

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年7月13日
市场数据

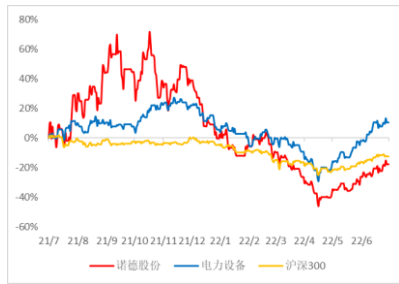
目前股价	11.08
总市值（亿元）	193.21
流通市值（亿元）	155.54
总股本（万股）	174,380
流通股本（万股）	140,380
12个月最高/最低	25.53/7.56

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgs.com

股价表现


数据来源：IFIND

战略合作支撑产能落地，锂电高景气助力业绩释放

——诺德股份（600110）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,154.77	4,445.68	7,242.09	11,079.72	13,704.50
(+/-%)	0.22%	106.32%	62.90%	52.99%	23.69%
归母净利润（百万元）	5.39	405.08	868.25	1285.78	1541.64
(+/-%)	104.42%	7421.93%	114.34%	48.09%	19.90%
摊薄 EPS（元/股）	0.00	0.29	0.62	0.92	1.10
PE	2408.70	38.22	17.83	12.04	10.04

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件 1：**乘联会发布 2022 年 6 月新能源乘用车销量数据，其中零售销量 53.2 万辆，同比增长 130.8%，环比增长 47.6%；1-6 月国内新能源乘用车零售 224.8 万辆，同比增长 122.5%。
- 事件 2：**中国汽车动力电池产业创新联盟发布数据显示，2022 年 1-6 月，我国动力电池装机量为 110.12GWh，同比增长 109.8%。其中，6 月装机量为 27GWh，同比增长 143.3%，环比增长 45.5%。
- 事件 3：**公司发布公告全资子公司西藏诺德拟以 2.5 亿元收购道森股份（603800.SH）5% 股份。同时披露与道森股份签署战略合作协议。
- 锂电铜箔受新能源汽车与动力电池高景气支撑。**锂电铜箔是锂电池中负极集流体，是影响锂电池综合性能的重要部件。锂电铜箔的下游应用集中于锂离子电池。锂离子动力电池主要应用于新能源汽车。2022 年国内新能源乘用车销量保持高速增长，全球动力电池出货量增速明显，我们预计锂电铜箔市场规模也将保持较高速增长。公司是国内锂电铜箔头部企业，随着新能源汽车和动力电池高速发展，下游需求提升，锂电铜箔产品有望保持高速增长。
- 产能持续扩张，加工费保持高位，有望量利齐升。**公司 2021 年底具备铜箔产能 4.3 万吨，其中包括青海铜箔基地在产产能 3.5 万吨/年，惠州铜箔基地在产产能 0.8 万吨/年。根据公司 2021 年年报，青海基地 2021 年在产产能 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；惠州基地现有 1.2 万吨/年的产能已开始量产；公司已于湖北黄石新建 10 万吨产能基地。上述三个生产基地新建产能全部完成后，公司未来产能将达到 18.5 万吨/年。根据公司公告的投资者交流情况，公司 2022 年底整体产能可达到 7 万吨。因为铜箔扩产对设备投入规模要求高、投资强度大，约 8 亿元/万吨，核心设备阴极辊等依赖进口，海外设备厂商交付周期长，新增产能周期约为 1.5-2 年，头部公司新增产能有限，我们预计公司新增产能利用率将保持较高水平。随着动力电池需求增长，锂电铜箔仍

将处于供不应求局面，其加工费预计将维持较高水平。其中，超薄铜箔享有更高的加工费技术溢价，公司在极薄铜箔上有技术优势，随着 4.5 μm 和 6 μm 产品出货占比提升，公司有望迎来量利齐升。

- **与道森股份战略合作支撑产能落地，夯实成长基础。**公司与道森股份签署战略合作协议：1) 道森股份优先满足诺德股份扩产计划中的设备需求，保障诺德股份产能设备及产能周期的需求；2) 双方共同在锂电铜箔领域开展技术合作，包括滤波设备、3 μm 极薄铜箔产品和复合铜箔产品等。道森股份发布公告拟收购洪田科技 51% 股权，洪田科技是国内少有实现锂电铜箔阴极辊量产的企业。目前锂电铜箔供应紧张，若道森股份完成收购洪田科技股权，本次战略合作将有效支撑公司新增产能的顺利落地，为产销量保持高速增长夯实基础。
- **盈利预测：**公司作为国内锂电铜箔制造龙头企业，成长性高、业绩确定性高，未来发展前景广阔。公司新增产能陆续建成投产、极薄铜箔出货占比提升，有望伴随着新能源汽车及动力电池等行业景气实现高速发展。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 72.42、110.80、137.05 亿元，归母净利润分别为 8.68、12.86、15.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.92、1.10，对应 PE 倍数分别为 18x、12x、10x。给予“增持”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销售不及预期；动力电池出货量不及预期；新产能投产进度不及预期；竞争加剧导致价格战；系统性风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,154.77	4,445.68	7,242.09	11,079.72	13,704.50	成长性					
营业成本	1,714.43	3,346.45	5,010.30	7,376.57	9,167.04	营业收入增长	0.22%	106.32%	62.90%	52.99%	23.69%
营业税金及附加	17.76	29.51	47.80	73.13	90.45	营业成本增长	7.46%	95.19%	49.72%	47.23%	24.27%
销售费用	25.43	37.02	57.94	110.80	137.05	营业利润增长	142.36%	1422.11%	114.39%	48.07%	19.97%
管理费用	139.16	178.20	289.68	498.59	685.23	利润总额增长	143.78%	1419.94%	114.20%	48.01%	19.97%
研发费用	73.79	156.85	255.65	443.19	472.81	归母净利润增长	104.42%	7421.93%	114.34%	48.09%	19.90%
财务费用	212.33	219.40	579.37	1,107.97	1,370.45	盈利能力					
其他收益	26.89	28.11	18.00	24.00	20.00	毛利率	20.44%	24.73%	30.82%	33.42%	33.11%
投资净收益	18.19	8.61	8.92	8.50	8.00	销售净利率	1.35%	9.96%	13.10%	12.68%	12.30%
营业利润	29.08	442.67	949.05	1,405.24	1,685.80	ROE	0.40%	10.55%	18.46%	22.58%	22.67%
营业外收支	0.10	0.82	0.90	0.75	0.90	ROIC	14.76%	17.14%	30.31%	41.58%	41.41%
利润总额	29.18	443.49	949.95	1,405.99	1,686.70	营运效率					
所得税	15.49	38.41	81.70	120.21	145.06	销售费用/营业收入	1.18%	0.83%	0.80%	1.00%	1.00%
少数股东损益	8.30	-	-	-	-	管理费用/营业收入	6.46%	4.01%	4.00%	4.50%	5.00%
归母净利润	5.39	405.08	868.25	1,285.78	1,541.64	研发费用/营业收入	3.42%	3.53%	3.53%	4.00%	3.45%
资产负债表					(百万)	财务费用/营业收入	9.85%	4.94%	8.00%	10.00%	10.00%
流动资产	4,240.21	4,359.03	5,669.78	7,606.98	8,453.44	投资收益/营业利润	62.56%	1.95%	0.94%	0.60%	0.47%
货币资金	2,211.01	1,793.63	2,007.70	1,655.06	1,703.73	所得税/利润总额	53.08%	8.66%	8.60%	8.55%	8.60%
应收票据及应收账款合计	1,227.54	1,547.94	2,093.22	3,809.81	4,717.44	应收账款周转率	2.28	3.23	4.00	3.79	3.27
其他应收款	62.24	31.05	60.00	60.00	60.00	存货周转率	6.54	10.28	11.56	10.75	10.90
存货	385.40	479.91	772.67	1,288.67	1,225.13	流动资产周转率	0.52	1.03	1.44	1.67	1.71
非流动资产	3,776.07	4,346.32	4,786.14	5,155.19	5,237.66	总资产周转率	0.29	0.53	0.76	0.95	1.04
固定资产	2,443.87	2,298.78	2,404.17	2,537.47	2,626.48	偿债能力					
资产总计	8,016.28	8,705.35	10,455.92	12,762.17	13,691.10	资产负债率	57.43%	55.89%	55.01%	55.38%	50.33%
流动负债	3,151.09	3,675.85	3,838.18	5,747.64	5,915.65	流动比率	1.35	1.19	1.48	1.32	1.43
短期借款	1,759.09	2,066.45	2,373.81	2,773.81	3,173.81	速动比率	1.22	1.06	1.28	1.10	1.22
应付款项	297.58	318.14	446.92	801.42	897.04	每股指标 (元)					
非流动负债	1,453.03	1,189.41	1,913.11	1,320.56	974.84	EPS	0.00	0.29	0.62	0.92	1.10
长期借款	439.54	834.13	1,228.73	800.73	372.73	每股净资产	1.96	2.20	3.37	4.08	4.87
负债合计	4,604.13	4,865.26	5,751.29	7,068.20	6,890.48	每股经营现金流	0.30	0.60	0.74	0.99	1.38
股东权益	3,412.15	3,840.09	4,704.62	5,693.96	6,800.61	每股经营现金/EPS	64.39	2.06	1.19	1.07	1.25
股本	1,397.27	1,397.27	1,397.27	1,397.27	1,397.27	估值					
留存收益	2,019.52	2,449.58	3,307.36	4,296.69	5,403.34	PE	2,408.70	38.22	17.83	12.04	10.04
少数股东权益	-	-	-	-	0.00	PEG	6.79	0.68	-0.06	0.03	0.18
负债和权益总计	8,016.28	8,705.35	10,455.92	12,762.16	13,691.09	PB	5.66	5.03	3.29	2.72	2.28
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	35.89	26.17	9.04	5.80	4.77
经营活动现金流	516.53	1,043.33	1,291.35	1,719.12	2,403.71	EV/SALES	6.05	5.19	2.25	1.49	1.20
其中营运资本减少	1,678.54	-966.15	-438.60	-1,016.22	-911.59	EV/IC	3.70	5.00	2.95	2.45	2.12
投资活动现金流	-81.57	-494.42	-867.50	-639.34	-521.60	ROIC/WACC	0.18	1.25	2.21	3.03	3.02
其中资本支出	1.96	427.41	1,016.41	970.34	712.10	REP	20.45	4.00	1.33	0.81	0.70
融资活动现金流	845.35	-843.17	-209.79	-1,432.42	-1,833.44						
净现金总变化	1,280.31	-294.26	214.07	-352.64	48.67						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>