

产能扩张加速，公司量利齐升

买入（维持）

2022年02月08日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2155	4200	6257	9073
同比（%）	0%	95%	49%	45%
归母净利润（百万元）	5	407	846	1181
同比（%）	-104%	7463%	108%	40%
每股收益（元/股）	0.004	0.291	0.605	0.845
P/E（倍）	3570.11	47.21	22.74	16.27

投资要点

■ 公司预计 2021Q4 归母净利润 0.68-0.98 亿元，环比下滑 43%-18%，计提资产减值影响盈利。公司预计 2021 年全年归母净利润 3.9-4.2 亿元，同比增长 7142%~7699%，其中 2021Q4 归母净利润 0.68-0.98 亿元，同比增长 215%~353%，环比下滑 43%~18%，基本符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 3.7-4 亿元，同比增长 832%~892%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.74-1.04 亿元，环比下滑 30%~2%，由于公司一次性计提 3000-5000 万元左右资产减值，若加回，对应扣非净利环比增长 15%+，符合市场预期。

■ 限电影响基本消除，2021 年 Q4 量利齐升。我们预计公司 2021 年 Q4 出货量为 0.96 万吨左右，环比增长 4%左右，2021 年累计出货 3.6-3.7 万吨左右，满产满销，同比增长 80%+。盈利能力来看，若加回资产减值损失影响，我们预计铜箔业务 2021 年 Q4 单吨净利达 1.2-1.3 万元/吨左右，环比微增，在电费上涨情况下，随着加工费上涨的逐渐体现以及财务费用进一步摊薄，实现 Q4 单吨净利环比提升，我们预计加工费上涨将在 2022 年进一步体现，且随着产品结构优化与规模效应，未来单吨盈利有望持续提升。随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年有望出货 6 万吨，同比增长 60%+，其中宁德时代、LG 贡献主要增量。

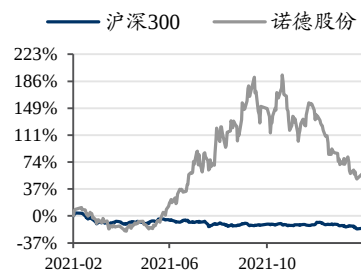
■ 公司产能扩张加速，叠加 4.5μm 产品占比提升，龙头地位显现。公司现有产能 4.3 万吨/年，公司预计 2022 年 Q2 实现 7 万吨左右的铜箔产能。此外青海筹建 1.5 万吨/年与黄石一期 5 万吨产能公司预计于 2023 年年中投产，建成后公司产能将达到 13.5 万吨。产品结构来看，公司 2021 年 4.5μm 和 4μm 铜箔出货量占比提升至 15%~20%，主要供货宁德时代，后续国内二线厂商也将逐步切换，我们预计 2022 年占比将进一步提升至 20%+，此外海外客户 2022 年放量，且陆续切换 6μm 产品，客户结构产品结构进一步优化，公司龙头地位稳固。

■ 锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计 2022 年供给持续紧张。据我们测算，2022 年全球行业需求增长至 65 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，整体行业新增产能有限，2022 年我们预计产能利用率仍维持高位，且 4.5μm 及 6μm 环节产能持续紧缺。2021 年上半年 6μm 铜箔加工费 5 万元/吨，4.5μm 加工费 7 万元/吨+，产能供不应求，2021 年 Q3 已涨价 0.5-1 万元/吨，后续加工费或进一步提升，龙头盈利弹性开始体现。

■ 投资建议：行业景气度高企，考虑公司计提影响，我们预计 2021-2023 年的归母净利润 4.7/8.27/11.59 亿元调整为 4.07/8.46/11.81 亿元，同比增长 7463%/108%/40%，对应 47/23/16XPE，给予 2022 年 35 倍 PE，目标价 21.2 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：铜价下跌超预期，行业竞争超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.76
一年最低/最高价	6.64/25.59
市净率(倍)	5.13
流通 A 股市值(百万 元)	18206.98

基础数据

每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	56.48
总股本(百万股)	1397.27
流通 A 股(百万股)	1323.18

相关研究

1、《诺德股份（600110）：2021 年三季报点评：铜箔供需持续紧张，龙头产能加速释放》

2021-10-31

2、《诺德股份（600110）：2021 年中报点评：Q2 单吨盈利大幅提升，盈利拐点已现》2021-08-03

3、《诺德股份（600110）：铜箔行业引领者，6μm 锂电铜箔迈入高速增长》2021-02-10

公司预计 2021Q4 归母净利润 0.68-0.98 亿元，环比下滑 43%~18%，计提资产减值影响盈利。公司预计 2021 年全年归母净利润 3.9-4.2 亿元，同比增长 7142%~7699%，其中 2021Q4 归母净利润 0.68-0.98 亿元，同比增长 215%~353%，环比下滑 43%~18%，基本符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 3.7-4 亿元，同比增长 832%~892%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.74-1.04 亿元，环比下滑 30%~2%，由于公司一次性计提 3000-5000 万元左右资产减值，若加回，对应扣非净利环比增长 15%+，符合市场预期。

图 1: 公司盈利情况（分季度）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		1,228.3	1,118.3	889.5	790.9
-同比		114.87%	151.82%	155.46%	-212.44%
毛利率		24.64%	26.35%	21.70%	17.07%
归母净利润(百万)	68-98	120.1	136.1	65.4	21.7
-同比	215%-353%	8663.26%	-1721.07%	-803.30%	-111.68%
归母净利率		9.78%	12.17%	7.35%	2.74%
扣非归母净利润(百万)	74-104	106.1	128.6	61.01	-17.54
-同比	转正	-1610.00%	-976.92%	-640.81%	-90.74%
扣非归母净利率		8.64%	11.50%	6.86%	-2.22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

限电影响基本消除，2021 年 Q4 量利齐升。我们预计公司 2021 年 Q4 出货量为 0.96 万吨左右，环比增长 4%左右，限电影响基本消除，2021 年累计出货 3.6-3.7 万吨左右，满产满销，同比增长 80%+。盈利能力来看，若加回资产减值损失影响，我们预计铜箔业务 2021 年 Q4 单吨净利达 1.2-1.3 万元/吨左右，环比微增，在电费上涨情况下，随着加工费上涨的逐渐体现以及财务费用进一步摊薄，实现 Q4 单吨净利环比提升，我们预计加工费上涨将在 2022 年进一步体现，且随着产品结构优化与规模效应，未来单吨盈利有望持续提升。随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年有望出货 6 万吨，同比增长 60%+，其中宁德时代、LG 贡献主要增量。

公司产能扩张加速，叠加 4.5μm 产品占比提升，龙头地位显现。公司现有产能 4.3 万吨/年，其中青海产能 3.5 万吨/年，在建产能 1.5 万吨/年，惠州产能 0.8 万吨/年，在建产能 1.2 万吨/年，在建产能公司预计于 2022 年 Q1 陆续投产，考虑产能爬坡，公司预计 2022 年 Q2 实现 7 万吨左右的铜箔产能。此外青海筹建 1.5 万吨/年与黄石一期 5 万吨产能公司预计于 2023 年年中投产，建成后公司产能将达到 13.5 万吨，产能扩张领先行业。产品结构来看，公司 2021 年 4.5μm 和 4μm 铜箔出货量占比提升至 15%~20%，主要供货宁德时代，后续国内二线厂商也将逐步切换，我们预计 2022 年占比将进一步提升至 20%+，此外海外客户 2022 年放量，占比将进一步提升，且陆续切换 6μm 产品，客户结构产品结构进一步优化，公司龙头地位稳固。

图 2: 公司产能规划 (万吨)

	2021A	2022E	2023E
青海基地	3.5	5	6.5
惠州基地	0.8	2	2
黄石基地			5
合计	4.3	7	13.5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨, 我们预计 2022 年供给持续紧张。当前高端、大直径阴极钛辊设备订货周期长限制扩产速度, 叠加产线调试耗时, 铜箔产能开工到调试完成需要 2 年左右的时间, 且单吨投资 6-7 万元/吨, 仅有头部厂商有资金能力大范围扩产。据我们测算, 2022 年全球行业需求增长至 65 万吨, 供给持续紧缺。供给端来看, 诺德股份 2022 年新增 2.7 万吨产能, 嘉元科技新增 1.5 万吨产能, 整体行业新增产能有限, 2022 年我们预计产能利用率仍维持高位, 且 4.5 μm 及 6 μm 环节产能持续紧缺。2021 年上半年 6 μm 铜箔加工费 5 万元/吨, 4.5 μm 加工费 7 万元/吨+, 产能供不应求, 2021 年 Q3 已涨价 0.5-1 万元/吨, 2021-2022 年新增产能有限, 后续加工费或进一步提升, 龙头盈利弹性开始体现。

图 3: 锂电铜箔行业供需结构测算

	2021年	2022年	2023年
国内供给 (万吨)	29.8	47.8	74.9
国内需求 (万吨)	26.3	37.5	47.8
过剩 (万吨)	3.5	10.4	27.1
全球供给 (万吨)	43.3	66.7	97.9
全球需求 (万吨)	41.3	65.2	93.4
过剩 (万吨)	2.0	1.5	4.5
产能利用率	95%	98%	95%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 行业景气度高企, 考虑公司计提影响, 我们预计 2021-2023 年的归母净利润 4.7/8.27/11.59 亿元调整为 4.07/8.46/11.81 亿元, 同比增长 7463%/108%/40%, 对应 47/23/16XPE, 给予 2022 年 35 倍 PE, 目标价 21.2 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 铜价下跌超预期, 行业竞争超预期。

诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,240	4,327	5,660	8,129	营业收入	2,155	4,200	6,257	9,073
现金	2,211	840	626	907	减: 营业成本	1,714	3,130	4,526	6,633
应收账款	1,214	2,175	3,257	4,723	营业税金及附加	18	29	44	64
存货	385	703	1,016	1,491	销售费用	25	55	81	118
其他流动资产	182	208	208	226	管理费用	139	247	327	457
非流动资产	3,776	4,148	4,579	4,687	研发费用	74	131	173	242
长期股权投资	665	665	665	665	财务费用	212	126	105	129
固定资产	2,444	2,629	3,074	3,097	资产减值损失	5	51	50	82
在建工程	14	114	214	314	加: 投资净收益	18	8	8	8
无形资产	269	285	276	266	其他收益	34	46	46	46
其他非流动资产	398	470	564	659	公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产总计	8,016	8,475	10,239	12,816	营业利润	29	484	1,004	1,403
流动负债	3,151	3,300	4,429	6,120	加: 营业外净收支	0	-1	-1	-1
短期借款	2,275	1,754	2,203	2,874	利润总额	29	483	1,003	1,402
应付账款	268	490	708	1,038	减: 所得税费用	15	68	140	196
其他流动负债	608	1,056	1,517	2,208	少数股东损益	8	8	17	24
非流动负债	1,453	1,453	1,453	1,453	归属母公司净利润	5	407	846	1,181
长期借款	440	440	440	440	EBIT	241	611	1,109	1,532
其他非流动负债	1,013	1,013	1,013	1,013	EBITDA	381	864	1,398	1,854
负债合计	4,604	4,753	5,882	7,573	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	8	26	50	每股收益 (元)	0.004	0.291	0.605	0.845
归属母公司股东权益	3,412	3,714	4,331	5,194	每股净资产 (元)	2.44	2.66	3.10	3.72
负债和股东权益	8,016	8,475	10,239	12,816	发行在外股份 (百万股)	1,397	1,397	1,397	1,397
					ROIC (%)	2.8%	8.9%	13.6%	15.4%
					ROE (%)	0.2%	11.0%	19.5%	22.7%
					毛利率 (%)	20.4%	25.5%	27.7%	26.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率 (%)	0.6%	9.9%	13.8%	13.3%
经营活动现金流	517	-6	382	482	资产负债率 (%)	57.4%	56.1%	57.4%	59.1%
投资活动现金流	-82	-612	-712	-422	收入增长率 (%)	0.2%	94.9%	49.0%	45.0%
筹资活动现金流	845	-753	116	222	净利润增长率 (%)	-104.4%	7462.5%	107.6%	39.7%
现金净增加额	1,280	-1,371	-214	282	P/E	3570.11	47.21	22.74	16.27
折旧和摊销	140	253	289	322	P/B	5.63	5.18	4.44	3.70
资本开支	289	620	720	430	EV/EBITDA	58	25	16	12
营运资本变动	167	-845	-917	-1,249					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>