

诺德股份（600110）三季度报点评

三季度业绩同比高增长，环比略低，静待产品结构升级加速

买入（维持）

2017 年 10 月 26 日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2002	2727	3649	4755
收入同比(%)	16%	36%	34%	30%
归属母公司净利润	26	329	505	773
净利润同比(%)	-82%	1141%	54%	53%
毛利率(%)	25.4%	28.5%	30.6%	31.5%
ROE(%)	1.4%	15.6%	20.4%	25.4%
每股收益(元)	0.02	0.29	0.44	0.67
P/E	549.91	44.33	28.85	18.85
P/B	7.77	6.90	5.87	4.78
EV/EBITDA	42	24	18	13

股价走势



投资要点

■ 2017 年前三季度公司营收 23.84 亿元，同比增长 71.93%，归母净利润 1.64 亿元，同比增加 501.32%。单季度看，三季度公司营收为 8.3 亿元，同比增长 60.1%，归属母公司股东的净利润 4851 万，同比增加 553.9%，环比减少 39%，略低市场预期。前三季度，由于公司剥离亏损业务，整顿铜箔业务，公司业绩同比高速增长。三季度公司营业收入环比略微下滑，主要由于订单收入确认延后，同时 7 月产品涨价，但大客户执行效果稍弱；三季度净利润环比下滑，主要由于管理费用环比增加 0.3 亿所致。

■ 2017 年前三季度公司毛利率 23.35%，同比减少 0.02 个百分点。三季度单季度毛利率 25.3%，环比二季度增加 4.44 个百分点，主要由于惠州生产基地达到稳定生产状态，同时公司 6um 产品占比提升。净利率来看，前三季度净利率为 7.76%，同比上涨 4.8 个百分点；三季度单季度净利率 6.5%，同比减少 3.46 个百分点，主要由于费用率提升，三季度由于员工薪酬、项目咨询等费用增加，公司管理费用提升至 0.62 亿，环比增长 0.3 亿。费用率方面，前三季度公司费用同比增长 11.08% 至 3.27 亿元，费用率同比减少 7.51% 到 13.71%。其中，销售费用同比增加 12% 至 4005 万，费用率 1.68%，同比降低 0.91 个百分点；管理费用同比减少 8% 至 1.23 亿，费用率同比降低 4.48 个百分点至 5.16%；财务费用为 1.64 亿，同比上升 31%，费用率 6.86%，同比降低 2.12 个百分点，但财务费用整体规模较大。

■ 公司流动性基本保持稳定。期末公司存货 3.29 亿，较年初增长 17%。报告期末公司应收账款为 6.05 亿，较年初增长 75%，回款期基本维持不变。预收账款 1438 万，较年初下滑 39%。现金流方面，三季度末公司经营活动净现金流为 -4.37 亿元；由于公司基金进行产能建设，前三季度资本开支 1.59 亿，投资活动净现金流为 -1.52 亿；期内筹资活动净现金流为 5.65 亿，主要通过借款方式。报告期末公司短期借款额为 20.7 亿，较年初增加 24%，账面现金为 8.146 亿元，较年初减少 4%。

市场数据

收盘价（元）	12.66
一年最低价/最高	9.60/16.60
市净率（倍）	7.17
流通 A 股市值（百万元）	14562.95

基础数据

每股净资产（元）	1.77
资产负债率（%）	61.87%
总股本（百万股）	1,150.31
流通 A 股（百万股）	1,150.31

相关研究

1. 业绩大增符合预期，涨价+产品结构升级，下半年值得期待 2017-08-01
2. 中报业绩预告大增符合预期，6um 铜箔加速替代 2017-07-06
3. 大股东增持，彰显对公司发展信心 2017-05-12
4. 盈利能力大幅改善，涨价空间已开启 2017-05-03
5. 铜箔盈利不断改善，将继续受益加工费上涨 2017-04-05

■ **高能量密度电池成趋势，6um 铜箔将加速替代。**今年 6 月开始，6um 铜箔替代加速，大厂商开始部分使用 6um 产品，而国内仅公司及灵宝华鑫可批量供货，行业供不应求，预计公司三季度 6um 产品出货量达到 1200 吨左右。我们预计公司年 6um 底产能可拓展 800 吨/月，明年 6um 出货量有望达到 1 万吨，占比近 30%。相较于 8um，6um 加工费高 3.5 万/吨左右，而加工成本仅小幅上涨，公司产品结构的变化也将大幅提高公司业绩。

■ **产能扩建及时，积极拓展海外客户，把握全球化采购机遇。**公司 4 月底惠州 5000 吨产能投产（技改 2000 吨+新建 3000 吨），加上青海 2.5 万吨，公司目前产能达到 3 万吨，年底另有 1 万吨（青海）+3000 吨（惠州）新产能投产。Tesla Model3 开始量产，海外车企纷纷布局新能源车，全球电动化浪潮开启，公司作为国内锂电铜箔龙头企业，在技术与规模上领先同行，有望受益于全球化采购。

■ **投资建议：**我们下调公司盈利预测，预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.29 亿、5.05、7.73 亿元，EPS 为 0.29/0.44/0.67 元，对应 PE 为 44/29/19x。考虑到公司作为锂电铜箔龙头企业，且受益于全球电动化浪潮兴起，特斯拉 Model3 加速量产，公司将受益于全球化采购，随产能释放，成长空间广阔，因此给以目标价 16 元，对应 2018 年 36 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司铜箔出货量不达预期，铜箔价格上涨幅度低于预期。

诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,618	3,656	4,505	5,588	营业收入	2,002	2,727	3,649	4,755
现金	849	1,500	2,007	2,615	营业成本	1,493	1,949	2,531	3,258
应收账款	345	513	687	895	营业税金及附加	8	11	14	19
其他应收款	333	333	333	333	销售费用	53	60	77	95
预付账款	117	152	198	255	管理费用	203	180	237	285
存货	280	367	476	613	财务费用	177	165	183	172
其他	694	790	803	877	资产减值损失	-23	-25	9	11
非流动资产	3,058	2,811	3,013	2,994	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	57	57	57	57	投资净收益	-11	0	0	0
固定资产	1,877	1,972	2,149	2,159	营业利润	81	387	598	915
无形资产	278	256	332	304	营业外收入	27	30	33	36
其他	847	525	475	475	营业外支出	17	17	18	19
资产总计	5,676	6,466	7,517	8,583	利润总额	91	401	613	932
流动负债	2,946	3,486	4,152	4,634	所得税	42	60	92	140
短期借款	2,343	2,766	3,257	3,521	净利润	49	340	521	793
应付账款	158	206	268	345	少数股东损益	22	12	16	20
其他	445	514	627	767	归属母公司净利润	26	329	505	773
非流动负债	448	448	448	448	EBITDA	417	728	979	1,306
长期借款	228	228	228	228	EPS (元)	0.02	0.29	0.44	0.67
其他	220	220	220	220					
负债合计	3,395	3,934	4,601	5,082					
少数股东权益	408	420	436	456					
股本	1,150	1,150	1,150	1,150					
资本公积	679	679	679	679					
留存收益	43	283	651	1,215					
归属母公司股东权益	1,874	2,112	2,481	3,045					
负债和股东权益	5,676	6,466	7,517	8,583					

现金流量表					主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	436	411	735	924	成长能力				
净利润	49	340	521	793	营业收入	16.0%	36.2%	33.8%	30.3%
折旧摊销	159	176	198	218	营业利润	-62.3%	375.7%	54.4%	53.1%
财务费用	166	165	183	172	归属于母公司净利润	-81.7%	1140.6%	53.7%	53.1%
投资损失	-11	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	95	-245	-176	-269	毛利率(%)	25.4%	28.5%	30.6%	31.5%
其他经营现金流	-23	-25	9	11	净利率(%)	7.3%	2.4%	12.5%	14.3%
投资活动现金流	878	71	-400	-200	ROE(%)	1.4%	15.6%	20.4%	25.4%
资本支出	349	300	400	200	ROIC(%)	3.3%	8.5%	10.4%	12.7%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1,227	371	0	0	资产负债率(%)	59.8%	60.8%	61.2%	59.2%
筹资活动现金流	-976	168	172	-116	净负债比率	75.7%	76.1%	75.7%	73.8%
短期借款	0	423	491	264	流动比率	0.89	1.05	1.08	1.21
长期借款	90	0	0	0	速动比率	0.79	0.94	0.97	1.07
普通股增加	140	0	0	0	营运能力				
资本公积金增长	-35	0	0	0	总资产周转率(次)	0.35	0.42	0.42	0.49
其他筹资现金流	-1,207	-255	-319	-380	应收账款周转率(次)	5	5	5	5
现金净增加额	338	651	507	608	应付账款周转率(次)	9.44	9.44	9.44	9.44

每股指标 (元)					估值比率				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.29	0.44	0.67	P/E	549.91	44.33	28.85	18.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.36	0.64	0.80	P/B	7.77	6.90	5.87	4.78
每股净资产(最新摊薄)	1.63	1.84	2.16	2.65	EV/EBITDA	42	24	18	13

数据来源: Wind 资讯, 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>