

2023年04月24日
万顺新材(300057.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他包装

22Q4 业绩符合预期， 电池铝箔持续放量

■ 事件：万顺新材发布 2022 年年度报告。2022 年公司实现营业收入 58.34 亿元，同比增长 7.30%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 565.29%；扣非后归母净利润 1.97 亿元，同比增长 464.57%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 15.54 亿元，同比增长 13.92%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 162.69%；扣非后归母净利润 0.39 亿元，同比增长 155.52%。

■ 电池铝箔顺利扩产放量，22 年铝箔收入快速增长

分业务看，2022 年公司铝加工、纸包装材料、功能性薄膜业务分别实现收入 36.82、4.59、0.25 亿元，同比分别增长 29.24%、-9.33%、-25.77%。其中，22H2 铝加工、纸包装材料、功能性薄膜分别实现收入 18.96、2.57、0.14 亿元，同比分别增长 39.77%、-12.40%、-22.70%。

1) 铝加工业务方面，2022 年公司铝加工业务收入快速增长主要系铝箔下游市场需求整体旺盛，公司安徽中基电池铝箔产能释放。2022 年公司铝箔销量为 10.13 万吨，包括主要生产电池铝箔的安徽中基 2.73 万吨，以及主要生产双零箔的江苏中基 7.4 万吨。其中，22Q4 公司主要生产电池铝箔的安徽中基销量为 0.65 万吨，环比下降 22%。2) 纸包装材料方面，2022 年公司纸包装销量为 3.56 万吨，同比下降 11%，主要系终端消费需求疲弱。伴随需求逐步复苏，公司纸包装销量有望逐步企稳回升。3) 功能性薄膜业务方面，部分产品下游应用市场受全球疫情影响需求下降，2022 年公司功能性薄膜收入短期承压。2022 年公司功能性薄膜销量为 141.19 万平方米，同比增长 89%，主要系广东万顺投产。2022 年公司加快推进新产品产业化，优化产品结构，高阻隔膜已量产供应下游光伏板厂商，复合铜膜已处于送样至下游客户验证阶段。

■ 加速铝加工产能扩张，规模效应逐步释放

1) 铝箔：截至 2022 年末，江苏中基现有产能 8.3 万吨，以包装铝箔为主，含少量软包电池箔；安徽中基一期年产 4 万吨高精度电子铝箔生产项目已于 21 年底投产，产能持续爬坡；安徽中基二期年产 3.2 万吨高精度电子铝箔项目于 2023 年初进入设备安装阶段；安徽中基三期 10 万吨动力及储能电池箔项目规划建设手续及设备选型招标工作有序落实。项目全部建成后，江苏中基、安徽中基两个基地将形成 25.5 万吨铝箔总产能。2) 铝板带：安徽中基、江苏华丰基地现有产能 11 万吨，四川万顺中基年产 13 万吨高精铝板带项目进入设备安装阶段，2 台铸轧机已于 2022 年 9 月底开始试运行，4 台铸轧机及 2 台冷轧机于 2023 年初进入安装阶段，预计将形成 24 万吨铝板带坯料产能。3) 涂碳板：为完善铝加工产业链布局，江苏中基于 2022 年

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	9.16 元
股价 (2023-04-21)	7.62 元

交易数据

总市值(百万元)	6,933.09
流通市值(百万元)	4,211.29
总股本(百万股)	909.85
流通股本(百万股)	552.66
12 个月价格区间	6.09/14.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.9	-16.9	4.9
绝对收益	-10.7	-20.5	5.8

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

拟为宁德时代供货最低 32 万吨，电池铝箔有望持续放量	2022-11-24
22Q3 业绩延续高增，电池铝箔产能逐步释放	2022-10-17

4 月收购深圳宇锵 51% 股权切入涂碳箔产业，并设立江苏宇锵筹建年产 5 万吨新能源涂碳箔项目。

目 盈利能力大幅提升，期间费用管控良好

盈利能力方面，2022 年公司毛利率为 10.18%，同比增长 2.49pct；22Q4 毛利率为 2.77%，同比下降 3.19pct。2022 年公司毛利率大幅提升，主要系铝加工业务放量，规模效应开始释放，22 年铝加工业务毛利率同比增长 6.67pct，同时收入占比进一步提升。22Q4 公司毛利率短期承压，我们分析主要受 22Q4 电池铝箔销量下滑影响。

期间费用方面，22 年公司期间费用率为 6.00%，同比下降 0.21pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.94%/2.19%/1.53%/1.34%，同比分别+0.25pct/+0.08pct/-1.25pct/+0.70pct。综合影响下，22 年公司净利率为 3.49%，同比增长 4.35pct；22Q4 净利率为 2.64%，同比增长 7.61pct。

目 投资建议：作为中高端铝箔制造龙头，公司积极布局电池铝箔业务，并成功进入宁德时代等优质客户供应链体系，未来成长可期。我们预计万顺新材 2023-2025 年营业收入为 70.49、86.54、107.71 亿元，同比增长 20.82%、22.77%、24.46%；归母净利润为 2.78、3.88、5.35 亿元，同比增长 35.82%、39.75%、37.90%，对应 PE 为 25.0x、17.9x、13.0x，给予 23 年 30xPE，目标价 9.16 元，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：动力和储能电池需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；项目进展不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	5,437.5	5,834.4	7,049.3	8,654.4	10,771.0
净利润	-43.9	204.5	277.7	388.1	535.2
每股收益(元)	-0.05	0.22	0.31	0.43	0.59
每股净资产(元)	3.88	6.07	6.47	6.88	7.44

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	-157.8	33.9	25.0	17.9	13.0
市净率(倍)	2.0	1.3	1.2	1.1	1.0
净利率	-0.8%	3.5%	3.9%	4.5%	5.0%
净资产收益率	-1.2%	3.7%	4.7%	6.2%	7.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%
ROIC	1.7%	6.2%	5.5%	8.3%	7.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,437.5	5,834.4	7,049.3	8,654.4	10,771.0	成长性					
减:营业成本	5,019.4	5,240.7	6,286.4	7,667.8	9,459.0	营业收入增长率	7.3%	7.3%	20.8%	22.8%	24.5%
营业税费	24.7	26.7	32.0	39.3	48.9	营业利润增长率	-120.0%	-1,316.4%	52.6%	57.7%	35.8%
销售费用	37.3	54.6	57.8	65.2	84.7	净利润增长率	-157.0%	-565.3%	35.8%	39.7%	37.9%
管理费用	114.8	128.0	148.7	182.7	227.3	EBITDA 增长率	-10.1%	-8.3%	57.4%	26.5%	38.0%
研发费用	151.2	89.5	108.1	132.7	172.3	EBIT 增长率	-19.4%	82.3%	58.8%	26.7%	38.5%
财务费用	34.6	78.0	45.1	51.9	64.6	NOPLAT 增长率	-25.9%	309.7%	7.6%	43.3%	34.7%
资产减值损失	-74.8	-14.8	-64.0	-36.0	-60.0	投资资本增长率	11.9%	21.4%	-5.1%	43.3%	-1.5%
加:公允价值变动收益	0.9	-0.4	-6.8	4.6	-0.8	净资产增长率	-4.5%	57.1%	6.5%	6.4%	8.0%
投资和汇兑收益	0.5	-6.3	7.9	2.7	7.0						
营业利润	-16.6	202.0	308.3	486.2	660.3	利润率					
加:营业外净收支	4.3	2.1	9.6	3.8	3.8	毛利率	7.7%	10.2%	10.8%	11.4%	12.2%
利润总额	-12.3	204.2	317.9	490.0	664.0	营业利润率	-0.3%	3.5%	4.4%	5.6%	6.1%
减:所得税	34.5	0.6	47.7	98.0	132.8	净利润率	-0.8%	3.5%	3.9%	4.5%	5.0%
净利润	-43.9	204.5	277.7	388.1	535.2	EBITDA/营业收入	6.3%	5.3%	7.0%	7.2%	8.0%
						EBIT/营业收入	3.1%	5.2%	6.8%	7.0%	7.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	131	149	145	134	121
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	57	80	59	59	60
货币资金	1,258.4	2,816.4	1,325.4	692.4	861.7	流动资产周转天数	291	312	287	216	198
交易性金融资产	20.9	20.1	13.7	18.2	17.3	应收账款周转天数	89	91	93	91	92
应收账款	1,403.6	1,561.0	2,079.5	2,305.2	3,192.4	存货周转天数	44	50	45	45	46
应收票据	2.8	1.8	13.8	2.5	15.1	总资产周转天数	531	558	518	431	393
预付账款	255.0	301.8	463.5	409.2	668.5	投资资本周转天数	281	306	271	261	245
存货	636.4	987.8	790.3	1,394.0	1,373.2						
其他流动资产	425.2	415.2	459.2	433.2	435.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-1.2%	3.7%	4.7%	6.2%	7.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.6%	2.0%	2.7%	3.6%	4.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	1.7%	6.2%	5.5%	8.3%	7.8%
投资性房地产	67.4	70.2	70.2	70.2	70.2	费用率					
固定资产	2,205.7	2,636.7	3,029.2	3,420.6	3,810.8	销售费用率	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
在建工程	907.6	738.1	1,038.1	1,338.1	1,638.1	管理费用率	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
无形资产	244.7	254.6	252.8	251.1	249.3	研发费用率	2.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
其他非流动资产	336.4	508.3	438.2	424.6	451.4	财务费用率	0.6%	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%
资产总额	7,764.1	10,312.0	9,974.1	10,759.1	12,783.9	四费/营业收入	6.2%	6.0%	5.1%	5.0%	5.1%
短期债务	1,141.8	2,008.9	-	75.9	190.8	偿债能力					
应付账款	481.5	515.1	695.1	762.4	1,043.5	资产负债率	54.6%	46.3%	40.9%	41.7%	47.0%
应付票据	1,232.6	1,015.0	2,381.6	1,498.8	3,152.6	负债权益比	120.2%	86.1%	69.1%	71.5%	88.6%
其他流动负债	186.9	246.2	201.6	210.8	220.0	流动比率	1.32	1.61	1.57	2.06	1.42
长期借款	335.3	280.2	-	1,147.9	633.2	速动比率	1.11	1.35	1.33	1.52	1.13
其他非流动负债	860.9	707.0	798.5	788.8	764.8	利息保障倍数	4.81	3.88	10.67	11.75	13.07
负债总额	4,239.0	4,772.3	4,076.8	4,484.5	6,004.9	分红指标					
少数股东权益	-4.2	14.2	7.1	11.0	7.1	DPS(元)	-	-	0.03	0.02	0.03
股本	683.6	909.8	909.9	909.9	909.9	分红比率	0.0%	0.0%	11.3%	3.8%	5.0%
留存收益	2,962.7	4,734.0	4,980.3	5,353.7	5,862.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%
股东权益	3,525.1	5,539.7	5,897.3	6,274.6	6,779.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-0.05	0.22	0.31	0.43	0.59
净利润	-46.9	203.5	277.7	388.1	535.2	BVPS(元)	3.88	6.07	6.47	6.88	7.44
加:折旧和摊销	177.7	16.1	9.2	10.4	11.5	PE(X)	-157.8	33.9	25.0	17.9	13.0
资产减值准备	74.8	14.8	-	-	-	PB(X)	2.0	1.3	1.2	1.1	1.0
公允价值变动损失	-0.9	0.4	-6.8	4.6	-0.8	P/FCF	-10.9	-74.0	-4.2	-11.0	30.7
财务费用	49.3	0.4	45.1	51.9	64.6	P/S	1.3	1.2	1.0	0.8	0.6
投资收益	-0.5	101.3	-7.9	-2.7	-7.0	EV/EBITDA	21.7	25.6	12.7	13.0	8.7
少数股东损益	-2.9	-1.0	-7.5	3.9	-3.9	CAGR(%)	-303.0%	37.7%	58.7%	-303.0%	37.7%
营运资金的变动	138.3	-666.0	1,036.2	-1,530.8	775.6	PEG	0.5	0.9	0.4	-0.1	0.3
经营活动产生现金流量	143.9	-109.2	1,346.1	-1,074.5	1,375.2	ROIC/WACC	0.2	0.6	0.6	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-428.7	-570.2	-679.2	-706.4	-691.2	REP	9.5	2.3	2.1	1.3	1.3
融资活动产生现金流量	-386.5	2,159.5	-2,158.0	1,147.9	-514.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034