

2017年04月14日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

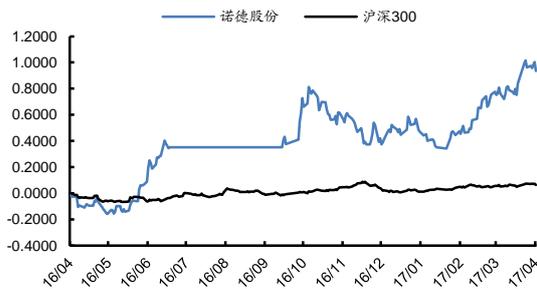
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：边文媛 S0350116100011
0755-25332057 bianwj@ghzq.com.cn

聚焦铜箔主业，持续受益锂电铜箔量价齐升

——诺德股份（600110）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
诺德股份	8.8	31.5	89.1
沪深300	0.9	5.0	6.4

市场数据	2017-04-14
当前价格（元）	14.16
52周价格区间（元）	6.00 - 14.99
总市值（百万）	16288.42
流通市值（百万）	16288.42
总股本（万股）	115031.21
流通股（万股）	115031.21
日均成交额（百万）	392.32
近一月换手（%）	67.81

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

诺德股份发布年报：2016年，公司实现营收20.02亿元，同比增长13.9%，归母净利润2648.22万元，同比下降83.51%，主要系上一年公司处置资产获得16.72亿的投资收益，扣非净利润实现扭亏为盈。

投资要点：

- **业绩符合预期，铜箔产品成为业绩贡献主力。**公司2016年实现营收20.02亿元，同比增长13.9%，归母净利润2648.22万元，同比下降83.51%，主要系上一年公司处置资产获得16.72亿的投资收益，扣非净利润实现扭亏为盈，符合预期。主营铜箔产品2016年收入15.38亿元，同比增长20.26%，营收占比达到76.8%。两家铜箔子公司青海电子和惠州联合分别贡献净利润1.23亿元和95万元。铜箔产品已然成为公司业绩贡献主力。从量来看，2016年公司铜箔产量1.99万吨，销量2.01万吨，且80%以上是锂电铜箔。从价来看，铜箔加工费由2016年6月的3.6万元涨到2016年底的4.5万元，毛利率由13.18%涨至24.61%。
- **抓住机遇加大锂电铜箔布局，公司龙头地位稳固。**公司布局铜箔产业多年，目前拥有惠州联合铜箔和青海电子两大生产基地，共计3万吨锂电铜箔年产能，市场份额超过1/3，是市场绝对的龙头。子公司惠州联合铜箔扩产建设基本完成，产能由原来的2100吨/年扩建至5000吨/年。2016年6月，子公司青海诺德投资24亿元新建“年产4万吨动力电池用电解铜箔项目”开工，预计2017年完成第一条1万吨的产线建设。待项目完工后，公司的产能将大幅提升，龙头地位进一步稳固。
- **锂电铜箔供不应求局面将持续到2018年。**铜箔根据用途可分为标准铜箔和锂电铜箔。标准铜箔主要用于PCB铜覆板，用量占比达70%以上。锂电铜箔主要用于锂电池负极集流体。假设动力和储能电池每Gwh用量约为900吨，3C电池每Gwh用量约为700吨，则预计2017-2020年锂电铜箔的总需求量分别可达5.42万吨，6.66万吨，8.68万吨，11.41万吨。从存量供给来看，国内目前锂电铜箔名义产能6.03万吨，实际有效产能不足5万吨。而增量供给来自三方面：新增产能，标准铜箔转向锂电铜箔，以及国外进口。从新增产能看，锂电铜箔进入壁垒较高，壁垒主要在于生产设备和工艺。核心设备阴极辊依赖进口，定制和调试周期长，因此锂电铜箔扩产

周期在 1.5-2 年左右。从国内铜箔厂的规划来看，新建产能的释放将集中在 2018 年。铜箔生产环保要求严、投资规模大、运营成本高也制约大规模扩产。标准铜箔需求稳健增长，部分转向锂电铜箔后造成供给收缩，也出现供给紧张的局面，因此后续再转到锂电铜箔的空间有限。海外市场供需基本平衡，扩产速度更慢。我们判断，2017 锂电铜箔的供需缺口相对于 2016 年会更大，供不应求的局面有望持续到 2018 年。

- **淡季价格不降，后续需求上升有望拉动价格继续上涨。** 锂电铜箔由于遇空气氧化从而影响产品性能，因此库存周期短。一旦下游需求激增造成供不应求的话，短期内很难有库存来填补供需缺口，从而引发价格上涨。今年一季度下游动力电池企业开工率较低，因而对铜箔企业来说相对是淡季，但是铜箔企业基本满产，且价格没有下降，进一步证实了铜箔的紧俏。我们预计随着二三季度新能源车的销量持续攀升，铜箔供需缺口将进一步拉大，进而引发铜箔价格继续上涨。
- **剥离不良资产，持续优化业务结构。** 公司对资产业务进行了重新梳理，剥离不良资产主业及与主业不相关的业务，包括剥离郑州电缆、上海中科，清理毛利贡献率为负的石油业，持续优化业务结构。
- **盈利预测和投资评级：** 我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.55 元，0.65 元，0.78 元，对应 PE 分别为 26 倍，22 倍，18 倍，锂电铜箔目前处于供不应求格局，特别是今年二三季度下游新能源车销量攀升将进一步拉大供需缺口。我们持续看好公司锂电铜箔业务收益量价齐升带来绩大增。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：** 新能源车产销不达预期，锂电铜箔涨价不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2002	2567	3109	3761
增长率(%)	16%	28%	21%	21%
净利润（百万元）	26	633	750	902
增长率(%)	-82%	2289%	19%	20%
摊薄每股收益（元）	0.02	0.55	0.65	0.78
ROE(%)	1.16%	22.10%	21.13%	20.62%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 锂电铜箔企业产能

相关公司	现有名义产能	扩产计划	扩产 进度
诺德股份	30000	40000	分四期建设, 预计分别于 2018 年 3、6、12 以及 2019 年 10 月建成投入生产
灵宝华鑫	12000	4000	
嘉元科技	6500	7000	第一期 6500 吨/年, 2016 年 9 月起至 2017 年 12 月止; 第二期产能为 3500 吨, 建设时间从 2017 年 1 月至 2018 年 12 月
铜陵有色	5000	20000	分两期建设, 一期预计于 2018 年 6 月投产
超华科技	4800	4000	预计 2018 年达产
湖北中一	2000	6000	预计 2018 年达产
宝鑫电子		40000	预计 2018 或 2019 年达产
合计	60300	121000	

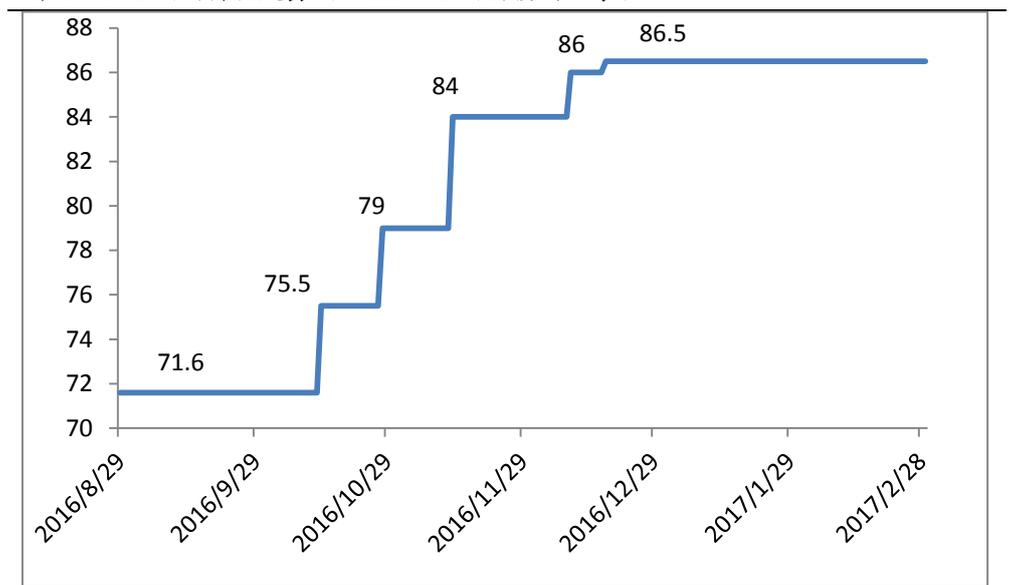
资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所

表 2: 锂电铜箔需求测算

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
动力电池总需求(Gwh)	25.72	34.74	47.00	67.92	96.68
铜箔需求 (吨)	2.32	3.13	4.23	6.11	8.70
3C 电池需求 (Gwh)	27.00	28.35	29.77	31.26	32.82
铜箔需求 (吨)	1.89	1.98	2.08	2.19	2.30
储能电池需求(Gwh)	3.16	3.48	3.82	4.21	4.63
铜箔需求 (吨)	0.28	0.31	0.34	0.38	0.42
锂电铜箔总需求(万吨)	4.49	5.42	6.66	8.68	11.41
yoy		20.81%	22.75%	30.37%	31.51%

资料来源: 国海证券研究所

图 1: 锂电铜箔价格走势 (8um 锂电铜箔赣州逸豪)



资料来源: 中国化学与物理电源协会, 国海证券研究所

表 1: 诺德股份盈利预测表

2017-04-1									
证券代码:	600110.SH		股价:	14.16	投资评级:	买入	日期:	4	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	1%	22%	21%	21%	EPS	0.02	0.55	0.65	0.78
毛利率	25%	43%	41%	39%	BVPS	1.63	2.12	2.69	3.39
期间费率	22%	15%	13%	11%	估值				
销售净利率	1%	25%	24%	24%	P/E	615.07	25.74	21.71	18.06
成长能力					P/B	8.69	6.69	5.25	4.18
收入增长率	16%	28%	21%	21%	P/S	8.14	6.35	5.24	4.33
利润增长率	-82%	2289%	19%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.35	0.41	0.43	0.46	营业收入	2002	2567	3109	3761
应收账款周转率	2.47	2.39	2.65	2.75	营业成本	1493	1465	1850	2284
存货周转率	5.32	5.32	5.32	5.32	营业税金及附加	8	10	12	15
偿债能力					销售费用	53	68	77	87
资产负债率	60%	55%	51%	47%	管理费用	203	210	205	217
流动比	0.89	1.12	1.36	1.61	财务费用	177	51	62	75
速动比	0.79	1.03	1.25	1.48	其他费用/(-收入)	13	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	81	763	903	1083
现金及现金等价物	849	1778	2568	3331	营业外净收支	10	5	5	5
应收款项	811	1075	1175	1369	利润总额	91	768	908	1088
存货净额	280	277	350	432	所得税费用	42	115	136	163
其他流动资产	677	728	777	835	净利润	49	653	772	925
流动资产合计	2618	3361	4372	5470	少数股东损益	22	20	22	23
固定资产	1835	1727	1634	1546	归属于母公司净利润	26	633	750	902
在建工程	168	172	174	177	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	260	260	246	232	经营活动现金流	436	573	871	912
长期股权投资	57	57	57	57	净利润	49	653	772	925
资产总计	5676	6315	7221	8220	少数股东权益	22	20	22	23
短期借款	1671	1726	1846	1911	折旧摊销	156	210	199	188
应付款项	356	351	444	548	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	24	30	37	44	营运资金变动	208	(314)	(320)	(447)
其他流动负债	896	896	896	896	投资活动现金流	878	105	91	85
流动负债合计	2946	3003	3222	3399	资本支出	308	105	91	85
长期借款及应付债券	228	228	228	228	长期投资	25	0	0	0
其他长期负债	220	220	220	220	其他	545	0	0	0
长期负债合计	448	448	448	448	筹资活动现金流	(385)	(17)	35	(37)
负债合计	3395	3452	3671	3847	债务融资	(770)	55	120	65
股本	1150	1150	1150	1150	权益融资	140	0	0	0
股东权益	2282	2863	3550	4373	其它	245	(72)	(85)	(102)
负债和股东权益总计	5676	6315	7221	8220	现金净增加额	929	661	996	960

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。