

万顺新材 (300057.SZ) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2023年4月11日

评级：增持（下调）

市场价格：8.09元

分析师：谢鹤鸣

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qizq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@r.qizq.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@r.qizq.com.cn

研究助理：于柏寒

Email: yubh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	910
流通股本(百万股)	553
市价(元)	8.09
市值(百万元)	7,361
流通市值(百万元)	4,471

股价与行业-市场走势对比



相关报告

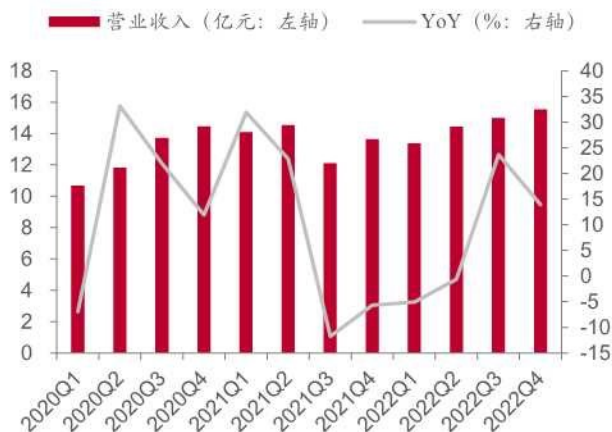
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,437	5,834	6,768	8,295	10,543
增长率 yoy%	7%	7%	16%	23%	27%
净利润(百万元)	-44	204	276	380	547
增长率 yoy%	-157%	565%	35%	37%	44%
每股收益(元)	-0.05	0.22	0.30	0.42	0.60
每股现金流量	0.16	-0.12	0.39	0.19	0.15
净资产收益率	-1%	4%	5%	6%	9%
P/E	-167.5	36.0	26.6	19.4	13.5
PEG	1.07	0.06	0.76	0.52	0.31
P/B	2.1	1.3	1.3	1.3	1.2

备注：股价选取 2023 年 4 月 11 日的收盘价

投资要点

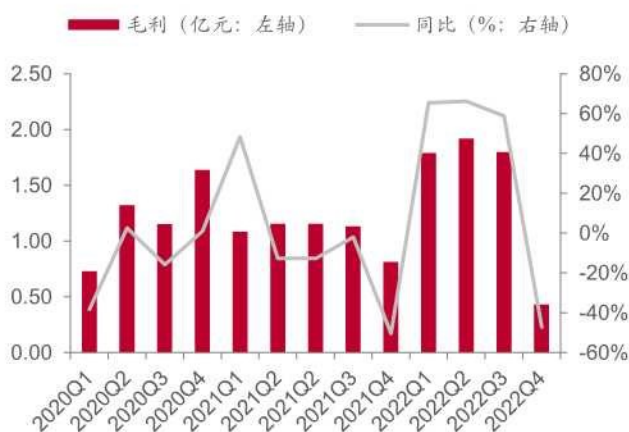
- 事件：**万顺新材披露 2022 年年度报告，公司 2022 年实现营业收入 58.34 亿元，同比上涨 7.3%，其中 Q4 实现营收 15.54 亿元，同比上涨 13.92%，环比增长 3.67%。2022 年公司实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 565.29%，其中 Q4 单季度实现 0.42 亿元，同比增长 162.69%，环比下降 1.84%。2022 年扣除非经常性损益后的净利润为 1.97 亿元，同比增长 464.57%，其中 Q4 单季度扣除非经常性损益后的净利润为 0.39 亿元，同比下降 155.52%，环比下降 7.84%。
- 铝加工业务贡献主要业绩。**2022 年公司毛利为 5.94 亿元，其中铝加工业务毛利占比为 84.4%。1) 销量：公司 2022 年铝箔销量为 10.13 万吨，其中安徽中基（主要生产电池铝箔）铝箔销量为 2.73 万吨，江苏中基（主要生产双零箔）铝箔销量为 7.4 万吨。受到动力电池排产和临近春节等因素影响，2022Q4 公司电池铝箔销量为 0.65 万吨，环比 -0.18 万吨，环比下降 22%。2022Q4 公司双零箔销量为 1.92 万吨，环比+5%。2) 单吨毛利：根据我们测算，受益于公司电池铝箔的放量、铝箔行业加工费上涨等因素影响，2022 年公司铝加工业务的单吨毛利为 3233 元/吨，同比+42.24%。受到 Q4 电池铝箔销量下滑等因素影响，2022Q4 公司毛利为 0.43 亿元，同比-47.08%，环比-76.05%。
- 功能性薄膜行业先驱，布局复合铜箔具备业务协同优势。**1) 公司功能性薄膜主要发力食品药品包装、光伏背板等高阻隔膜领域。2021 年底公司高阻隔膜材料生产基地投产，预计 2024 年达产。高阻隔膜生产基地规划光电领域新型显示元器件用高阻隔膜材料 600 万平方米，食品医药包装用高阻隔膜材料 1200 吨。目前公司开发的应用于便携式光伏产品的高阻隔膜已开始供应下游光伏板厂商。另外，公司开发出可回收单一材料（PP）、耐蒸煮的透明高阻隔膜也开始供应客户。2) 复合铜箔正在送样中。功能性薄膜需要综合应用磁控溅射、真空蒸镀、涂布复合、精密切割等先进技术。公司拥有多条磁控溅射设备及电子束镀膜设备等多套核心设备。在复合铜箔制造方面，具备技术、设备和业务协同等优势，目前已经送样给下游电池企业，持续配合客户放大卷长进行验证。
- 铝箔龙头再出发，纵向一体化布局电池铝箔领域。**公司深耕行业多年，通过并购及增资扩产，已经形成从铝板带（铝箔坯料）到铝箔、再延伸到涂碳箔纵向一体的铝加工产业链条。1) 铝板带：公司加快上游原材料布局，规划 13 万吨铝板带项目（其中，电池铝箔坯料 8 万吨），进一步降低成本。2) 电池铝箔：公司目前在产电池铝箔产能 4 万吨，二期 3.2 万吨项目已进入设备安装阶段，募投的 10 万吨动力及储能电池铝箔项目也已完成主设备订购。电池正极箔下游客户包括宁德时代、宁德博发、多氟多、欣旺达、优箔良才、湖州天丰等。3) 涂碳铝箔：为了提升电池铝箔附加值，公司收购深圳宇锋，布局电池铝箔深加工领域。目前深圳宇锋现有产能 3700 吨，筹建 5 万吨项目。
- 盈利预测及投资建议：**考虑到 23 年 Q1 电池铝箔行业加工费普降及涂碳铝箔投产延后等影响，我们预计公司 2023/2024/2025 年净利润分别为 2.76/3.8/5.47 亿元（2023-2024 年前值为 3.75/5.09 亿元），对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/19/14X，给予“增持”评级。
- 风险提示事件：**主营产品价格波动、原料成本波动、产业政策变动、项目进展不及预期、市场竞争加大导致加工费下降风险以及研报使用公开信息滞后的风险等。

图表 1: 公司 22Q4 营收同比+13.92%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 22Q4 归母净利润同比+162.69%


来源: Wind, 中泰证券研究所

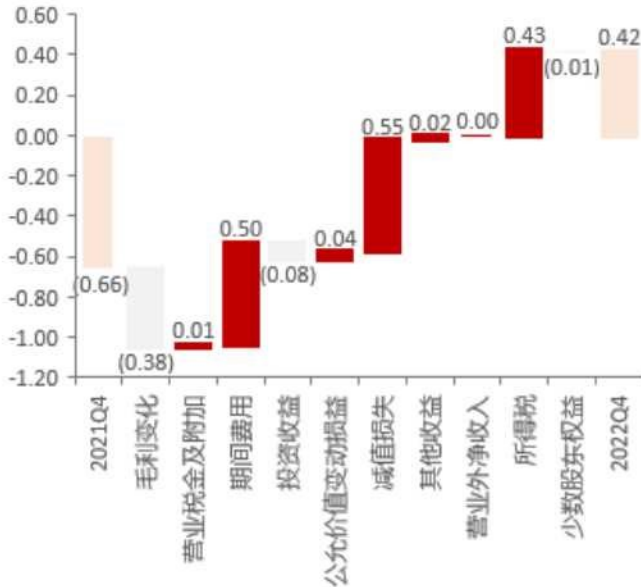
图表 3: 公司分季度毛利情况 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

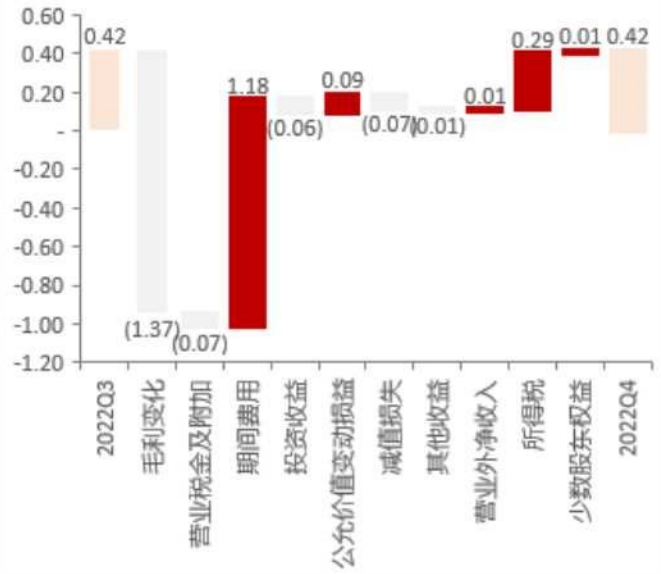
图表 4: 公司毛利率和净利率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 22Q4 归母净利润同比变化情况 (亿元)
图表 6: 公司 22Q4 归母净利润环比变化情况 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表7: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q4	22022Q1	22022Q2	22022Q3	22022Q4	环比	同比	2021年	2022年	同比	指标变动原因
营业收入	13.64	13.37	14.45	14.99	15.54	3.67%	13.92%	54.4	58.3	7.30%	
营业成本	12.83	11.58	12.53	13.19	15.11	14.53%	17.79%	50.2	52.4	4%	
毛利	0.81	1.79	1.92	1.80	0.43	-76.05%	-47.08%	4.2	5.9	42%	主要是本期铝加工业务收入增长毛利增加所致
毛利率	5.96%	13.39%	13.28%	11.99%	2.77%	-9.22%	-3.19%	7.7%	10.2%	2%	
销售费用	-0.30	0.18	0.12	0.13	0.12	-6.14%	-138.97%	0.37	0.55	46%	主要是本期新业务市场开发及旧业务加强维护力度增加业务费用及人工费用增加所致
销售费用率	-2.23%	1.32%	0.86%	0.84%	0.76%	-0.08%	2.99%	0.69%	0.94%	0.2%	
管理费用	0.31	0.30	0.27	0.31	0.40	30.02%	29.55%	1.1	1.3	12%	
管理费用率	2.28%	2.22%	1.88%	2.07%	2.59%	0.53%	0.31%	2.1%	2.2%	0.1%	
财务费用	0.06	0.21	0.23	0.17	0.18	4.03%	187.27%	0.3	0.8	-126%	主要是本期利息费用增加所致
财务费用率	0.45%	1.54%	1.58%	1.13%	1.14%	0.00%	0.69%	0.6%	1.3%	0.70%	
研发费用	0.50	0.39	0.50	0.64	-0.64	-200.09%	-228.41%	1.5	0.9	-41%	主要是本期产品开发研发投入较多所致
研发费用率	3.63%	2.94%	3.48%	4.24%	-4.09%	-8.33%	-7.72%	2.8%	1.5%	-1.25%	
期间费用	0.56	1.07	1.13	1.24	0.06	-94.98%	-88.94%	3.4	3.5	4%	
期间费用率	4.13%	8.02%	7.79%	8.28%	0.40%	-7.88%	-3.73%	6.2%	6.0%	-0.21%	
资产减值损失	-0.68	-0.01	-0.03	0.00	-0.10	-2621.70%	-	-0.7	-0.15	-	- 主要是存货跌价损失
投资净收益	0.02	0.00	0.00	0.00	-0.06	-	-	0.0	-0.1	-1486%	
营业利润	-0.47	0.63	0.71	0.50	0.18	-63.45%	-138.57%	-0.2	2.0	1316%	
利润总额	-0.47	0.64	0.72	0.50	0.19	-61.95%	-140.56%	-0.1	2.0	1754%	
归母净利润	-0.66	0.54	0.67	0.42	0.42	-1.84%	-162.69%	-0.4	2.0	565%	
扣非净利润	-0.70	0.50	0.65	0.42	0.39	-7.84%	-155.52%	-0.5	2.0	465%	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,816	3,267	2,074	2,636	营业收入	5,834	6,768	8,295	10,543
应收票据	2	2	3	3	营业成本	5,241	6,008	7,325	9,248
应收账款	1,338	1,509	1,782	2,231	税金及附加	27	31	38	48
预付账款	302	346	422	533	销售费用	55	61	75	95
存货	988	948	1,163	1,485	管理费用	128	135	166	211
合同资产	0	0	0	0	研发费用	89	104	127	162
其他流动资产	658	760	927	1,173	财务费用	78	91	105	124
流动资产合计	6,104	6,832	6,370	8,061	信用减值损失	-7	-7	-7	-7
其他长期投资	70	70	70	70	资产减值损失	-15	-15	-15	-15
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,637	3,031	3,484	3,994	投资收益	-6	-6	-6	-6
在建工程	738	838	838	738	其他收益	14	14	14	14
无形资产	255	238	227	215	营业利润	202	323	445	641
其他非流动资产	508	511	514	517	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	4,208	4,689	5,133	5,534	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	10,312	11,521	11,503	13,595	利润总额	204	325	447	643
短期借款	2,009	2,965	2,438	3,683	所得税	0	49	67	96
应付票据	1,015	1,164	1,419	1,791	净利润	204	276	380	547
应付账款	297	341	438	580	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	205	276	380	547
合同负债	22	26	31	40	NOPLAT	281	354	469	652
其他应付款	218	218	218	218	EPS (按最新股本摊薄)	0.22	0.30	0.42	0.60
一年内到期的非流动负债	159	159	159	159					
其他流动负债	65	68	77	90					
流动负债合计	3,785	4,940	4,778	6,561					
长期借款	280	225	170	115					
应付债券	602	602	602	602					
其他非流动负债	105	105	105	105					
非流动负债合计	987	932	877	822					
负债合计	4,772	5,872	5,655	7,383					
归属母公司所有者权益	5,525	5,636	5,833	6,198					
少数股东权益	14	14	14	14					
所有者权益合计	5,540	5,650	5,848	6,212					
负债和股东权益	10,312	11,521	11,503	13,595					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-109	355	170	132
现金收益	298	403	520	707
存货影响	-351	40	-215	-322
经营性应收影响	-194	-200	-334	-546
经营性应付影响	-184	192	352	515
其他影响	323	-80	-152	-223
投资活动现金流	-570	-532	-495	-454
资本支出	-287	-514	-477	-435
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-283	-18	-18	-19
融资活动现金流	2,160	628	-869	884
借款增加	662	901	-583	1,191
股利及利息支付	-85	-385	-483	-645
股东融资	1,593	0	0	0
其他影响	-10	112	197	338

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	16.0%	22.5%	27.1%
EBIT增长率	1170.1%	47.6%	32.4%	39.1%
归母公司净利润增长率	-565.3%	35.2%	37.4%	43.9%
获利能力				
毛利率	10.2%	11.2%	11.7%	12.3%
净利率	3.5%	4.1%	4.6%	5.2%
ROE	3.7%	4.9%	6.5%	8.8%
ROIC	3.5%	4.6%	6.3%	7.5%
偿债能力				
资产负债率	46.3%	51.0%	49.2%	54.3%
债务权益比	56.9%	71.8%	59.4%	75.1%
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.4	1.2	1.1	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	78	76	71	68
应付账款周转天数	19	19	19	20
存货周转天数	56	58	52	52
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.30	0.42	0.60
每股经营现金流	-0.12	0.39	0.19	0.15
每股净资产	6.07	6.19	6.41	6.81
估值比率				
P/E	36	27	19	13
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	38	25	19	14

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。