

2021 年中报点评: Q2 单吨盈利大幅提升, 盈利拐点已现

买入 (维持)

2021 年 08 月 03 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001
13166018765

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2155	4357	4837	6155
同比 (%)	0.2%	102%	11%	27%
归母净利润 (百万元)	5	496	810	1133
同比 (%)	-104%	9113%	63%	40%
每股收益 (元/股)	0.005	0.36	0.58	0.81
P/E (倍)	3147.83	40.78	24.98	17.86

投资要点

- 中报业绩符合市场预期, 净利翻番毛利率达 26% 持续向上。2021 年 H1 公司营收 20.08 亿元, 同比增长 153.4%; 归母净利润 2.01 亿元, 扣非净利润 1.90 亿元, 扭亏为盈, 中报业绩位于业绩预告中值, 符合市场预期。Q2 公司毛利率为 26.35%, 同比上升 5.9pct, 环比上升 4.7pct, Q2 净利率 12.17%, 同比上升 14.06pct, 环比上升 4.82pct。
- Q2 出货量环比持平, 加工费上涨+产品结构改善带动公司单吨盈利提升。我们预计公司 Q2 出货量为 0.9-0.95 万吨左右, 环比微增 8%, 2021 年 H1 出货量近 1.8 万吨。客户结构来看, 宁德时代为公司第一大客户, 出货占比我们预计 30-40%, LG 为公司第二大客户, 此外公司进入比亚迪、中航、及松下、SKI 等国内外厂商的供应体系; 我们预计 21 年全年出货 3.8-4 万吨左右, 满产满销, 同比增长 80%+, 宁德时代、LG 贡献主要增量。盈利能力来看, 我们预计 Q2 单吨净利达 1.3 万元/吨左右, 环比翻番增长超市场预期, 主要系 Q2 加工费上涨完全体现、铜价上涨以及 4.5 μ 铜箔出货占比提升, 此外公司财务费用摊薄, 盈利拐点已现。
- 锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨, 我们预计持续至 2022 年。当前高端、大直径阴极辊设备订货周期长, 铜箔产能开工到调试完成需要 2 年左右, 且单吨投资 6-7 万/吨, 仅有头部厂商有能力大范围扩产。据我们测算, 21 年全球铜箔需求 38 万吨, 产能利用率 100%; 22 年行业需求增长至 52 万吨, 供给端, 诺德 21 年底新增 2.7 万吨产能, 嘉元新增 1.5 万吨, 整体行业新增产能有限, 22 年我们预计产能利用率 95%+, 且仅有诺德、嘉元可量产 4.5 μ 铜箔。4.5、6 μ 环节产能持续紧缺。21H1 加工费分别为 7 万/吨、5 万/吨+, 供不应求, 已涨价 0.5-1 万/吨, 21-22 年新增产能有限, 后续加工费或进一步提升, 龙头盈利弹性体现。
- 公司产能扩张加速, 叠加 4.5 μ 占比提升, 龙头地位显现。公司现有产能 4.3 万吨/年, 2.7 万吨产能在建, 我们预计 2021 年年底建设完成, 公司预计 2022 年 Q2 实现 7 万吨左右的铜箔产能, 算上青海 1.5 万吨, 两个铜箔生产基地建成后将达年产合计 8.5 万吨, 行业领先。产品结构看, 行业内动力电池所需铜箔往 6、4.5 μ 产品切换, 加工费较 6 μ 提升 2 万元/吨以上, 诺德 2021 年上半年 4.5、4 μ 铜箔出货量占比提升至 15-20%, 主供宁德时代, 后续国内二线厂商也将逐步切换, 我们预计 22 年有望大规模应用, 公司率先突破 4.5 μ 技术, 龙头地位稳固。
- 盈利预测与投资评级: 我们将 2021-2022 年的归母净利润从 1.98/3.02 亿元上调至 4.96/8.10 亿元, 预计 2023 年的归母净利润为 11.33 亿元。给予 2022 年 35 倍 PE, 目标价 20.3 元, 维持“买入”评级。

- 风险提示: 铜价下跌超预期, 行业竞争超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.48
一年最低/最高价	4.75/16.95
市净率(倍)	5.60
流通 A 股市值(百万元)	19160

基础数据

每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	55.91
总股本(百万股)	1397.27
流通 A 股(百万股)	1323.18

相关研究

1、《诺德股份 (600110): 铜箔行业引领者, 6 μ m 锂电铜箔迈入高增长》2021-02-10

2021H1 归母净利润 2.01 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 20.08 亿元，同比增长 153.4%；归母净利润 2.01 亿元，扣非净利润 1.90 亿元，扭亏为盈；公司此前预告 21H1 归母净利 1.9-2.1 亿元，扣非净利 1.8-2 亿元，中报业绩位于业绩预告中值，符合市场预期。21 年 H1 毛利率为 24.29%，同比增加 1.12pct，21H1 销售净利率 10.04%，同比增加 11.23pct。

Q2 公司归母净利润环比翻番，毛利率达 26%持续向上。21Q2 公司实现营收 11.18 亿元，同比大增 151.82%，环比增长 25.72%；归母净利润 1.36 亿元，环比增长 108.10%，扣非归母净利润 1.29 亿元，环比增长 110.8%。盈利能力方面，Q2 公司毛利率为 26.35%，同比上升 5.9pct，环比上升 4.7pct；归母净利率 12.17%，同比上升 14.06pct，环比上升 4.82pct；Q2 扣非净利率 11.50%，同比上升 14.8pct，环比上升 4.64pct。

表 1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,118.3	889.5	790.9	571.6	444.1	348.2
-同比	151.82%	155.46%	-212.44%	-47.48%	-14.85%	-32.65%
毛利率	26.35%	21.70%	17.07%	21.29%	20.53%	26.55%
归母净利润(百万)	136.1	65.4	21.7	1.4	-8.4	-9.3
-同比	扭亏为盈	扭亏为盈	扭亏为盈	-93.38%	-168.41%	-129.96%
归母净利率	12.17%	7.35%	2.74%	0.24%	-1.89%	-2.67%
扣非归母净利润(百万)	128.6	61.0	-17.54	-7.03	-14.67	-11.28
-同比	扭亏为盈	扭亏为盈	-90.74%	-139.25%	-290.01%	-138.06%
扣非归母净利率	11.50%	6.86%	-2.22%	-1.23%	-3.30%	-3.24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从子公司来看，江苏联鑫上半年营收 3.41 亿元，贡献 0.31 亿元利润，青海电子上半年营收 23.11 亿元，贡献 1.81 亿元利润，同比扭亏为盈，我们预计公司锂电铜箔业务上半年净利润为 1.7 亿元左右（青海电子有部分内部抵消），同环比高增。

表 2: 公司子公司拆分

公司名称	公司类型	2021H1			20H1	
		营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
青海电子	子公司	23.11	178%	1.81	8.3	-0.4
中科英华(香港)	子公司	3.54	130%	0.31	1.54	-0.01
中科英华(长春)	子公司	0.31	-60%	-0.0093	0.78	0.02
湖州上辐	子公司	0.94	45%	0.01	0.65	0.0001
青海诺德	孙公司	4.67	113%	0.69	2.19	0.004
惠州联合铜箔	孙公司	3.63	124%	0.29	1.62	-0.03
深圳百嘉达	孙公司	21.86	165%	0.27	8.25	0.08
江苏联鑫	孙公司	3.41	121%	0.31	1.54	0.04

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 出货量环比持平，加工费上涨+产品结构改善带动公司单吨盈利提升。我们预计公司 Q2 出货量为 0.9-0.95 万吨左右，环比微增 8%，2021 年 H1 出货量近 1.8 万吨。客户结构来看，宁德时代为公司第一大客户，出货占比我们预计 30-40%左右，LG 成为公司第二大客户，此外公司进入比亚迪、中航、国轩、亿纬、孚能及松下、ATL、SKI 等国内外厂商的供应体系；我们预计 21 年全年出货 3.8-4 万吨左右，满产满销，同比增长 80%+，宁德时代、LG 贡献主要增量。盈利能力来看，我们预计 Q2 单吨净利达 1.3 万元/吨左右，环比翻番增长，超市场预期，主要系 Q2 加工费上涨完全体现、铜价上涨以及 4.5 μ 铜箔出货占比提升，此外公司财务费用进一步摊薄，盈利拐点已现。

锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计持续至 2022 年。当前高端、大直径阴极钛辊设备订货周期长限制扩产速度，叠加产线调试耗时，铜箔产能开工到调试完成需要 2 年左右的时间。且单吨投资 6-7 万/吨，仅有头部厂商有资金能力大范围扩产。据我们测算，21 年全球铜箔需求 38 万吨，产能利用率基本达到 100%；22 年行业需求增长至 52 万吨，供给端来看，诺德 21 年底新增 2.7 万吨产能，嘉元新增 1.5 万吨，整体行业新增产能有限，22 年我们预计产能利用率仍维持 95%以上，且仅有诺德、嘉元可量产 4.5 μ 铜箔，4.5 μ 及 6 μ 环节产能持续紧缺。21 年上半年 6 μ m 铜箔加工费 5 万/吨，4.5 μ m 加工费 7 万/吨+，产能供不应求，已涨价 0.5-1 万/吨，21-22 年新增产能有限，后续加工费或进一步提升，龙头盈利弹性开始体现。

表 3: 锂电铜箔行业供需结构测算 (万吨)

	2019年	2020年	2021E	2022E
国内供给 (万吨)	14.0	19.7	25.2	37.2
国内需求 (万吨)	11.1	14.0	24.6	31.6
过剩 (万吨)	2.9	5.7	0.6	5.6
全球供给 (万吨)	21.0	27.6	36.9	53.4
全球需求 (万吨)	19.3	24.5	38.4	52.3
过剩 (万吨)	1.7	3.1	-1.4	1.1
产能利用率		89%	104%	98%

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

公司产能扩张加速, 叠加 4.5 μ 占比提升, 龙头地位显现。公司现有产能 4.3 万吨/年, 2.7 万吨产能在建, 我们预计 2021 年年底建设完成, 其中青海产能 3.5 万吨/年, 在建产能 1.5 万吨/年, 惠州产能 0.8 万吨/年, 在建产能 1.2 万吨/年, 考虑产能爬坡, 公司预计 2022 年 Q2 实现 7 万吨左右的铜箔产能, 此外公司青海筹建 1.5 万吨/年产能, 两个铜箔生产基地建成后将达到年产合计 8.5 万吨, 处于行业领先地位。产品结构来看, 行业内动力电池所需铜箔往 6 μ 、4.5 μ 产品切换, 加工费较 6 μ 提升 2 万元/吨以上, 诺德 2021 年上半年 4.5 微米和 4 微米铜箔出货量占比提升至 15-20%, 主要供货宁德时代, 后续国内二线厂商也将逐步切换, 我们预计 22 年有望大规模应用, 公司率先突破 4.5 μ 技术, 龙头地位稳固。

表 4: 公司产能规划 (万吨)

	2021E	2022E	2023E
青海基地	3.5	5	6.5
惠州基地	0.8	2	2
合计	4.3	7	8.5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

21Q2 费用控制良好, 财务费用率同环比下降。2021 年 H1 公司期间费用合计 2.63 亿元, 同比增长 23.5%, 费用率为 13.1%, 同比下降 13.78pct。21Q2 期间费用 1.4 亿元, 同比增长 21.5%, 环比增 19.51%, 费用率为 12.8%, 同比下滑 13.7pct, 环比下滑 0.67pct; 销售费用 0.1 亿元, 销售费用率 0.9%, 同比降 2pct, 环比降 0.2pct; 管理费用 0.45 亿元, 管理费用率 4%, 同比降 5pct, 环比持平微降; 财务费用 0.5 亿元, 财务费用率 4.3%, 同比降 5pct, 环比降 2.4pct; 研发费用 0.4 亿元, 研发费用率 3.6%, 同比降 2.3pct, 环比增 2pct。公司 2021 年 Q2 冲回资产减值损失 15 万元; 冲回信用减值损失 0.05 亿元。

表 5: 公司季度费用情况

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	9.11	11.84	14.04	-9.57	9.60	9.95
-销售费用率	2.62%	2.67%	2.46%	-1.21%	1.08%	0.89%
管理费用	32.18	39.09	31.90	36.00	36.80	45.08
-管理费用率	9.24%	8.80%	5.58%	4.55%	4.14%	4.03%
研发费用	8.57	26.10	24.89	14.23	13.72	40.34
-研发费用率	2.46%	5.88%	4.35%	1.80%	1.54%	3.61%
财务费用	45.25	40.84	47.86	78.37	59.71	47.84
-财务费用率	13.00%	9.20%	8.37%	9.91%	6.71%	4.28%
期间费用	95.11	117.87	118.69	119.04	119.83	143.21
-期间费用率	27.32%	26.54%	20.76%	15.05%	13.47%	12.81%
资产减值损失	0.00	-1.32	-1.19	-1.17	-1.81	-0.15
信用减值损失	-0.54	12.25	-2.92	0.07	-0.54	-5.08

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021H1 经营性现金流同比下滑，存货、应收账款较年初增长明显。2021 年 H1 公司存货为 4.75 亿元，较年初增加 23%；应收账款 15.99 亿元，较年初增加 32%；公司合同负债 0.24 亿元，较年初增加 57%。2021 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 0.17 亿元，同比下降 66.28%；投资活动净现金流净额为-3.11 亿；资本开支为 2.31 亿元，同比上升 600%。账面现金为 14.8 亿元，较年初下降 33%。

盈利预测与投资建议：我们将 2021-2022 年的归母净利润从 1.98/3.02 亿元上调至 4.96/8.10 亿元，预计 2023 年的归母净利润为 11.33 亿元。给予 2022 年 35 倍 PE，目标价 20.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：铜价下跌超预期，行业竞争超预期

诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,240	4,143	4,468	5,578	营业收入	2,155	4,357	4,837	6,155
现金	2,211	871	967	1,231	减:营业成本	1,714	3,214	3,313	4,086
应收账款	1,214	1,928	2,140	2,723	营业税金及附加	18	31	34	43
存货	385	722	740	911	销售费用	25	57	63	80
其他流动资产	182	210	199	208	管理费用	213	383	416	523
非流动资产	3,776	3,970	4,139	4,276	财务费用	212	115	91	99
长期股权投资	665	665	665	665	资产减值损失	5	26	16	36
固定资产	2,444	2,551	2,633	2,686	加:投资净收益	18	8	8	8
在建工程	14	114	214	314	其他收益	27	50	50	50
无形资产	269	285	276	266	资产处置收益	7	0	0	0
其他非流动资产	398	470	564	659	营业利润	29	590	962	1,345
资产总计	8,016	8,113	8,606	9,854	加:营业外净收支	0	-1	-1	-1
流动负债	3,151	2,871	2,756	3,154	利润总额	29	589	961	1,344
短期借款	2,275	1,283	1,115	1,132	减:所得税费用	15	82	135	188
应付账款	268	503	519	640	少数股东损益	8	10	17	23
其他流动负债	608	1,084	1,123	1,382	归属母公司净利润	5	496	810	1,133
非流动负债	1,453	1,453	1,453	1,453	EBIT	241	704	1,053	1,444
长期借款	440	440	440	440	EBITDA	381	955	1,325	1,737
其他非流动负债	1,013	1,013	1,013	1,013					
负债合计	4,604	4,324	4,210	4,607	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	10	27	50	每股收益(元)	0.005	0.36	0.58	0.81
归属母公司股东权益	3,412	3,779	4,370	5,197	每股净资产(元)	2.44	2.70	3.13	3.72
负债和股东权益	8,016	8,113	8,606	9,854	发行在外股份(百万股)	1,397	1,397	1,397	1,397
					ROIC(%)	2.8%	11.0%	15.2%	18.2%
					ROE(%)	0.2%	13.1%	18.5%	21.8%
					毛利率(%)	20.4%	26.2%	31.5%	33.6%
					销售净利率(%)	0.6%	11.6%	17.1%	18.8%
					资产负债率(%)	57.4%	53.3%	48.9%	46.8%
					收入增长率(%)	0.2%	102.2%	11.0%	27.2%
					净利润增长率(%)	-104.4%	9113%	63.3%	39.8%
					P/E	3147.83	40.78	24.98	17.86
					P/B	5.93	5.35	4.63	3.89
					EV/EBITDA	60.97	24.36	17.56	13.39

数据来源: 贝格数据, 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>