

## 铜箔龙头剥离亏损业务，聚焦铜箔主业

■事件：诺德股份公布2016年年报，公司实现营业收入20.02亿元，同比增长13.90%；归属于上市公司股东的净利润2,648.22万元，同比增长-83.51%；经营活动产生的现金流量净额4.36亿元，同比增长1.31%。其中铜箔行业业务的收入约人民币570.10亿元，同比上升40.23%，占本集团总收入的比例为55.10%。本年度公司不进行利润分配及转增股本。

■聚焦锂电铜箔，公司营收毛利双双增长：2016年，公司铜箔业务整体收入约15.38亿元，同比增长约20.25%，占公司营业总收入的78.00%；在铜箔加工费上涨（3.8至4.5万元/吨）推动下，铜箔业务毛利率从15年的13.2%上升至24.61%，同比增长86.72%，但纵向来看，目前铜箔加工费仍处于历史相对低位，具有上升的空间。报告期内，公司铜箔产销量分别1.99/2.01万吨，同比增长16.97%/16.71%，产销量均领先于行业内其他厂商；铜箔库存225.56吨，库存减少36.64%。公司铜箔业务的稳步提升，主要得益于：1)近年来随着我国锂电池产业、新能源汽车产业的蓬勃发展，对锂电铜箔的需求量稳步攀升。公司顺势而为，紧紧抓住新能源汽车及锂电池产业爆发的机遇，集中资源和精力加大对锂电铜箔主产地投入和布局。根据年报披露，目前公司的两大铜箔生产基地（青海电子、惠州联合铜箔）合计已有每年30000吨的产能，公司锂电铜箔产品市占率超过30%，稳居市场第一；2)锂电铜箔制造行业具有较大的进入壁垒，首先核心设备阴极辊依赖进口，生产线从开工建设到投产周期约为一年半，在位厂商具有较大先发优势；3)铜箔价格与加工费处于上升通道，未来上升的空间还很大，公司业绩将因此受益。

表1：诺德股份2016年各项业务营收状况

	营业收入 (亿元)	收入同比	毛利率	毛利率同比
铜箔	153.8	20.36%	24.61%	11.43%
电线电缆	1.39	-42.30%	20.55%	8.80%
贸易	1.25	484.30%	0.54%	-8.72%
融资租赁	1.16	270.77%	89.02%	35.65%
电池材料	0.43	-62.81%	26.65%	-1.03%
石油产品	0.09	-38.49	-185.48%	-72.20%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

■剥离亏损业务，打造纯正锂电铜箔标的：2016年，公司管理层根据经营环境、市场环境及行业政策的变化，进一步调整优化现有业务结构。公司在报告期内陆续剥离了上海中科、郑州电缆、湖州创业等长期亏损的资产之后，电缆、石油等业务占比持续降低。报告期内，公司明确了全力发展主业，清理低效资产的战略规划，组织相关人员对各项资产进行了全面的梳理。随着亏损业务板块的剥离及富余人员的

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**17.00元**  
股价(2017-03-30) **12.83元**

### 交易数据

总市值(百万元)	14,758.50
流通市值(百万元)	14,758.50
总股本(百万股)	1,150.31
流通股本(百万股)	1,150.31
12个月价格区间	6.16/13.30元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.43	16.92	93.47
绝对收益	5.86	20.36	100.46

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

### 相关报告

诺德股份：铜箔上升周期来临，主业弹性凸显 2016-09-28

精减，公司扭转了在业务上经营亏损的局面（2015年公司通过转让联合铜箔（惠州）有限公司股权的方式，间接出售了持有的中融人寿保险股份有限公司的股权，从而取得了16.66亿元股权转让收益，但仅就业务来看，公司仍处于亏损状态）。以2016年第四季度的数据来看，公司实现营业收入6.16亿，同比增长29.1%，毛利率接近30.0%。第四季度受益于铜箔加工费上涨，公司营收及毛利率均有所提升。铜箔业务的收入填补了公司石油开采、电线电缆、贸易等业务的亏损，预计2017年公司将进一步剥离这些业务，打造业内最纯正的锂电铜箔标的。

■ **优化公司经营模式，调整资产结构，引导公司健康稳定发展：**

2016/2015年末，公司应收账款的账面价值为3.97/5.88亿元，占公司总资产的比重分别为7.00%/9.52%，应收账款周转率分别为5.70/5.42次。2016年，由于公司转让了控股子公司郑州电缆和全资子公司湖州创亚以及上海中科股权合并范围变更、销售回款增加等因素的影响，公司应收账款情况有所好转。另外，公司下游客户，例如沃特玛、BYD、ATL均在行业内具有较高地位，经营比较稳定，因此应收账款风险尚在可控范围内。报告期内，公司经营性现金流量净额同比增长1.31%，主要系公司本期融资租赁业务经营性支出大幅增加及公司铜箔业务经营性现金增加等所致。公司三费较上年有明显减少，费用率水平大大下降，销售费用、管理费用、财务费用同比增长-17.93%、-29.68%、-50.80%；其中，财务费用受公司进行资产优化资产负债率降低（-6.29%）、融资额度减少（-5.51亿元）等因素的影响而大大降低；管理费用则因公司转让控股子公司郑州电缆和全资子公司湖州创亚股权合并范围变更及无形资产摊销减少和研发费用减少以及按规定进行“营改增”而有显著下降。

■ **新能源汽车放量，锂电铜箔供应缺口显现，行业景气度回升：**2016年，新能源车市继续保持火爆状态，根据汽工协数据，2016年新能源汽车生产51.7万辆，销售50.7万辆，比上年同期分别增长51.7%和53%；而根据前瞻产业研究院的统计显示，2016年中国汽车动力电池产量30.8GWh，同比增长82%。而铜箔作为锂电池负极集流体在动力电池原材料成本中占比约8%，对应每1KWh电池所需铜箔约0.85kg，则仅2016年用于动力电池的锂电铜箔需求量就约为26180吨。而2017年新能源车市将继续维持高速发展的局面，预计将销售将达70万量，动力电池出货量约40GWh，锂电铜箔需求量约3.54万吨，接近目前锂电铜箔行业整体有效产能的70%。由于锂电铜箔又同时广泛应用于3C数码消费领域，预计2017年锂电铜箔整体需求约7万吨，远超目前行业有效产能，在建产能预计2018年才实现投产，供给缺口即将出现，锂电铜箔业景气度可能会大幅提升。

■ **投资建议：**维持公司买入-A 评级，6 个月目标价为 17 元。我们预计公司 2017-2019 年业绩同比增速分别为 67.4%、32.3%、33.5%，对应的归母净利润增速同比分别为 2235.6%、29.4%、14.3%，EPS 分别为 0.54、0.70、0.80 元。考虑到公司的锂电铜箔业务未来几年有望“量价”齐升，维持公司买入-A 评级，6 个月目标价为 17 元。

■风险提示：新能源汽车产销不如预期；锂电铜箔募投项目建设缓慢；亏损业务剥离进度未达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,726.5	2,002.2	3,351.7	4,435.0	5,922.4
净利润	144.5	26.5	618.5	800.1	914.8
每股收益(元)	0.13	0.02	0.54	0.70	0.80
每股净资产(元)	1.63	1.63	2.17	2.86	3.66
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	102.1	557.3	23.9	18.4	16.1
市净率(倍)	7.9	7.9	5.9	4.5	3.5
净利润率	8.4%	1.3%	18.5%	18.0%	15.4%
净资产收益率	7.7%	1.4%	24.8%	24.3%	21.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.8%	3.4%	28.8%	20.3%	36.3%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,726.5	2,002.2	3,351.7	4,435.0	5,922.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,507.8	1,493.1	1,938.1	2,711.2	3,915.3	营业收入增长率	-8.8%	16.0%	67.4%	32.3%	33.5%
营业税费	3.9	7.9	13.2	17.4	23.3	营业利润增长率	-174.3%	-62.3%	900.6%	29.0%	14.2%
销售费用	64.4	52.8	88.4	117.0	156.3	净利润增长率	-155.1%	-81.7%	2235.6%	29.4%	14.3%
管理费用	287.0	202.9	306.1	382.9	481.7	EBITDA 增长率	616.5%	-45.1%	179.5%	19.6%	10.1%
财务费用	358.8	176.7	203.9	168.0	158.6	EBIT 增长率	-1023.1	-55.1%	294.6%	19.7%	11.4%
资产减值损失	930.7	-23.1	-23.1	-23.1	-23.1	NOPLAT 增长率	-580.0%	-53.2%	489.5%	19.7%	11.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-19.0%	-30.8%	69.8%	-37.6%	75.6%
投资和汇兑收益	1,641.9	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6	净资产增长率	4.9%	20.7%	28.5%	28.7%	25.5%
<b>营业利润</b>	215.8	81.4	814.5	1,051.0	1,199.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-3.3	9.9	-0.6	1.7	3.8	毛利率	12.7%	25.4%	42.2%	38.9%	33.9%
<b>利润总额</b>	212.5	91.3	813.8	1,052.8	1,203.7	营业利润率	12.5%	4.1%	24.3%	23.7%	20.3%
减:所得税	103.4	42.4	162.8	210.6	240.7	净利润率	8.4%	1.3%	18.5%	18.0%	15.4%
<b>净利润</b>	144.5	26.5	618.5	800.1	914.8	EBITDA/营业收入	43.7%	20.7%	34.5%	31.2%	25.7%
						EBIT/营业收入	33.3%	12.9%	30.4%	27.5%	22.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	492	370	177	96	43
货币资金	735.4	849.1	1,421.3	1,880.8	2,511.5	流动营业资本周转天数	345	194	208	210	207
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	651	492	443	436	438
应收账款	1,518.5	678.1	2,999.0	1,866.6	4,630.8	应收账款周转天数	239	197	197	197	197
应收票据	98.5	133.1	254.5	258.4	426.6	存货周转天数	58	47	39	40	43
预付账款	158.4	116.8	240.4	259.3	462.4	总资产周转天数	1,319	1,025	719	585	518
存货	243.6	280.5	445.3	543.7	879.1	投资资本周转天数	952	622	410	316	251
其他流动资产	104.5	560.6	266.4	310.5	379.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	1.4%	24.8%	24.3%	21.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	0.9%	8.4%	12.6%	9.3%
长期股权投资	82.3	56.8	76.8	81.8	81.8	ROIC	5.8%	3.4%	28.8%	20.3%	36.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2,239.6	1,876.6	1,426.2	949.0	466.3	销售费用率	3.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
在建工程	129.4	168.5	150.4	128.2	106.4	管理费用率	16.6%	10.1%	9.1%	8.6%	8.1%
无形资产	350.8	278.0	191.0	99.0	7.0	财务费用率	20.8%	8.8%	6.1%	3.8%	2.7%
其他非流动资产	63.7	678.4	248.6	308.3	399.9	三费/营业收入	41.1%	21.6%	17.9%	15.1%	13.4%
<b>资产总额</b>	5,724.4	5,676.4	7,720.1	6,685.6	10,351.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,081.2	1,670.8	2,578.7	1,174.9	2,251.4	资产负债率	67.0%	59.8%	62.0%	43.6%	54.2%
应付账款	320.8	267.7	483.8	496.8	953.6	负债权益比	202.7%	148.8%	163.4%	77.2%	118.5%
应付票据	120.0	197.7	214.7	362.2	470.9	流动比率	0.94	0.89	1.45	1.90	2.10
其他流动负债	520.5	809.9	593.8	657.7	750.8	速动比率	0.86	0.79	1.34	1.70	1.90
长期借款	137.5	227.9	697.3	-	967.6	利息保障倍数	1.60	1.46	4.99	7.26	8.57
其他非流动负债	653.4	220.5	220.5	220.5	220.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,833.5	3,394.5	4,788.8	2,912.1	5,614.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	21.1	408.1	440.6	482.7	530.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,150.3	1,150.3	1,150.3	1,150.3	1,150.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	727.8	721.9	1,340.4	2,140.5	3,055.3						
<b>股东权益</b>	1,890.9	2,281.9	2,931.3	3,773.5	4,736.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.13	0.02	0.54	0.70	0.80
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	1.63	1.63	2.17	2.86	3.66
净利润	109.1	48.9	618.5	800.1	914.8	PE(X)	102.1	557.3	23.9	18.4	16.1
加:折旧和摊销	179.9	159.3	139.2	165.4	165.4	PB(X)	7.9	7.9	5.9	4.5	3.5
资产减值准备	930.7	-23.1	-	-	-	P/FCF	-56.1	17.1	-73.7	27.5	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	8.5	7.4	4.4	3.3	2.5
财务费用	351.5	166.1	203.9	168.0	158.6	EV/EBITDA	17.6	31.9	14.7	10.4	10.4
投资损失	-1,641.9	-10.6	10.6	10.6	10.6	CAGR(%)	97.6%	170.1%	-231.6%	97.6%	170.1%
少数股东损益	-35.4	22.4	32.6	42.1	48.1	PEG	1.0	3.3	-0.1	0.2	0.1
营运资金的变动	810.8	-518.4	-2,108.6	1,144.1	-2,948.6	ROIC/WACC	0.6	0.3	3.0	2.1	3.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	500.1	435.7	-1,103.8	2,330.3	-1,651.0	REP	5.4	13.4	1.2	2.3	0.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	991.4	878.5	737.3	360.1	346.6						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,518.5	-976.3	938.8	-2,231.0	1,935.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，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。

## ■ 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。

## ■ 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。

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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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