

鼎胜新材 (603876)

2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩低于预期, 传统业务盈利回落

买入 (维持)

2023 年 04 月 29 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 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

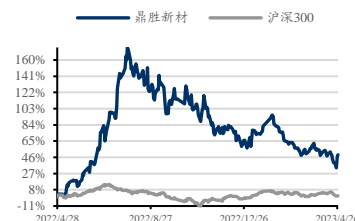
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	21,605	20,752	23,795	27,364
同比	19%	-4%	15%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	1,382	1,200	1,589	2,075
同比	221%	-13%	32%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.82	2.45	3.24	4.23
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.84	15.94	12.03	9.22

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **2022 年归母净利 13.82 亿元, 符合市场预期, 23Q1 归母净利 1.55 亿元, 低于市场预期。**2022 年公司营收 216.05 亿元, 同比增长 18.92%; 归母净利润 13.82 亿元, 同比增长 221.26%; 扣非净利润 14.36 亿元, 同比增长 276.58%。2023 年 Q1 公司实现营收 45.09 亿元, 同比下降 20.17%, 环比下降 9.1%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 28.18%, 环比下降 55.61%, 扣非归母净利润 1.42 亿元, 环比下降 60.82%。
- **我们预计 2023 年电池箔出货 15-18 万吨, 全年单吨利润有望维持稳定。**公司 2022 年电池箔出货 11 万吨, 同比接近翻倍, 其中 2022Q4 出货 3.4 万吨左右, 环比增长 6%; 2023Q1 出货 2.5 万吨, 同比增长 15-20%, 我们预计公司 2023 年电池箔出货达 15-18 万吨, 同比增长 40-50%。盈利方面, 我们测算 2022 年单吨利润约 0.6 万元左右, 公司 2023Q1 加工费下调 5%左右, 且 Q1 产能利用率下降, 我们预计单吨利润 0.5 万元左右, 环比降低 20%, 2023Q1 预计贡献 1.2 亿左右盈利; 后续涂炭铝箔占比提升有望对冲加工费下行, 我们预计公司 2023 年电池箔单吨盈利有望维持 0.5-0.6 万元左右。
- **2022 年包装箔需求旺盛盈利高增长, 2023Q1 包装箔盈利回落。**2022 年单双零箔出货 33 万吨左右, 2023Q1 出货 6 万吨, 环比微降, 考虑公司有部分产线转产电池箔, 我们预计全年出货 30 万吨左右; 盈利方面, 2022 年包装箔单吨盈利预计达 0.15-0.2 万元/吨, 2023Q1 单吨利润预计降至 0.05-0.1 万元/吨左右水平, 2023Q1 估计贡献 0.3 亿元左右盈利。2023Q1 空调箔及板带业务维持微利, 贡献少量利润。
- **存货较年初略降, 减值计提相对审慎。**23Q1 期间费用 3.6 亿元, 同比降低 8%, 环比降低 6%, 期间费用率 7.9%, 环比增长 0.3pct, 23Q1 计提 0.38 亿资产减值损失, 计提 0.14 亿信用减值损失。Q1 末公司存货 33 亿元, 较年初下降 8%; 23Q1 公司经营活动净现金流净额为 1.3 亿元, 同比降低 22%, 环比降低 12%; 资本开支为 0.8 亿元, 环比降低 64%。
- **盈利预测与投资评级:**由于传统铝箔业务盈利下滑, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 12.0/15.9/20.8 亿元 (原预期 23-24 年为 15.1/18.2 亿元), 同比-13%/+32%/+31%, 对应 PE 为 16x/12x/9x, 考虑公司为电池铝箔龙头, 扩产速度领先同行, 给予 2023 年 20xPE, 目标价 49 元, 维持“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)	38.99
一年最低/最高价	25.69/73.00
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	18,975.66
总市值(百万元)	19,123.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.04
资产负债率(% ,LF)	72.60
总股本(百万股)	490.46
流通 A 股(百万股)	486.68

相关研究

《鼎胜新材(603876): 锁定宁德时代 50%份额, 格局稳定支撑出货高增长》

2023-03-22

2022年归母净利13.82亿元，同比增长221.26%，符合市场预期。2022年公司营收216.05亿元，同比增长18.92%；归母净利润13.82亿元，同比增长221.26%；扣非净利润14.36亿元，同比增长276.58%；22年毛利率为16.18%，同比增加5.36pct；销售净利率为6.4%，同比增加4.05pct。

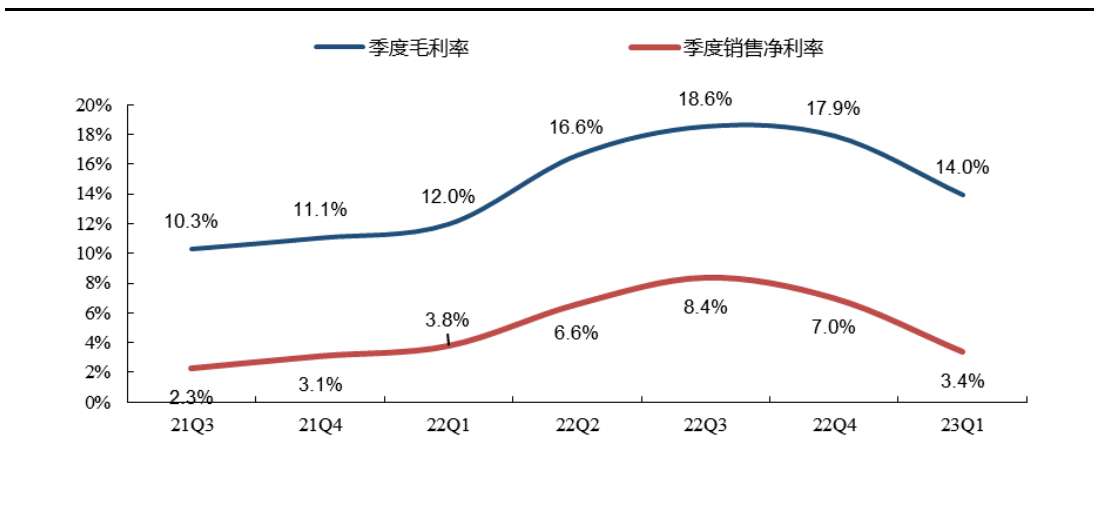
23Q1归母净利1.55亿元，低于市场预期。2023年Q1公司实现营收45.09亿元，同比下降20.17%，环比下降9.1%；归母净利润1.55亿元，同比增长28.18%，环比下降55.61%，扣非归母净利润1.42亿元，同比下降25.99%，环比下降60.82%。盈利能力方面，23Q1毛利率为13.97%，同比增长1.96pct，环比下降3.96pct；归母净利率3.43%，同比下降0.38pct，环比下降3.59pct；23Q1扣非净利率3.15%，同比下降0.25pct，环比提升4.16pct。

图1: 公司季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	4,508.6	4,959.8	5,200.0	5,798.1	5,647.4
-同比	-20.17%	-6.48%	7.99%	24.87%	65.82%
毛利率	13.97%	17.93%	18.56%	16.63%	12.00%
归母净利润(百万)	154.7	348.4	436.3	381.4	215.4
-同比	-28.18%	108.22%	294.36%	253.56%	387.48%
归母净利率	3.43%	7.03%	8.39%	6.58%	3.81%
扣非归母净利润(百万)	142.1	362.8	481.87	399.75	192.04
-同比	-25.99%	112.09%	499.72%	308.21%	497.94%
扣非归母净利率	3.15%	7.31%	9.27%	6.89%	3.40%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率和销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分业务看，铝箔产品同比稳定增长: 1) 铝箔产品2022年营收184.89亿元，同比增长30.06%，毛利率17.67%，同比上升5.53pct，产量67万吨，同比增长6%，销量66万

吨,同比增长 5%; 2) 铝板带 2022 年营收 20.12 亿元,同比下降 40.81%,毛利率 7.59%,同比上升 1.76pct,产量 9.1 万吨,同比降低 48%,销量 9.3 万吨,同比降低 48%。

图3: 公司分业务拆分情况

	2022年				2022H2		2022H1		2021年	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	毛利率
铝箔产品	184.89	30.06%	17.67%	5.53pct	85.83	34.19%	99.06	54.89%	142.16	12.14%
铝板带	20.12	-40.81%	7.59%	1.76pct	9.46	-6.06%	10.66	5.86%	33.99	5.83%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司主要产品 2022 年产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比	销售量同比	库存量同比
铝箔产品	吨	674,962.30	661,048.84	57662.88	6.31%	5.03%	31.80%
铝板带	吨	90,737.24	92,812.00	8784.15	-48.38%	-47.52%	-19.11%
合计	吨	765,699.53	753,860.85	66447.03	-5.54%	-6.49%	21.68%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计 2023 年电池箔出货 15-18 万吨,全年单吨利润有望维持稳定。公司 2022 年电池箔出货 11 万吨,同比接近翻倍,其中 2022Q4 出货 3.4 万吨左右,环比增长 6%; 2023Q1 出货 2.5 万吨,同比增长 15-20%,我们预计公司 2023 年电池箔出货达 15-18 万吨,同比增长 40-50%。盈利方面,我们测算 2022 年单吨利润约 0.6 万元左右,公司 2023Q1 加工费下调 5%左右,且 Q1 产能利用率下降,我们预计单吨利润 0.5 万元左右,环比降低 20%,2023Q1 预计贡献 1.2 亿左右盈利;后续涂炭铝箔占比提升有望对冲加工费下行,我们预计公司 2023 年电池箔单吨盈利有望维持 0.5-0.6 万元左右。

2022 年包装箔需求旺盛盈利高增长,2023Q1 包装箔盈利回落。2022 年单双零箔出货 33 万吨左右,2023Q1 出货 6 万吨,环比微降,考虑公司有部分产线转产电池箔,我们预计全年出货 30 万吨左右;盈利方面,2022 年包装箔单吨盈利预计达 0.15-0.2 万元/吨,2023Q1 单吨利润预计降至 0.05-0.1 万元/吨左右水平,2023Q1 估计贡献 0.3 亿元左右盈利。2023Q1 空调箔及板带业务维持微利,贡献少量利润。

公司 23Q1 费用率环比微增,减值计提相对审慎。2022 年公司期间费用合计 15.37 亿元,同比增长 19.51%,费用率为 7.11%,同比增长 0.03pct。2022 年销售费用 2.4 亿元,销售费用率 1.11%,同比增 0.15pct;管理费用 2.07 亿元,管理费用率 0.96%,同比增 0.14pct;财务费用 0.9 亿元,财务费用率 0.42%,同比降 1.46pct;研发费用 10 亿元,研发费用率 4.63%,同比增 1.2pct。2023Q1 期间费用合计 3.57 亿元,同比下降 8.21%,

环比降 6.18%，期间费用率为 7.92%，同比增 1.03pct，环比增 0.25pct；销售费用 0.42 亿元，销售费用率 0.93%，同比增 0.05pct，环比降 0.54pct；管理费用 0.51 亿元，管理费用率 1.13%，同比增 0.41pct，环比降 0.24pct；财务费用 0.42 亿元，财务费用率 0.94%，同比下降 0.15pct，环比增 0.34pct；研发费用 2.22 亿元，研发费用率 4.92%，同比增 0.72pct，环比增 0.69pct。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.38 亿元，计提信用减值损失 0.14 亿元。

图5：鼎胜新材分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	49.60	57.94	59.50	72.88	41.77
-销售费用率	0.88%	1.00%	1.14%	1.47%	0.93%
管理费用	40.64	48.63	49.57	68.25	51.12
-管理费用率	0.72%	0.84%	0.95%	1.38%	1.13%
研发费用	237.15	284.88	267.83	209.65	221.65
-研发费用率	4.20%	4.91%	5.15%	4.23%	4.92%
财务费用	61.51	24.29	-25.11	29.73	42.45
-财务费用率	1.09%	0.42%	-0.48%	0.60%	0.94%
期间费用	388.90	415.75	351.80	380.51	356.98
-期间费用率	6.89%	7.17%	6.77%	7.67%	7.92%
资产减值损失	-0.41	-16.27	-1.42	-50.38	-38.21
信用减值损失	-23.85	-15.45	27.41	-4.68	-13.88

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1 末存货较年初略降，经营性现金流同环比下滑。2022 年公司存货为 34.52 亿元，较年初增长 0.17%；应收账款 20.9 亿元，较年初增长 8.16%；期末公司合同负债 1.71 亿元，较年初下降 31.04%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 18.22 亿元，同比上升 160.55%；投资活动净现金流净额为-7.34 亿元，同比下降 88.78%；资本开支为 2.14 亿元，同比上升 226.91%。2023 年 Q1 公司存货为 33.3 亿元，较年初下降 8.12%；应收账款 22.88 亿元，较年初下降 1.79%；期末公司合同负债 3.67 亿元，较年初下降 2.62%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为 1.33 亿元，同比下降 22.11%，环比下降 12%；投资活动净现金流净额为-1.17 亿元，同比上升 80.01%；资本开支为 0.77 亿元，同比上升 27.41%，环比下降 64%；账面现金为 84.84 亿元，较年初增长 241.37%，短期借款 46.03 亿元，较年初下降 9.51%。

盈利预测和投资评级：由于传统铝箔业务盈利下滑，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 12.0/15.9/20.8 亿元(原预期 23-24 年为 15.1/18.2 亿元)，同比-13%/+32%/+31%，对应 PE 为 16x/12x/9x，考虑公司为电池铝箔龙头，扩产速度领先同行，给予 2023 年 20xPE，目标价 49 元，维持“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。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,822	17,431	20,078	22,846	营业总收入	21,605	20,752	23,795	27,364
货币资金及交易性金融资产	7,517	9,342	11,219	12,745	营业成本(含金融类)	18,109	17,806	20,088	22,933
经营性应收款项	3,375	4,200	4,517	5,192	税金及附加	83	80	71	82
存货	3,452	3,415	3,853	4,398	销售费用	240	208	226	260
合同资产	0	0	0	0	管理费用	207	172	190	205
其他流动资产	478	473	490	510	研发费用	1,000	934	999	1,095
非流动资产	7,132	7,338	7,479	7,578	财务费用	90	94	339	341
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	52	48	55	55
固定资产及使用权资产	5,344	5,555	5,696	5,796	投资净收益	-245	-73	-24	-27
在建工程	1,223	1,223	1,223	1,223	公允价值变动	-4	0	10	10
无形资产	329	324	324	324	减值损失	-85	-40	-60	-80
商誉	92	92	92	92	资产处置收益	-3	-2	-2	-3
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	1,591	1,392	1,859	2,403
其他非流动资产	108	108	108	108	营业外净收支	18	22	15	15
资产总计	21,954	24,769	27,557	30,424	利润总额	1,609	1,414	1,874	2,418
流动负债	13,396	14,987	16,325	17,113	减:所得税	227	212	281	338
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,521	8,310	8,792	8,513	净利润	1,383	1,202	1,593	2,079
经营性应付款项	8,381	6,098	6,880	7,854	减:少数股东损益	1	2	3	4
合同负债	171	267	301	344	归属母公司净利润	1,382	1,200	1,589	2,075
其他流动负债	323	311	352	402	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.82	2.45	3.24	4.23
非流动负债	2,243	2,243	2,243	2,243	EBIT	1,960	1,553	2,219	2,789
长期借款	1,472	1,472	1,472	1,472	EBITDA	2,491	2,052	2,788	3,400
应付债券	391	391	391	391	毛利率(%)	16.18	14.20	15.58	16.19
租赁负债	66	66	66	66	归母净利率(%)	6.39	5.78	6.68	7.58
其他非流动负债	314	314	314	314	收入增长率(%)	18.92	-3.95	14.66	15.00
负债合计	15,638	17,229	18,568	19,356	归母净利润增长率(%)	221.26	-13.16	32.47	30.56
归属母公司股东权益	6,304	7,525	8,972	11,047					
少数股东权益	11	14	17	21					
所有者权益合计	6,316	7,539	8,989	11,068					
负债和股东权益	21,954	24,769	27,557	30,424					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,822	-947	2,595	2,870	每股净资产(元)	12.71	15.06	17.98	22.18
投资活动现金流	-734	-758	-721	-725	最新发行在外股份(百万股)	490	490	490	490
筹资活动现金流	-1,213	3,530	-8	-628	ROIC(%)	13.64	8.64	10.06	11.64
现金净增加额	-46	1,826	1,866	1,517	ROE-摊薄(%)	21.91	15.94	17.72	18.78
折旧和摊销	531	499	569	611	资产负债率(%)	71.23	69.56	67.38	63.62
资本开支	-557	-685	-697	-698	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.84	15.94	12.03	9.22
营运资本变动	-550	-3,014	2	-284	P/B(现价)	3.07	2.59	2.17	1.76

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>

