

2022年11月24日  
万顺新材(300057.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他包装

## 拟为宁德时代供货最低 32 万吨， 电池铝箔有望持续放量

**事件：**万顺新材发布与宁德时代签订合作框架协议的公告。万顺新材全资孙公司安徽中基与宁德时代签署《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，最低供货量合计为 32 万吨，最终供应量及价格按照双方后续具体订单为准。

### 电池铝箔销量与产能拾阶而上，头部优质客户带来持续成长

作为中高端包装铝箔龙头，万顺新材在 2018 年开始前瞻布局电池铝箔扩产，逐步在高端进口设备与精细化生产管控上形成自身优势。当前公司技术专利储备丰富，产品延伸率、宽幅、良率等性能明显领先，成材率也达到行业较高水平。公司安徽中基电池铝箔产能加速释放，22Q1-3 累计销量达 2.08 万吨，其中 22Q1、22Q2、22Q3 当季销量分别为 0.52、0.73、0.83 万吨，22Q2、22Q3 环比增速分别为 40.4%、13.7%。公司目前在产电池铝箔产能 4 万吨，二期 3.2 万吨项目则正在进行按照基础安装工程施工，设备已订购待后续到位后安装；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。公司持续发力电池铝箔，下游客户已囊括宁德时代、多氟多、欣旺达等多家知名电池生产企业。此次与宁德时代签署锂电铝箔的供货合作协议，2023 年开始的四年内最低供货量为 32 万吨，此次合作也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。未来公司与头部优质客户的持续合作，或将带来电池铝箔领域的持续成长。

### 复合铜箔加速推进客户试样，高阻隔膜产能开始释放

公司深耕铝加工行业多年，通过产业链并购及增资扩产，已形成从铝板带到铝箔、再延伸到涂碳箔的纵向一体铝加工产业链条。2022 年 4 月江苏中基收购深圳宇锵 51% 股权，切入布局涂碳箔深加工业务。深圳宇锵现有 3700 吨/年的产能，公司也设立江苏宇锵筹建年产 5 万吨新能源涂碳箔项目，预计于 23Q2 开始部分投放。同时，公司复合铜箔也在持续推进下游客户送样与工艺优化工作，未来发展可期。此外，公司高阻隔膜产能开始释放，预计 2024 年达产，其中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产能 600 万平方米、食品医药包装用高阻隔膜材料产能 1200 吨。高阻隔膜产品应用于光伏、包装、量子点显示等领域，其中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。

**投资建议：**作为中高端铝箔制造龙头，公司积极拓展电池铝箔业务，并成功进入宁德时代等优质客户供应链体系，未来成长可

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
目标价(6个月)	14.75 元
股价(2022-11-23)	11.54 元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,319.25
流通市值(百万元)	6,285.74
总股本(百万股)	720.91
流通股本(百万股)	544.69
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	25.4	5.1	45.4
绝对收益	26.3	-4.2	22.2

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

### 相关报告

22Q3 业绩延续高增， 铝箔产能逐步释放	电池	2022-10-17
电池铝箔持续发力，22H1 盈利延续高增		2022-07-15
电池铝箔快速放量，22Q1 盈利超预期增长		2022-05-05

期。我们预计万顺新材 2022-2024 年营业收入为 68.05、84.77、105.92 亿元，同比增长 25.15%、24.56%、24.95%；归母净利润为 2.33、3.68、4.65 亿元，同比增长 630.20%、57.78%、26.51%，对应 PE 为 35.7x、22.6x、17.9x，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期风险；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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5,068.6	5,437.5	6,805.2	8,476.8	10,591.9
净利润	77.1	-43.9	233.0	367.6	465.1
每股收益(元)	0.11	-0.06	0.32	0.51	0.65
每股净资产(元)	5.05	4.90	5.37	6.16	6.73

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	107.9	-189.3	35.7	22.6	17.9
市净率(倍)	2.3	2.4	2.1	1.9	1.7
净利润率	1.5%	-0.8%	3.4%	4.3%	4.4%
净资产收益率	2.1%	-1.2%	6.0%	8.3%	9.6%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	0.7%
ROIC	2.6%	1.7%	6.2%	8.0%	8.9%

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5,068.6	5,437.5	6,805.2	8,476.8	10,591.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,584.2	5,019.4	6,000.4	7,435.6	9,241.4	营业收入增长率	13.8%	7.3%	25.2%	24.6%	25.0%
营业税费	23.1	24.7	30.9	38.5	48.1	营业利润增长率	-43.6%	-120.0%	1,955.2%	56.8%	31.2%
销售费用	76.5	37.3	68.1	71.5	97.6	净利润增长率	-42.6%	-157.0%	630.2%	57.8%	26.5%
管理费用	90.0	114.8	132.2	171.9	210.3	EBITDA 增长率	-9.2%	-10.1%	66.1%	34.0%	26.1%
研发费用	134.2	151.2	188.7	231.7	292.6	EBIT 增长率	-15.5%	-19.4%	126.3%	42.0%	30.6%
财务费用	43.3	34.6	68.1	50.9	63.6	NOPLAT 增长率	-43.0%	-25.9%	308.5%	42.0%	30.6%
资产减值损失	-46.0	-74.8	15.0	-4.0	12.0	投资资本增长率	12.0%	11.9%	10.1%	17.1%	4.3%
加:公允价值变动收益	-	0.9	0.3	0.4	0.5	净资产增长率	7.1%	-4.5%	9.8%	14.4%	9.5%
投资和汇兑收益	-0.3	0.5	6.0	2.1	7.0						
<b>营业利润</b>	83.1	-16.6	308.2	483.3	633.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	9.8	4.3	10.6	2.8	5.8	毛利率	9.6%	7.7%	11.8%	12.3%	12.8%
<b>利润总额</b>	92.9	-12.3	318.8	486.1	639.7	营业利润率	1.6%	-0.3%	4.5%	5.7%	6.0%
减:所得税	25.3	34.5	82.9	126.4	166.3	净利润率	1.5%	-0.8%	3.4%	4.3%	4.4%
<b>净利润</b>	77.1	-43.9	233.0	367.6	465.1	EBITDA/营业收入	7.5%	6.3%	8.3%	8.9%	9.0%
						EBIT/营业收入	4.1%	3.1%	5.5%	6.3%	6.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	129	131	122	107	91
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	57	57	48	44	39
货币资金	1,947.8	1,258.4	1,020.8	1,271.5	1,588.8	流动资产周转天数	307	291	246	224	215
交易性金融资产	-	20.9	21.2	21.6	22.1	应收帐款周转天数	98	89	101	96	95
应收帐款	1,289.8	1,403.6	2,403.6	2,119.1	3,488.8	存货周转天数	45	44	38	37	34
应收票据	11.5	2.8	83.5	26.2	49.7	总资产周转天数	540	531	461	419	386
预付帐款	314.4	255.0	543.8	428.1	734.1	投资资本周转天数	269	281	249	227	201
存货	677.9	636.4	797.1	937.9	1,064.4						
其他流动资产	537.3	425.2	430.1	464.2	439.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.1%	-1.2%	6.0%	8.3%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	-0.6%	2.4%	3.6%	3.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	2.6%	1.7%	6.2%	8.0%	8.9%
投资性房地产	36.9	67.4	67.4	67.4	67.4	<b>费用率</b>					
固定资产	1,747.4	2,205.7	2,424.1	2,608.8	2,759.6	销售费用率	1.5%	0.7%	1.0%	0.8%	0.9%
在建工程	996.2	907.6	1,207.6	1,507.6	1,807.6	管理费用率	1.8%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%
无形资产	235.2	244.7	238.1	231.4	224.8	研发费用率	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%
其他非流动资产	485.5	336.4	422.9	398.8	382.0	财务费用率	0.9%	0.6%	1.0%	0.6%	0.6%
<b>资产总额</b>	8,280.1	7,764.1	9,660.1	10,082.6	12,629.1	四费/营业收入	6.8%	6.2%	6.7%	6.2%	6.3%
短期债务	1,229.7	1,141.8	1,348.3	1,589.0	1,735.9	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	459.9	481.5	851.2	659.4	1,228.3	资产负债率	55.4%	54.6%	59.9%	56.1%	61.6%
应付票据	1,523.1	1,232.6	2,471.3	2,013.1	3,437.5	负债权益比	124.4%	120.2%	149.7%	127.7%	160.5%
其他流动负债	153.3	186.9	178.0	174.2	179.3	流动比率	1.42	1.32	1.09	1.19	1.12
长期借款	395.9	335.3	334.4	453.5	455.6	速动比率	1.22	1.11	0.93	0.98	0.96
其他非流动负债	827.8	860.9	607.5	765.4	744.6	利息保障倍数	4.77	4.81	5.53	10.50	10.98
<b>负债总额</b>	4,589.6	4,239.0	5,790.7	5,654.4	7,781.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	50.8	-4.2	-1.4	-9.1	-1.0	DPS(元)	0.04	-	0.06	0.09	0.08
股本	674.6	683.6	720.9	720.9	720.9	分红比率	33.9%	0.0%	19.7%	17.9%	12.5%
留存收益	2,968.7	2,962.7	3,149.9	3,716.4	4,128.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.8%	0.7%
<b>股东权益</b>	3,690.5	3,525.1	3,869.4	4,428.1	4,847.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	67.6	-46.9	233.0	367.6	465.1
						加:折旧和摊销	176.2	177.7	188.2	222.0	255.8
						资产减值准备	46.0	74.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.9	0.3	0.4	0.5
						财务费用	56.1	49.3	68.1	50.9	63.6
						投资收益	0.3	-0.5	-6.0	-2.1	-7.0
						少数股东损益	-9.5	-2.9	2.9	-7.9	8.3
						营运资金的变动	-168.1	138.3	-28.6	-342.8	213.2
						<b>经营活动产生现金流量</b>	317.0	143.9	457.9	288.2	999.4
						投资活动产生现金流量	-617.3	-428.7	-694.6	-698.7	-694.0
						融资活动产生现金流量	1,091.7	-386.5	-0.9	661.3	11.9
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.11	-0.06	0.32	0.51	0.65
						BVPS(元)	5.05	4.90	5.37	6.16	6.73
						PE(X)	107.9	-189.3	35.7	22.6	17.9
						PB(X)	2.3	2.4	2.1	1.9	1.7
						P/FCF	12.9	-13.1	31.7	231.8	24.0
						P/S	1.6	1.5	1.2	1.0	0.8
						EV/EBITDA	10.0	21.7	16.6	12.8	10.0
						CAGR(%)	74.6%	-316.2%	24.2%	74.6%	316.2%
						PEG	1.4	0.6	1.5	0.3	0.1
						ROIC/WACC	0.4	0.3	1.0	1.3	1.4
						REP	2.3	6.1	1.9	1.3	1.1

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