

万顺新材（300057.SZ）/有色金属行业

证券研究报告/公司点评

2022年11月24日

评级：买入（维持）

市场价格：11.54元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：于柏寒

Email: yubh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	721
流通股本(百万股)	545
市价(元)	11.54
市值(百万元)	8,319
流通市值(百万元)	6,286

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,069	5,437	7,120	8,629	10,001
增长率 yoy%	14%	7%	31%	21%	16%
净利润(百万元)	77	-44	231	375	509
增长率 yoy%	-43%	-157%	626%	62%	36%
每股收益(元)	0.11	-0.06	0.32	0.52	0.71
每股现金流量	0.44	0.20	0.58	0.73	0.79
净资产收益率	2%	-1%	6%	10%	12%
P/E	107.9	-189.3	36.0	22.2	16.3
PEG	-2.53	1.21	0.06	0.36	0.46
P/B	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0

备注：股价选取2022年11月23日的收盘价

投资要点

- **事件：万顺新材11月23日发布公告，其全资孙公司安徽中基与宁德时代签订《合作框架协议》，在2023年1月1日至2026年12月31日期间，安徽中基承诺向宁德时代供应锂电铝箔，最低供货量为32万吨，最终供应量及价格按照双方后续具体订单为准。**
- **4年电池铝箔合作框架协议，深度合作优质客户。**作为电池铝箔的后起之秀，2018年公司就前瞻性布局电池铝箔行业。目前公司在产电池铝箔产能4万吨，在建产能3.2万吨。公司另拟募资不超过17亿元，投建10万吨动力及储能电池铝箔领域，持续发力电池铝箔领域。随着10万吨新产能的落地，我们预计公司电池铝箔产能有望从目前的4万吨增长至17.2万吨。此次合作协议的签订，标志着宁德时代对公司锂电铝箔质量和生产能力的认可，进一步验证了公司在新能源汽车动力电池用铝箔领域的竞争力。
- **锂电铝箔供需格局较好，钠离子电池有望为行业提供新的需求增量。**在2022年动力电池需求高景气度的情况下，公司领先同行率先投产。我们预计今年公司电池铝箔出货量在3万吨，位居行业前三。需求端，由于钠离子正负极均用铝箔，因此钠离子电池相比锂电池，单Gwh对铝箔需求量呈翻倍态势。随着钠离子电池投产步入倒计时，公司有望持续受益。
- **铝箔龙头再出发，纵向一体化布局电池铝箔领域。**公司深耕铝箔行业多年，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，投资11.922亿元设立四川万顺中基铝业，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：**公司远期电池铝箔合计17.2万吨，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，公司今年4月收购深圳宇镛，布局电池铝箔深加工领域。目前深圳宇镛现有产能3700吨，开始筹建5万吨项目，其中一期2.5万吨预计2023年投产。
- **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，为满足全球绿色低碳循环发展趋势对包装材料的要求，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，设备也需要从日韩、德国等国进口。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。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到铝价影响2022年Q3业绩以及涂碳铝箔2024年的放量，我们预计公司2022/2023/2024年净利润分别为2.31/3.75/5.09亿元，对应2022-2024年PE分别为36/22/16X，维持公司“买入”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。

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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,258	1,648	2,157	2,500	营业收入	5,437	7,120	8,629	10,001
应收票据	3	4	4	5	营业成本	5,019	6,346	7,554	8,615
应收账款	1,175	1,481	1,726	1,971	税金及附加	25	32	39	45
预付账款	255	322	384	438	销售费用	37	64	78	90
存货	636	990	1,110	1,252	管理费用	115	135	164	190
合同资产	0	0	0	0	研发费用	151	199	242	290
其他流动资产	675	877	1,059	1,224	财务费用	35	47	63	103
流动资产合计	4,002	5,322	6,441	7,390	信用减值损失	-5	0	0	0
其他长期投资	67	67	67	67	资产减值损失	-75	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	0	0
固定资产	2,206	2,431	2,698	3,003	投资收益	0	0	0	0
在建工程	908	1,008	1,008	908	其他收益	6	6	6	6
无形资产	245	230	216	206	营业利润	-17	304	496	674
其他非流动资产	336	338	339	340	营业外收入	6	5	5	5
非流动资产合计	3,762	4,074	4,328	4,523	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	7,764	9,396	10,769	11,913	利润总额	-12	308	500	678
短期借款	1,142	1,818	2,484	2,939	所得税	35	77	125	169
应付票据	1,233	2,003	2,376	2,602	净利润	-47	231	375	509
应付账款	254	321	405	488	少数股东损益	-3	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-44	231	375	509
合同负债	19	25	31	36	NOPLAT	84	266	423	586
其他应付款	227	227	227	227	EPS (按最新股本摊薄)	-0.06	0.32	0.52	0.71
一年内到期的非流动负债	120	120	120	120					
其他流动负债	48	52	57	61	主要财务比率				
流动负债合计	3,043	4,566	5,700	6,472	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	335	335	335	335	成长能力				
应付债券	791	791	791	791	营业收入增长率	7.3%	30.9%	21.2%	15.9%
其他非流动负债	70	70	70	70	EBIT增长率	-83.7%	1497.4%	58.8%	38.7%
非流动负债合计	1,196	1,196	1,196	1,196	归母公司净利润增长率	-157.0%	-626.0%	62.3%	35.6%
负债合计	4,239	5,762	6,896	7,668	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,529	3,638	3,877	4,249	毛利率	7.7%	10.9%	12.5%	13.9%
少数股东权益	-4	-4	-4	-4	净利率	-0.9%	3.2%	4.3%	5.1%
所有者权益合计	3,525	3,634	3,872	4,245	ROE	-1.2%	6.4%	9.7%	12.0%
负债和股东权益	7,764	9,396	10,769	11,913	ROIC	0.3%	5.5%	7.7%	9.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	54.6%	61.3%	64.0%	64.4%
					债务权益比	69.7%	86.2%	98.1%	100.2%
					流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1
					速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	82	67	67	67
					应付账款周转天数	17	16	17	19
					存货周转天数	47	46	50	49
					每股指标(元)				
					每股收益	-0.06	0.32	0.52	0.71
					每股经营现金流	0.21	0.61	0.77	0.84
					每股净资产	5.16	5.32	5.67	6.21
					估值比率				
					P/E	-189	36	22	16
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	59	21	15	11

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。