

诺德股份 (600110.SH)

专注铜箔，不断稳固龙头地位

核心观点:

● 专注铜箔，不断巩固龙头地位

乘行业东风，不断巩固锂电铜箔行业龙头地位，伴随产能有序释放，业绩或迎高速增长。据公司公告，公司16年铜箔总产量为1.9万吨，铜箔总产能为3万吨（锂电铜箔2.5万吨），锂电铜箔市场占有率为30%。受益于新能源汽车快速增长，17年全球铜箔供给短缺，铜箔加工费持续看涨。公司产量释放助力业绩高速增长，预计公司17年产量约2.6万吨。

● 战略调整，聚焦铜箔主业

公司战略进行调整，剥离原油等亏损业务，专注铜箔主业。根据市场跟踪得知，诺德股份是市场上少数能够生产6μm铜箔的企业之一。随电池企业技术改进，6μm铜箔将成趋势，诺德股份率先布局，稳固行业龙头地位。目前公司铜箔业务占比超76%。公司4万吨锂电铜箔项目在建，拟2017年投产1万吨。随着产能逐步释放，市场占有率和业绩有望进一步提升。

● 供需失衡，铜箔加工费上涨可持续

在今年4月6日的铜箔行业深度报告《铜箔供不应求或仍持续》中提到，2017年铜箔供需失衡，看好铜箔价格。随新能源汽车产销量快速增长，铜箔需求强劲，短期供给缺口难以弥补。预计2017年全球铜箔缺口为1.5万吨，铜箔加工费上涨可持续。

● 投资建议

公司作为铜箔行业的龙头企业，特别是锂电铜箔优势明显，受益铜箔加工费上涨带来的业绩提升。预计公司17-19年EPS分别为0.52、0.69、0.84，对应的PE为27.5倍、20.7倍、17倍，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

公司产能释放不及预期；铜箔加工费下降，铜箔需求放缓。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1726.47	2002.21	2765.19	4118.44	5496.27
增长率(%)	-8.77%	15.97%	38.11%	48.94%	33.46%
EBITDA(百万元)	43.36	404.79	513.22	869.53	1353.08
净利润(百万元)	144.54	26.48	600.55	799.29	968.13
增长率(%)	155.15%	-81.68%	2167.76%	33.09%	21.12%
EPS(元/股)	0.13	0.02	0.52	0.69	0.84
市盈率(P/E)	76.80	463.04	27.46	20.70	17.00
市净率(P/B)	5.91	6.55	6.62	5.00	3.86
EV/EBITDA	318.3	34.55	34.47	19.63	12.15

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	15.40元
报告日期	2017-07-07

基本数据

总股本/流通股(百万股)	1,150/1,150
流通A股市值(百万元)	17,071
每股净资产(元)	1.63
资产负债率(%)	59.80
一年内最高/最低(元)	15.76/9.82

相对市场表现



分析师: 巨国贤 S0260512050006

☎ 0755-82535901

✉ juguoxian@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 娄永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

目录索引

一、剥离亏损业务，专注铜箔，已成锂电铜箔行业龙头	4
1.1 脱胎换骨，专注铜箔，已成行业龙头	4
1.2 公司控股股东：深圳市邦民创业投资有限公司	7
二、铜箔业务为最大利润来源，业绩或迎高速增长	8
2.1 最早涉足铜箔行业，经验丰富	8
2.2 战略调整：清理亏损业务，大力发展铜箔业务	10
2.3 投资设立并购基金，积极布局下游新能源汽车	11
2.4 因铜箔加工费上涨，营收和净利润有所改善	11
2.5 铜箔业务：未来量（产能释放期）价（铜箔价格）齐升	13
四、铜箔行业：供需失衡，加工费上涨可持续	14
4.1 供需失衡：需求强劲，短期供给乏力	14
4.2 新能源汽车行业快速发展，PCB 行业景气度不减，铜箔需求强劲	14
4.3 因核心设备（阴极辊）供应不足，铜箔短期供给乏力	17
五、投资建议	18
六、风险提示	18

图表索引

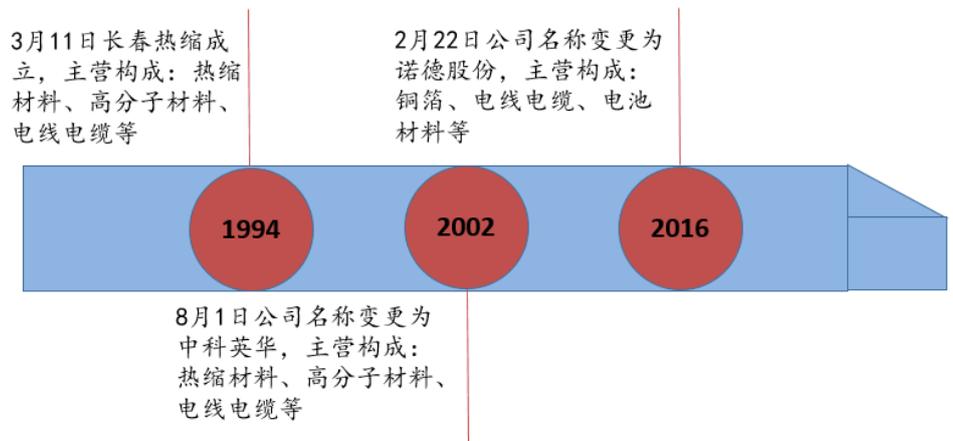
图 1: 公司名称变更历程	4
图 2: 铜箔业务为公司的主营业务 (占比 76.83%)	5
图 3: 12-16 年营收和归母净利情况	5
图 4: 主营业务收入构成 (亿元)	5
图 5: 公司 2007-2016 年销售费用、管理费用及财务费用变化情况 (百万元) ...	6
图 6: 诺德股份前三大业务板块毛利率情况 (%)	6
图 7: 公司的实际控制人为陈立志	8
图 8: 2016 年国内企业铜箔产能情况 (吨)	9
图 9: 近年来石油业务处于亏损状态 (百万元)	10
图 10: 公司营业收入和铜箔业务营业收入情况	12
图 11: 公司净利润情况	12
图 12: 铜箔业务吨利和毛利率情况	13
图 13: 2007-2016 年锂电铜箔加工费变化情况	14
图 14: PCB 产业的市场规模 (亿美元)	15
图 15: PCB 和覆铜板行业净利润情况 (亿元)	16
图 16: 新能源汽车目标销量测算	17
表 1: 公司前十大股东持股情况	7
表 2: 公司铜箔业务的发展历程	8
表 3: 石油业务主要子公司 16 年上半年净利润情况 (万元)	10
表 4: 公司战略调整的主要措施	11
表 5: 2014-2016 年公司产、销、存情况	13
表 6: 公司铜箔产能及扩产计划情况 (吨)	14
表 8: 主要铜箔公司预计在 2017-2018 年释放产能 (吨)	17

一、剥离亏损业务，专注铜箔，已成锂电铜箔行业龙头

1.1 脱胎换骨，专注铜箔，已成行业龙头

诺德股份上市之初主营业务为“CIAC”牌热缩电力电缆接续产品，热缩套管产品等众多热缩材料产品的生产和销售，是国内第一家热缩材料上市公司。2007年公司子公司青海西矿联合铜箔有限公司和联合铜箔（惠州）有限公司从事铜箔业务，诺德股份开始进军铜箔行业。2015-2016年，公司转让联合铜箔100%股权，出售郑州电缆75%股权和解散清算京源石油50%股权，对石油等亏损业务进行清理，不断聚焦铜箔业务，锂电铜箔市占率为30%，已成为铜箔行业领头羊。

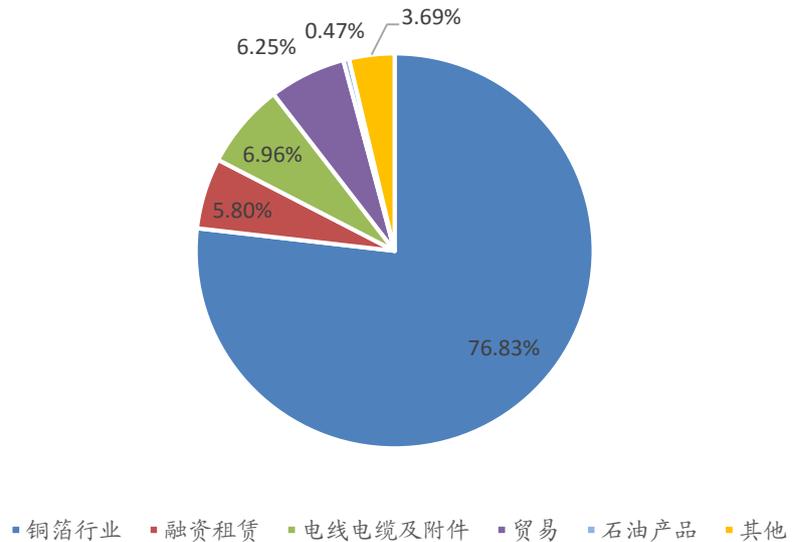
图1：公司名称变更历程



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

诺德股份2016年营业收入为20.02亿元，铜箔业务板块为公司贡献营业收入15.38亿元，占比达到76.83%。由此可见，铜箔业务为公司主营业务，未来也是公司业务弹性的主要来源。

图2: 铜箔业务为公司的主营业务 (占比76.83%)

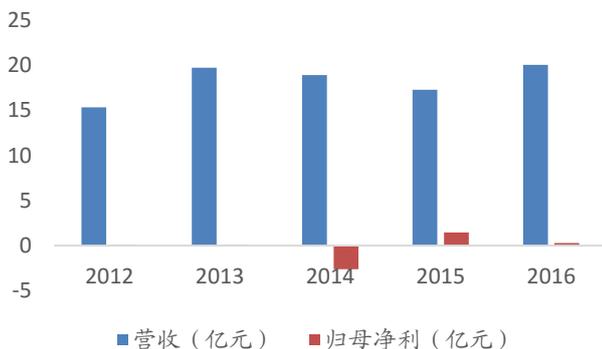


资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司归母净利在2015年扭亏为盈,从2014年的-2.62亿元增加到2015年的1.45亿元。铜箔业务收入在总营业收入占比逐年提高,从2013年的65.04%增加到2016年的76.83%。

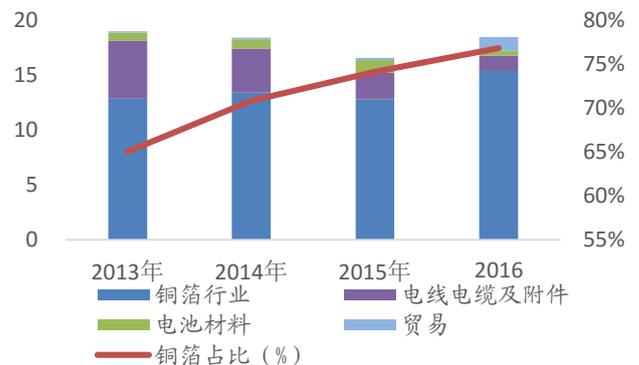
16年公司加强管理,优化资产结构,费用下降。16年公司确立“集中管控、专业经营、精细管理”的经营模式,实现总部统一管控和资源配置,进一步理顺管理机制,提升了管理运营效率,16年管理费用下降了29.3%。公司优化资产结构,降低财务成本,16年财务费用为1.76亿元,较去年减少1.82亿元,财务费用下降明显,为公司持续发展奠定基础。

图3: 12-16年营收和归母净利情况



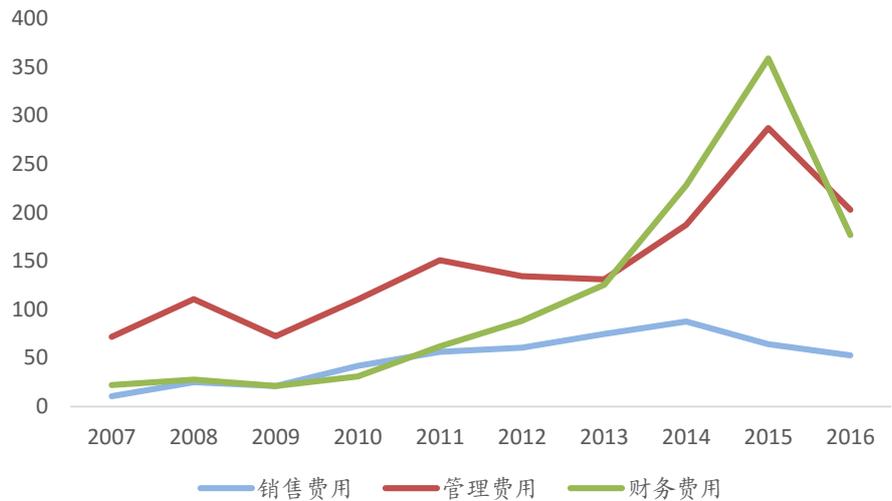
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 主营业务收入构成 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

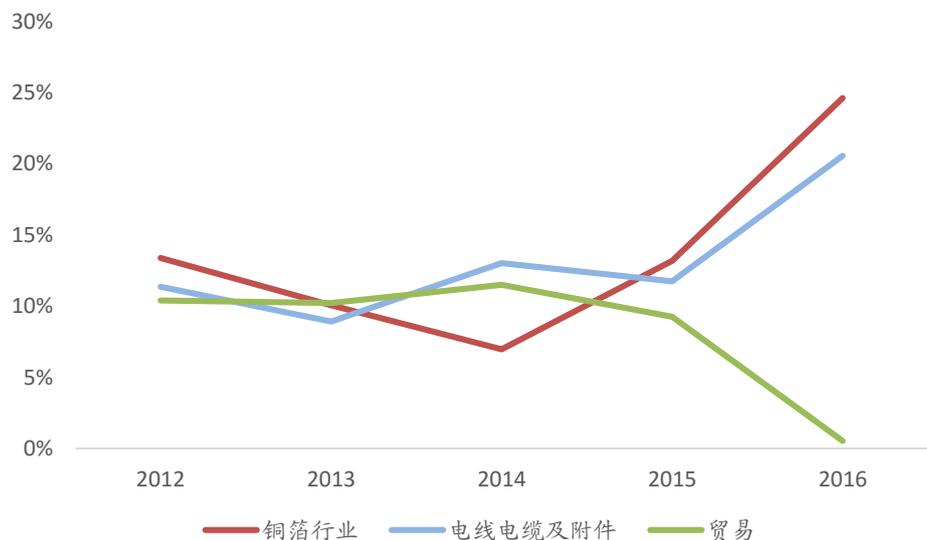
图5：公司2007-2016年销售费用、管理费用及财务费用变化情况（百万元）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司前三大业务毛利率方面，铜箔业务毛利率从14年以来呈上升趋势，从2014年6.89%增加到2016年24.61%，增幅较大；电线电缆及附件业务毛利率2012-2015年相对稳定，2016年开始出现上升趋势；贸易业务2012-2015年平均毛利率为10%，较为稳定，2016年毛利率为0.54%，下降幅度较大。目前，铜箔业务毛利率逐年提高，以及铜箔业务在公司主营业务占比逐年提高，将有利于公司盈利能力的提升。

图6：诺德股份前三大业务板块毛利率情况（%）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.2 公司控股股东：深圳市邦民创业投资有限公司

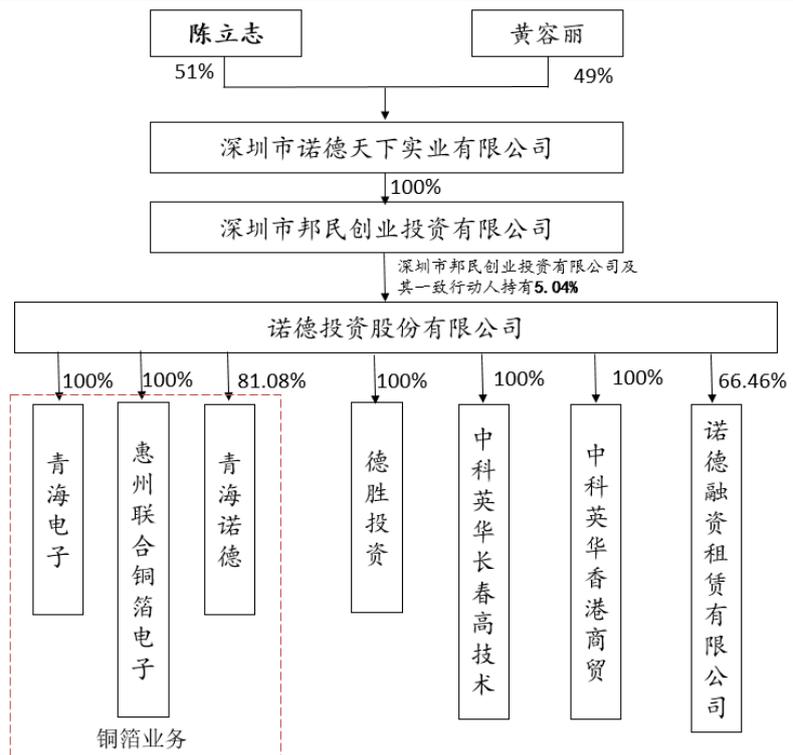
公司股权较为分散，总股本11.5亿，第一大股东为深圳市邦民创业投资有限公司（持股比例为5.04%），为公司的控股股东。深圳市邦民创业投资有限公司是深圳市诺德天下实业有限公司的全资子公司，陈立志持有深圳市诺德天下实业有限公司51%的股份，为深圳市邦民创业投资有限公司的实际控制人，也为诺德股份的实际控制人。

表1：公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占比(%)
1	深圳市邦民创业投资有限公司	5800.02	5.04
2	云南国际信托有限公司-云信-瑞阳 2016-3号集合资金信托计划	3985.00	3.46
3	英大国际信托有限责任公司-英大信托-尊赢ZY-003号:证券投资集合资金信托计划	2680.00	2.33
4	交通银行股份有限公司-国泰金鹰增长灵活配置混合型证券投资基金	2000.57	1.74
5	中国科学院长春应用化学科技总公司	1639.33	1.43
6	中国建设银行股份有限公司-国泰价值经典混合型证券投资基金(LOF)	1350.00	1.17
7	韩兴成	978.40	0.85
8	厦门国贸资产管理有限公司-正润八号资产管理计划	954.01	0.83
9	招商银行股份有限公司-国泰新经济灵活配置混合型证券投资基金	912.88	0.79
10	郭少凤	852.06	0.74
	合计	21152.27	18.38

数据来源：公司公告、广发证券研究发展中心

图7: 公司的实际控制人为陈立志



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二、铜箔业务为最大利润来源，业绩或迎高增长

2.1 最早涉足铜箔行业，经验丰富

诺德股份是最早进军铜箔行业的企业之一，经验丰富。其全资子公司，联合铜箔（惠州）有限公司，于1992年成立，主营铜箔生产及销售。

经历多年的积累，诺德股份不断加大对铜箔业务的投资，公司核心产业是锂离子电池基础材料电解铜箔生产，自主研发生产的锂电铜箔产品、动力电池材料等产品具有技术和成本优势。公司的锂电铜箔产能在全球市场占有率达到20%以上，处于全球行业领先水平。

表2: 公司铜箔业务的发展历程

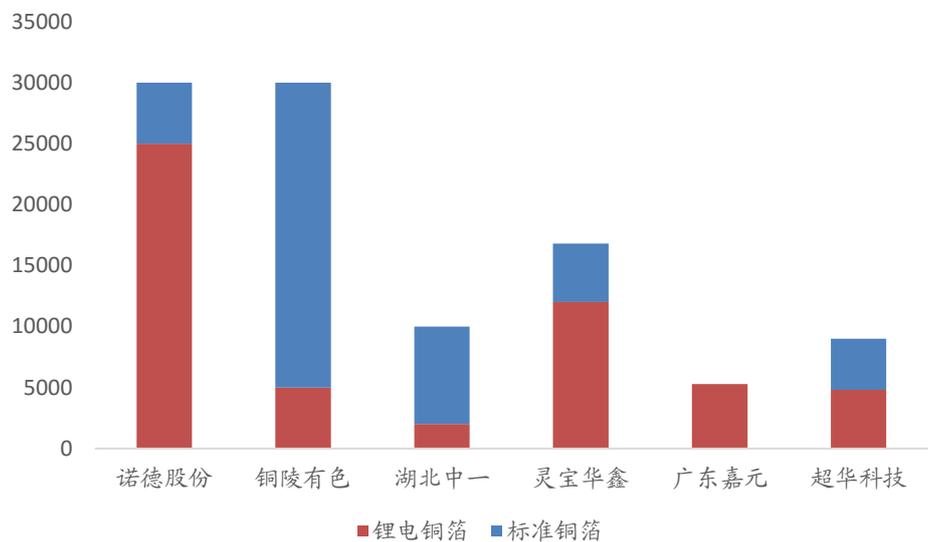
时间	公司名称	说明
1992年11月	联合铜箔（惠州）有限公司	在惠州市工商局注册登记成立
1999年9月	联合铜箔（惠州）有限公司	生产18微米镀锌铜箔，打破市场垄断
2003年3月	联合铜箔（惠州）有限公司	“18微米铜箔产业化示范工程项目”建成投产，年产2100吨高档电解铜箔
2003年4月	诺德股份	预计投资2亿扩产铜箔，新增年产能3500吨
2005年7月	联合铜箔（惠州）有限公司	研制成功12盎司、14盎司超厚电解铜箔产品
2007年1月	青海电子	新建年产10000吨电解铜箔项目
2012年12月	青海电子	年产15000吨高档电解铜箔项目建成投产

2013年8月	联合铜箔(惠州)有限公司	研发出6微米双面光锂离子电池用电解铜箔产品,实现超薄型铜箔重大突破
2014-2015年	诺德股份	大规模标箔铜箔产能转向锂电铜箔
2016年6月	青海诺德	青海4万吨锂电铜箔项目于16年6月开工,拟2017年投产1万吨,2018年投产2万吨,2019年投产1万吨
2016年8月	惠州联合铜箔有限公司	2017年计划初新增3000-5000吨锂电产能

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

公司为锂电铜箔行业龙头,市占率为30%。目前公司铜箔业务主要以锂电铜箔为主,其80%铜箔产能用于锂电铜箔生产,是国内少数能生产6微米超薄锂电铜箔产品的企业之一。2016年铜箔总产能3万吨,锂电铜箔2.5万吨,目前市场占有率近30%,市占率稳居国内第一。

图8: 2016年国内企业铜箔产能情况(吨)



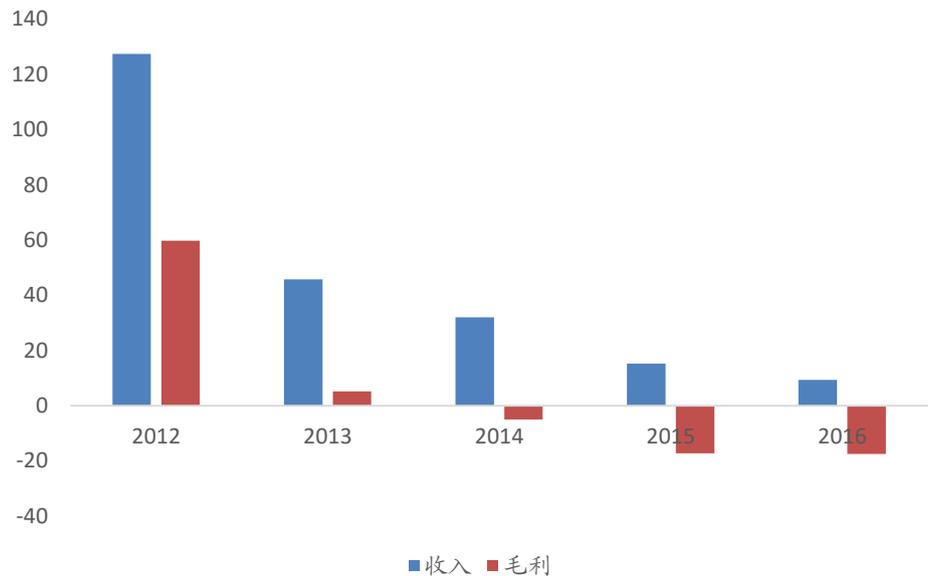
资料来源:公司公告、公司官网、广发证券发展研究中心

目前市场上主流的是8 μ m铜箔,6 μ m铜箔因技术条件限制不能大规模生产,6 μ m铜箔比8 μ m铜箔更能提高能量密度,因电池追求高能量密度,部分电池企业如沃特玛已开始使用6 μ m铜箔。因6 μ m高端铜箔对设备和技术要求高,诺德股份是市场上少数能够生产高端铜箔的企业之一。6 μ m高端铜箔产能不足,主要有韩国两家企业约300吨、台湾长春200吨和灵宝华鑫的100多吨,该铜箔的加工费为7-8万元/吨。随电池企业技术改进,6 μ m铜箔将成趋势,诺德股份率先布局,稳固行业龙头地位。

2.2 战略调整：清理亏损业务，大力发展铜箔业务

公司石油业务营业收入逐年下降，从2012年1.27亿元下降到2016年0.09亿元，下降幅度较大。2014年石油业务的毛利开始出现亏损，2016年石油业务毛利亏损0.17亿元（约14年的3.45倍），石油业务成为公司业绩的最大拖累业务。

图9：近年来石油业务处于亏损状态（百万元）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

吉林京源石油资产是公司原油子公司最主要资产，占公司原油资产的78.91%（按50%权益资产计算），是原油业务最主要出血点。吉林京源石油开发和北京世新泰德投资顾问有限公司2016年上半年净利润分别亏损1779.1万元、940.64万元，诺德股份主要石油业务子公司都处于亏损状态，影响公司业绩。

表3：石油业务主要子公司16年上半年净利润情况（万元）

被控股公司名称	持股比例	净利润	营业收入	主营业务
吉林京源石油开发有限责任公司	50%	-1779.1	1426	石油、天然气开采
北京世新泰德投资顾问有限公司	100%	-940.64	244.6	石油开采与销售、投资咨询

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司近年来对石油、电线电缆等亏损业务进行剥离。公司控股股东的更换，对公司战略进行调整，2015-2016年公司集中对人寿、石油、电缆等业务进行剥离，专注铜箔，聚焦在锂电材料产业链，业绩增长指日可待。2015年11月，间接出售中融人寿20%股份（约16.66亿元）；2016年3月，公司以0.52亿元出售郑州电缆75%股权；2017年1月，公司与中石油协商，按法定程序解散清算吉林京源石油，有待公司公告公布最新消息。

表4: 公司战略调整的主要措施

时间	金额	事件
2015年	8924万元	出售北京中科10%的股份
2015年11月	20亿元	出售联合铜箔,及间接出售中融人寿20%股份,约16.66亿元
2016年3月	5220万元	出售郑州电缆75%的股份
2016年3月	1.66亿元	出售上海中科英华科技发展有限公司100%股份
2016年4月	2200万元	出售湖州创亚动力电池材料有限公司100%股份
2016年8月		折价拍卖全资子公司北京世新泰德投资顾问有限公司,按4206万元低价,折价率不超过20%
2017年1月	3612万元	拥有吉林京源石油50%股份,与中石油协商决定解散清算该公司
2017年6月	2831万元	全资子公司深圳市德胜投资有限公司出售世新泰德100%股份,以2831万元转让至深圳市德瑞森能源科技有限公司

数据来源:公司公告、广发证券研究发展中心

2.3 投资设立并购基金,积极布局下游新能源汽车

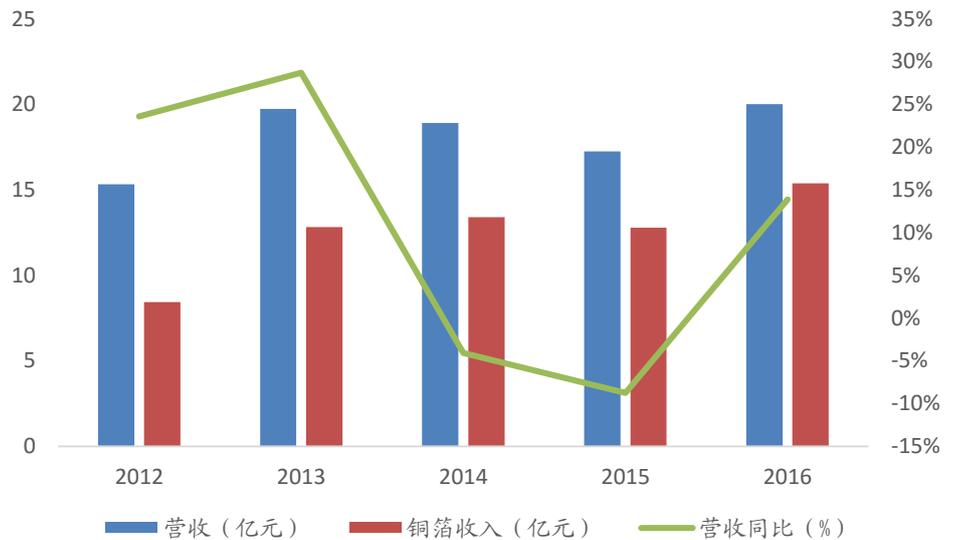
投资设立产业并购基金,布局新能源汽车领域,拓展盈利增长点。据公司公告,2017年5月31日公司与北京赛伯乐绿科投资管理有限公司签署《诺德赛伯乐新能源产业并购基金合作协议》,共同设立诺德赛伯乐新能源产业并购基金,公司出资4.9亿元,并购基金总规模20亿元。

设立并购基金,一方面通过在锂电材料领域的布局,推动公司锂电业务的发展;另一方面积极布局下游新能源汽车,扩大上市公司业务范围,提升业绩,拓展盈利增长点,创造公司价值。

2.4 因铜箔加工费上涨,营收和净利润有所改善

铜箔行业供不应求,加工费由去年第三季度3.6万元/吨上涨至现今的4.5万元/吨。16年公司营业收入同比增长率较去年出现较大幅度的提升,主要原因是公司剥离了亏损业务和集中资源发展铜箔主业。因石油等亏损业务,2013年以来公司营业收入持续下降,2014年和2015年公司主营收入分别为18.92亿元,17.26亿元,同比增速分别为-4.09%,-8.77%。2016年营业收入达到20.02亿元(铜箔营收为15.38亿元),同比增速为13.9%。

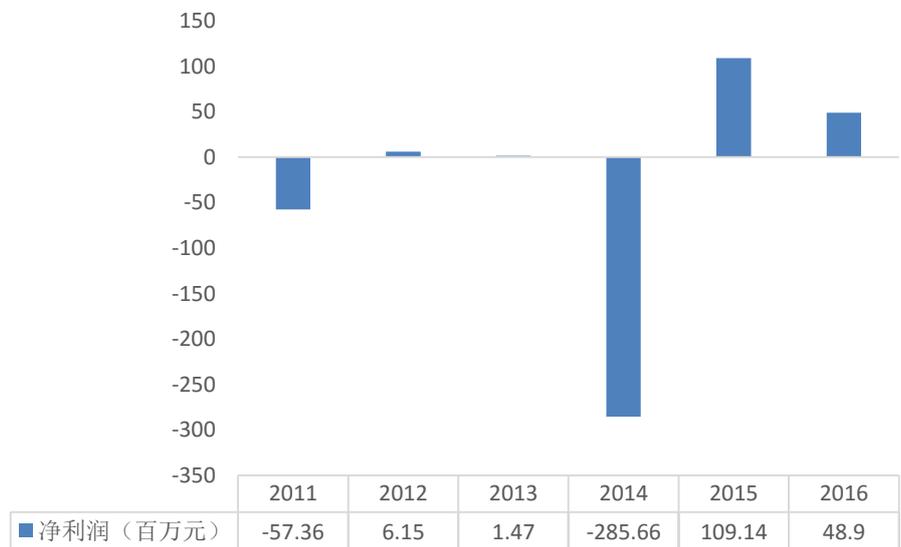
图10: 公司营业收入和铜箔业务营业收入情况



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

2014年公司净利润亏损2.86亿元,较上年下降幅度较大。根据公司15年年报数据,公司大部分子公司都处于亏损状态,15年公司净利润为1.09亿元,主要原因是15年出售了中融人寿20%股份(约16.66亿元)。因16年铜箔价格上涨,公司16年净利润达到0.49亿元。

图11: 公司净利润情况



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

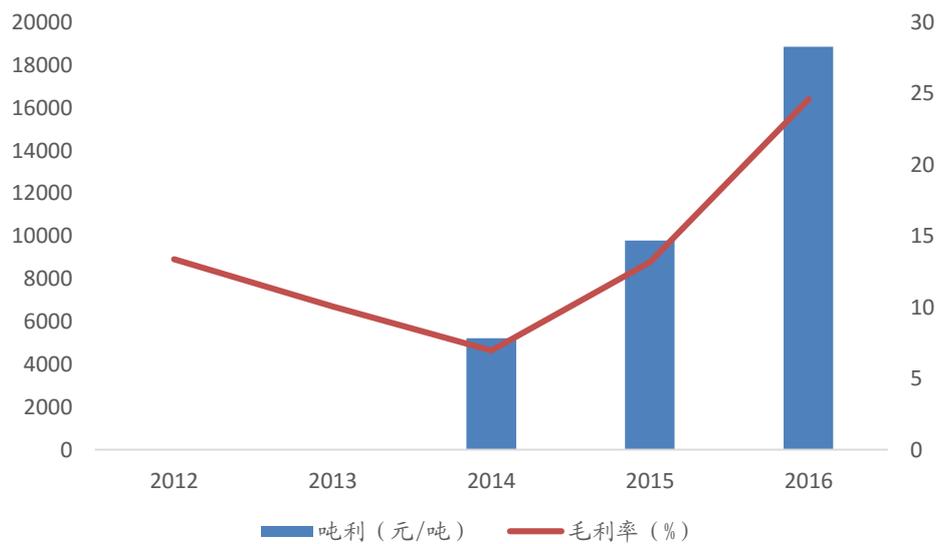
受益于铜箔加工费上涨,吨利上升。公司目前拥有青海电子、惠州联合两大铜箔生产基地,产能合计约为3万吨/年,16年产量为1.99万吨,较15年小幅增长。铜箔吨利从14年每吨0.52万元增加到16年每吨1.88万元,增长了261.42%,铜箔吨利明显呈上升趋势。

表5: 2014-2016年公司产、销、存情况

业务	(吨)	2014	2015	2016
铜箔	产量	17840.7	17048.58	19941.4
	销量	18243.68	17198.32	20071.82
	库存量	505.73	355.98	225.56

数据来源: 公司公告、广发证券研究发展中心

图12: 铜箔业务吨利和毛利率情况



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.5 铜箔业务: 未来量 (产能释放期) 价 (铜箔价格) 齐升

量价齐升, 预计17年铜箔业务贡献较高利润。据公司公告, 17年新增1.4万吨锂电铜箔产能, 新增0.1万吨标准铜箔产能。产能释放, 产量增长, 预计17年铜箔产量2.57万吨, 较去年同比增长29.15%。铜箔行业供需产生缺口, 锂电铜箔加工费从16年9月的3.8万元/吨增长至现今的4.5万元/吨, 加工费快速增长。量价齐升动力足, 预计17年铜箔业务贡献较高利润。

铜箔正处于产能扩产期。公司15年产能为1.76万吨, 随着公司战略的调整, 专注铜箔主业, 16年产能为3万吨, 产量为1.99万吨。公司子公司惠州联合铜箔电子材料有限公司已进行升级扩产建设, 扩产建设已基本完成, 产能从2100吨/年变为5000吨/年。青海4万吨锂电铜箔项目于16年6月开工, 拟2017年投产1万吨, 2018年投产2万吨, 2019年投产1万吨。随着公司不断加大投入, 产能陆续释放, 单位折旧减少及加工费上涨, 公司盈利能力将进一步提升。

表6: 公司铜箔产能及扩产计划情况 (吨)

铜箔种类	产能		扩产计划
	2015年	2016年	
标准铜箔	2000	5000	
锂电铜箔	15600	25000	青海4万吨锂电铜箔项目拟2017年投产1万吨, 2018年投产2万吨, 2019年投产1万吨

数据来源: 公司公告、广发证券研究发展中心

锂电铜箔加工费平稳上涨。据中国电子铜箔行业协会, 2013年锂电铜箔加工费为2.8万元/吨, 2016年9月锂电铜箔加工费增长为3.8万元/吨, 年均复合增长率为10.7%。16年下半年至今, 8微米铜箔加工费共上调3次, 目前加工费为4.5万元/吨, 近期加工费平稳趋好。

图13: 2007-2016年锂电铜箔加工费变化情况



资料来源: 中国电子铜箔行业协会、广发证券发展研究中心

四、铜箔行业: 供需失衡, 加工费上涨可持续

4.1 供需失衡: 需求强劲, 短期供给乏力

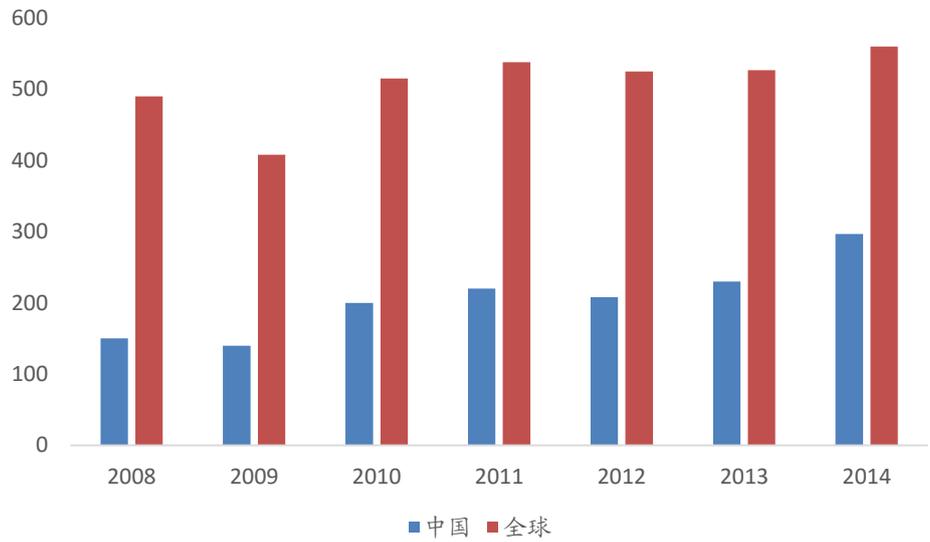
我们认为2017铜箔整体供需缺口产生并短期可持续。在《铜箔供不应求或仍持续》铜箔行业深度报告提到, 2017年铜箔供需失衡, 短期可持续, 看好铜箔价格。受新能源汽车销量拉动, 需求强劲, 短期供给乏力, 预计2017年全球铜箔缺口为1.5万吨。

4.2 新能源汽车行业快速发展, PCB行业景气度不减, 铜箔需求强劲

电子铜箔是覆铜板CCL及印刷电路板PCB的重要原材料, 并且铜箔占PCB材料成本的15%。全球PCB行业基本保持平稳发展, 2014年市场规模达到560亿美元。随着

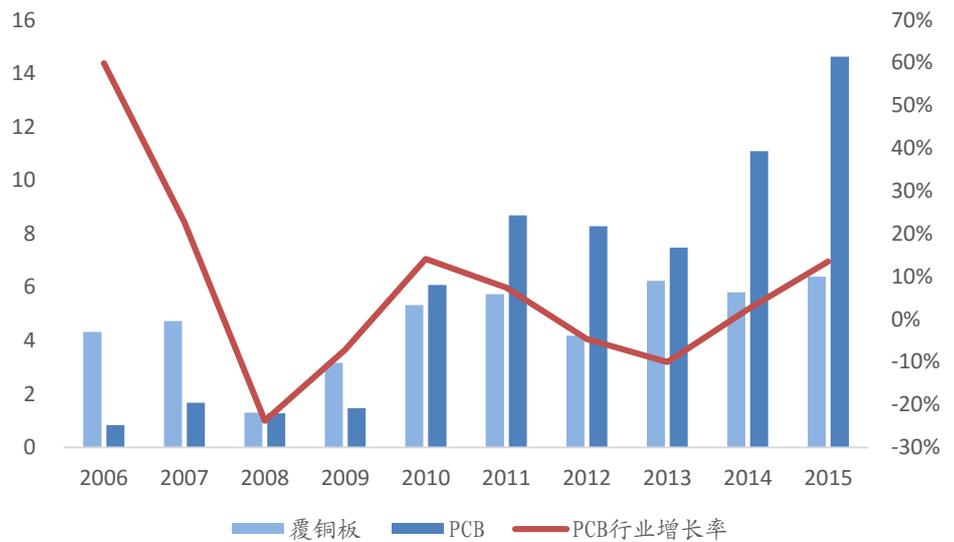
近年来车用电子兴起及通讯行业的迅猛发展，拉动PCB需求，PCB行业景气度不减，电子铜箔市场空间依旧广阔。

图14: PCB产业的市场规模(亿美元)



资料来源: Prismark、广发证券发展研究中心

图15: PCB和覆铜板行业净利润情况(亿元)



资料来源: Wind、广发证券发展研究中心

受新能源汽车拉动，锂电铜箔需求强劲。锂电铜箔是电池的重要原材料，是不可或缺的一部分。今年第三批推广目录的发布，共包含634个车型，新能源汽车销量有望持续放量，进一步拉动锂电铜箔需求。我们根据主要锂电池企业扩产计划对铜箔需求进行测算，2017年全球锂电铜箔的需求量将达到12.84万吨。

预计17年新能源汽车销量有望达70万辆。据中国工业汽车协会数据显示，2016年新能源汽车总产量为51.7万辆，较2015年上涨51.85%，共销售50.7万辆。随着行业规范及工信部出台的新规，新能源汽车政策落地，新能源汽车销量有望回暖。17年6月特斯拉敲定在华建厂，厂址或设于上海临港。2017年6月，工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录(2017年第5批)》，自17年以来已发布5批推荐车型目录，共计1782个车型。17年7月，Elon Musk宣称Model 3于年底产量将达20000辆。根据国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到2020年我国新能源汽车将实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆。

图16: 新能源汽车目标销量测算



资料来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

4.3 因核心设备（阴极辊）供应不足，铜箔短期供给乏力

生产阴极辊的技术要求高，供应不足。目前市场上主流生产铜箔的方法是电解法制箔，电解铜箔的最关键设备是阴极辊，由纯钛制成。铜箔的表面质量取决于阴极辊表面粗糙程度，并且阴极辊还要耐腐蚀性，所以阴极辊设备生产对技术要求较高。目前市场上阴极辊设备主要由日本厂商供应（占比达80%以上），设备供应不足，铜箔供给端乏力。

前几年铜箔市场竞争尤其激烈，产能严重剩余，又因去产能化影响，国内多家企业如上海晶宝、镇江藤枝、航天星源等企业纷纷退出铜箔行业。因铜箔生产周期较长约1-2年，供给端短期产能难以释放。

国内主要铜箔企业预计在2018年左右释放产能。进军铜箔行业有资本和技术两大障碍，并且铜箔生产周期较长约1-2年，所以铜箔扩产具有延迟性。从目前铜箔生产企业扩产计划来看，诺德股份4万吨锂电铜箔项目于2016年开工，2017年开始投产，铜陵有色2万吨电子铜箔于2018年投产和嘉元科技铜箔产能于2017-2018年投产。国内主要铜箔企业预计在2018年左右投产，近期铜箔产能难以释放。

表8: 主要铜箔公司预计在2017-2018年释放产能（吨）

公司	铜箔总产能	锂电铜箔产能	扩产计划
诺德股份	30000	25000	青海4万吨锂电铜箔项目于16年6月开工，拟2017年投产1万吨，2018年投产2万吨，2019年投产1万吨
铜陵有色	30000	5000	新建2万吨高精度储能电子铜箔项目，2016年第四季度到2018年6月为一期，计划1万吨产能
嘉元科技	-	6500	新建1万吨新能源动力电池高性能铜箔技术改造项目，2016年9月到2017年12月为一期，计划0.65万吨产能，2017年1月到2018年12月为二期，计划0.35万吨产能

湖北中一	8000	2000	预计 2018 年扩产
灵宝华鑫	16800	12000	
超华科技	8000	3000	16 年 10 月份设备到港，预计在 18 年放量

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

五、投资建议

公司逐步剥离石油亏损业务，聚焦铜箔主业，目前已成为铜箔行业的龙头企业，特别是锂电铜箔优势明显，受益铜箔加工费上涨带来的业绩提升。

(1). 铜箔供需失衡，锂电铜箔加工费上涨迅速，由16年9月份的3.8万元/吨上涨至目前的4.5万元/吨，假设锂电铜箔加工费维持目前价格不变，产能释放集中在18年，17年铜箔产能逐渐释放，预计17年产量约2.6万吨。

(2). 因公司战略聚焦主营铜箔业务，不断剥离石油业务。15年、16年公司石油业务营业收入同比下降52%、39%，15年、16年石油业务毛利分别亏损0.18亿元、0.17亿元。如果公司17年石油业务彻底剥离，将减少对业绩拖累。

(3). 据公司公告，公司16年融资租赁业务实现营业收入1.16亿元，实现毛利1.03亿元，17年融资租赁业务将实现不低于8000万的业绩承诺。据17年半年度业绩预告，半年报利润预计较去年同期增长约5倍，主要原因在铜箔业务盈利大增和融资租赁业务规模扩大并且盈利增长。

预计公司17-19年EPS分别为0.52、0.69、0.84，对应的PE为27.5倍、20.7倍、17倍，给予公司“买入”评级。

六、风险提示

公司产能释放不及预期；铜箔加工费下降，铜箔需求放缓。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,859	2,618	3,301	3,670	4,864	经营活动现金流	500	436	-387	-402	-85
货币资金	735	849	792	123	299	净利润	109	49	647	858	1,011
应收及预付	1,775	928	2,144	3,052	3,949	折旧摊销	180	159	132	116	95
存货	244	280	364	495	617	营运资金变动	557	105	-611	-640	-755
其他流动资产	105	561	110	547	415	其它	-346	123	-555	-737	-436
非流动资产	2,866	3,058	2,456	2,053	1,675	投资活动现金流	991	878	1,026	1,023	719
长期股权投资	82	57	57	57	57	资本支出	-8	-349	457	290	288
固定资产	2,240	1,877	1,619	1,266	926	投资变动	1,000	1,227	569	734	431
在建工程	129	168	145	180	197	其他	0	0	0	0	0
无形资产	353	280	263	179	123	筹资活动现金流	-1,517	-976	-696	-1,290	-458
其他长期资产	71	677	533	371	574	银行借款	3,303	1,863	217	-1,290	-458
资产总计	5,733	5,676	5,995	5,500	6,283	债券融资	-4,602	-2,868	-892	0	0
流动负债	3,043	2,946	2,599	1,708	1,513	股权融资	0	140	0	0	0
短期借款	2,081	1,671	1,888	598	139	其他	-218	-111	-21	0	0
应付及预收	603	567	711	1,110	1,373	现金净增加额	-25	338	-57	-669	176
其他流动负债	358	709	0	1	1	期初现金余额	1,041	735	849	792	123
非流动负债	791	448	228	228	228	期末现金余额	1016	1074	792	123	299
长期借款	137	228	228	228	228						
应付债券	450	0	0	0	0						
其他非流动负债	203	220	1	0	1						
负债合计	3,833	3,395	2,827	1,936	1,741						
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150						
资本公积	714	679	679	679	679						
留存收益	14	43	644	1,443	2,411						
归属母公司股东	1,878	1,872	2,473	3,272	4,240						
少数股东权益	21	408	455	514	335						
负债和股东权益	5733	5676	5995	5500	6283						

主要财务比率					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-8.8%	16.0%	38.1%	48.9%	33.5%
营业利润增长	174.3%	-62.3%	1068.1	56.4%	13.6%
归属母公司净利润增长	155.1%	-81.7%	2167.8	33.1%	21.1%
获利能力(%)					
毛利率	12.7%	25.4%	29.7%	34.1%	38.3%
净利率	6.3%	2.4%	23.4%	20.8%	18.4%
ROE	7.7%	1.4%	24.3%	24.4%	22.8%
ROIC	-1.7%	3.7%	6.8%	10.7%	16.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	66.9%	59.8%	49.1%	33.8%	26.6%
净负债比率	118.9%	75.5%	45.2%	18.6%	1.4%
流动比率	0.94	0.89	1.27	2.15	3.22
速动比率	0.81	0.75	0.97	1.65	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.35	0.48	0.72	0.90
应收账款周转率	2.80	4.84	3.29	3.46	3.75
存货周转率	5.42	5.70	5.34	5.48	5.50
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.02	0.52	0.69	0.84
每股经营现金流	0.43	0.38	-0.34	-0.35	-0.07
每股净资产	1.63	1.63	2.15	2.84	3.69
估值比率					
P/E	76.8	463.0	27.5	20.7	17.0
P/B	5.9	6.5	6.6	5.0	3.9
EV/EBITDA	308.1	34.5	34.5	19.6	12.1

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1726	2002	2765	4118	5496
营业成本	1508	1493	1944	2716	3393
营业税金及附加	4	8	8	13	18
销售费用	64	53	92	130	172
管理费用	287	203	339	506	655
财务费用	359	177	0	0	0
资产减值损失	931	-23	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	1642	-11	569	734	431
营业利润	216	81	951	1487	1689
营业外收入	12	27	15	18	20
营业外支出	16	17	13	15	15
利润总额	213	91	953	1490	1694
所得税	103	42	306	632	683
净利润	109	49	647	858	1011
少数股东损益	-35	22	47	59	43
归属母公司净利润	145	26	601	799	968
EBITDA	43	405	513	870	1353
EPS(元)	0.13	0.02	0.52	0.69	0.84

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。