

## 诺德股份 (600110)

### 2022 年一季报点评：业绩环比恢复，符合市场预期

买入（维持）

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,446	6,536	8,482	10,571
同比	106.32	47.02	29.77	24.63
归属母公司净利润（百万元）	405	812	1,069	1,429
同比	7,421.93	100.48	31.62	33.68
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.23	0.47	0.62	0.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	36.54	18.23	13.85	10.36

#### 投资要点

■ **公司 Q1 归母净利 1.27 亿元，同环比+94.05%/+51.97%，符合市场预期。**2022 年 Q1 公司营收 11.12 亿元，同环比+25.00%/-8.09%；归母净利润 1.27 亿元，同环比+94.05%/+51.97%；扣非净利润 1.10 亿元，同环比+80.45%/+38.68%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 23.85%，同环比+2.15pct/-1.69pct；归母净利率为 11.41%，同环比+4.06pct/+4.51pct；Q1 扣非归母净利率 9.90%，同环比+3.04pct/+3.34pct。Q1 铜箔出货 0.9 万吨，单吨盈利环比恢复。

■ **公司 Q1 出货 0.9 万吨，同比增长 5%左右，受春节影响环比微降 6%。**公司现有产能 4.3 万吨，在建产能 2.7 万吨预计于 Q2-Q3 逐渐释放，由于疫情略有影响新产能投产进度，我们预计公司 2022 年出货预期 5.5 万吨，同比+57%。盈利能力方面，Q1 铜箔单吨扣非净利达 1.2 万元/吨+，但由于受疫情影响，公司 Q1 长春工厂和昆山工厂停工造成部分损失，若加回，预计 Q1 铜箔单吨净利达 1.3 万元/吨，环比持平（考虑 Q4 减值损失等加回），同比大增 60%左右，在电费上涨情况下，加工费上涨驱动 Q1 单吨净利环比持平。我们预计 2022 年随着产品结构优化与规模效应，公司产品单吨盈利有望维持高位。

■ **公司产能扩张稳步推进，海外客户放量，产品结构优化。**公司 2021 年年底产能 4.3 万吨，惠州在建产能 1.2 万吨已完成调试，预计 Q2 完成爬坡，青海在建产能 1.5 万吨，预计 Q2 陆续投产，我们预计 2022 年公司有效产能 5.5 万吨以上，此外湖北黄石一期 5 万吨产能预计 2023 年下半年投产，投产后公司产能增至 13.5 万吨，产能扩张领先行业。产品结构来看，公司 2021 年 4.5 μm 和 4 μm 铜箔出货量占比提升至 15%-20%，我们预计 2022 年占比将进一步提升至 20%+。

■ **2022 年锂电铜箔中高端产能供给仍维持紧平衡。**据我们测算，2022 年全球行业需求增长至 65 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，诺德股份 2022 年新增 2.7 万吨产能，嘉元科技新增 1.5 万吨产能，整体行业新增产能有限，且 4.5 μm 及 6 μm 环节产能持续紧缺，2021 年下半年起铜箔加工费已涨价 0.5-1 万元/吨，我们预计 2022 年加工费将维持高位。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 8.12/10.69/14.29 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.47/0.62/0.82 元，同比增长 100%/32%/34%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 18/14/10 倍，给予 2022 年 32xPE，对应目标价 15.04 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	8.52
一年最低/最高价	7.00/25.10
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	11,273.51
总市值(百万元)	14,801.53

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.59
资产负债率(% ,LF)	44.96
总股本(百万股)	1,737.27
流通 A 股(百万股)	1,323.18

#### 相关研究

《诺德股份(600110): 2021 年报点评：公司量利齐升同比高增长，22 年高景气度持续》

2022-04-19

《诺德股份(600110): 产能扩张加速，公司量利齐升》

2022-02-08

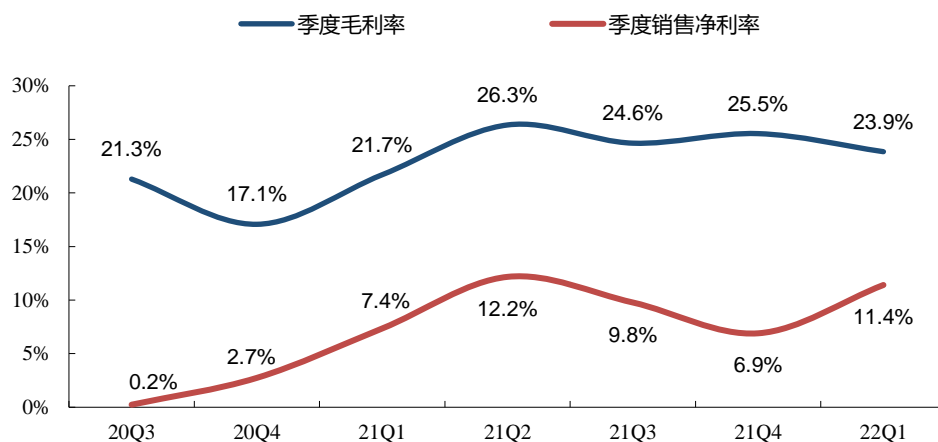
公司 Q1 归母净利 1.27 亿元，同环比+94.05%/+51.97%，符合市场预期。2022 年 Q1 公司营收 11.12 亿元，同环比+25.00%/-8.09%；归母净利润 1.27 亿元，同环比+94.05%/+51.97%；扣非净利润 1.10 亿元，同环比+80.45%/+38.68%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 23.85%，同环比+2.15pct/-1.69pct；归母净利率为 11.41%，同环比+4.06pct/+4.51pct；Q1 扣非归母净利率 9.90%，同环比+3.04pct/+3.34pct。

图1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3
营业收入(百万)	1,111.8	1,209.7	1,228.3	1,118.3	889.5	790.9	571.6
-同比	25.00%	52.96%	114.87%	151.82%	155.46%	50.83%	-2.65%
毛利率	23.85%	25.54%	24.64%	26.35%	21.70%	17.07%	21.29%
归母净利润(百万)	126.9	83.5	120.1	136.1	65.4	21.7	1.4
-同比	94.05%	284.66%	8663.26%	-1721.07%	-803.30%	-111.68%	-93.38%
归母净利率	11.41%	6.90%	9.78%	12.17%	7.35%	2.74%	0.24%
扣非归母净利润(百万)	110.1	79.4	106.11	128.62	61.01	-17.54	-7.03
-同比	80.45%	-552.60%	-1610.00%	-976.92%	640.81%	90.74%	-139.25%
扣非归母净利率	9.90%	6.56%	8.64%	11.50%	6.86%	-2.22%	-1.23%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利能力情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q1 铜箔出货 0.9 万吨，单吨盈利环比恢复。**公司 Q1 出货 0.9 万吨，同比增长 5% 左右，受春节影响环比微降 6%，公司现有产能 4.3 万吨，在建产能 2.7 万吨预计于 Q2-Q3 逐渐释放，由于疫情略有影响新产能投产进度，我们预计公司 2022 年出货预期 5.5 万吨，同比+57%。盈利能力方面，Q1 铜箔单吨扣非净利达 1.2 万元/吨+，但由于受疫情影响，公司 Q1 长春工厂和昆山工厂停工造成部分损失，若加回，预计 Q1 铜箔单吨净利达 1.3 万元/吨，环比持平（考虑 Q4 减值损失等加回），同比大增 60% 左右，在电费

上涨情况下，加工费上涨驱动 Q1 单吨净利环比持平。我们预计 2022 年随着产品结构优化与规模效应，公司产品单吨盈利有望维持高位。

**公司产能扩张稳步推进，海外客户放量，产品结构优化。**公司 2021 年年底产能 4.3 万吨，惠州在建产能 1.2 万吨已完成调试，预计 Q2 完成爬坡，青海在建产能 1.5 万吨，预计 Q2 陆续投产，我们预计 2022 年公司有效产能 5.5 万吨以上，此外湖北黄石一期 5 万吨产能预计 2023 年下半年投产，投产后公司产能增至 13.5 万吨，产能扩张领先行业。产品结构来看，公司 2021 年 4.5 μm 和 4 μm 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 年占比将进一步提升至 20%+，此外海外客户 2022 年放量，占比将进一步提升，且陆续切换 6 μm 产品，客户结构产品结构进一步优化，可保持龙头地位。

**2022 年锂电铜箔中高端产能供给仍维持紧平衡。**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 1.5-2 年左右的时间，且单吨投资 6-7 万元/吨，仅有头部厂商有资金能力大范围扩产。据我们测算，2022 年全球行业需求增长至 65 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，诺德股份 2022 年新增 2.7 万吨产能，嘉元科技新增 1.5 万吨产能，整体行业新增产能有限，2022 年我们预计产能利用率仍维持高位，且 4.5 μm 及 6 μm 环节产能持续紧缺，产能供不应求，2021 年下半年起铜箔加工费已涨价 0.5-1 万元/吨，我们预计 2022 年加工费将维持高位。近期受疫情影响，铜箔低端产品加工费有所松动，但大客户及高端产品加工费坚挺。

**费用控制良好，Q1 期间费用率同环比下滑。**2022 年 Q1 公司期间费用合计 1.26 亿元，同环比+5.11%/-15.69%，费用率为 11.33%，同环比-2.14pct/-1.02pct；销售费用 0.07 亿元，销售费用率 0.60%，同环比-0.48pct/-0.03pct；管理费用 0.35 亿元，管理费用率 3.11%，同环比-1.03pct/+0.04pct；财务费用 0.42 亿元，财务费用率 3.79%，同环比-2.92pct/-1.18pct；研发费用 0.43 亿元，研发费用率 3.83%，同环比+2.29pct/+0.16pct。公司 2022 年 Q1 计提资产减值损失 0.01 亿元；计提信用减值损失 0.04 亿元。

图3：诺德股份季度费用率

单位：百万元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
销售费用	14.04	-9.57	9.60	9.95	9.86	7.61	6.64
-销售费用率	2.46%	-1.21%	1.08%	0.89%	0.80%	0.63%	0.60%
管理费用	31.90	36.00	36.80	45.08	59.13	37.19	34.57
-管理费用率	5.58%	4.55%	4.14%	4.03%	4.81%	3.07%	3.11%
研发费用	24.89	14.23	13.72	40.34	58.33	44.46	42.59
-研发费用率	4.35%	1.80%	1.54%	3.61%	4.75%	3.68%	3.83%
财务费用	47.86	78.37	59.71	47.84	51.71	60.14	42.15
-财务费用率	8.37%	9.91%	6.71%	4.28%	4.21%	4.97%	3.79%
期间费用	118.69	119.04	119.83	143.21	179.04	149.39	125.95
-期间费用率	20.76%	15.05%	13.47%	12.81%	14.58%	12.35%	11.33%
资产减值损失	-1.19	-1.17	-1.81	-0.15	-2.14	-62.39	-1.37
信用减值损失	-2.92	0.07	-0.54	-5.08	-0.28	0.51	-4.31

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**预付账款较年初增长，资本开支提升。**截至 2022 年 Q1 末，公司存货为 5.69 亿元，较年初+18.52%；应收账款 19.58 亿元，较年初+26.89%；期末公司预付账款 2.89 亿元，较年初+42.33%。22Q1 公司经营活动净现金流出为 2.68 亿元，同比扩大 23.90%。投资活动净现金流出 2.28 亿元，资本开支为 1.77 亿元，同比+621.7%。账面现金为 36.55 亿元，较年初增加 104%，短期借款 26.25 亿元，较年初增加 9.43%。

**盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 8.12/10.69/14.29 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.47/0.62/0.82 元，同比增长 100%/32%/34%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 18/14/10 倍，给予 2022 年 32xPE，对应目标价 15.04 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,359</b>	<b>5,218</b>	<b>6,763</b>	<b>8,407</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,446</b>	<b>6,536</b>	<b>8,482</b>	<b>10,571</b>
货币资金及交易性金融资产	1,794	1,634	2,131	2,663	营业成本(含金融类)	3,346	4,883	6,360	7,858
经营性应收款项	1,989	2,817	3,652	4,548	税金及附加	30	43	56	70
存货	480	669	871	1,076	销售费用	37	52	66	80
合同资产	3	0	0	0	管理费用	178	222	280	338
其他流动资产	93	98	108	120	研发费用	157	216	271	328
<b>非流动资产</b>	<b>4,346</b>	<b>5,550</b>	<b>6,690</b>	<b>7,721</b>	财务费用	219	201	264	323
长期股权投资	666	671	676	681	加:其他收益	28	26	34	42
固定资产及使用权资产	2,309	2,998	3,843	4,400	投资净收益	9	7	8	11
在建工程	423	823	1,023	1,423	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	287	397	487	557	减值损失	-72	-47	-47	-47
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	1	0	<b>营业利润</b>	<b>443</b>	<b>904</b>	<b>1,190</b>	<b>1,590</b>
其他非流动资产	659	659	659	659	营业外净收支	1	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>8,705</b>	<b>10,768</b>	<b>13,452</b>	<b>16,128</b>	<b>利润总额</b>	<b>443</b>	<b>902</b>	<b>1,188</b>	<b>1,588</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,676</b>	<b>4,967</b>	<b>6,677</b>	<b>8,050</b>	减:所得税	38	90	119	159
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,399	3,125	4,282	5,093	<b>净利润</b>	<b>405</b>	<b>812</b>	<b>1,069</b>	<b>1,429</b>
经营性应付款项	1,179	1,720	2,240	2,768	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	10	13	16	<b>归属母公司净利润</b>	<b>405</b>	<b>812</b>	<b>1,069</b>	<b>1,429</b>
其他流动负债	93	113	142	173	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.47	0.62	0.82
非流动负债	1,189	1,189	1,189	1,189	EBIT	713	1,120	1,449	1,897
长期借款	834	834	834	834	EBITDA	933	1,473	1,944	2,481
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.73	25.30	25.02	25.67
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	9.11	12.42	12.60	13.52
其他非流动负债	348	348	348	348	收入增长率(%)	106.32	47.02	29.77	24.63
<b>负债合计</b>	<b>4,865</b>	<b>6,157</b>	<b>7,866</b>	<b>9,239</b>	归母净利润增长率(%)	7,421.93	100.48	31.62	33.68
归属母公司股东权益	3,840	4,611	5,586	6,888					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,840</b>	<b>4,611</b>	<b>5,586</b>	<b>6,889</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,705</b>	<b>10,768</b>	<b>13,452</b>	<b>16,128</b>					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,043	913	1,321	1,771	每股净资产(元)	2.75	3.30	4.00	4.93
投资活动现金流	-494	-1,552	-1,628	-1,606	最新发行在外股份 (百万股)	1,737	1,737	1,737	1,737
筹资活动现金流	-843	480	794	358	ROIC(%)	9.86	12.87	13.52	14.51
现金净增加额	-296	-160	487	522	ROE-摊薄(%)	10.55	17.61	19.14	20.74
折旧和摊销	220	353	496	584	资产负债率(%)	55.89	57.18	58.47	57.29
资本开支	-561	-1,552	-1,632	-1,612	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.54	18.23	13.85	10.36
营运资本变动	116	-513	-559	-615	P/B (现价)	3.10	2.58	2.13	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 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>