

2021 年三季报点评：铜箔供需持续紧张，龙头产能加速释放

买入（维持）

2021 年 10 月 31 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 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2155	4200	6257	9073
同比（%）	0%	95%	49%	45%
归母净利润（百万元）	5	470	827	1159
同比（%）	-104%	8626%	76%	40%
每股收益（元/股）	0.00	0.34	0.59	0.83
P/E（倍）	6511.43	67.03	38.63	27.46

投资要点

■ 公司 2021 年 Q3 归母净利 1.2 亿元，环比下滑 12%，基本符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 32.36 亿元，同比增长 137.26%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 2070.13%；其中 2021 年 Q3 公司实现营收 12.28 亿元，同比增加 114.87%，环比增长 9.84%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 8663.26%，环比下滑 11.75%，扣非归母净利润 1.06 亿元，非经常性损益主要为政府补助。盈利能力方面，2021 年 Q3 毛利率为 24.64%，同比增长 3.35pct，环比下滑 1.7pct；归母净利率 9.78%，同比增长 9.54pct，环比下滑 2.39pct。

■ 受限电影响 2021 年 Q3 出货量环比持平，单吨盈利维持。我们预计公司 2021 年 Q3 出货量为 0.92 万吨左右，环比持平，主要系 2021 年 9 月限电影响小部分产能，2021 年 Q1-Q3 累计出货近 2.7 万吨，我们预计全年出货有望达 3.6-4 万吨左右，满产满销，同比增长 80%+。

■ 公司产能扩张加速，叠加 4.5μ 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，公司预计 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。

■ 锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计供给紧张持续至 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，2021 年全球铜箔需求 42 万吨，供给不足；22 年行业需求增长至 60 万吨，供给持续紧缺。

■ 2021 年 Q3 受计提奖金影响，期间费用环比微增。2021 年前三季度公司期间费用合计 4.42 亿元，同比增长 33.29%，费用率为 13.66%，同比下滑 10.66pct，其中 2021 年 Q3 期间费用合计 1.79 亿元，同比增长 50.8%，环比增长 25.02%，期间费用率为 14.58%，同比下滑 6.19pct，环比增长 1.77pct。

■ 投资建议：考虑限电政策的不确定影响，我们将 2021-2023 年的归母净利润由 4.96/8.10/11.33 亿元调整为 4.7/8.27/11.59 亿元，同比增长 8626%/76%/40%。给予 2022 年 50 倍 PE，目标价 29.5 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)	22.79
一年最低/最高价	6.10/25.59
市净率(倍)	8.49
流通 A 股市值(百万元)	30155.31

基础数据

每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	56.48
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)：2021 年中报点评：Q2 单吨盈利大幅提升，盈利拐点已现》2021-08-03

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

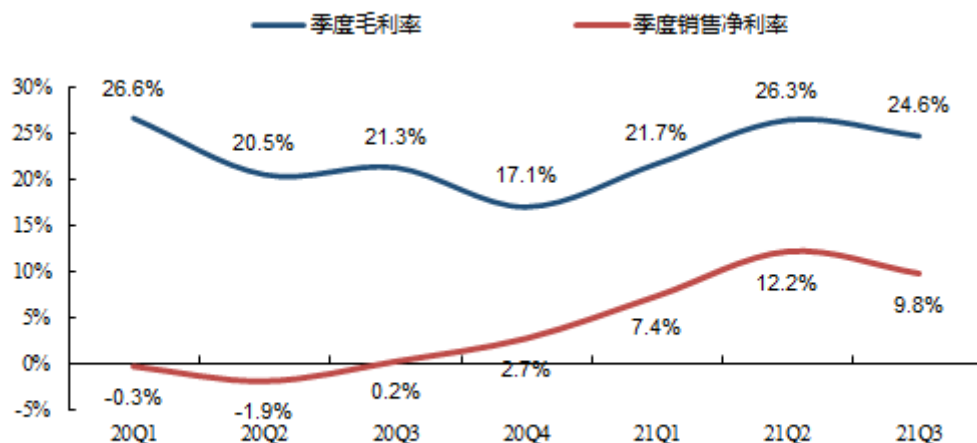
公司 2021 年 Q3 归母净利 1.2 亿元，环比下滑 12%，基本符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 32.36 亿元，同比增长 137.26%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 2070.13%；其中 2021 年 Q3 公司实现营收 12.28 亿元，同比增加 114.87%，环比增长 9.84%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 8663.26%，环比下滑 11.75%，扣非归母净利润 1.06 亿元，非经常性损益主要为政府补助。盈利能力方面，2021 年 Q3 毛利率为 24.64%，同比增长 3.35pct，环比下滑 1.7pct；归母净利率 9.78%，同比增长 9.54pct，环比下滑 2.39pct。

表 1：公司季度业绩拆分

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万元)	1,228.3	1,118.3	889.5	790.9	571.6	444.1	348.2
-同比	114.87%	151.82%	155.46%	-212.44%	-2.65%	-14.85%	-32.65%
毛利率	24.64%	26.35%	21.70%	17.07%	21.29%	20.53%	26.55%
归母净利润(百万元)	120.1	136.1	65.4	21.7	1.4	-8.4	-9.3
-同比	8663.26%	-1721.07%	-803.30%	-111.68%	-93.38%	-168.41%	-129.96%
归母净利率	9.78%	12.17%	7.35%	2.74%	0.24%	-1.89%	-2.67%
扣非归母净利润(百万元)	106.1	128.6	61.01	-17.54	-7.03	-14.67	-11.28
-同比	-1610.00%	-976.92%	-640.81%	-90.74%	-139.25%	-290.01%	-138.06%
扣非归母净利率	8.64%	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：公司季度业绩拆分



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

受限电影响 2021 年 Q3 出货量环比持平，单吨盈利维持。我们预计公司 2021 年 Q3 出货量为 0.92 万吨左右，环比持平，主要系 9 月限电影响小部分产能，2021 年 Q1-Q3 累计出货近 2.7 万吨，我们预计全年出货有望达 3.6-3.7 万吨左右，满产满销，同比增长 80%+。盈利能力来看，扣除覆铜板业务，我们预计铜箔业务 2021 年 Q2 单吨净利达 1.2 万元/吨左右，环比基本持平，主要系 2021 年 Q3 计提费用增加。我们预计随着 2021 年

Q3 加工费上涨逐渐体现以及 4.5 μ 铜箔出货占比提升，此外公司财务费用进一步摊薄，未来单吨盈利有望持续提升。客户结构来看，宁德时代为公司第一大客户，2021 年 Q3 出货占比预计 30-40%左右，LG 成为公司第二大客户，此外公司进入比亚迪、中航机电、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技及松下、ATL、SKI 等国内外厂商的供应体系，考虑到 2021 年 Q4 限电政策影响，我们预计 2021 年全年出货 3.6-3.7 万吨左右，宁德时代、LG 贡献主要增量，2022 年有望出货 5.5-6 万吨，同比+60%左右。

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，公司预计 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 m、4.5 μ m 产品切换，加工费 4.5 μ m 较 6 μ m 提升 2 万元/吨以上，诺德股份 2021 年上半年 4.5 μ m 和 4 μ m 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 2022 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 2：公司产能规划（万吨）

	2021A	2022E	2023E
青海基地	3.5	5.0	6.5
惠州基地	0.8	2.0	2.0
合计	4.3	7.0	8.5

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计供给紧张持续至 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，2021 年全球铜箔需求 42 万吨，供给不足；2022 年行业需求增长至 60 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，诺德股份 2021 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，2022 年我们预计产能利用率仍维持 100%以上，且仅有诺德股份、嘉元科技可量产 4.5 μ m 铜箔，4.5 μ m 及 6 μ m 环节产能持续紧缺。2021 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，2021 年 Q3 已涨价 0.5-1 万/吨，2021-2022 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

	2019年	2020年	2021年	2022年
国内供给 (万吨)	14.0	19.7	25.2	37.4
国内需求 (万吨)	11.1	14.0	26.2	34.8
过剩 (万吨)	2.9	5.7	-1.0	2.6
全球供给 (万吨)	21.0	27.6	36.9	53.6
全球需求 (万吨)	19.5	24.9	42.3	59.9
过剩 (万吨)	1.5	2.7	-5.4	-6.4
产能利用率		90%	115%	112%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2021 年 Q3 受计提奖金影响, 期间费用环比微增。2021 年前三季度公司期间费用合计 4.42 亿元, 同比增长 33.29%, 费用率为 13.66%, 同比下滑 10.66pct, 其中 2021 年第三季度期间费用合计 1.79 亿元, 同比增长 50.8%, 环比增长 25.02%, 期间费用率为 14.58%, 同比下滑 6.19pct, 环比增长 1.77pct; 销售费用 0.01 亿元, 销售费用率 0.80%, 同比下滑 1.65pct, 环比下滑 0.09pct; 管理费用 0.59 亿元, 管理费用率 4.81%, 同比下滑 0.77pct, 环比增长 0.78pct; 财务费用 0.52 亿元, 财务费用率 4.21%, 同比下滑 4.16pct, 环比下滑 0.07pct; 研发费用 0.58 亿元, 研发费用率 4.75%, 同比增长 0.39pct, 环比增长 1.14pct。

表 4: 季度费用情况

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	9.11	11.84	14.04	-9.57	9.60	9.95	9.86
-销售费用率	2.62%	2.67%	2.46%	-1.21%	1.08%	0.89%	0.80%
管理费用	32.18	39.09	31.90	36.00	36.80	45.08	59.13
-管理费用率	9.24%	8.80%	5.58%	4.55%	4.14%	4.03%	4.81%
研发费用	8.57	26.10	24.89	14.23	13.72	40.34	58.33
-研发费用率	2.46%	5.88%	4.35%	1.80%	1.54%	3.61%	4.75%
财务费用	45.25	40.84	47.86	78.37	59.71	47.84	51.71
-财务费用率	13.00%	9.20%	8.37%	9.91%	6.71%	4.28%	4.21%
期间费用	95.11	117.87	118.69	119.04	119.83	143.21	179.04
-期间费用率	27.32%	26.54%	20.76%	15.05%	13.47%	12.81%	14.58%
资产减值损失	0.00	-1.32	-1.19	-1.17	-1.81	-0.15	-2.14
信用减值损失	-0.54	12.25	-2.92	0.07	-0.54	-5.08	-0.28

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

经营性现金流良好，资本开支大幅增长。2021 年三季度末公司存货为 4.56 亿元，较年初增长 18.36%；应收账款 14.9 亿元，较年初增长 21.38%；期末公司合同负债 0.27 亿元，较年初增长 81.65%，主要系原材料价格上涨传导影响，预收客户货款相应增加。2021 前三季度公司经营活动现金流净额为+6.32 亿元，同比转正，投资活动现金流净额为-4.29 亿元，筹资活动现金流净额为-5.63 亿元，资本开支为 4.50 亿元，同比上升 1113%，账面现金为 18.32 亿元，较年初下滑 17%。

盈利预测与投资评级：考虑限电政策的不确定影响，我们将 2021-2023 年的归母净利润由 4.96/8.10/11.33 亿元调整为 4.7/8.27/11.59 亿元，同比增长 8626%/76%/40%。给予 2022 年 50 倍 PE，目标价 29.5 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,240	4,000	5,172	7,421	营业收入	2,155	4,200	6,257	9,073
现金	2,211	840	626	907	减: 营业成本	1,714	3,098	4,526	6,633
应收账款	1,214	1,858	2,769	4,015	营业税金及附加	18	29	44	64
存货	385	695	1,016	1,491	销售费用	25	55	81	118
其他流动资产	182	208	208	226	管理费用	139	228	308	419
非流动资产	3,776	3,970	4,139	4,276	研发费用	77	150	224	325
长期股权投资	665	665	665	665	财务费用	212	113	93	122
固定资产	2,444	2,551	2,633	2,686	资产减值损失	-5	23	53	71
在建工程	14	114	214	314	加: 投资净收益	18	8	8	8
无形资产	269	285	276	266	其他收益	34	46	46	46
其他非流动资产	398	470	564	659	公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产总计	8,016	7,970	9,310	11,697	营业利润	29	558	983	1,376
流动负债	3,151	2,748	3,467	4,984	加: 营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	2,275	1,217	1,241	1,738	利润总额	29	558	982	1,375
应付账款	268	485	708	1,038	减: 所得税费用	15	78	137	192
其他流动负债	608	1,046	1,517	2,208	少数股东损益	8	10	17	24
非流动负债	1,453	1,453	1,453	1,453	归属母公司净利润	5	470	827	1,159
长期借款	440	440	440	440	EBIT	241	672	1,075	1,498
其他非流动负债	1,013	1,013	1,013	1,013	EBITDA	381	922	1,347	1,791
负债合计	4,604	4,201	4,920	6,437	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	10	26	50	每股收益 (元)	0.00	0.34	0.59	0.83
归属母公司股东权益	3,412	3,760	4,364	5,210	每股净资产 (元)	2.44	2.69	3.12	3.73
负债和股东权益	8,016	7,970	9,310	11,697	发行在外股份 (百万股)	1,397	1,397	1,397	1,397
					ROIC (%)	2.8%	10.7%	15.2%	17.3%
					ROE (%)	0.2%	12.5%	19.0%	22.2%
					毛利率 (%)	20.4%	26.2%	27.7%	26.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率 (%)	0.6%	11.4%	13.5%	13.0%
经营活动现金流	517	354	510	643	资产负债率 (%)	57.4%	52.7%	52.8%	55.0%
投资活动现金流	-82	-432	-432	-422	收入增长率 (%)	0.2%	94.9%	49.0%	45.0%
筹资活动现金流	845	-1,293	-292	61	净利润增长率 (%)	-104%	8626%	76%	40%
现金净增加额	1,280	-1,371	-214	282	P/E	6511.43	67.03	38.63	27.46
折旧和摊销	140	251	272	293	P/B	10.17	8.47	7.30	6.11
资本开支	289	440	440	430	EV/EBITDA	96	40	27	20
营运资本变动	167	-503	-744	-1,018					

数据来源: wind, 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>