA	41.0	64.7	20.5	15.1	13.2

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科，中国注册会计师。2021年加入招商证券。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。