

## 锂电需求持续提升, 铜箔业务高景气成长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入20.08亿元, 同比增长153.42%; 实现归母净利润2.01亿元, 同比增长1238.75%; 实现扣非归母净利润1.90亿元, 同比增长830.80%, EPS为0.14元, 业绩增长迅猛。
- **新能源汽车销量持续增长, 下游需求旺盛。** GGII数据显示, 2021年H1, 全国新能源汽车销售量为103万辆, 同比增长214%; 动力电池装机量约46GWh, 同比增长177%。下游市场呈现爆发性增长, 带动锂电铜箔行业呈现高景气度。2021年H1, 高端铜箔产品供不应求, 加工费用普遍上涨, 行业毛利率水平显著提升。
- **公司为锂电铜箔行业龙头, 技术储备、产品结构丰富。** 公司为锂电铜箔行业开拓者, 作为大陆第一家电解铜箔生产商, 一直推进和引领国内铜箔行业的发展。产品包括4-6 $\mu$ m极薄锂电铜箔、8-10 $\mu$ m超薄锂电铜箔、9-70 $\mu$ m高性能电子电路铜箔、100-500 $\mu$ m超厚电解铜箔等。公司拥有较先进的生产设备和多年的技术积累, 采用柔性生产模式, 能够快速有效地转换产品品种, 实现多品种批量供货, 满足不同客户的需要。
- **公司客户资源优势明显, 现金流充裕助力产能扩建。** 公司与宁德时代、LG化学、比亚迪、ATL、SKI、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、中航锂电等国内外主要动力电池企业合作关系持续稳定, 不断夯实锂电铜箔领域的市场地位。同时, 公司多次融资投入产能建设, 并积极布局技术升级与产品应用, 通过规模效应维持行业领先地位。
- **盈利预测与投资建议。** 公司锂电铜箔业绩将继续保持高速增长, 同时青海、惠州生产基地将持续释放新增产能, 优化公司产品结构, 进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为66%。考虑公司锂电铜箔龙头地位, 及公司对新产能、新技术的大力布局, 我们给予公司2021年56倍PE, 目标价20.72元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产业政策变化的风险; 行业竞争加剧, 产品加工费下降的风险; 原材料价格波动风险。

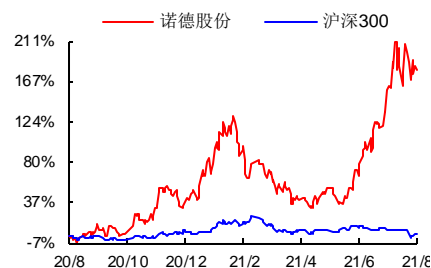
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2154.77	4400.49	7505.84	8882.55
增长率	0.22%	104.22%	70.57%	18.34%
归属母公司净利润(百万元)	5.39	518.94	911.43	1086.68
增长率	104.42%	9536.04%	75.63%	19.23%
每股收益EPS(元)	0.00	0.37	0.65	0.78
净资产收益率ROE	0.40%	13.19%	19.22%	19.24%
PE	3814	40	23	19
PB	6.02	5.22	4.33	3.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.97
流通A股(亿股)	13.23
52周内股价区间(元)	4.85-16.15
总市值(亿元)	205.40
总资产(亿元)	81.97
每股净资产(元)	2.59

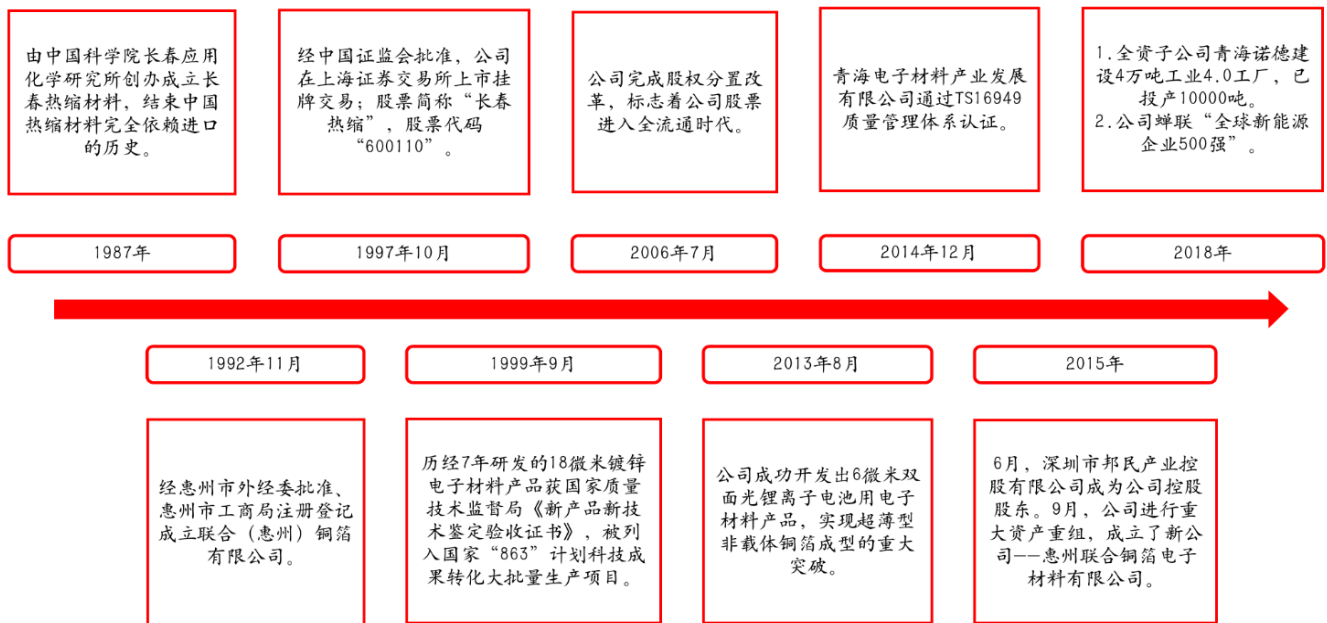
### 相关研究

# 1 铜箔站上锂电池风口，行业龙头乘风而起

诺德投资股份有限公司（600110），简称“诺德股份”，前身为中国科学院长春应用化学研究所于 1987 年创办的长春热缩材料厂，公司旗下主要生产基地均为国家级高新技术企业。1997 年 10 月 7 日在上海交易所上市，成为中国科学院系统首家上市公司。

公司的核心产业为锂离子电池基础材料电解铜箔的生产、销售，作为中国大陆第一家电解铜箔的生产商，公司自主研发生产的高档电解铜箔产品、动力电池材料等系列产品具备有较为明显的技术与成本优势，国内市场占有率位居前列，已经成为国内知名的新能源锂电池材料龙头供应商。

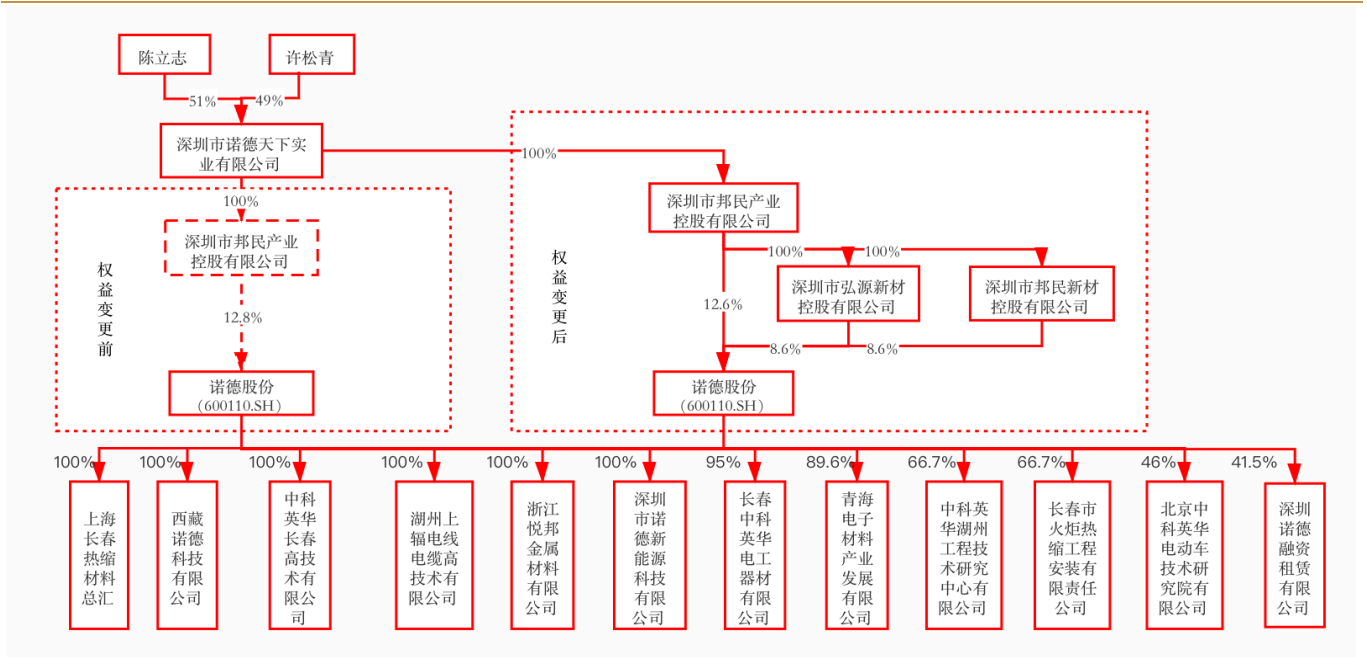
图 1：公司历史沿革



数据来源：Wind，西南证券整理

**公司控制权较为集中，决策通道顺畅。**公司实控人为陈立志先生，陈立志先生持有诺德实业 51% 股权，为诺德实业的控股股东，亦为邦民控股的实际控制人。2021 年 6 月 7 日，诺德股份披露定增预案，邦民控股、弘源新材、邦民新材分别与公司签署《诺德投资股份有限公司非公开发行股票之附条件生效的股份认购协议》，权益变动后，陈立志先生通过邦民控股间接持有公司 29.8%（12.6%邦民控股+8.6%弘源新材+8.6%邦民新材）的股份。

**公司发布股权激励计划，有望建立长效发展机制。**2021 年 2 月 1 日，公司发布股票期权激励计划（草案）。本次激励计划的对象共计 133 人，拟授予 3000 万份，占总股本比例为 2.15%，首次授予 2850 万份，占总股本比例 2.04%，预留 150 万份。本次激励计划中行权期相应的考核年度分别为 2021 年至 2023 年，考核目标为青海电子在 2021 年至 2023 年的净利润达到 3.03 亿元、3.94 亿元、5.12 亿元。本次激励计划的实施，有望进一步健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

**图 2：公司股权结构及子公司**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 七万吨产能保障龙头地位，高质量客户增加营收确定性

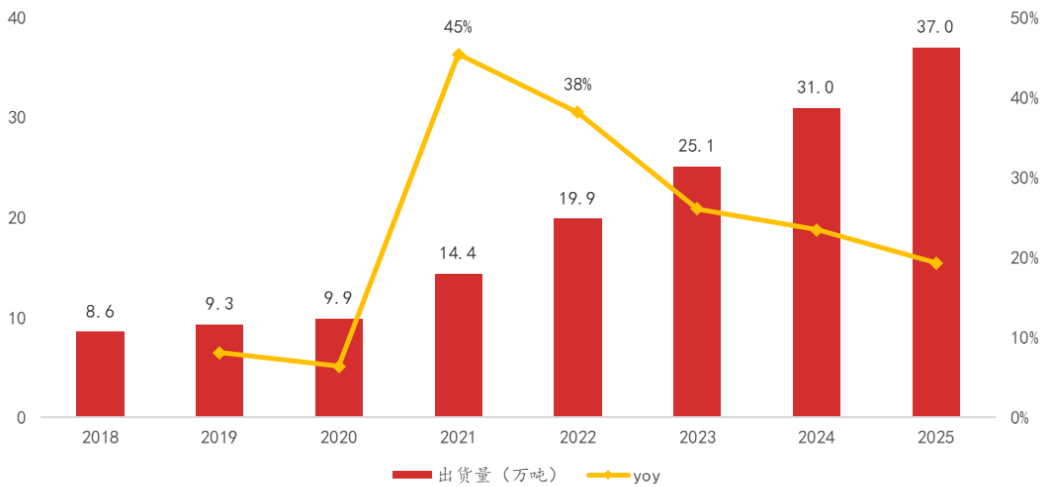
押注铜箔轻薄化，打造行业龙头。今年 6 月 8 日，公司发布公告，在去年底 14 亿元融资的基础上进一步募集约 23 亿元，主要用于青海高性能极薄锂离子电池用电解铜箔工程和惠州动力电池用电解铜箔工程。除了匹配合作企业的全球产能扩张外，公司还积极推动 4.5  $\mu\text{m}$  极薄锂电铜箔市场上量，实现规模效应。

**表 1：国内铜箔企业产能情况**

企业名称	现有铜箔产能	技术水平
诺德股份	3.9 万吨	具备 4 $\mu\text{m}$ 和 4.5 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔量产能力
灵宝华鑫	6.5 万吨	4.5 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔出货
嘉元科技	2.1 万吨	具备 6 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔量产能力，4.5 $\mu\text{m}$ 铜箔已批量供应
中一科技	1.3 万吨	主要出货为 6 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔，小规模交付 4.5 $\mu\text{m}$ 铜箔
德福科技	3.5 万吨	具备 4.5 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔量产能力
铜冠铜箔	2.0 万吨	主要生产 PCB 铜箔，6 $\mu\text{m}$ 及以下产品占比偏低
超华科技	2.0 万吨	具备 6 $\mu\text{m}$ 锂电池铜箔量产能力
Total	21.3 万吨	

数据来源：各公司公告、官网，西南证券整理

锂电铜箔需求爆发，有望实现量价齐升。需求端，根据 SNE Research 公布数据，2021 年 H1 全国动力电池装机量达到 46.4GWh，在翘尾因素的影响下，预计 2021 年全国动力电池装机量能达到 100GWh，叠加储能电池高速增长、消费电子回暖，今年下游市场景气度高涨，对应今年锂电池铜箔需求超 14GWh，较 2020 年同比增 50% 左右。

**图 3：国内锂电池铜箔出货量及预测**


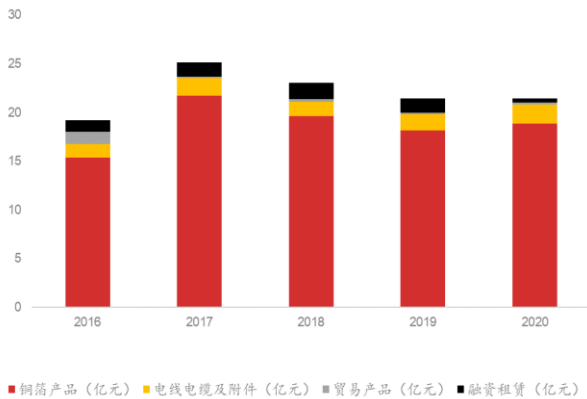
数据来源：GGII，西南证券整理

公司积极调整产品结构，实现 6 微米以下铜箔的技术升级。2021 年上半年公司新能源汽车动力电池客户订单需求同比大幅增加，锂电铜箔需求量也大幅增加。据 GGII 资料，诺德股份已经和宁德时代、LG 新能源、比亚迪、SKI、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、中航锂电等国内外主要动力电池企业达成了合作。

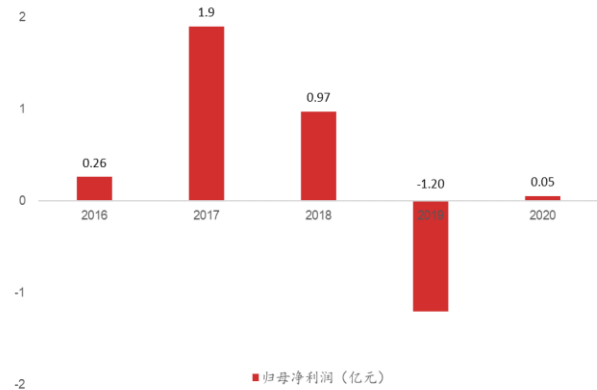
### 3 公司盈利能力大幅改善，业绩反转成今年主基调

公司顺利抵御退补、疫情冲击，积极扩产重新起航。2015 年至 2020 年，公司营业收入波动较小，铜箔业务占比稳中有升，2020 年全年实现营业收入 21.54 亿元，同比增长 0.19%，其中铜箔业务贡献了 18.88 亿元，占总收入比重达到 88%。随着疫情好转，加之下游需求量增加，2021 年 H1 实现营收 20.08 亿元，同比增长 153%。此外，公司上游原材料——铜的价格上涨对公司影响较小，成本压力可转移给下游客户。

公司扭亏为盈，业绩向好。2019 年，公司大额计提深圳市沃特玛电池有限公司应收坏账准备，导致归母净利润出现较大幅度的亏损。2020 年，公司推动技术升级、优化客户结构，于当年实现盈利。2021 年 H1，公司归母净利润为 2.01 亿元，为 2020 年全年的 37 倍，同比增长 1238.75%。

**图 4：公司营业收入情况**


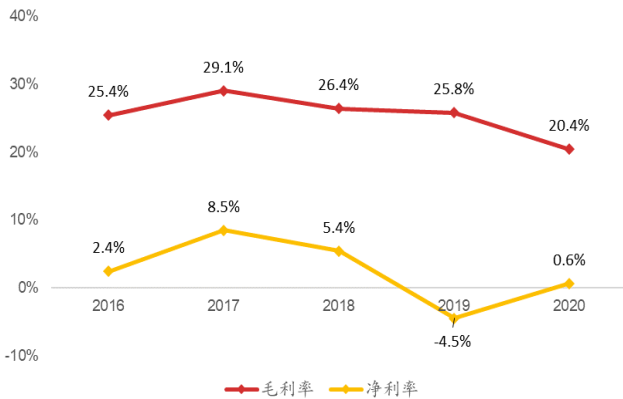
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司归母净利润情况**


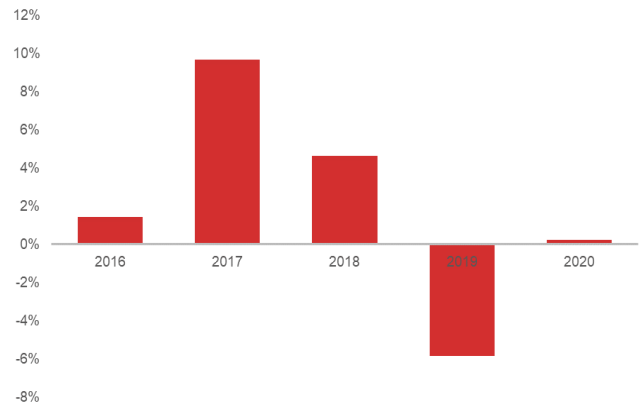
数据来源：公司公告，西南证券整理

**毛利率显著上升，净利率达到历史高值。**2021 年 H1，公司毛利率为 24.29%，净利率 10.04%。由于公司定价模式为“铜价+加工费”，在铜箔产能相对紧俏的情况下，公司议价能力强，近半年来加工费有一定程度的提升，导致今年公司盈利水平显著上升。

**公司开展铜套期保值，对冲铜价波动风险，稳定盈利水平。**根据公司公告披露，公司增加了大约 0.13 亿元的衍生金融资产，主要系公司本期开展有色金属期货套期保值业务所致。公司通过套保业务的展开，利用期货市场功能对冲原材料大幅波动风险，有望锁定成本，在产品单价随市场上涨的背景下，进一步提升公司盈利水平。

**图 6：公司毛利率与净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司历年 ROE 变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司产能逐步释放，2021 年/2022 年/2023 年铜箔销量分别为 3.6 万吨/6.3 万吨/7.5 万吨。

假设 2：铜箔产能扩张较慢，随着供给紧张，未来三年铜箔单价稳定在 11.5 万元/吨。

假设 3：其他业务延续 2020 年营收水平不变。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
铜箔	收入	1888.0	4140.5	7245.8	8622.5
	增速	4.2%	119.3%	75.0%	19.0%
	毛利率	18.9%	26.5%	25.0%	24.0%
电线电缆及附件	收入	194.9	200	200	200
	增速	12.5%	60.6%	20.0%	23.8%
	毛利率	13.3%	2.6%	0.0%	0.0%
其他	收入	71.8	60.0	60.0	60.0
	增速	-56.2%	16.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	79.7%	80.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	2154.8	4400.5	7505.8	8882.5
	增速	0.2%	104.2%	70.6%	18.3%
	毛利率	20.4%	26.7%	25.1%	24.1%

数据来源：Wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取锂电材料的四家主流公司，2021 年四家公司平均 PE 为 56 倍，2022 年平均 PE 为 37 倍。公司锂电铜箔业绩将继续保持高速增长，同时青海、惠州生产基地将持续释放新增产能，优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 66%。考虑公司锂电铜箔龙头地位，及公司对新产能、新技术的大力布局，我们给予公司 2021 年 56 倍 PE，目标价 20.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
688388.SH	嘉元科技	87.01	0.81	2.05	2.78	109.16	42.38	31.24
002288.SZ	超华科技	8.75	0.02	9 0.	0.25	328.93	45.29	35.14

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300073.SZ	当升科技	70.22	0.85	1.43	1.93	76.43	49.06	36.39
688005.SH	容百科技	128.05	0.48	1.48	2.73	107.23	86.28	46.88
平均值						155.44	55.75	37.41

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 产业政策变化的风险；
- 2) 行业竞争加剧，产品加工费下降的风险；
- 3) 原材料价格波动风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2154.77	4400.49	7505.84	8882.55	净利润	13.69	518.94	911.43	1086.68
营业成本	1714.43	3227.25	5623.37	6744.13	折旧与摊销	140.00	213.21	215.99	218.50
营业税金及附加	17.76	35.60	60.45	61.29	财务费用	212.33	220.02	300.23	266.48
销售费用	25.43	44.00	75.06	88.83	资产减值损失	-3.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	139.16	264.03	375.29	444.13	经营营运资本变动	739.45	-901.91	-1590.40	-653.50
财务费用	212.33	220.02	300.23	266.48	其他	-585.27	-2.86	-1.00	-1.00
资产减值损失	-3.67	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>516.53</b>	<b>47.40</b>	<b>-163.75</b>	<b>917.16</b>
投资收益	18.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-35.56	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-46.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-81.57</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>	<b>-50.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>29.08</b>	<b>609.58</b>	<b>1071.44</b>	<b>1277.70</b>	短期借款	-731.10	-1035.93	928.31	-280.72
其他非经营损益	0.10	0.93	0.83	0.74	长期借款	-188.46	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>29.18</b>	<b>610.51</b>	<b>1072.27</b>	<b>1278.44</b>	股权融资	1399.46	0.00	0.00	0.00
所得税	15.49	91.58	160.84	191.77	支付股利	0.00	-1.08	-103.79	-182.29
净利润	13.69	518.94	911.43	1086.68	其他	365.45	-731.36	-300.23	-266.48
少数股东损益	8.30	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>845.35</b>	<b>-1768.36</b>	<b>524.28</b>	<b>-729.49</b>
归属母公司股东净利润	5.39	518.94	911.43	1086.68	<b>现金流量净额</b>	<b>1278.52</b>	<b>-1770.96</b>	<b>310.54</b>	<b>137.67</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2211.01	440.05	750.58	888.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1475.81	2370.16	4254.14	5131.41	销售收入增长率	0.22%	104.22%	70.57%	18.34%
存货	385.40	733.51	1281.34	1538.11	营业利润增长率	142.36%	1996.04%	75.77%	19.25%
其他流动资产	167.99	189.45	323.14	382.41	净利润增长率	114.12%	3690.64%	75.63%	19.23%
长期股权投资	664.90	664.90	664.90	664.90	EBITDA 增长率	27.89%	173.41%	52.25%	11.02%
投资性房地产	32.42	32.42	32.42	32.42	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2457.58	2336.54	2212.73	2086.40	毛利率	20.44%	26.66%	25.08%	24.07%
无形资产和开发支出	269.17	227.49	185.82	144.14	三费率	17.49%	12.00%	10.00%	9.00%
其他非流动资产	352.00	351.50	351.00	350.51	净利率	0.64%	11.79%	12.14%	12.23%
<b>资产总计</b>	<b>8016.28</b>	<b>7346.03</b>	<b>10056.08</b>	<b>11218.56</b>	ROE	0.40%	13.19%	19.22%	19.24%
短期借款	1759.09	723.16	1651.47	1370.74	ROA	0.17%	7.06%	9.06%	9.69%
应付和预收款项	827.97	1173.16	2101.22	2618.50	ROIC	2.95%	19.75%	23.69%	21.51%
长期借款	439.54	439.54	439.54	439.54	EBITDA/销售收入	17.70%	23.70%	21.15%	19.84%
其他负债	1577.52	1075.51	1121.56	1143.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4604.13</b>	<b>3411.38</b>	<b>5313.79</b>	<b>5571.88</b>	总资产周转率	0.29	0.57	0.86	0.84
股本	1397.27	1397.27	1397.27	1397.27	固定资产周转率	0.88	1.84	3.30	4.14
资本公积	1850.82	1850.82	1850.82	1850.82	应收账款周转率	2.28	2.83	2.82	2.35
留存收益	168.70	686.56	1494.20	2398.59	存货周转率	5.12	5.72	5.57	4.78
归属母公司股东权益	3412.15	3934.65	4742.29	5646.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	259.70%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3412.15</b>	<b>3934.65</b>	<b>4742.29</b>	<b>5646.68</b>	资产负债率	57.43%	46.44%	52.84%	49.67%
负债和股东权益合计	8016.28	7346.03	10056.08	11218.56	带息债务/总负债	47.75%	34.08%	39.35%	32.49%
					流动比率	1.35	1.91	1.71	1.93
					速动比率	1.22	1.53	1.38	1.55
					股利支付率	0.00%	0.21%	11.39%	16.77%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	381.42	1042.82	1587.66	1762.68	每股收益	0.00	0.37	0.65	0.78
PE	3814.00	39.58	22.54	18.90	每股净资产	2.44	2.82	3.39	4.04
PB	6.02	5.22	4.33	3.64	每股经营现金	0.37	0.03	-0.12	0.66
PS	9.53	4.67	2.74	2.31	每股股利	0.00	0.00	0.07	0.13
EV/EBITDA	54.01	19.96	13.50	11.92					
股息率	0.00%	0.01%	0.51%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn