

诺德股份(600110)

动态点评：加工费下行盈利承压，加码布局复合集流体

买入（维持）

2023年10月05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

证券分析师 刘晓恬

执业证书：S0600523070005

liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,709	4,637	5,768	8,029
同比	6%	-2%	24%	39%
归属母公司净利润(百万元)	352	148	196	257
同比	-13%	-58%	32%	31%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.20	0.09	0.11	0.15
P/E(现价&最新股本摊薄)	30.09	71.40	54.21	41.32

关键词：#产能扩张

投资要点

- 公司营收同比稳定增长，盈利能力有所下滑：**2023H1 公司实现营收 22.4 亿元，同增 9.11%；归母净利润 0.86 亿元，同降 58%，扣非净利润-0.18 亿元，同降 110%，非经损益 1 亿元主要为政府补助；其中 23Q2 实现营收 10.89 亿元，同比增长 16%，环比下降 5%，归母净利 0.36 亿，同环比-53%/-29%，扣非-0.27 亿元，同环比-139%/-409%，毛利率 11%，同环比-0.12pct/-3.2pct，归母净利率 3.3%，同环比下降 4.8/1.1pct。
- Q2 出货环比基本持平，加工费下行盈利承压。**2023 年 H1 铜箔出货约 2 万吨，Q2 出货约 1 万吨，环比基本持平，7-8 月订单量逐步恢复，预计 Q3 环增 20% 左右，全年出货预计 5 万吨+，同增约 20%。盈利端，覆铜板业务 H1 亏损约 2000 万，Q2 亏损 1000 万，若加回，H1 铜箔业务基本盈亏平衡，其中 Q2 单位盈利约 -0.17 万元/吨，环比下滑系加工费进一步下行，6 μm 加工费已至 2 万以下。考虑产能出清尚需时间，预计 H2 加工费低位维持，盈亏平衡。24 年随着 4.5/5 微米占比逐步提升，预计盈利边际向好。
- 公司扩产稳步推进，产品结构优化有望带来盈利提升。**目前公司铜箔产能 7 万吨，随着黄石一期 5 万吨逐步落地，23 年底产能预计达 12 万吨。叠加黄石二期 5 万吨（2 万吨预计 24 年初投产）、江西 10 万吨，到 2027 年公司铜箔产能规划增至 30 万吨，扩产领先行业。产品结构来看，H1 海外业务逐步放量，预计 H2 海外业务收入占比提升至 10%。同时，公司逐步提升 4.5 及 5 微米铜箔出货占比，23 年 H1 出货占比 20% 左右，较 22 年提升 10pct，预计 24 年提升至近 30%，盈利有望提升。
- 加码布局复合集流体，强化公司竞争力。**公司拟投资 25 亿元建设复合集流体产业园项目，达产后预计每年可生产复合铜箔及复合铝箔 4.2 亿平，年产值约 40 亿元，分两期建设，一期投资 2.5 亿元建设 6 条产线，计划 24 年 6 月前至少一条线投产。公司复合铜箔采用干法工艺，可与复合铝箔产线兼容；复合铝箔预计 23 年底小批量量产，目前已有有效订单转化。
- 盈利预测与投资评级：**考虑铜箔行业供需过剩，加工费承压，主流厂商扩产叠加新进入者产能释放，行业产能出清尚需时间，我们下调 2023-2025 年归母净利至 1.48/1.96/2.57 亿元（原 23-24 年预测值为 6.54/8.82 亿元），同比-58%/+32%/+31%，对应 PE 为 71/54/41x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求不及预期、原材料价格波动、市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.07
一年最低/最高价	5.91/9.78
市净率(倍)	1.66
流通 A 股市值(百万元)	10,601.09
总市值(百万元)	10,601.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.66
资产负债率(% ,LF)	43.96
总股本(百万股)	1,746.47
流通 A 股(百万股)	1,746.47

相关研究

《诺德股份(600110): 2022 年三季度点评：业绩低于市场预期，出货环增盈利下滑》

2022-10-26

《诺德股份(600110): 2022 年中报点评：Q2 铜箔盈利承压，下半年预期盈利稳定》

2022-08-23

诺德股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
	流动资产	8,022	4,409	5,354		营业收入	4,709	4,637	5,768
货币资金及交易性金融资产	5,029	1,740	2,011	2,269	营业成本(含金融类)	3,752	4,044	4,997	6,960
经营性应收款项	1,705	1,988	2,524	3,514	税金及附加	34	33	41	57
存货	1,028	554	685	953	销售费用	33	37	45	61
合同资产	1	0	0	0	管理费用	151	158	190	257
其他流动资产	259	128	134	146	研发费用	158	153	185	249
非流动资产	5,950	7,052	8,083	9,006	财务费用	178	139	131	199
长期股权投资	485	490	495	500	加:其他收益	25	93	29	32
固定资产及使用权资产	3,462	4,043	4,781	5,230	投资净收益	39	5	6	8
在建工程	322	722	922	1,322	公允价值变动	(29)	0	10	10
无形资产	428	538	628	698	减值损失	(13)	(27)	(9)	(9)
商誉	9	9	9	9	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	6	4	3	营业利润	425	143	215	287
其他非流动资产	1,244	1,244	1,244	1,244	营业外净收支	(11)	55	15	15
资产总计	13,972	11,461	13,437	15,889	利润总额	414	198	230	302
流动负债	4,246	1,488	3,283	5,500	减:所得税	61	49	35	45
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,364	668	2,284	4,131	净利润	353	148	196	257
经营性应付款项	614	662	818	1,139	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	9	8	10	14	归属母公司净利润	352	148	196	257
其他流动负债	259	149	171	216					
非流动负债	1,979	1,979	1,979	1,979	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.09	0.11	0.15
长期借款	1,541	1,541	1,541	1,541					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	594	212	310	445
租赁负债	3	3	3	3	EBITDA	841	671	914	1,136
其他非流动负债	434	434	434	434					
负债合计	6,225	3,466	5,262	7,479	毛利率(%)	20.33	12.78	13.37	13.32
归属母公司股东权益	6,275	6,523	6,702	6,938	归属净利润率(%)	7.48	3.20	3.39	3.20
少数股东权益	1,473	1,473	1,473	1,473					
所有者权益合计	7,748	7,995	8,175	8,410	收入增长率(%)	5.93	(1.54)	24.41	39.19
负债和股东权益	13,972	11,461	13,437	15,889	归属净利润增长率(%)	(13.04)	(57.85)	31.71	31.19

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
	经营活动现金流	795	956	410		每股净资产(元)	3.59	3.74	3.84
投资活动现金流	(1,580)	(1,501)	(1,614)	(1,592)	最新发行在外股份(百万股)	1,746	1,746	1,746	1,746
筹资活动现金流	4,081	(2,744)	1,466	1,623	ROIC(%)	5.14	1.39	2.37	2.90
现金净增加额	3,296	(3,289)	262	248	ROE-摊薄(%)	5.61	2.28	2.92	3.70
折旧和摊销	247	459	604	691	资产负债率(%)	44.55	30.24	39.16	47.07
资本开支	(1,226)	(1,495)	(1,615)	(1,595)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.09	71.40	54.21	41.32
营运资本变动	(34)	218	(516)	(940)	P/B(现价)	1.69	1.63	1.58	1.53

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

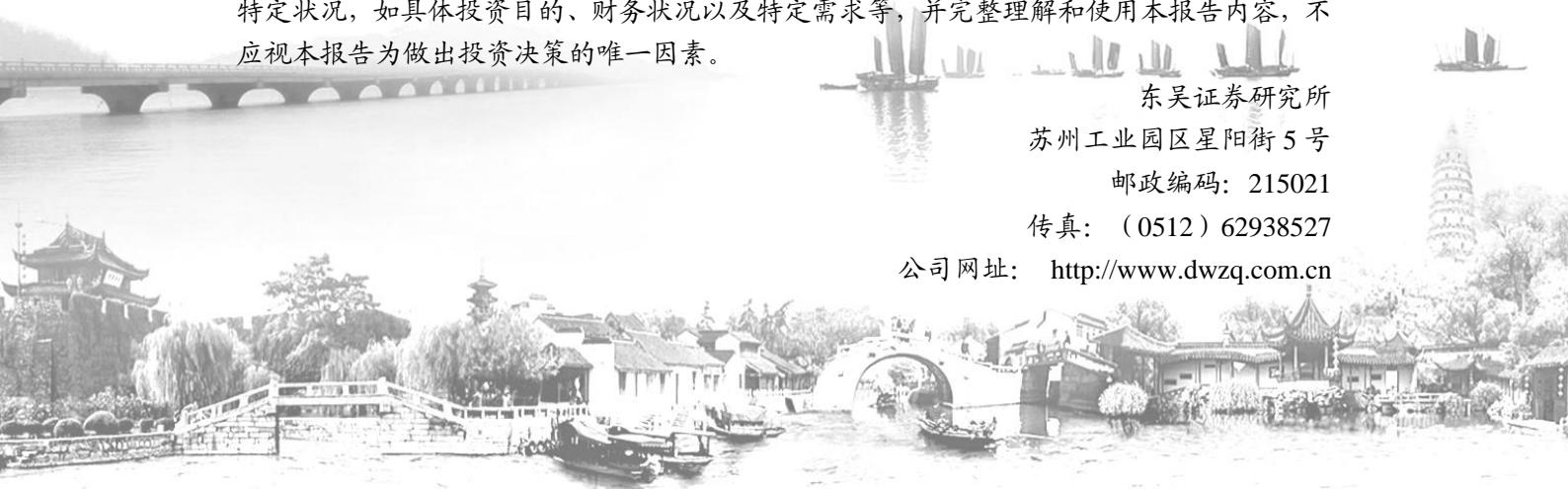
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>