

鼎胜新材（603876）

铝箔龙头享行业高景气，钠电+涂碳打开空间 买入（首次）

2023年02月05日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 杨件

执业证书：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书：S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	18,168	21,799	24,243	27,367
同比	46%	20%	11%	13%
归属母公司净利润（百万元）	430	1,400	1,805	2,204
同比	2968%	226%	29%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.88	2.86	3.68	4.49
P/E（现价&最新股本摊薄）	55.18	16.94	13.15	10.77

关键词：#产能扩张

投资要点

- **国内铝箔龙头，电池箔放量推动公司出货高增长。**公司深耕铝箔行业，2010年起率先布局高利润电池箔，绑定宁德时代、比亚迪、LG等全球电池龙头，成为行业龙头，国内市占率50%+。公司预告2022年归母净利润13.5-14.5亿元，同比增长214%-237%，其中电池箔出货预计达11万吨，同比翻倍增长，单吨盈利提升至0.65万/吨，实现量利双升。
- **23年电池箔行业预计50%增长，紧平衡维持至23H2，钠电带来新增量。**我们预计22-25年全球电池铝箔需求34.9/52.9/79.0/120.2万吨，23年维持50%+增长。当前电池箔行业供给紧平衡，加工费维持稳定，行业新投产能在23H2-24年逐渐落地，预计23年H2行业供给紧张缓解，23年起钠电开始起量，铝箔用量翻倍推动电池箔实现超越行业增长。
- **公司技术、产能、成本全面领先，扩产快于行业推动市占率稳中有升。**公司设备不依赖进口，可通过调教国产设备实现高良率稳定生产，产线建设1.5年，显著快于行业2-3年投产时间，且公司为国内唯一能快速将包装箔产线切换为生产电池箔用的厂商，3个月即可完成产能切换，扩产明显快于行业。公司技术具备领先优势，是第一家宣布量产10μm动力电池箔的企业，并深度绑定宁德时代、比亚迪等全球锂电龙头，维持50%+供应比例，此外蜂巢能源、孚能科技和ATL为独供，SK和LG为国内独供，全球市占率稳中有升。我们预计2022年公司电池箔出货11万吨，23年电池箔出货达20万吨+，同比翻番增长。
- **公司成本优势明显，涂碳箔放量增厚公司盈利，23年单吨有望维持0.6万元/吨以上。**公司良率达70-75%，高于行业60-70%的水平，制造成本明显领先，且通过区位优势+废料回收协同降低原材料成本，内蒙工厂投产将进一步降低公司成本，我们测算公司电池箔单吨成本较竞争对手低约2000元/吨，领先优势明显。储能火热带动涂碳箔需求高增，22H2至23年迅速放量，预计23年出2.5-3万吨，同比增长近300%，占比提升至10%+；涂碳铝箔当前单吨盈利达0.9-1万/吨左右，将显著增厚公司盈利。考虑23H2铝箔加工费下降可能性，我们预计公司23年电池箔单位盈利仍有望维持0.6万/吨以上。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司22-24年归母净利润为14.0/18.1/22.0亿元，对应PE为17x/13x/11x，考虑公司为电池铝箔龙头，扩产速度领先同行，给予23年20xPE，目标价73.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格持续上涨，电池箔扩产不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.38
一年最低/最高价	23.18/73.00
市净率(倍)	4.04
流通A股市值(百万元)	23,545.51
总市值(百万元)	23,728.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.98
资产负债率(%，LF)	70.41
总股本(百万股)	490.46
流通A股(百万股)	486.68

相关研究

内容目录

1. 鼎胜新材：电池箔行业龙头，业绩加速增长	5
1.1. 公司：深耕铝箔行业，铸就电池箔龙头.....	5
1.2. 管理：股权结构集中，股权激励计划绑定优秀人才.....	5
1.3. 财务：22 年业绩超预期，电池箔量利双升.....	7
2. 行业：23 年维持高增长，钠电池带来新增量	10
2.1. 电动车驱动电池箔需求持续高增，23 年维持 50%+增长.....	10
2.2. 电池箔工艺流程复杂，行业壁垒较高.....	11
2.3. 行业格局稳定，供给紧平衡预计持续至 23H2.....	13
2.4. 未来行业趋势：涂碳铝箔+钠电池带来新增量.....	16
3. 公司：扩产加速享行业高景气，涂炭箔放量增厚盈利	20
3.1. 公司具备先发优势，扩产速度、成本全行业领先.....	20
3.2. 国内外产能快速释放，绑定主流厂商增量.....	21
3.3. 公司 23 年出货有望翻倍增长，涂炭铝箔增厚公司盈利.....	23
4. 传统业务贡献稳定利润增量	25
4.1. 空调箔利用电池箔废料，摊薄公司成本.....	25
4.2. 包装箔 22 年盈利维持高位，23 年预计稳健增长.....	25
4.3. 普板带销量稳定，利润占比较小.....	27
5. 盈利预测及投资建议	29
5.1. 盈利预测.....	29
5.2. 投资建议.....	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	鼎胜新材股权结构 (截至 22 年中报)	6
图 3:	公司营业收入及增速.....	7
图 4:	公司归母净利润及增速.....	7
图 5:	公司 2015-2021 年各产品出货量(万吨).....	8
图 6:	公司 2015-2021 年各产品营收占比(%)	8
图 7:	公司 2015-2021 年各产品毛利占比(%)	8
图 8:	公司 2014-2022 年 Q3 销售毛利率和净利率(%)	9
图 9:	公司 2015-2021 年各产品毛利率(%)	9
图 10:	公司期间费用率.....	9
图 11:	2021 年中国铝加工产品分布.....	10
图 12:	2021 年中国铝箔产品分布.....	10
图 13:	电池箔生产工艺流程.....	12
图 14:	2021 年国内厂商电池铝箔市占率 (按产量计)	14
图 15:	22 年 H1 国内厂商电池铝箔市占率 (按产量计)	14
图 16:	预计 22 下半年-23 年铝箔供给紧张持续	15
图 17:	电池铝箔加工费近一年高位运行 (元/吨)	16
图 18:	公司电池箔成本拆分.....	20
图 19:	2022 年电池铝箔客户结构测算 (按出货量计)	23
图 20:	2023 年电池铝箔客户结构测算 (按出货量计)	23
图 21:	公司出货量、同比及市占率.....	23
图 22:	铝箔出货量历史及预测.....	24
图 23:	公司涂碳铝箔出货量历史及预测.....	24
图 24:	公司空调箔销量 (万吨)	25
图 25:	公司空调箔毛利率.....	25
图 26:	公司单双零箔销量 (万吨)	26
图 27:	公司单双零箔营业收入 (亿元)	26
图 28:	公司单双零箔毛利率.....	26
图 29:	公司普板带销量 (万吨)	28
图 30:	公司普板带营业收入 (亿元)	28
图 31:	公司普板带毛利率.....	28
表 1:	公司管理层履历.....	6
表 2:	公司、个人层面股权激励计划考核要求.....	7
表 3:	电池级铝箔需求.....	11
表 4:	锂电铝箔与传统铝箔技术指标对比.....	12
表 5:	电池铝箔投产周期分类.....	14
表 6:	电池箔厂商扩产计划.....	15
表 7:	电池铝箔厂商有效产能 (万吨)	15
表 8:	全球储能市场需求预测.....	17
表 9:	钠离子电池需求空间测算.....	18

表 10:	钠电池产业化带动行业增速提升.....	18
表 11:	鼎胜新材成本优势显著（万元/吨）.....	21
表 12:	公司产能规划（万吨）.....	22
表 13:	公司海外产能情况.....	22
表 14:	公司供货协议.....	23
表 15:	公司单双零箔主要客户.....	27
表 16:	公司普板带主要客户.....	28
表 17:	分业务拆分预测.....	29
表 18:	可比公司估值对比（可比公司来源为 Wind 一致预期，截止 2 月 3 日收盘价）.....	30

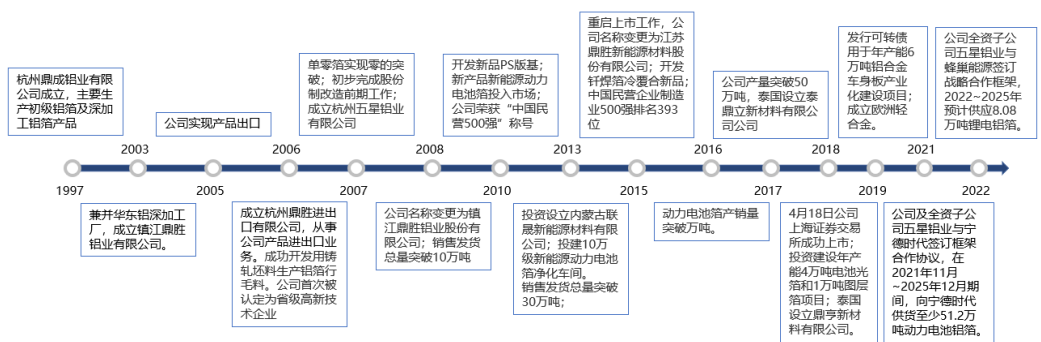
1. 鼎胜新材：电池箔行业龙头，业绩加速增长

1.1. 公司：深耕铝箔行业，铸就电池箔龙头

鼎胜新材深耕铝箔行业，为铝箔市场规模最大企业。公司产品种类较为齐全，包括空调箔、单零箔、双零箔、铝板带、新能源电池箔等，按功能用途可分为包装用铝箔、家电印刷用铝箔、基建用铝箔、新能源材料用铝箔四大类，覆盖大部分铝板带箔产品，并逐步完成从生产普板带到最薄的双零箔产品的多品种铝压延产品业务布局，广泛应用于国民经济各个领域。

抓住机遇率先切入电池箔领域，迅速发展成为行业龙头，国内市占率 50%+。公司前身为鼎胜有限公司，成立起即从事铝板带箔的研发、生产与销售业务。1997 年杭州鼎城铝业有限公司成立；2003 年兼并华东铝深加工，成立镇江鼎胜铝业有限公司；2010 年公司新产品新能源动力电池箔投入市场；2015 年公司名称变更为江苏鼎胜新能源材料股份有限公司；2018 年于上海证券交易所上市。近年来，公司迅速成为电池箔行业龙头，自 2015 年起产销量市占率稳居行业第一。公司客户涵盖国内主要储能和动力电池厂商，包括宁德时代、比亚迪、ATL、国轩高科、蜂巢能源等，建立长期稳定合作关系。

图1：公司发展历程



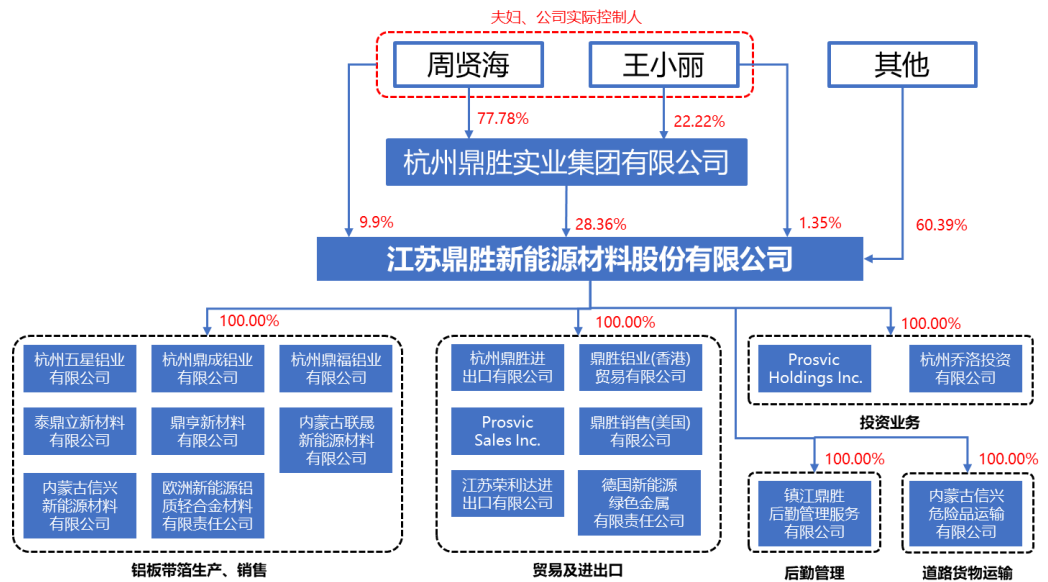
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 管理：股权结构集中，股权激励计划绑定优秀人才

公司实控人为董事长周贤海、王小丽夫妇。公司第一大股东为杭州鼎胜实业集团有限公司，持股比例 28.36%，由周贤海、王小丽夫妇 100%持股。周贤海、王小丽夫妇合计间接与直接持有公司 39.61%股份，为公司实际控制人并具有一致行动关系。公司下设多加全资及控股子公司，共 8 家子公司负责铝板带箔的生产和销售，其中五星铝业、鼎福铝业负责铝箔业务的生产销售；剩余 6 家负责铝板带箔业务的生产销售，鼎泰利、欧

洲轻合金分别位于泰国和意大利，主要负责东南亚和欧洲业务。

图2: 鼎胜新材股权结构 (截至 22 年中报)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层行业经验丰富。22 年 6 月，鼎胜新材原董事长周贤海先生辞去董事兼董事长职务，公司总经理王诚先生接任董事长职务。公司多位管理层行业经验丰富，均在铝加工材行业深耕多年，有深厚的技术或销售经验积累。

表1: 公司管理层履历

姓名	职务	履历
王诚	董事长、总经理	历任江苏鼎胜新能源材料股份有限公司董事长助理，董事会秘书，总经理，董事。
陈魏新	董事会秘书、董事、副总经理	1986 年至 1998 年历任杭州蒸发器厂办公室文员，行政总监；2000 年至 2003 年任杭州五星制冷设备配件有限公司销售人员；2003 年 8 月至今，历任本公司销售部长，副总经理，董事。
樊玉庆	董事	1981 年至 1994 年，华北铝业有限公司，工程师；1994 年至 2007 年，江苏大亚铝业有限公司，历任车间主任，技术部长，品质部长，生产部部长，副总经理；2007 年至 2016 年，历任杭州五星铝业有限公司总经理，鼎胜新材董事，总经理；2017 年至今，历任杭州五星铝业有限公司总经理，副总经理。
楼清	财务总监	2011 年至 2012 年，杭州五星铝业有限公司销售会计；2012 年至今，历任杭州鼎胜进出口有限公司销售会计，会计主管，财务部部长。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司完成 2022 年股权激励计划，绑定公司核心员工。共授予核心管理人员、核心技术（业务）人员（共 321 人）限制性股票共 318.07 万股。授予价格为 18.47 元/股(为公司前一个交易日均价的 52.1%)。公司明确公司、个人层面业绩考核指标，公司层面解除限售条件为 2022-2024 年净利润不低于 7.2/9/12 亿元，对应 2021 年归母净利润同比增长 67.4%/25%/33.3%；个人层面设置绩效考核，最终个人当年实际解除限制额度=计划解除限售额度×个人层面标准系数，因不达标导致不能解除限售的限制性股票，由公司授予价格回购注销。公司测算 2022-2025 年分别需分摊 3004/1668/659/79 万元，将在经常性损益中列支。

表2: 公司、个人层面股权激励计划考核要求

解除限售期	业绩考核目标	可解除限售比例
第一个解除限售期	2022年净利润不低于7.2亿元;	40%
第二个解除限售期	2023年净利润不低于9亿元;	30%
第三个解除限售期	2024年净利润不低于12亿元。	30%

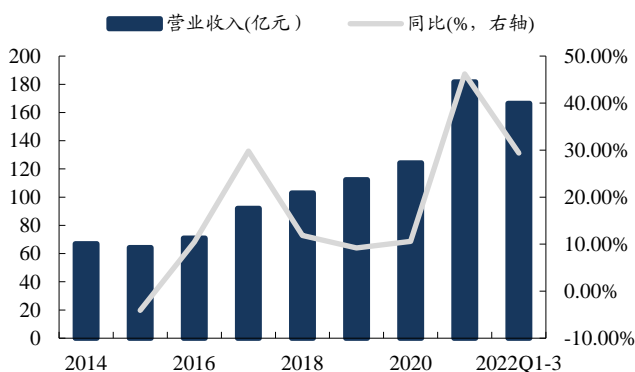
评价等级	A (优秀)	B (良好)	C (合格)	D (不合格)
评价分数	S≥90	90>S≥80	80>S≥60	S<60
标准系数	100%	100%	60%	0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务：22 年业绩超预期，电池箔量利双升

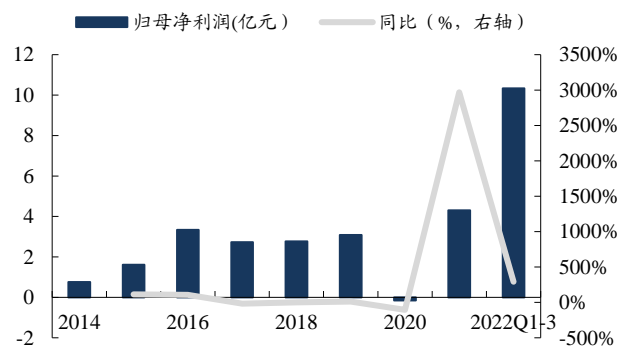
2022 年公司量利齐升，业绩持续高增长。公司 2021 年营业收入 181.7 亿元，同比增长 46.2%；归母净利润 4.3 亿元，成功扭亏为盈。主要系(1)公司及时调整产品结构，将低附加值产线陆续转产生产高利润动力电池箔。(2)传统类包装铝箔下游市场需求旺盛，经过多轮上调产品加工费，公司盈利水平得到提升。2022 年 Q1-3 公司实现营收 166 亿元，同比增长 29%；归母净利润 10.3 亿元，同比大增 293%。公司预告 2022 年归母净利润 13.5-14.5 亿元，同比增长 214%-237%，扣非归母净利润 14.2-15.2 亿元，同比增长 272%-299%，主要系公司加工费上涨，电池箔及包装箔量利齐升。

图3: 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

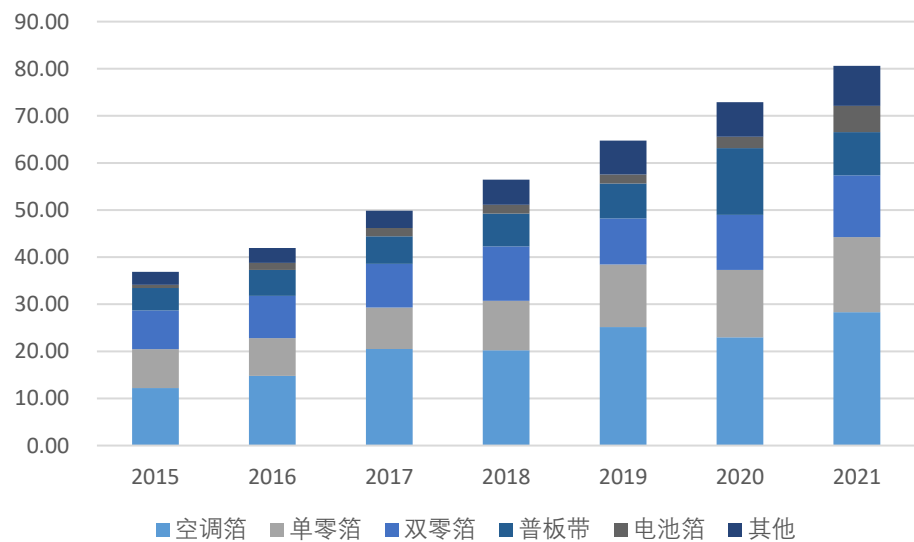
图4: 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

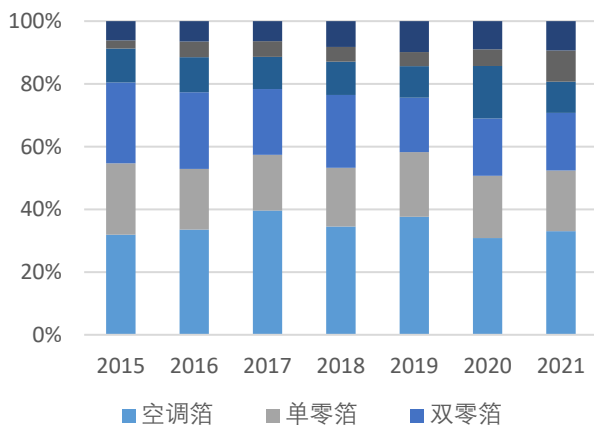
公司电池箔利润占比提升至 20%+, 22 年预计翻倍以上增长。公司主要产品有空调箔、单零箔、双零箔、普板带、电池箔等, 2021 年共计出货量 80.6 万吨。公司大力扩产电池箔, 2021 年出货 5.57 万吨, 同比增长 131.5%, 出货量占比 6.91%, 同增 3.6pct; 营收占比为 9.65%, 同增 4.4pct, 毛利占比为 26.44%, 同增 10.0pct。空调箔 2021 年出货 28.3 万吨, 同比增长 23.3%, 出货量占比 35%, 同比提升 5.4pct; 营收占比为 32.02%, 同增 1.74pct, 毛利占比 24.77%, 同增 0.3pct。单双零箔规模仅次于空调箔, 基本维持稳定; 普板带 2021 年规模下降, 系调整产品结构所致。

图5: 公司 2015-2021 年各产品出货量(万吨)



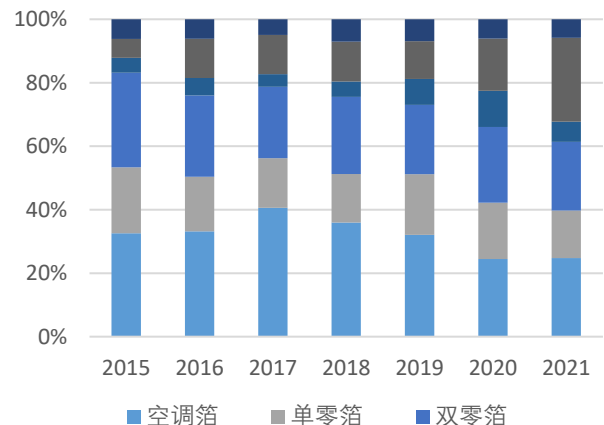
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司 2015-2021 年各产品营收占比(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

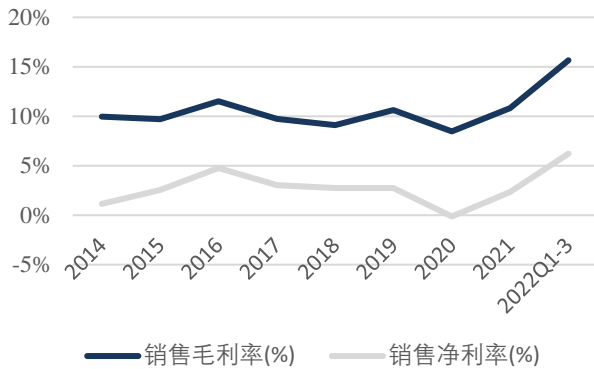
图7: 公司 2015-2021 年各产品毛利占比(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

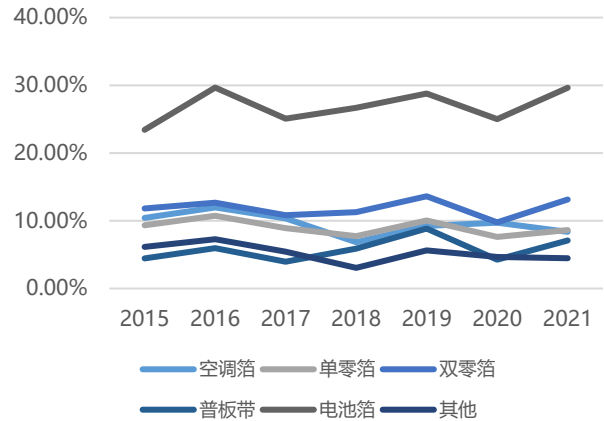
公司受电池箔拉动，22年毛利率突破15%+，改善明显。公司产品定价采用“铝锭价格+加工费”的模式，毛利率受原材料价格波动影响较大。22年Q1-3销售毛利率15.66%，同比提升5.0pct，销售净利率6.22%，同比提升4.2pct，主要系电池箔供不应求，加工费上行，叠加食品包装箔加工费上行及出口占比提升，盈利水平升高。分业务看，2021年电池箔毛利率为29.64%，高出传统铝板带箔业务1~3倍，是公司盈利增长的关键。

图8: 公司 2014-2022 年 Q3 销售毛利率和净利率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

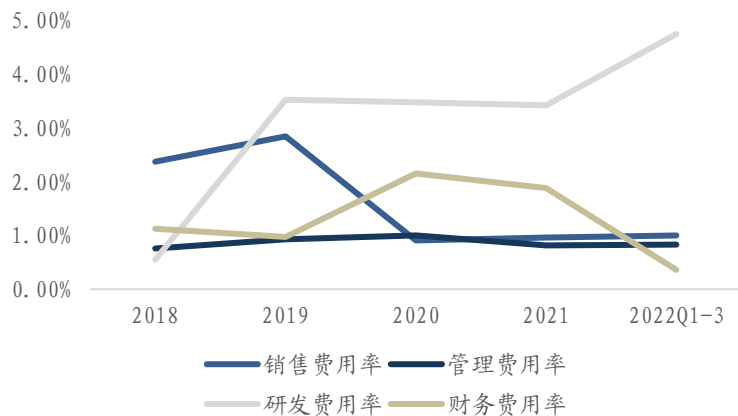
图9: 公司 2015-2021 年各产品毛利率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司费用率控制两良好，研发投入占比上升。公司 2021 年四费占营业收入比例为 7.08%，同比下降 0.46pct。22 年 Q1-3 四费占比为 6.95%，持续下降。总体而言，公司费用控制能力良好。2021 年研发费用率 3.42%，22 年 Q1-3 研发费用率 4.75%，研发投入占比持续提升。

图10: 公司期间费用率



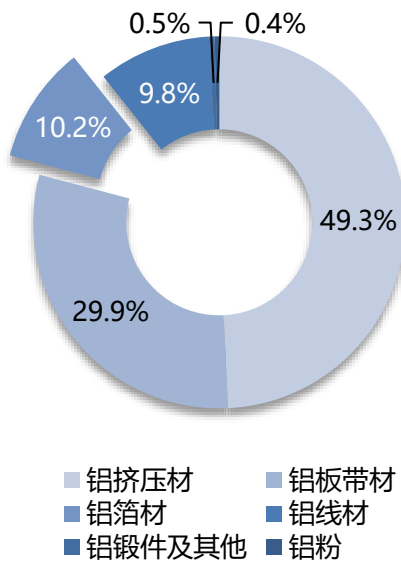
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 行业：23 年维持高增长，钠电池带来新增量

2.1. 电动车驱动电池箔需求持续高增，23 年维持 50%+增长

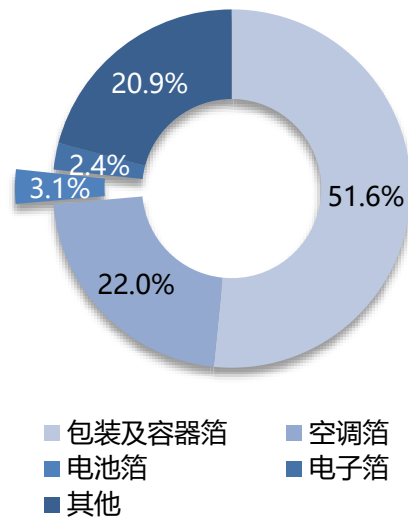
电池箔属于铝箔材，相较传统铝箔，性能要求更高、工艺流程更复杂。铝加工材可以分为铝板带材、铝箔材、铝挤压材、铝线材、铝粉材、铝锻件等六大类。铝板带和铝箔属于铝压延加工形成，两者厚度不同，铝板指厚度 0.2mm 以上 50mm 以下的铝材，铝箔指厚度 0.2mm 以下的铝材。电池箔属于铝箔材，相较于传统铝箔性能指标要求更高，追求最薄的厚度、最高的强度、最高的达因值、最小的厚差、最优的板型、最洁净的表面这六个极值。

图11：2021 年中国铝加工产品分布



数据来源：中国有色金属报，东吴证券研究所

图12：2021 年中国铝箔产品分布



数据来源：中国有色金属加工工业协会，东吴证券研究所

电池铝箔一般用于正极集流体，单 GWh 用量 350-450 吨。电池箔一般是指锂电池正极集流体用铝箔。电池箔一方面是活性物质的载体，即正极材料要涂布其上，另一方面又是产生电流汇集的导体，可形成较大的电流，提高锂电池充放电效率。我们估算单 GWh 三元电池对应铝箔用量 350 吨，单 GWh 铁锂电池对应铝箔用量 450 吨。

钠电池中铝箔可替代铜箔作为负极集流体，单 GWh 用量 700-1000 吨。锂电池低电势下锂和铝会发生合金化反应，但钠不会与铝发生反应，因此钠电池可使用铝箔替代铜箔作为负极集流体，相较于铜箔大幅降本 60%+。由于负极集流体对铝箔的需求量高于正极，据测算每 Gwh 钠电池需要铝箔 700-1000 吨，用量在锂电池的 2 倍以上。

长期看，下游需求高增，市场空间广阔。我们预计 2023/2025 年全球新能源车销量 1375/2330 万辆，锂电池需求合计 1277/2557GWh，其中磷酸铁锂电池 552/1327 GWh，三元电池 458/774GWh，且钠电池 2025 年实现产业化，在考虑钠电池的情况下，我们预计 2023/2025 年全球电池铝箔实际需求 53/120 万吨，2021-2025 年复合增速 55%。

表3: 电池级铝箔需求

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1.新能源车销量					
国内新能源车销量 (万辆)	324.0	626.0	831.0	1030.0	1239.0
海外新能源车销量 (万辆)	300.0	393.0	544.0	745.0	1090.0
全球新能源车销量 (万辆)	623.0	1019.0	1375.0	1775.0	2330.0
2.锂电池需求					
全球动力电池实际需求 (gwh)	359.2	625.8	890.7	1213.1	1690.7
全球消费类电池合计 (gwh)	118.9	119.0	130.8	143.8	158.2
全球储能电池合计 (gwh)	61.0	128.5	255.4	439.6	708.2
全球锂电池需求合计 (gwh)	539.1	873.3	1276.9	1796.5	2557.1
3.不同电池需求					
磷酸铁锂电池 (gwh)	130.2	317.3	551.7	870.5	1327.4
三元锂电池 (gwh)	268.5	354.9	457.5	582.2	774.1
钠电池 (gwh)	0.0	0.4	3.0	29.3	100.0
其他电池合计 (gwh)	65.2	60.2	62.2	64.0	65.5
4.不同电池对应铝箔需求比例					
1gwh 铁锂电池对应铝箔 (万吨)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
1gwh 三元电池对应铝箔 (万吨)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
1gwh 钠电池对应铝箔 (万吨)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
1gwh 其他电池对应铝箔 (万吨)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
5.电池铝箔需求测算 (分类型)					
铁锂铝箔需求 (万吨)	5.9	14.3	24.8	39.2	59.7
三元铝箔需求 (万吨)	9.4	12.4	16.0	20.4	27.1
钠电池铝箔需求 (万吨)	0.0	0.0	0.2	2.3	8.0
其他电池铝箔需求 (万吨)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
合计: 全球铝箔需求合计 (万吨)	16.6	27.9	42.3	63.2	96.1
合计: 全球铝箔实际需求 (万吨)	20.7	34.9	52.9	79.0	120.2
-增速	67%	69%	51%	49%	52%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

2.2. 电池箔工艺流程复杂, 行业壁垒较高

电池铝箔核心技术指标要求更为严格。传统铝箔的技术指标包括化学成分控制、熔体质量、板形控制、厚度控制等。电池箔在这些指标要求更为严格之上, 额外要求高达因值和机械强度 (延伸率、抗拉强度)。因此电池箔良率普遍低于普通产品 10~15 个百

分点，在 70%左右。

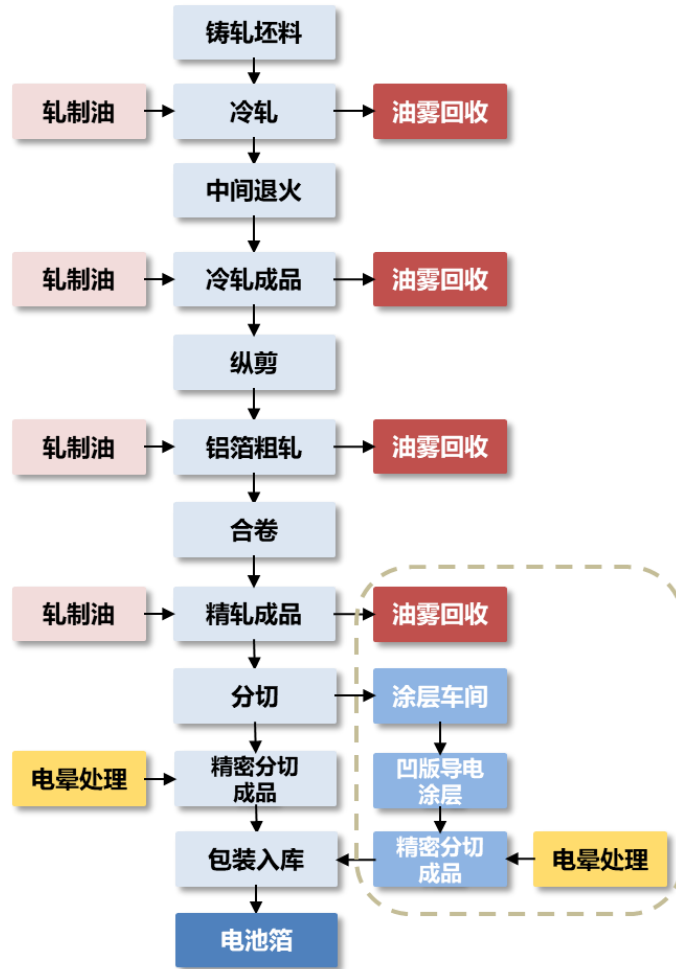
表4: 锂电铝箔与传统铝箔技术指标对比

项目	锂电铝箔	传统铝箔
版型质量	采用在线版型检测和离线版型检测结合，将数据量化分析	仅使用轧机在线版型检测
几何尺寸	厚度差 $\leq\pm 3\%$ 宽度差 $\leq\pm 0.5\text{mm}$	厚度差 $\leq\pm 5\%$ 宽度差 $\leq\pm 1.0\text{mm}$
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；表面异物、凹凸点、铝粉、毛刺均有量化要求。	除辊眼外无其他定量要求，仅定性要求
机械性能	延伸率 $\geq 3\%$ 抗拉强度低 260~220MPa 抗拉强度中 220~250MPa 抗拉强度高 250~320MPa	延伸率 $\geq 1.5\%$ 抗拉强度 170~190MPa
表面湿润张力 (达因值，越高粘性越好，易于吸附涂料)	2018 年要求 30 一般要求 31 特殊要求 33	30

数据来源：SMM，东吴证券研究所

电池箔生产工艺流程复杂，工艺参数显著影响良率，每一步都需要 know-how 积累。目前电池箔行业常用铸轧-冷轧工艺流程，即通过铸轧环节将原材料铝锭、铝坯料制造成铝轧卷，然后通过冷轧、中间退火、箔轧环节生产成电池箔。电池箔生产工艺较为复杂，且每一步都关系到产品质量，例如轧制力、轧制速度、退火等参数会影响铝箔一致性和良率，轧制油黏度、添加剂配比会影响铝箔表面湿润张力和均匀程度。新进入者需要时间积累技术和工艺，将在一段时期内保持相对较低的成品率。同时，电池箔减薄化趋势明显，部分电池厂家已经使用 9-10 μm 的铝箔，鼎胜在降低铝箔厚度、提高铝箔强度上具有领先优势。

图13: 电池箔生产工艺流程



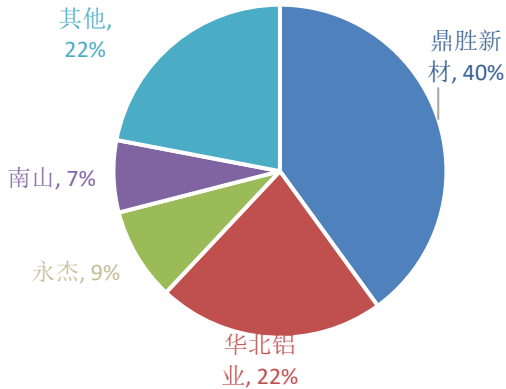
数据来源：鼎胜新材招股书，东吴证券研究所

电池铝箔进入的门槛较高，主要在于技术+设备+认证壁垒。国外设备良率高，但是周期长，还需要外部团队调试，单位投资高，国产设备良率较低，需要核心团队对设备的理解，鼎胜通过多年经验积累，能够通过国产设备达到高良率。下游动力电池厂商需要对电池铝箔厂商进行严格认证，认证周期较长，从新产品开发到下游客户大规模投产一般需要 1-3 年时间。

2.3. 行业格局稳定，供给紧平衡预计持续至 23H2

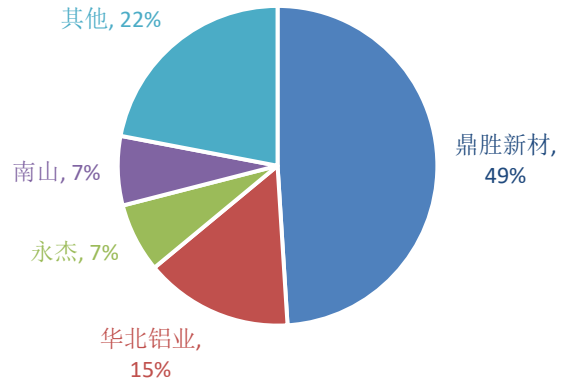
行业格局稳定，鼎胜新材一家独大，市占率持续提升。2021 年鼎胜新材产量约 5.6 万吨，占国内厂商产量比例达 40%，大幅领先华北铝业、永杰、南山等同行业公司。2022 年 H1 电池铝箔产量约 4.4 万吨，以 49% 的份额保持国内厂商市占率第一，占比进一步提升至 50% 左右，龙头地位凸显。

图14: 2021年国内厂商电池铝箔市占率(按产量计)



数据来源: 鑫椏资讯, 东吴证券研究所

图15: 22年H1国内厂商电池铝箔市占率(按产量计)



数据来源: 鑫椏资讯, 东吴证券研究所

电池铝箔扩产受限于设备, 投产周期长达2年以上。大多铝箔厂所用轧机依赖进口, 国外设备产能有限, 设备交付周期1.5-2年; 其次, 设备调试需半年左右; 新建产能及产能爬坡又需要2年左右。因上述流程部分可同时进行, 整体来看达产周期长达2年以上。鼎胜新材使用国产设备, 新建产能仅需1.5年, 且行业内只有鼎胜可以通过转产方式大规模扩产, 转产仅需3个月, 扩产速度远超同行。

行业内包装箔产能转产较慢, 除鼎胜外新增产能有限。其他厂商转产动力低且转产慢, 主要是由于良率和鼎胜有差异, 单双零箔产能转产后不能如期释放, 而且转产经济性较差, 包装箔良率近90%, 转产后良率仅60%, 1%的良率对应200-300元/吨的净利润, 在包装箔供需紧平衡的状态下, 其他厂商转产动力不足。另外, 其他厂商采用进口设备, 转产需要较长时间周期, 而鼎胜在建设产线之初就留有切换的余地, 方便转产。

表5: 电池铝箔投产周期分类

周期分类	具体说明
设备交付	电池箔生产使用的轧机部分依赖进口, 国内外设备产能有限, 且设备制作一般要12-14个月, 德国进口设备制作更长, 接近1.5-2年
设备调试	进口设备需经过运输、安装与调试等, 其中安装调试最少需6-7个月
产能释放	电池铝箔新建产能一般需要大约1.5-2年, 产能建成后还需约半年的爬坡过程, 全过程持续大约2年左右, 显著慢于下游电池厂扩产速度
合计	达产全周期为2年以上

数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

行业内新增产能扩产加速, 预计23H2-24年陆续投产。龙头鼎胜新材量利齐升, 将

进一步扩产 20 万吨，带动行业内厂商纷纷扩产，其中万顺规划 3.2 万吨和 10 万吨项目分别于 22 年和 24 年底投产，东阳光规划 10 万吨项目分两期分别于 23 年和 25 年底投产。新进入者中，天山铝业规划 2 万吨技改项目和 20 万吨新建产线，其主营业务为原铝；以生产铝板带箔为主的龙鼎铝业规划 10 万吨产能；众源新材、神火股份均规划了 5 万吨产能。电池箔行业在建和已规划项目合计超过 100 万吨。

表6: 电池箔厂商扩产计划

	公司名称	项目名称	产能 (万吨)	规划建设周期 (月)	开始时间	预计投产时间
老玩家	鼎胜新材	年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目	20.0	36	2022 年 8 月	23 年初开始逐步投产
	万顺新材	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目 (二期)	3.2	28	2021 年	2022 年
		年产 10 万吨动力及储能电池箔项目	10.0	24	规划中	2024 年底
	东阳光	年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目 (一期)	5.0	36	2022 年 1 月	2023 年底
		年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目 (二期)	5.0	36	2023 年	2025 年底
	常铝股份	3 万吨动力电池专用铝箔项目	3.0	24	2022 年 Q1	2024 年
	华北铝业	年产 6 万吨新能源电池箔项目	6.0	24	2021 年 3 月	2022 年底
永杰新材	年产 4.5 万吨锂电池高精铝板带箔技改项目	4.5				
新进入者	众源新材	年产 5 万吨电池箔生产制造项目 (一期)	2.5	24	2022 年 3 月	2024 年
		年产 5 万吨电池箔生产制造项目 (二期)	2.5			
	天山铝业	2 万吨动力电池铝箔技改项目	2.0		2022 年 7 月	2022 年底
		年产 20 万吨电池铝箔项目	20.0		2022 年 7 月	2024 年初
	龙鼎铝业	年产 10 万吨双零箔/电池箔项目及再生资源项目	10.0		2022 年 3 月	
	优箔良才	租赁首龙铝业两台轧机, 计划新上 3 台	0.8			
	神火股份	神隆宝鼎高端双零铝箔项目 (二期)	5.0		2022 年 1 月	2023 年
丽岛新材	年产 8.6 万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目 (一期)	4.0				
合计			103.5			

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

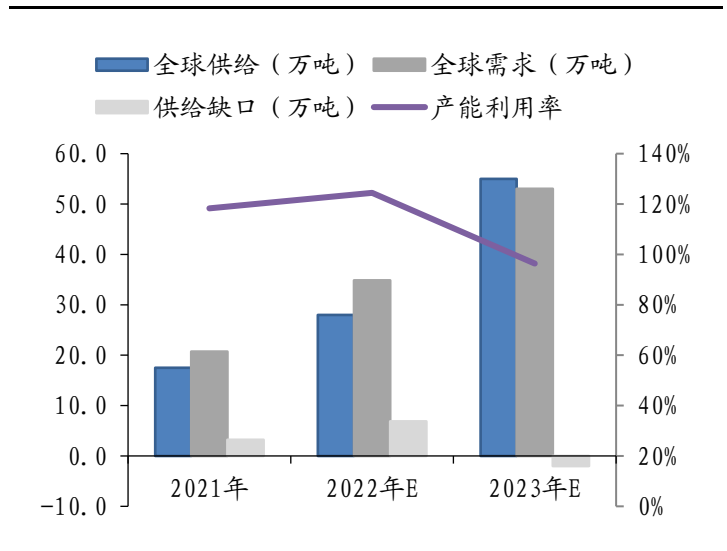
2022 年电池箔供不应求, 供需紧平衡预计维持至 2023 年 H2。在考虑钠电池的情况下, 我们预计 2023/2025 年全球电池铝箔实际需求 53/120 万吨, 2021-2025 年复合增速 55%。我们测算 2023 年全球电池箔供给将达到 55 万吨以上, 实际需求 53 万吨, 产能利用率 96%。

表7: 电池铝箔厂商有效产能 (万吨)

图16: 预计 22 下半年-23 年铝箔供给紧张持续

	2021	2022E	同比	2023E	同比
鼎胜新材	5.5	11.0	100%	25	127%
华北铝业	3.0	3.5	17%	6	71%
南山铝业	2.0	2.0	0%	3	50%
万顺新材	-	1.5	-	4	167%
神火股份	-	1.0	-	3	200%
永杰新材	1.0	1.0	0%	2	100%
厦门厦顺	1.0	2.0	100%	2	0%
天山铝业	-	-		2	
国内其他	1.0	2.0	100%	4	100%
海外其他	4.0	4.0	0%	4	0%
合计	17.5	28.0	60%	55	96%

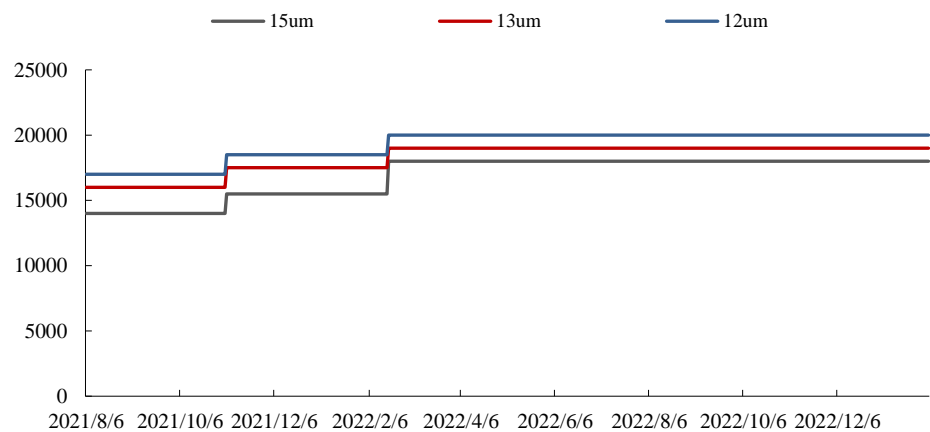
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2022 年电池箔供给紧张加工费持续走高，23 年 H1 加工费预计维持稳定。供需失衡之下，2021 年下半年开始，电池铝箔加工费开始走高，从 1.1 万元/吨左右一路上涨至约 1.5 万元/吨。2022 年电池铝箔加工费上行趋势不减，目前 15 微米的电池铝箔加工费为 1.8 万元/吨，而 12 微米的加工费则达到 2 万元/吨；23Q1 部分产品价格有所调整，整体加工费依然维持稳定。

图17： 电池铝箔加工费近一年高位运行（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 未来行业趋势：涂碳铝箔+钠电池带来新增量

全球大储+海外户储爆发，23 年储能电池预计实现翻倍增长。国内来看，新能源发电强制配储趋严+独立储能商业模式，大储需求爆发，22 年预计装机 12GWh，同增 150%+

预计 23 年储能装机有望超 30gwh，实现 1-2 倍高增；美国来看，1H 储能装机超预期，且 ITC 政策延期 10 年打开空间，且首次将独立储能纳入补贴，22 年预计装机 18-20gwh，同比翻番，23 年预计装机 40-45gwh，继续翻倍以上增长；欧洲来看，居民实际电价提升，户储仍具备经济性，22 年预计户储 2-3 倍增长至 9gwh，明年继续翻 1.5 倍增长至 22gwh；全球来看，22 年预计需求翻番至 129gwh，23 年进一步翻番至 255gwh，未来几年均复合 60%以上增长。

表8: 全球储能市场需求预测

全球市场	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1.光伏合计						
新增光伏装机 (Gw)	144	172	262	382	484	586
-增速	24%	19%	52%	46%	27%	21%
存量光伏装机 (Gw)	768	940	986	1369	1852	2438
合计当年新增储能 (Gw)	5.3	9.8	19.9	43.8	78.5	131.7
合计当年新增储能 (Gwh)	10.55	21.70	40.89	96.81	192.70	363.12
-增速	57%	106%	88%	137%	99%	88%
2.风电						
新增风电装机 (Gw)	95	115	111	137	148	181
-增速	57%	20%	-4%	24%	8%	22%
存量风电装机 (Gw)	745	837	948	1084	1232	1413
合计当年新增储能 (Gw)	0.1	0.2	0.6	2.0	3.7	7.1
合计当年新增储能 (Gwh)	0.22	0.33	1.12	4.17	7.89	15.30
3.新能源配储需求						
合计当年新增新能源储能 (Gw)	4	7	23	51	91	145
合计当年新增新能源储能 (Gwh)	9	19	49	116	226	400
当年新增电网侧储能 (Gw)	1	3	3	5	7	11
当年新增电网侧储能 (Gwh)	1.6	2.7	3.2	4.9	7.3	10.9
-占比	15%	12%	6%	4%	3%	3%
4.其他储能需求						
工商业等其他储能 (Gwh)	1	2	2	5	10	15
基站服务等备用储能 (Gwh)	12.5	18.0	18.2	22.9	27.4	31.8
合计 (gwh)	13.3	19.6	20.4	27.5	36.9	46.9
5.储能需求						
全球储能装机需求 (Gwh)	24.0	41.6	72.8	148.0	270.4	457.5
-放大比例	142%	147%	177%	173%	163%	155%
全球储能出货量 (Gwh)	34.1	61.0	128.5	255.4	439.6	708.2
-增速	154%	79%	111%	99%	72%	61%

数据来源：工信部，东吴证券研究所

储能火热带来铁锂电池增量需求，带动涂碳铝箔需求快速增长，铝箔厂商涂碳自供可享受超额利润。使用涂碳铝箔成为储能电池的明显趋势，不但可以提高磷酸铁锂材料的粘结性，而且使用导电涂层可以有效降低正极材料和集流体内阻，从而减小电池内阻，提高电池倍率性能。我们预计23年涂碳铝箔在储能电池中应用比例将进一步提升，原来涂碳由电池厂完成，现在交由铝箔厂商来做。涂碳铝箔为一口价模式，目前加工费较光箔高1.7-2万元/吨，单吨利润可达0.9-1万元/吨，高于电池光箔0.3-0.4万元/吨。

钠离子电池主打电动两轮车、A00级电动车、储能三大领域，我们预计25年需求超100GWh。钠离子电池具备资源丰富、成本低廉、环节友好、循环寿命长、安全性好等优势，可广泛应用于储能、两轮车及A00级电动车，首先取代铅酸电池并逐步实现两轮车、工商业/启停电源等领域的无铅化，并在大规模储能需求爆发对磷酸铁锂电池起到补充作用，我们预计钠离子电池25年需求超100GWh，2022-2025年复合增速530%。

表9：钠离子电池需求空间测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球储能需求 (GW)	12.6	27.3	57.9	108.7	189.9	295.5
-增速		83.0%	143.0%	100.9%	80.6%	72.4%
全球储能需求 (GWh)	25.0	60.0	126.0	252.0	459.0	734.4
渗透率	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	3.0%	8.0%
钠电全球储能需求空间 (GWh)	0.0	0.0	0.3	1.6	13.8	58.8
全球电动两轮车销量 (万辆)	4,968	6,426	6,075	6,986	7,685	8,453
-增速		29.3%	-5.5%	15.0%	10.0%	10.0%
渗透率	0.0%	0.0%	0.3%	1.5%	10.0%	25.0%
钠电两轮车需求空间 (GWh)	0.0	0.0	0.1	0.8	5.5	15.2
国内 A00 级电动车销量 (万辆)	31.8	138.9	166.7	216.7	270.9	333.2
-增速		336.8%	20.0%	30.0%	25.0%	23.0%
渗透率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.0%	20.0%
钠电电动车需求空间 (GWh)	0.0	0.0	0.0	0.6	10.0	26.0
钠电三大场景需求空间合计 (GWh)	0.0	0.0	0.4	3.0	29.3	100.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

钠离子电池产业化加速，铝箔用量翻倍，推动需求超越行业增长。钠离子电池推进速度加快，目前行业均处于小批量测试，我们预计2023年开始量产，规模预计在5GWh以内，2024年放量，规模预计超30GWh。铝箔可作为正负极集流体，单位用量是锂电池的2倍，对应2023/2025年铝箔需求0.2/8万吨，提升行业增速0.9%/12.7%。

表10：钠电池产业化带动行业增速提升

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
钠电池需求 (GWh)	0.0	0.4	3.0	29.3	100.0
单位用量 (吨/GWh)	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0
钠电池铝箔需求 (万吨)	0.00	0.03	0.24	2.34	8.00
增速	-	-	650.00%	876.67%	241.30%
行业增速提升		0.19%	0.86%	5.54%	12.66%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 公司：扩产加速享行业高景气，涂炭箔放量增厚盈利

3.1. 公司具备先发优势，扩产速度、成本全行业领先

公司扩产周期短，产线切换快，驱动行业市占率持续提升。行业主流企业产能规划庞大，公司优势体现在更短的扩产周期，更快的投产及爬坡，在行业供不应求时抢占市占率。鼎胜新材产线建设 1.5 年，产线爬坡至满产 3 个月，显著快于行业 2-3 年的投资至满产时间。设备端，公司在对国际先进设备研究学习的基础上，逐步掌握设备制造与操作工艺，具备设备创新设计能力，可以做到买零部件自己组装设备，不存在设备瓶颈。且由于良率高、转产经济性好、产线兼容性强，公司为国内唯一能快速将包装箔产线切换为生产电池箔用的厂商，3 个月即可完成产能切换。

公司率先量产极薄化电池箔，并开发抗断带电池箔，具有技术领先优势。减小铝箔集流体厚度有助于提升电池能量密度，但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，投产门槛提高。目前行业内普遍可以量产 13 μm 双面光箔，动力电池 10 μm 铝箔或成为下一发力点。公司是第一家宣布量产 8 μm 数码箔和 10 μm 动力电池箔的企业，具有先发优势。

公司成本优势显著，低于竞争对手 2000 元左右，盈利水平明显领先。对电池铝箔成本进行拆分，其中直接材料占比 88%，其次为燃料及动力、直接人工、制造费用，占比分别为 5%/4%/3%。我们测算公司成本优势主要来源于：

1) **高良率**：鼎胜目前电池箔良率 73%，且预计 23 年进一步提升至 75%-78%，显著高于同行业的 65%，从而单线产出成品更多。按 75%良率计算，单位折旧、制造费用、燃料等可形成约 800 元/吨成本优势。

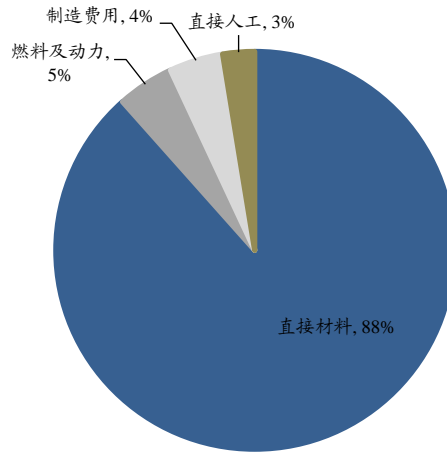
2) **铝废料回收利用**：废料可回收用作空调箔生产，摊薄原材料成本，而非一般的作 95 折外售，叠加高良率带来的原材料使用效率提升，综合降本约 500 元/吨。

3) **生产基地的区位能源成本优势**：鼎胜 20 万吨电池箔新基地选址内蒙，电价 0.35 元/kWh，低于当前杭州镇江基地的 0.65 元/kWh，电费成本优势约 700-800 元/吨。

4) **设备国产化单吨固定折旧较低**：公司主要采购国产设备，电池箔单吨投资成本大约在 0.8 万元左右，而同行大都向采购进口设备，单吨投资成本在 1.4 万元以上，若按 20 年的折旧年限计算，单吨产能折旧费用较同行低 300 元。

综合来看，测算公司电池铝箔单吨成本可较竞争对手低约 2400 元/吨，毛利率高近 7pct。

图18：公司电池箔成本拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表11: 鼎胜新材成本优势显著 (万元/吨)

鼎胜新材				竞争对手			
原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
电解铝 (良率 75%)	1.33	1.90	2.53	电解铝 (良率 65%)	1.54	1.90	2.92
废料做空调箔	0.33	1.90	-0.63	废料 95 折外售	0.54	1.81	-0.97
原材料成本 (万/吨)	1.90			原材料成本 (万/吨)	1.95		
单位折旧 (万/吨)	0.12			单位折旧 (万/吨)	0.17		
单位制造费用 (万/吨)	0.20			单位制造费用 (万/吨)	0.22		
单位员工费用 (万/吨)	0.07			单位员工费用 (万/吨)	0.08		
单位燃料及动力 (万/吨)	0.23			单位燃料及动力 (万/吨)	0.34		
合计成本	2.52			合计成本	2.76		
售价 (万/吨, 不含税)	3.60			售价 (万/吨, 不含税)	3.60		
毛利率	30.00%			毛利率	23.25%		

数据来源：公司公告，SMM，东吴证券研究所

3.2. 国内外产能快速释放，绑定主流厂商增量

新建产线和转产并行，远期规划产能庞大。公司目前拥有镇江、杭州、内蒙古、泰国和意大利共 5 个生产基地。2021 年底时铝箔产品产能总计约 80 万吨，其中电池箔有效产能约 5.8 万吨。目前江苏镇江 IPO 募投 5 万吨电池电极用铝合金箔项目已投产，另外新增三台轧制设备，8 月开始将空调箔产能转至电池箔，目前国内电池箔总产能达到 18 万吨，22 年有效产能合计 15 万吨。2022 年 7 月公司发布定增计划投资 30 亿元建设年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目，其中包含 20 万吨电池箔成品，我们预计 23 年初开始逐步投产，到 23 年底投产 10 万吨产线。我们预计 23 年底公司电池箔产能约为 28

万吨，23 年有效产能 25 万吨，24 年底产能达到 40 万吨以上，24 年有效产能有望达到 35 万吨。

表12: 公司产能规划 (万吨)

基地	规划产能	2021 年底 产能	2022 年底 产能	2023 年底 产能	2024 年底 产能
江苏镇江	5		5	5	5
浙江杭州	5	5	5	5	5
内蒙通辽	20			10	20
空调箔、单双零箔转产		5	8	8	10
年底产能合计 (万吨)		10	18	28	40
有效产能合计 (万吨)		5.8	15	25	35

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

具备海外生产能力, 配合欧洲电池扩产迎来新空间。公司是国内唯一布局海外的铝箔企业, 全资子公司泰鼎立位于泰国, 欧洲轻合金位于意大利, 分别负责东南亚和欧洲业务。泰国基地已投产 4.2 万吨, 公司预计未来产能有望超 6 万吨, 意大利工厂已投产 1.8 万吨, 未来产能将达 3 万吨, 有望匹配未来欧洲地区的电池扩产。海外市场需求扩张给公司带来更大发展空间。

表13: 公司海外产能情况

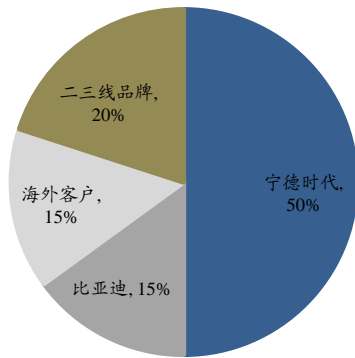
海外项目地点	计划投资额	起始时间	设计产能	已投产产能
泰国罗勇	4.62 亿元	2017 年建立	6 万吨/年	4.2 万吨/年
意大利都灵	2 亿元	2019 年收购	3 万吨/年	1.8 万吨/年

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司绑定全球主流电池厂, 市占率稳定达 50%+。电池铝箔产品客户认证周期长 (超过 1 年), 鼎胜具备先发优势, 进入 ATL、比亚迪、宁德时代、国轩高科、中航锂电、力神、孚能科技、蜂巢能源等供应链, 其中宁德供应商中占比稳定在 60%以上, 比亚迪占比在 50%以上, 蜂巢能源、孚能科技、亿纬锂能、ATL 和北美特斯拉为独供, SK、LG 为国内独供, 并通过 LG、宁德时代和比亚迪间接供应上海特斯拉。公司与宁德时代、

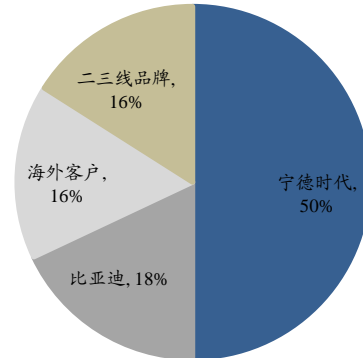
蜂巢能源分别签订 51.2、8.08 万吨的供货协议，且与 LG 及其中国子公司签订协议，2023-2026 年供应量合计 6.1 万吨左右。

图19: 2022 年电池铝箔客户结构测算 (按出货量计)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 2023 年电池铝箔客户结构测算 (按出货量计)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表14: 公司供货协议

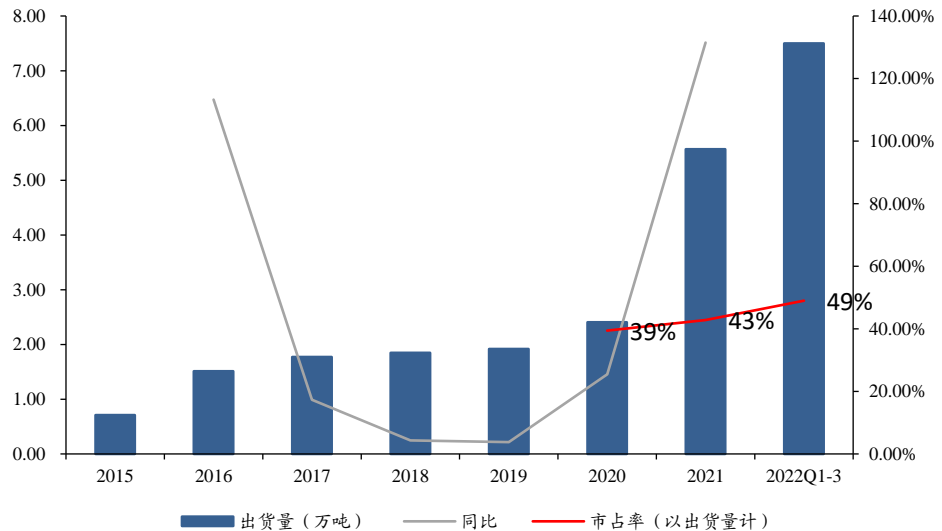
公告日	交易对方	合同标的	供应量	供应期限
2023/2/2	LG 新能源及中国 3 家全资子公司	锂电池铝箔	6.1 万吨	2023 年-2026 年
2022/6/17	蜂巢能源	锂电池铝箔及锂电池涂碳铝箔	8.08 万吨	2022 年-2025 年
2021/12/20	宁德时代	动力电池铝箔	51.2 万吨 (最低)	2021/11/01-2025/12/31

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 公司 23 年出货有望翻倍增长, 涂炭铝箔增厚公司盈利

公司 22 年出货预计 11 万吨, 市占率接近 50%, 23 年有望翻倍增长。公司电池箔出货量从 15 年的 0.7 万吨稳步增长至 20 年的 2.4 万吨, 21 年出货高增 131.5%, 达到 5.6 万吨, 市占率达到 43%。22 年前三季度出货 7.5 万吨, 同比翻倍以上增长, 市占率在 49%左右, 22 年总出货预计 11 万吨, 23 年预计达 20 万吨以上, 连续翻倍增长。

图21: 公司出货量、同比及市占率

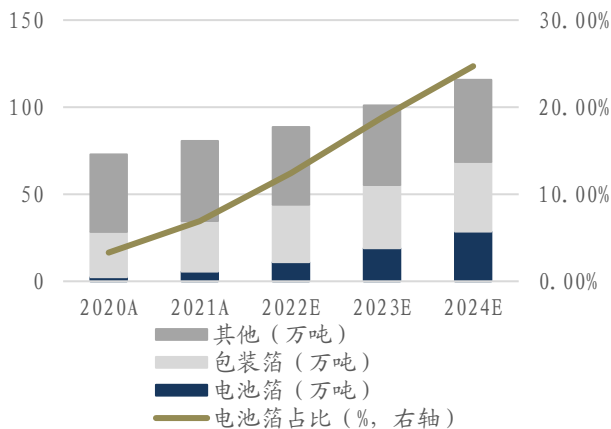


数据来源：公司公告，GGII，东吴证券研究所

储能需求火热，带动公司涂炭箔放量。目前涂碳工艺主要由电池厂主导，公司已与主流客户联合开发涂碳铝箔产品，涂碳良品率高（96%）且光箔性能指标领先，且具备涂碳浆料研发团队，形成涂碳技术壁垒。储能火热带动涂碳铝箔需求高增，22H2至23年迅速放量，公司涂碳箔2022年底产能达3000吨/月，我们预计22/23年出货0.65/2万吨，出货比例由6%提升至10%以上。

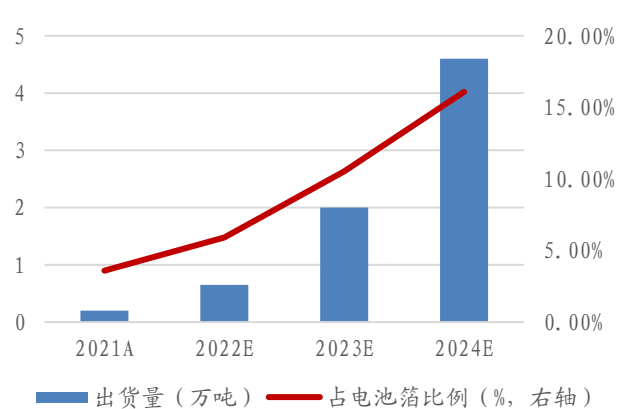
涂炭箔增厚利润，单位盈利将维持较高水平。公司涂炭箔为一口价定价模式，22年加工费我们预计3.5万元/吨左右，单吨净利较光箔高0.3-0.4万元/吨。考虑到23年下半年行业可能出现供过于求的情况，我们预计光箔的加工费出现下滑，而涂炭箔单吨净利仍维持高位，整体单吨利润有望维持0.6万元/吨左右。

图22: 铝箔出货量历史及预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 公司涂碳铝箔出货量历史及预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 传统业务贡献稳定利润增量

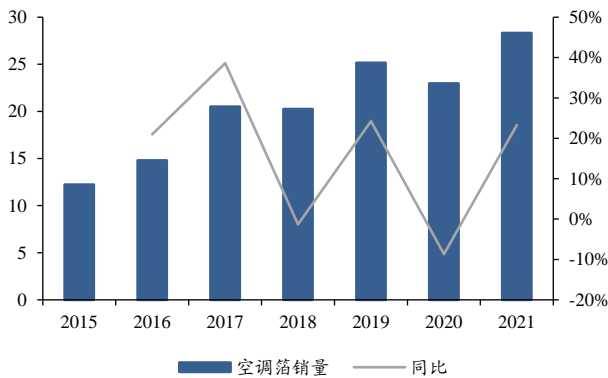
公司产品种类较为齐全,生产自由度和灵活度较高。公司覆盖大部分铝板带箔产品,拥有压延加工较为完整的生产工序,各个工序产能有效匹配。与单一产品结构、依赖于细分市场的风险较高的企业相比,丰富的产品种类与完善的生产工序,首先提高了公司生产的自由度与灵活度,其次有利于与客户建立长期稳定的合作关系,满足客户的全产品需求与新产品需求。

4.1. 空调箔利用电池箔废料,摊薄公司成本

公司是空调箔龙头,21年市占率达到35%。2005年前后,亲水涂层空调箔替代光箔成为空调热交换器的主流原材料,公司在镇江和杭州两地及时抓住市场机会,进入空调箔市场,迅速发展成全球空调箔市场龙头。2021年公司出货量市占率达到35%左右。目前主要覆盖国内外一线空调生产企业,包括LG、三星、松下、格力、美的等。

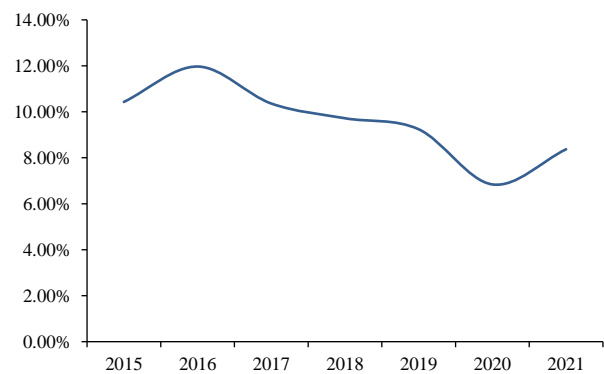
空调箔市场竞争加剧,毛利率走低,公司利用铝废料降本。空调箔市场竞争趋于激烈,2016年以来公司空调箔毛利率持续走低,2021年下降至8.4%。公司空调箔可以利用全部的电池箔废料,电池箔废料若出售,价格约为铝锭买入价的95%,若作为空调箔原材料相当于节省了5%的原材料成本,在匹配二者生产量的前提下,显著提升空调箔盈利。22年空调箔单吨利润在200-300元,贡献少量利润。

图24: 公司空调箔销量(万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 公司空调箔毛利率



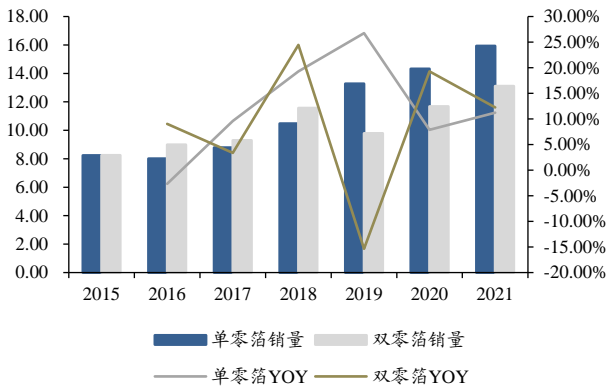
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 包装箔22年盈利维持高位,23年预计稳健增长

公司单双零箔业务量跃居市场前列,具有抗周期特点。在空调箔快速发展的同时,市场竞争也趋于激烈。公司及时向主要应用于消费领域的单零箔和双零箔进军,成功用铸轧供坯工艺生产出了性能稳定的双零箔,并迅速推广至市场。单双零箔应用于消费领

域的产品，具有抗周期特点，下游需求稳定增长，公司产销量也稳定上升，可以在空调箔等产品因下游厂商出现季节性特征时及时进行产品结构调整，降低公司的运营风险。

图26: 公司单双零箔销量 (万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

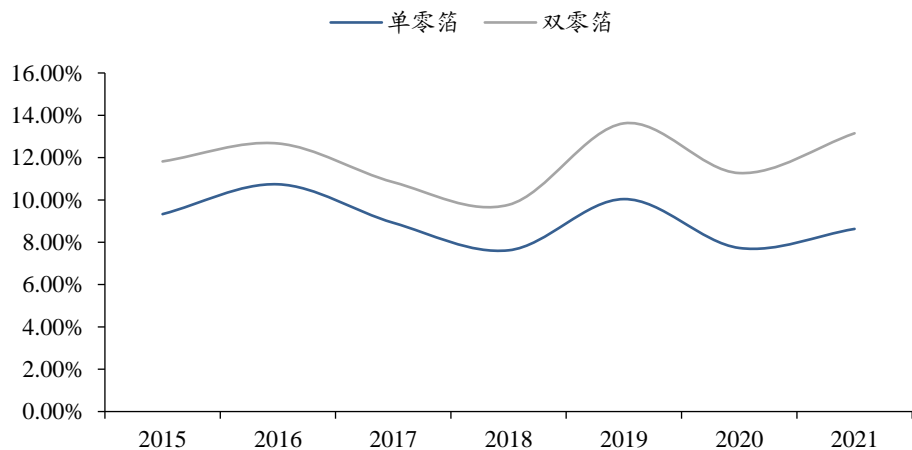
图27: 公司单双零箔营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

单、双零箔毛利率基本稳定，两者差距逐渐拉大。15-21 年单零箔毛利率在 7.6%-10.7%之间，双零箔毛利率在 9.7%-13.6%之间，基本保持稳定。两者差距从 17 年的 1.9% 提升至 21 年的 4.5%，主要是由于双零箔对设备、工艺要求更高，未来双零箔出货占比提升将进一步提升利润空间。

图28: 公司单双零箔毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

绑定国内外优质客户，欧洲出口需求高增带动量利齐升。公司单双零箔主要客户包

括全球知名软包装公司，产品覆盖欧洲、美洲、中东、南亚等多个地区。我们预计 22 全年单双零箔出货 33 万吨左右，同比增长 14%，23 年预计 60%左右高增长。盈利方面，受益于欧洲出口需求高增，我们预计 22 年单吨利润近 0.2 万元/吨，23 年预计盈利略降。

表15: 公司单双零箔主要客户

产品	直接客户	客户信息
单零箔	Winpak Heat Seal Inc.	上市公司，加拿大知名的包装材料制造商
	Saudi Factory For Aluminium Foil Containers	中东地区规模最大的铝箔容器生产企业之一
	Oracle Flexible Packaging	美国知名的软包装层压板制造商，拥有 85 年以上的经营历史
	Falcon Pack Industry LLC	全球知名的一次性食品包装制造商和分销商，总部位于沙迦，在阿曼，科威特、沙特阿拉伯及北非均设有分支机构
	Napco Composite Packaging Technology Ltd.	Arla Foods, Clorox, 雀巢, 百事可乐, 宝洁和联合利华等跨国公司供应商
	南京中雪胶粘带制造有限公司	西门子、海尔、海信集团、新飞、美菱、等知名冰箱制造厂商供应商
双零箔	Prolamina Corporation	美国规模最大的软包装公司之一
	Alupol Packaging Kety SP. zo.o.	欧洲最大的软包装公司之一
	Uflex Ltd.	印度最大的软包装公司之一
	IIC AG	产品远销 38 个国家，注塑件年产量超过 20 亿件
	上海紫江彩印包装有限公司	紫江企业集团 (600210) 旗下公司，国内自动化程度和科技含量较高的大型塑料彩印包装企业，年收入超 8 亿元
	杭州中达医药包装有限公司	滇虹药业、万通集团、华润三九、同仁堂、九芝堂等医药企业供应商

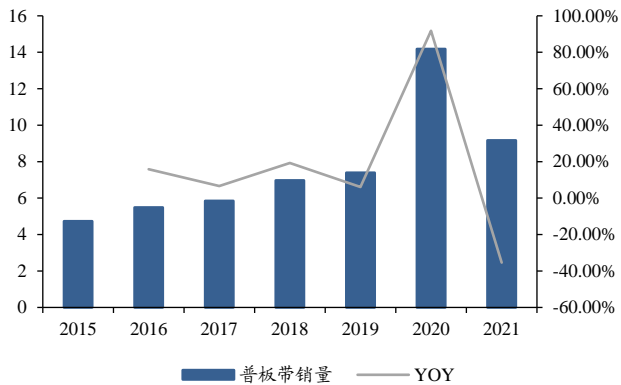
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 普板带销量稳定，利润占比较小

普板带产品主要应用于发电、家电、建筑装饰灯等领域，根据产品形状可以分为板材和带材，厚度大于 0.2mm。公司主要的铝板带产品包括普卷、空冷料、电缆带以及压花料等，其中：普卷主要用于船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等制造行业；空冷料指的是电站空冷系统所使用的节能型铝材，该类铝材的使用可以提高空冷系统的工作效率；电缆带指的是覆盖在电缆上的铝带，除了可以保护电缆不受腐蚀外，也可以起到屏蔽信号不外泄的作用。公司主要客户包括国内空冷系统龙头企业。

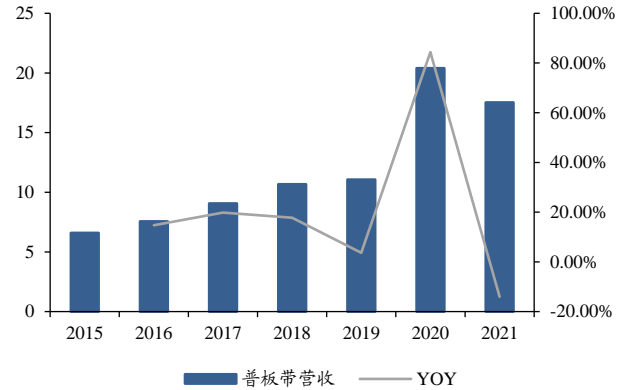
普板带毛利率低于其他产品，产品结构优化销量降低。2020 年由于疫情影响，高盈利业务如空调箔需求下降，公司产能向普板带倾斜，销量同增 92%，营收同增 84%。2021 年公司产品结构向高盈利产品优化，普板带销量 9.2 万吨，同减 35%，营收 17.5 亿元，同减 14%。

图29: 公司普板带销量 (万吨)



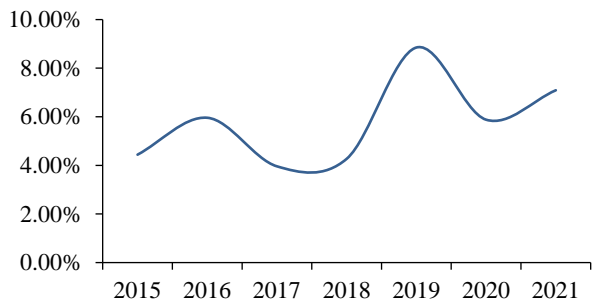
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 公司普板带营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 公司普板带毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表16: 公司普板带主要客户

产品	直接客户	客户信息
普板带	北京首航艾启威节能技术股份有限公司	国内空冷系统龙头企业
	双良节能系统股份有限公司	
	北京龙源冷却技术有限公司	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

电池箔: 根据公司产能投放节奏, 我们预计公司 22-24 年电池箔销量分别为 11、19、28.6 万吨。电池箔加工费目前处于高位, 我们预计 22 年销售均价 3.5 万元/吨; 23 年涂碳出货比例提升 5.5pct 拉高均价, 但由于铝价下跌, 预计价格跌至 3.2 万元/吨。公司持续通过向低电价转移产能、废料回收途径降本, 叠加良率上升、涂碳铝箔增量收益等生产精细化和技术优势, 预计 23 年公司毛利率可达 31.2%。

空调箔: 我们预计 22-24 年空调箔销量分别为 28.3、29.7、31.2 万吨, 单价 2.2、2.2、2.1 万元/吨, 毛利率 8.7%、8.5%、8.0%。

单零箔: 我们预计 22-24 年单零箔销量分别为 16、17.6、19.4 万吨, 单价 2.3、2.2、2.1 万元/吨, 毛利率 13.0%、11.5%、10.0%。

双零箔: 我们预计 22-24 年双零箔销量分别为 17.0、18.7、20.5 万吨, 单价 2.7、2.5、2.4 万元/吨, 毛利率 19.0%、18.0%、15.0%。

普板带: 我们预计 22-24 年普板带销量分别为 8.25、8、8 万吨, 单价 2.2、2.0、1.9 万元/吨, 毛利率稳定在 8.0%。

表17: 分业务拆分预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1. 电池铝箔						
收入 (百万元)	648	1,753	3,803	6102	8750	11,350
-同比	31%	171%	117%	60%	43%	30%
销量 (吨)	24,049	55,673	110,000	190,000	286,000	390,000
单价 (万/吨, 不含税)	2.7	3.1	3.5	3.2	3.1	2.9
毛利率	26.7%	29.6%	30.6%	31.2%	30.8%	29.4%
-其中涂碳铝箔出货	500	2000	6500	20000	46000	80000
单吨毛利 (万/吨)	0.72	0.93	1.06	1.00	0.94	0.9
合计毛利(百万元)	173	520	1,163	1,904	2,695	3,335
2. 空调箔						
收入 (百万元)	3,763	5,817	6,232	6,395	6,513	6,634
-同比	-9%	55%	7%	3%	2%	2%
销量 (吨)	229,726	283,266	283,266	297,429	312,300	327,916
单价 (万元/吨, 不含税)	1.6	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
毛利率	6.8%	8.4%	8.7%	8.5%	8.0%	7.8%
单吨毛利 (万元/吨)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
合计毛利(百万元)	257	487	542	544	521	517
3. 单零箔						

收入 (百万元)	2,415	3,406	3,600	3,872	4,046	4,228
-同比	6%	41%	6%	8%	5%	4%
销量 (吨)	143,270	159,353	160,000	176,000	193,600	212,960
单价 (万元/吨, 不含税)	1.7	2.1	2.3	2.2	2.1	2.0
毛利率	7.7%	8.6%	13.0%	11.5%	10.0%	10.0%
单吨毛利 (万元/吨)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
合计毛利(百万元)	187	294	468	445	405	423
4.双零箔						
收入 (百万元)	2,231	3,240	4,590	4,675	4,937	5,204
-同比	17%	45%	42%	2%	6%	5%
销量 (吨)	116,769	131,073	170,000	187,000	205,700	226,270
单价 (万元/吨, 不含税)	1.9	2.5	2.7	2.5	2.4	2.3
毛利率	11.3%	13.2%	19.0%	18.0%	15.0%	15.0%
单吨毛利 (万元/吨)	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3
合计毛利(百万元)	251	426	872	842	741	781
5. 普板带						
收入 (百万元)	2,039	1,753	1,814	1,600	1,520	1,440
-同比	84%	-14%	3%	-12%	-5%	-5%
销量 (吨)	141,804	91,630	82,467	80,000	80,000	80,000
单价 (万元/吨, 不含税)	1.4	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8
毛利率	5.9%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
单吨毛利 (万元/吨)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
合计毛利(百万元)	120	124	145	128	122	115
6.其他						
收入 (百万元)	1,095	1,646	1,760	1,600	1,600	1,600
-同比	1%	50%	7%	-9%	0%	0%
毛利率	3.1%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计毛利(百万元)	33	74	88	80	80	80
合计收入 (百万元)	12,427	18,168	21,799	24,243	27,367	30,456
-同比	11%	46%	20%	11%	13%	11%
合计毛利率	8.47%	10.82%	15.04%	16.26%	16.67%	17.24%
合计毛利 (百万元)	1,053	1,966	3,279	3,942	4,563	5,251

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

预计公司 22-24 年总体营收为 217.99/242.43/273.67 亿元, 归母净利润为 14.0/18.1/22.0 亿元, 对应 PE 为 17x/13x/11x, 考虑公司为电池铝箔龙头, 扩产速度领先同行, 给予 23 年 20xPE, 目标价 73.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表18: 可比公司估值对比 (可比公司来源为 Wind 一致预期, 截止 2 月 3 日收盘价)

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300057.SZ	万顺新材	89	9.80	2.38	3.58	4.77	37	25	19
600673.SH	东阳光	289	9.60	12.15	20.67	30.03	24	14	10
601677.SH	明泰铝业	199	20.49	20.80	25.43	31.19	10	8	6
600219.SH	南山铝业	424	3.62	37.85	42.69	50.00	11	10	8
	平均			18.29	23.09	29.00	21	14	11
603876.SH	鼎胜新材	237	48.38	14.00	18.05	22.04	17	13	11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

1、原材料价格持续上涨的风险。由于行业供给偏紧，供不应求下电池箔产品降价可能性较小，铝锭降价对公司影响较小，但如果铝锭价格持续上涨，成本加成模式下，公司成本或将承压，最终影响盈利水平。

2、电池箔扩产不及预期的风险。电池箔相较于传统铝箔要求较高，涉及设备、认证、产能爬坡三大长周期，环节变化可能导致全局的蝴蝶效应，导致拖慢扩产进度。

3、竞争加剧的风险。众多铝资源厂与铝加工厂都可通过购买产线或者转产等方式切入电池箔产业。

鼎胜新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,031	15,319	16,551	18,533	营业总收入	18,168	21,799	24,243	27,367
货币资金及交易性金融资产	2,431	6,161	6,782	7,573	营业成本(含金融类)	16,202	18,520	20,301	22,804
经营性应收款项	3,585	4,599	4,799	5,416	税金及附加	58	70	73	82
存货	3,447	4,059	4,450	4,998	销售费用	175	218	230	260
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	181	194	205
其他流动资产	569	499	519	545	研发费用	622	981	1,018	1,095
非流动资产	6,230	8,022	9,585	10,469	财务费用	342	65	310	312
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	50	56	55
固定资产及使用权资产	5,222	6,019	7,082	7,966	投资净收益	-108	-129	0	0
在建工程	392	1,392	1,892	1,892	公允价值变动	-5	0	10	10
无形资产	328	323	323	323	减值损失	-53	-40	-60	-80
商誉	92	92	92	92	资产处置收益	-3	-2	0	0
长期待摊费用	64	64	64	64	营业利润	489	1,644	2,123	2,593
其他非流动资产	132	132	132	132	营业外净收支	14	17	5	5
资产总计	16,261	23,341	26,136	29,002	利润总额	503	1,661	2,128	2,598
流动负债	9,772	15,372	16,521	17,178	减:所得税	75	257	319	390
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,716	8,374	8,856	8,577	净利润	427	1,403	1,809	2,209
经营性应付款项	3,618	6,343	6,953	7,810	减:少数股东损益	-3	3	4	4
合同负债	248	278	305	342	归属母公司净利润	430	1,400	1,805	2,204
其他流动负债	191	378	408	449	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	2.86	3.68	4.49
非流动负债	1,558	1,558	1,558	1,558	EBIT	967	1,829	2,427	2,921
长期借款	820	820	820	820	EBITDA	1,410	2,542	3,373	4,047
应付债券	382	382	382	382	毛利率(%)	10.82	15.04	16.26	16.67
租赁负债	68	68	68	68	归母净利率(%)	2.37	6.42	7.45	8.05
其他非流动负债	289	289	289	289	收入增长率(%)	46.20	19.99	11.21	12.88
负债合计	11,330	16,929	18,079	18,735	归母净利润增长率(%)	2,968.07	225.64	28.89	22.11
归属母公司股东权益	4,921	6,398	8,041	10,245					
少数股东权益	10	13	17	21					
所有者权益合计	4,931	6,411	8,058	10,266					
负债和股东权益	16,261	23,341	26,136	29,002					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	699	3,794	3,112	3,383	每股净资产(元)	9.98	12.90	16.25	20.74
投资活动现金流	-389	-3,019	-2,505	-2,005	最新发行在外股份(百万股)	490	490	490	490
筹资活动现金流	226	2,555	4	-597	ROIC(%)	7.24	11.05	12.05	12.97
现金净增加额	477	3,330	611	781	ROE-摊薄(%)	8.74	21.89	22.45	21.51
折旧和摊销	444	713	947	1,127	资产负债率(%)	69.68	72.53	69.17	64.60
资本开支	-175	-2,490	-2,505	-2,005	P/E(现价&最新股本摊薄)	55.18	16.94	13.15	10.77
营运资本变动	-578	1,088	-14	-351	P/B(现价)	4.85	3.75	2.98	2.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

