

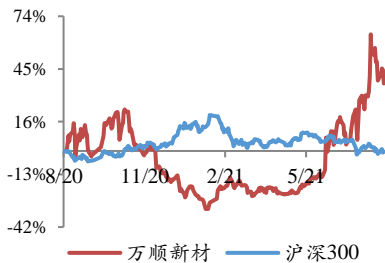
上半年利润承压, 着力推动电池铝箔研发及市场推广

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-08-29

| | |
|------------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 8.20 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 9.82/4.06 |
| 总股本 (百万股) | 675 |
| 流通股本 (百万股) | 497 |
| 流通股比例 (%) | 73.66 |
| 总市值 (亿元) | 55 |
| 流通市值 (亿元) | 41 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

分析师: 虞晓文

执业证书号: S0010520050002

邮箱: yuxw@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_公司研究_深度报告_轻工制造: 锂电铝箔投产先锋, 迈入高质量增长新纪元 2021-08-02

主要观点:

- **上半年传统业务收入维持稳定, 利润承受原材料及海运运价上涨压力。** 公司发布 2021 年中报, 2021 年上半年实现营收 28.62 亿元, 同比增长 27.19%; 实现归母净利润 1820.95 万元, 同比下降 47.99%; 实现扣非归母净利润 1399.15 万元, 同比下降 35.28%。单 Q2 来看, 公司 Q2 实现营收 14.54 亿元, 同比增长 22.91%; 实现归母净利润 1112.42 万元, 同比下降 73.03%; 实现扣非归母净利润 752.79 万元, 同比下降 77.50%。
- **收入端: 上半年传统业务维持稳定, 关注后续高端电子箔投产放量。** 2021 年上半年公司铝加工/纸包装/功能性薄膜业务营收分别同增 23.37%/-6.65%/-13.54%至 14.92/2.13/0.16 亿元, 纸包装下滑主要因为上半年烟标级白卡成本大幅提升, 部分交付具备时滞性, 但业务特性具备年度订单稳定性。公司持续发力铝加工产品结构升级, 战略性产品获得突破性进展, 同时市场开发工作进展突出: 1) 电池铝箔销量 635.65 万吨, 同增 504.93%, 电池软包箔客户包括卓越新材、锂盾新能源、睿捷新材料等, 电池正极箔下游客户包括中天储能、湖州天丰等; 2) 电池铝箔坯料销量 1.49 万吨, 同增 1644.12%, 客户包括永杰新材料、常铝铝业、优箔等。公司电池铝箔增长迅速但基数较小, 主要受限于产能不足, 我们认为小批量投产及市场开拓工作, 在工艺及市场两方面为后续 7.2 万吨高精度电子箔投产奠定基础。
- **利润端: 上半年承受原材料及海运运费上涨压力。** 21H1 公司铝加工/纸包装/功能性薄膜毛利率分别同比-0.71%/-2.95%, -9.83%, 铝加工业务主要原材料为铝板带 (占铝箔成本 85%), 且公司铝箔出口占比较高, 2020 年出口占比达 67.8%。上半年受国内外铝价差波动、国内外价格不同步导致毛利率下滑, 以及海运费上涨等影响, 铝箔出口业务毛利率有所下降。公司铝加工业务开发高端产品, 新产能投产在即推动结构持续升级, 纸包装原材料价格企稳下滑, 综合利润率有望进入拐点。
- **看好电池铝箔在高景气窗口期投产。** 公司原有铝箔工艺及产能水平处于行业前列, 截至 2020 年末, 公司铝箔拥有 10 条生产线, 设计年产能 8.30 万吨, 2020 年铝箔产量达到 7.74 万吨。公司在 2018 年前瞻性布局锂电铝箔, 总量 7.2 万吨高精度锂电铝箔产能规模处于国内第一梯队, 一期 4 万吨产能将于年内投产。锂电铝箔具备投产周期久、技术(设备)壁垒高等特性, 我们看好公司在下游需求高增长的高景气周期投产。此外, 公司于 2021 年 7 月投资新建年产 13 万吨高精铝板带项目, 建成后将新增 8 万吨锂电池正极用铝箔胚料和 5 万吨双零铝箔胚料板卷产能, 为公司铝加工业务的长远发展夯实基础。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.12/2.66, 3.96 亿元, 对应 PE 27.6X/11.6X/7.8X, 维持“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，投产进度不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5,069 | 5,455 | 6,368 | 8,260 |
| 收入同比 (%) | 13.8 | 7.6 | 16.7 | 29.7 |
| 归属母公司净利润 | 77 | 112 | 266 | 396 |
| 净利润同比 (%) | -42.6 | 45.4 | 137.6 | 48.6 |
| 毛利率 (%) | 9.6 | 10.0 | 13.1 | 14.1 |
| ROE (%) | 1.8 | 2.9 | 6.5 | 8.6 |
| 每股收益 (元) | 0.11 | 0.17 | 0.39 | 0.59 |
| P/E | 40.1 | 27.6 | 11.6 | 7.8 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 10.3 | 11.1 | 7.2 | 6.1 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 4779 | 4842 | 4872 | 5308 | 营业收入 | 5069 | 5455 | 6368 | 8260 |
| 现金 | 1948 | 1757 | 1201 | 408 | 营业成本 | 4584 | 4910 | 5535 | 7096 |
| 应收账款 | 1301 | 1350 | 1745 | 2270 | 营业税金及附加 | 23 | 31 | 35 | 83 |
| 其他应收款 | 253 | 366 | 356 | 580 | 销售费用 | 77 | 98 | 116 | 149 |
| 预付账款 | 314 | 404 | 435 | 653 | 管理费用 | 90 | 152 | 143 | 198 |
| 存货 | 678 | 681 | 851 | 1113 | 财务费用 | 43 | 46 | 57 | 59 |
| 其他流动资产 | 285 | 285 | 285 | 285 | 资产减值损失 | -46 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3501 | 3645 | 4009 | 4823 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | -1 | -3 | -3 | 投资净收益 | -0 | 29 | 12 | 16 |
| 固定资产 | 1747 | 2023 | 2476 | 3284 | 营业利润 | 83 | 135 | 331 | 481 |
| 无形资产 | 235 | 248 | 251 | 251 | 营业外收入 | 11 | 15 | 14 | 14 |
| 其他非流动资产 | 1519 | 1375 | 1285 | 1292 | 营业外支出 | 1 | 4 | 3 | 2 |
| 资产总计 | 8280 | 8487 | 8881 | 10131 | 利润总额 | 93 | 145 | 342 | 492 |
| 流动负债 | 3366 | 3704 | 4059 | 5080 | 所得税 | 25 | 35 | 82 | 122 |
| 短期借款 | 1230 | 1230 | 1230 | 1230 | 净利润 | 68 | 110 | 259 | 370 |
| 应付账款 | 1742 | 1860 | 2200 | 3005 | 少数股东损益 | -9 | -2 | -7 | -25 |
| 其他流动负债 | 395 | 615 | 629 | 845 | 归属母公司净利润 | 77 | 112 | 266 | 396 |
| 非流动负债 | 1224 | 1008 | 829 | 728 | EBITDA | 363 | 348 | 587 | 813 |
| 长期借款 | 1180 | 965 | 786 | 684 | EPS (元) | 0.11 | 0.17 | 0.39 | 0.59 |
| 其他非流动负债 | 43 | 43 | 43 | 43 | | | | | |
| 负债合计 | 4590 | 4713 | 4887 | 5808 | | | | | |
| 少数股东权益 | 51 | 49 | 42 | 17 | | | | | |
| 股本 | 675 | 675 | 675 | 675 | | | | | |
| 资本公积 | 2030 | 2030 | 2030 | 2030 | | | | | |
| 留存收益 | 939 | 1015 | 1194 | 1451 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3640 | 3725 | 3951 | 4306 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 8280 | 8487 | 8881 | 10131 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 317 | 212 | 243 | 414 |
| 净利润 | 68 | 110 | 259 | 370 |
| 折旧摊销 | 176 | 149 | 186 | 247 |
| 财务费用 | 43 | 46 | 57 | 59 |
| 投资损失 | 0 | -29 | -12 | -16 |
| 营运资金变动 | -23 | -64 | -247 | -246 |
| 其他经营现金流 | 52 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -617 | -263 | -539 | -1044 |
| 资本支出 | 671 | 145 | 366 | 814 |
| 长期投资 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他投资现金流 | 53 | -118 | -172 | -229 |
| 筹资活动现金流 | 1092 | -140 | -260 | -163 |
| 短期借款 | 249 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 750 | -216 | -179 | -101 |
| 普通股增加 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 214 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -122 | 75 | -81 | -62 |
| 现金净增加额 | 797 | -191 | -556 | -793 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 13.8 | 7.6 | 16.7 | 29.7 |
| 营业利润 | -43.6 | 62.6 | 144.8 | 45.4 |
| 归属于母公司净利润 | -42.6 | 45.4 | 137.6 | 48.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 9.6 | 10.0 | 13.1 | 14.1 |
| 净利率 (%) | 1.5 | 2.1 | 4.2 | 4.8 |
| ROE (%) | 1.8 | 2.9 | 6.5 | 8.6 |
| ROIC (%) | 2.2 | 2.4 | 4.9 | 6.5 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.4 | 55.5 | 55.0 | 57.3 |
| 净负债比率 (%) | 16.2 | 19.1 | 27.9 | 42.7 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 应付账款周转率 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.17 | 0.39 | 0.59 |
| 每股经营现金流 (薄) | 0.47 | 0.31 | 0.36 | 0.61 |
| 每股净资产 | 5.40 | 5.52 | 5.86 | 6.38 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 40.1 | 27.6 | 11.6 | 7.8 |
| P/B | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 10.3 | 11.1 | 7.2 | 6.1 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。