

高技术壁垒加持, 盈利能力稳中向好

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年全年实现营业收入 44.46 亿元, 同比增长 106.32%; 实现归母净利润 4.05 亿元, 同比增长 7421.93%; 实现扣非归母净利润 3.75 亿元, 同比增长 842.61%。2021 年单四季度实现营业收入 12.10 亿元, 同比增长 52.96%, 环比下降 1.47%; 实现归母净利润 0.84 亿元, 同比增长 284.66%, 环比下降 30%; 实现扣非归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 552.60 亿元, 环比下降 25.47%。排除固定资产减值损失影响, 21Q4 业绩符合预期。
- **铜箔产品满产满销, 产品盈利能力大幅提升。** 2021 年全年, 公司实现铜箔产品生产量 3.56 万吨, 实现铜箔产品销量 3.51 万吨, 销量较上年增长 72.74%, 产品接近满产满销。经测算, 报告期内铜箔产品单位净利约 1.4 万元/吨, 实现扭亏, 较 2020 年度大幅提升, 主要得益于报告期内优质铜箔供给偏紧, 需求爆发导致公司铜箔产品加工费上涨。同时, 报告期内公司积极推动产品结构升级, 6 μ m 铜箔出货占比显著提升, 较高的产品技术含量对应更高的加工费溢价。经测算, 2021 年单四季度铜箔产品出货约 9000 吨, 排除资产减值损失影响后, 单位净利与前三季度持平。预计公司盈利能力中短期内能够维持 1.5 万元/吨水平, 若下游锂电池厂商扩产加速, 加工费保留进一步上涨的预期。
- **锂电铜箔维持高技术壁垒属性, 公司稳步扩产抢占增量市场。** 报告期内, 青海铜箔基地在产产能 3.5 万吨/年, 2021 年在建产能 1.5 万吨/年, 筹建产能 1.5 万吨/年, 建成后总产能将达到 6.5 万吨/年; 惠州铜箔基地在产产能 0.8 万吨/年, 另有 1.2 万吨/年的产能已完成调试, 开始量产。综上, 所有生产基地建成后, 公司未来产能将达到 8.5 万吨/年。锂电铜箔行业设备投入规模要求高, 具有较强的规模经济特点。此外, 铜箔产品的耐热性、抗氧化性、表面均一性均构成较高技术壁垒, 中短期不存在行业价格战的威胁。因此, 公司产能扩张稳步推进, 在满足下游客户日益膨胀的需求同时, 仍能够提升公司市占率及维持良好的盈利能力, 业绩确定性较强。
- **公司维持高研发投入, 产品结构丰富, 多维度满足客户需求。** 报告期内, 公司研发费用达到 1.57 亿元, 同比增长 113%, 实现创新研发并量产 4.5 μ m 和 4 μ m 极薄型锂电铜箔, 并已多品种生产供货。公司与宁德时代、比亚迪、中航创新、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技等客户保持稳定合作, 且批量供货于 LG 化学、松下、ATL、SKI 等海外公司, 不断夯实现有客户结构, 拓展锂电铜箔领域的新布局。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.53 元、0.68 元、0.83 元, 未来三年归母净利润将保持 53% 的复合增长率。考虑到未来两年铜箔供给将持续偏紧, 公司盈利能力稳定, 业绩确定性强。同时, 随着公司产能大规模释放, 规模优势有望摊薄成本、催化单位净利进一步提升, 维持“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。

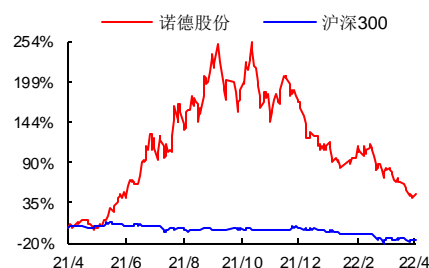
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4445.68	8752.78	8988.26	10204.49
增长率	106.32%	96.88%	2.69%	13.53%
归属母公司净利润(百万元)	405.08	922.98	1184.08	1438.31
增长率	7421.93%	127.85%	28.29%	21.47%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.53	0.68	0.83
净资产收益率 ROE	10.55%	19.68%	20.82%	20.88%
PE	44	19	15	12
PB	4.67	3.82	3.15	2.60

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)	17.37
流通 A 股(亿股)	13.23
52 周内股价区间(元)	7.0-25.1
总市值(亿元)	179.29
总资产(亿元)	87.05
每股净资产(元)	2.75

相关研究

1. 诺德股份(600110): 业绩符合预期, 供需偏紧, 加工费涨价空间仍在 (2021-10-28)
2. 诺德股份(600110): 锂电需求持续提升, 铜箔业务高景气成长 (2021-08-03)

关键假设：

假设 1：公司 2022 年至 2024 年铜箔产能稳步投放，产品实现满产满销，对应销量 6.3/7.5/8.5 万吨；

假设 2：铜箔产品定价模式为“铜价+加工费”，2022 年铜价维持 22Q1 较高水平，因此铜箔产品单价较高，在加工费相对恒定的背景下，毛利率小幅退坡；

假设 3：2023 年铜价恢复至 2021 年水平，随着铜箔产品出货结构优化，毛利率小幅上涨；

假设 4：公司电线电缆产品及其他业务盈利能力维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
铜箔	收入	4086.4	8336.2	8502.9	9636.6
	增速		104.0%	2.0%	13.3%
	毛利率	24.6%	22.5%	25.0%	25.5%
电线电缆及附件	收入	286.5	343.8	412.6	495.1
	增速		20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
其他	收入	72.8	72.8	72.8	72.8
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%
合计	收入	4445.7	8752.8	8988.3	10204.5
	增速		96.9%	2.7%	13.5%
	毛利率	24.7%	22.6%	24.8%	25.2%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4445.68	8752.78	8988.26	10204.49	净利润	405.08	922.98	1184.08	1438.31
营业成本	3346.45	6777.40	6755.58	7631.53	折旧与摊销	215.89	199.87	199.87	199.87
营业税金及附加	29.51	64.13	65.16	70.41	财务费用	219.40	218.82	179.77	153.07
销售费用	37.02	70.02	62.92	61.23	资产减值损失	-66.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	178.20	612.69	629.18	714.31	经营营运资本变动	-126.87	-1481.99	21.01	-322.15
财务费用	219.40	218.82	179.77	153.07	其他	396.32	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-66.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1043.33	-140.32	1584.72	1469.10
投资收益	8.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-282.66	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-211.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-494.42	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	442.67	1009.71	1295.66	1573.94	短期借款	307.36	-102.29	-1146.81	-817.35
其他非经营损益	0.82	0.78	0.68	0.74	长期借款	394.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	443.49	1010.49	1296.34	1574.68	股权融资	24.97	0.00	0.00	0.00
所得税	38.41	87.51	112.26	136.37	支付股利	0.00	-81.02	-184.60	-236.82
净利润	405.08	922.98	1184.08	1438.31	其他	-1570.11	-544.73	-179.77	-153.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-843.17	-728.03	-1511.17	-1207.24
归属母公司股东净利润	405.08	922.98	1184.08	1438.31	现金流量净额	-295.63	-918.36	23.55	211.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1793.63	875.28	898.83	1110.69	成长能力				
应收和预付款项	1782.20	4293.66	4372.72	4837.34	销售收入增长率	106.32%	96.88%	2.69%	13.53%
存货	479.91	971.93	968.80	1094.42	营业利润增长率	1422.11%	128.10%	28.32%	21.48%
其他流动资产	303.29	122.07	125.36	142.32	净利润增长率	2858.99%	127.85%	28.29%	21.47%
长期股权投资	666.35	666.35	666.35	666.35	EBITDA 增长率	130.18%	62.70%	17.28%	15.02%
投资性房地产	31.53	31.53	31.53	31.53	获利能力				
固定资产和在建工程	2722.25	2599.85	2477.44	2355.03	毛利率	24.73%	22.57%	24.84%	25.21%
无形资产和开发支出	295.28	268.04	240.80	213.56	三费率	9.78%	10.30%	9.70%	9.10%
其他非流动资产	630.91	630.69	630.47	630.25	净利率	9.11%	10.55%	13.17%	14.09%
资产总计	8705.35	10459.40	10412.29	11081.49	ROE	10.55%	19.68%	20.82%	20.88%
短期借款	2066.45	1964.16	817.35	0.00	ROA	4.65%	8.82%	11.37%	12.98%
应付和预收款项	1240.76	2554.96	2655.38	2932.42	ROIC	16.16%	21.26%	22.14%	25.61%
长期借款	834.13	834.13	834.13	834.13	EBITDA/销售收入	19.75%	16.32%	18.64%	18.88%
其他负债	723.92	417.33	417.13	425.15	营运能力				
负债合计	4865.26	5770.58	4724.00	4191.70	总资产周转率	0.53	0.91	0.86	0.95
股本	1397.27	1737.27	1737.27	1737.27	固定资产周转率	1.87	3.96	4.41	5.46
资本公积	1875.79	1535.79	1535.79	1535.79	应收账款周转率	3.23	3.39	2.44	2.59
留存收益	573.79	1415.75	2415.23	3616.73	存货周转率	7.68	9.34	6.96	7.40
归属母公司股东权益	3840.09	4688.81	5688.29	6889.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	228.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3840.09	4688.81	5688.29	6889.79	资产负债率	55.89%	55.17%	45.37%	37.83%
负债和股东权益合计	8705.35	10459.40	10412.29	11081.49	带息债务/总负债	59.62%	48.49%	34.96%	19.90%
					流动比率	1.19	1.37	1.80	2.39
					速动比率	1.06	1.15	1.53	2.03
					股利支付率	0.00%	8.78%	15.59%	16.46%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.53	0.68	0.83
					每股净资产	2.21	2.70	3.27	3.97
					每股经营现金	0.60	-0.08	0.91	0.85
					每股股利	0.00	0.05	0.11	0.14
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	877.96	1428.40	1675.30	1926.88					
PE	44.26	19.42	15.14	12.47					
PB	4.67	3.82	3.15	2.60					
PS	4.03	2.05	1.99	1.76					
EV/EBITDA	17.24	13.39	10.72	8.79					
股息率	0.00%	0.45%	1.03%	1.32%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn