

# 铝箔龙头享行业高景气, 钠电+涂碳打开空间 买入 (首次)

2023年04月12日

分析师  
芮雯

(852) 3982 3217

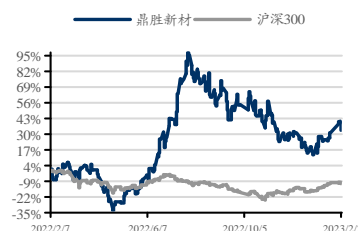
ruiraven@dwzq.com.hk

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

## 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年起钠电池开始起量, 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

## 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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 杨件, 阮巧燕, 岳斯瑶和王钦扬的指导。

## 1. 鼎胜新材：电池箔行业龙头，业绩加速增长

深耕铝箔行业，率先切入电池箔并迅速发展成为行业龙头，国内市占率 50%+。22 年业绩超预期，电池箔量利双升。按功能用途公司产品可分为包装用铝箔、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。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。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。公司电池箔利润占比提升至 20%+，22 年预计翻倍以上增长。公司受电池箔拉动，22 年毛利率突破 15%+，改善明显。公司费用率控制良好，22 年 Q1-3 四费占比为 6.95%，持续下降；22 年 Q1-3 研发费用率 4.75%，研发投入占比上升。

## 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。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，既是活性物质的载体，又是产生电流汇集的导体，可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，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 年全球电池铝箔实际需求 53/120 万吨，2021-2025 年复合增速 55%。

### 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。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。电池箔生产工艺较为复杂，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 $\mu$ m 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。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。行业内包装箔产能转产较慢，除鼎胜外新增产能有限。行业内新增产能扩产加速，预计 23H2-24 年陆续投产。2022 年电池箔供不应求，供需紧平衡预计维持至 2023 年 H2。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。

### 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。1) 国内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；2) 美国 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；3) 欧洲居民实际用电价提升，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。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。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。钠离子电池产业化加速，铝箔用量翻倍，推动需求超越行业增长。

## 3. 公司：扩产加速享行业高景气，涂碳箔放量增厚盈利

### 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。此外，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，但投产门槛提高。公司是第一家宣布量产 8 $\mu$ m 数码箔和 10 $\mu$ m 动力电池箔的企业，具有先发优势。此外，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。

### 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。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。具备海外生产能力，配合欧洲电池扩产迎来新空间。此外，公司绑定全球主流电池厂，市占率稳定达50%+。

### 3.3. 公司23年出货有望翻倍增长，涂碳铝箔增厚公司盈利

**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。

**储能需求火热，带动公司涂碳箔放量。**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。

**涂碳箔增厚利润，单位盈利将维持较高水平。**公司涂碳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，而涂碳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。

## 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。**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%。空调箔市场竞争加剧，毛利率走低，公司利用铝废料降本。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。3) 单、双零箔毛利率基本稳定，两者差距逐渐拉大。绑定国内外优质客户，欧洲出口需求高增带动量利齐升。4) 普板带销量稳定，利润占比较小。普板带毛利率低于其他产品，产品结构优化销量降低。

## 5. 盈利预测及投资建议

我们预计公司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。

## 6. 风险提示

原材料价格持续上涨的风险；电池箔扩产不及预期的风险；竞争加剧的风险

## 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
<b>流动资产</b>	<b>10,031</b>	<b>15,319</b>	<b>16,551</b>	<b>18,533</b>	<b>营业收入</b>	<b>18,168</b>	<b>21,799</b>	<b>24,243</b>	<b>27,367</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>6,230</b>	<b>8,022</b>	<b>9,585</b>	<b>10,469</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>489</b>	<b>1,644</b>	<b>2,123</b>	<b>2,593</b>
其他非流动资产	132	132	132	132	营业外净收支	14	17	5	5
<b>资产总计</b>	<b>16,261</b>	<b>23,341</b>	<b>26,136</b>	<b>29,002</b>	<b>利润总额</b>	<b>503</b>	<b>1,661</b>	<b>2,128</b>	<b>2,598</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,772</b>	<b>15,372</b>	<b>16,521</b>	<b>17,178</b>	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	<b>净利润</b>	<b>427</b>	<b>1,403</b>	<b>1,809</b>	<b>2,209</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>430</b>	<b>1,400</b>	<b>1,805</b>	<b>2,204</b>
其他流动负债	191	378	408	449					
非流动负债	1,558	1,558	1,558	1,558	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	2.86	3.68	4.49
长期借款	820	820	820	820					
应付债券	382	382	382	382	EBIT	967	1,829	2,427	2,921
租赁负债	68	68	68	68	EBITDA	1,410	2,542	3,373	4,047
其他非流动负债	289	289	289	289					
<b>负债合计</b>	<b>11,330</b>	<b>16,929</b>	<b>18,079</b>	<b>18,735</b>	毛利率(%)	10.82	15.04	16.26	16.67
归属母公司股东权益	4,921	6,398	8,041	10,245	归母净利率(%)	2.37	6.42	7.45	8.05
少数股东权益	10	13	17	21					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,931</b>	<b>6,411</b>	<b>8,058</b>	<b>10,266</b>	收入增长率(%)	46.20	19.99	11.21	12.88
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,261</b>	<b>23,341</b>	<b>26,136</b>	<b>29,002</b>	归母净利润增长率(%)	2,968.07	225.64	28.89	22.11
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
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(香港),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(香港)预测。

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

