

公司研究

传统铝箔拖累业绩，电池铝箔盈利整体平稳

——鼎胜新材（603876.SH）跟踪点评报告

要点

事件：2023年前三季度公司实现营业收入142亿元，同比下降14.5%，归母净利润4.7亿元，同比下降54.7%。归母净利润下降主要源于铝箔加工费下降导致毛利降低。2023Q3营收50亿元，环比增长7%，归母净利润1.2亿元，环比下降40%。

点评：

传统铝箔景气度下降拖累净利润，电池箔盈利整体稳定。1) 传统包装箔：2023年H1公司单零箔、双零箔产品盈利能力下降明显，其中2023H1单零箔收入16.3亿元，同比下降31.2%，毛利率8.1%，同比下降2.21pct；双零箔10.5亿元，同比下降61.8%，毛利率下降2.39pct。2) 2023H1电池铝箔毛利5.7亿元，同比增长14%，盈利整体稳定。

电池箔：国内项目稳步推进，海外部分产线转产电池箔。据公司投资者问答，公司内蒙年产80万吨电池箔及其配套坯料项目已通过自有资金完成部分产能建设并按市场需求有序投产建设。同时，公司欧洲基地部分设备已转产做电池箔，陆续给周边电池箔客户及进行产品送样测试，主要包括主流国内电池箔客户海外基地、日韩品牌客户及欧洲本土电池厂。

电池箔2025年全球需求约100万吨，加工费有望趋稳。我们在已外发报告《锂电池需求旺盛，电池铝箔延续高景气——钠电池系列研究之五》中预计2025年全球电池铝箔的需求约100万吨，2021-2025年复合增长率达48%；其中动力、储能、消费、钠离子电池领域电池铝箔的用量分别为71.5/17.4/6.5/4.2万吨。尽管行业扩产较快，但工艺要求高、良率相对偏低和验证周期较长仍使得电池铝箔行业壁垒和产能释放周期慢于传统铝箔，竞争格局较传统铝箔好，加工费仍将高于传统铝箔，12μm电池铝箔加工费有望稳定在1.5-1.6万元/吨。

盈利预测、估值与评级：考虑铝箔加工费的下行，我们下调对公司盈利预测，预计公司2023/2024年归母净利润分别为5.9/6.9亿元，同比变动-57%、+17%，较前次盈利预测分别下调71%和72%，新增2025年归母净利润预测8.6亿元，同比+24%。考虑公司前期股价跌幅较大，已经反映行业景气度下滑和业绩下降影响，维持对公司“增持”评级。

风险提示：电池铝箔项目进度不及预期，下游锂电池以及钠电池装机等需求不及预期，行业扩产进度超预期导致加工费下降风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,168	21,605	18,513	20,165	21,376
营业收入增长率	46.20%	18.92%	-14.31%	8.92%	6.01%
净利润(百万元)	430	1,382	591	693	860
净利润增长率	-2968.07%	221.26%	-57.21%	17.15%	24.10%
EPS(元)	0.88	2.82	0.66	0.78	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.74%	21.91%	9.12%	9.90%	11.24%
P/E	11	4	15	13	10
P/B	1.0	0.8	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-01-26（鼎胜新材2022年股本总额为4.9亿股，经送股、可转债转股后2023年末增至8.9亿股）

增持（维持）

当前价：10.11元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

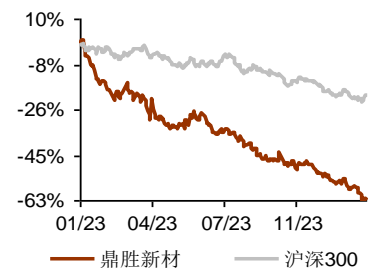
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	8.90
总市值(亿元)	89.95
一年最低/最高(元)	9.78/28.37
近3月换手率	51.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.25	-23.33	-59.25
绝对	-15.33	-29.74	-62.89

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,168	21,605	18,513	20,165	21,376
营业成本	16,202	18,109	16,364	17,746	18,684
折旧和摊销	405	468	504	565	611
税金及附加	58	83	65	71	75
销售费用	175	240	167	181	192
管理费用	148	207	185	202	214
研发费用	622	1,000	926	1,008	1,069
财务费用	342	90	21	47	43
投资收益	-108	-245	-100	-100	-100
营业利润	489	1,591	707	825	1,019
利润总额	503	1,609	692	810	1,004
所得税	75	227	97	114	141
净利润	427	1,383	594	696	863
少数股东损益	-3	1	3	3	3
归属母公司净利润	430	1,382	591	693	860
EPS(元)	0.88	2.82	0.66	0.78	0.97

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	699	1,822	59	1,527	1,686
净利润	430	1,382	591	693	860
折旧摊销	405	468	504	565	611
净营运资金增加	467	-4,764	779	46	52
其他	-603	4,737	-1,815	224	163
投资活动产生现金流	-389	-734	-812	-775	-750
净资本支出	-175	-557	-600	-600	-600
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-214	-177	-212	-175	-150
融资活动现金流	226	-1,213	-4,550	-570	-40
股本变化	52	4	399	0	0
债务净变化	-50	-534	-4,083	-362	200
无息负债变化	1,862	4,842	-1,303	670	453
净现金流	477	-46	-5,302	182	896

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	10.8%	16.2%	11.6%	12.0%	12.6%
EBITDA 率	8.1%	12.1%	7.4%	7.8%	8.4%
EBIT 率	5.7%	9.7%	4.7%	5.0%	5.6%
税前净利润率	2.8%	7.4%	3.7%	4.0%	4.7%
归母净利润率	2.4%	6.4%	3.2%	3.4%	4.0%
ROA	2.6%	6.3%	3.5%	4.0%	4.6%
ROE (摊薄)	8.7%	21.9%	9.1%	9.9%	11.2%
经营性 ROIC	7.8%	24.6%	8.9%	10.2%	12.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	70%	71%	61%	60%	59%
流动比率	1.03	1.11	1.10	1.18	1.26
速动比率	0.67	0.85	0.71	0.75	0.84
归母权益/有息债务	0.71	0.99	2.82	3.61	3.57
有形资产/有息债务	2.28	3.36	7.03	8.72	8.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	16,261	21,954	16,748	17,574	18,881
货币资金	2,119	7,154	1,851	2,033	2,928
交易性金融资产	312	363	363	363	363
应收账款	1,932	2,090	2,105	2,293	2,431
应收票据	119	0	130	141	150
其他应收款 (合计)	149	118	148	161	171
存货	3,447	3,452	3,384	3,664	3,851
其他流动资产	1,852	1,403	1,341	1,374	1,398
流动资产合计	10,031	14,822	9,480	10,196	11,464
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,155	5,279	5,810	6,003	6,008
在建工程	392	1,216	633	342	196
无形资产	328	329	421	512	600
商誉	92	92	92	92	92
其他非流动资产	43	28	28	28	28
非流动资产合计	6,230	7,132	7,267	7,378	7,417
总负债	11,330	15,638	10,253	10,561	11,215
短期借款	4,308	4,244	562	0	0
应付账款	1,009	1,325	982	1,065	1,121
应付票据	2,608	7,056	6,382	6,921	7,287
预收账款	0	0	4	4	4
其他流动负债	14	7	7	7	7
流动负债合计	9,772	13,396	8,580	8,672	9,113
长期借款	820	1,472	1,072	1,272	1,472
应付债券	382	391	391	391	391
其他非流动负债	44	37	6	23	35
非流动负债合计	1,558	2,243	1,673	1,889	2,102
股东权益	4,931	6,316	6,495	7,012	7,666
股本	486	490	890	890	890
公积金	2,547	2,720	2,779	2,848	2,933
未分配利润	1,845	3,067	2,784	3,230	3,795
归属母公司权益	4,921	6,304	6,480	6,995	7,646
少数股东权益	10	11	14	17	20

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.96%	1.11%	0.90%	0.90%	0.90%
管理费用率	0.81%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用率	1.88%	0.42%	0.11%	0.23%	0.20%
研发费用率	3.42%	4.63%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.20	0.86	0.20	0.23	0.29
每股经营现金流	1.44	3.71	0.07	1.72	1.89
每股净资产	10.13	12.85	7.28	7.86	8.59
每股销售收入	37.38	44.05	20.81	22.66	24.02

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	11	4	15	13	10
PB	1.0	0.8	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.8	2.3	8.0	6.7	5.5
股息率	2.0%	8.5%	2.0%	2.3%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP