

审慎推荐-A (首次)

诺德股份 600110.SH

当前股价: 6.22 元

2020年02月23日

至暗时刻走向黎明，铜箔龙头未来可期

基础数据

| | |
|------------|------------|
| 上证综指 | 3040 |
| 总股本(万股) | 115031 |
| 已上市流通股(万股) | 115031 |
| 总市值(亿元) | 72 |
| 流通市值(亿元) | 72 |
| 每股净资产(MRQ) | 1.9 |
| ROE(TTM) | 4.6 |
| 资产负债率 | 64.7% |
| 主要股东 | 深圳市邦民产业控股有 |
| 主要股东持股比例 | 9.05% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

《铜箔轻薄化已成趋势，工艺将拉开企业间差距》2020/2/10
 《嘉元科技(688388)-锂电铜箔更新换代领跑者》2020/1/11

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

游家训

youjx@cmschina.com.cn
 S1090515050001

刘珺涵 S1090519040004

liujunhan@cmschina.com.cn

刘伟洁 S109051904002

liuweijie@cmschina.com.cn

诺德股份作为铜箔板块的龙头企业，当前处在产量与利润的底部，存在较大的产能释放空间，受益于板块整体景气度提升，边际改善趋势明显。考虑到公司 2.5 万吨技改投产进度仍旧有不确定性，再融资是否会启动，进展如何也存在不确定性，因此给予“审慎推荐-A”评级。

- **锂电铜箔龙头企业，铜箔贡献七成利润。** 公司是国内最早开始做电解铜箔的企业，也是国内最早批量化生产 6 μ m 及 4.5 μ m 轻薄化铜箔的企业。公司产能 4.3 万吨。铜箔占营业收入的 84%，毛利润占比 70%，预计将持续提升。国内动力电池锂电铜箔领域市场占有率 35%，连续七年蝉联第一。沃特玛出局之后，公司积极调整客户结构。目前公司已与宁德时代、比亚迪等国内龙头电池企业稳定合作关系。同时公司与 LG 化学、SKY 等国际知名电池厂商达成合作，纳入全球供应链体系。
- **沃特玛出局带给公司两年困境。** 沃特玛及其母公司合计欠款接近 2 亿元，2018 年计提 3 千多万，剩余 1.6 亿，根据盈利预测，我们推算将会在 2019 年全部计提。这也造成了 2018-2019 连续两年业绩不善。
- **2019 年前三季度营业收入大幅增加 61%，但是毛利润大幅下降半数，主因当年公司开展铜贸易。**
- **利润测算：公司估值产量、利润均处于底部，边际改善趋势明显。** 如果 2.5 万吨技改顺利投产，公司再融资推进，公司经营状况有希望大幅改善。

我们测算，2020 年公司测算净利润 2.1 亿元，2021 年 3.2 亿元，分别对应 PE34 倍，23 倍。2020 年 2.1 亿元净利润主要由资产减值计提 2.28 亿元下降至 0，和公司产量增加，产品结构优化贡献。从产品产量的角度，诺德股份锂电铜箔产量是嘉元科技的 1.5 倍，6 微米铜箔产量也有望在 2020 年打平，但是诺德股份市值只有嘉元科技的 4 成。

- **风险提示：** 产能利用率风险、下游客户集中风险、新技术开发风险、新能源汽车行业政策变化风险、消费增速放缓风险、市场竞争加剧风险、锂电铜箔加工费下跌风险等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|------|------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2538 | 2321 | 3498 | 4400 | 5006 |
| 同比增长 | 27% | -9% | 51% | 26% | 14% |
| 营业利润(百万元) | 277 | 166 | (156) | 365 | 549 |
| 同比增长 | 241% | -40% | -194% | -334% | 50% |
| 净利润(百万元) | 190 | 97 | (116) | 212 | 318 |
| 同比增长 | 623% | -49% | -219% | -283% | 50% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.08 | (0.10) | 0.18 | 0.28 |
| PE | 37.6 | 73.6 | -61.8 | 33.8 | 22.5 |
| PB | 3.5 | 3.4 | 5.0 | 4.2 | 3.7 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、锂电铜箔产能领先..... | 4 |
| 1、公司简介..... | 4 |
| 2、铜箔贡献七成利润 占比将逐步提升..... | 4 |
| 3、遭沃特玛连累，2018-2019 公司经营状况恶化。..... | 6 |
| 4、期间费用较高，尤其财务费用..... | 7 |
| 二、铜箔龙头未来可期..... | 8 |
| 1、再融资条件放宽，财务压力有望缓解..... | 8 |
| 2、旧生产线技改，产能利用率提升..... | 9 |
| 3、提高 6 μ m 铜箔占比，优化客户结构..... | 9 |
| 4、板块景气度提升..... | 10 |
| 5、利润测算：公司估值产量、利润均处于底部，边际改善趋势明显..... | 11 |
| 6、PE-PB Band..... | 12 |
| 三、风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1 诺德股份股权结构图..... | 4 |
| 图 2 2018 年营业收入构成..... | 5 |
| 图 3 2018 年毛利润构成..... | 5 |
| 图 4 诺德股份与可比公司产销量（单位：吨）..... | 5 |
| 图 5 公司营业收入（亿元）和毛利率..... | 6 |
| 图 6 诺德股份与可比公司营业收入（单位：万元）..... | 7 |
| 图 7 2018 年诺德股份与可比公司期间费用率..... | 7 |
| 图 8 2015-2019 年诺德股份与可比公司销售毛利率..... | 7 |
| 图 9 2016-2019 年诺德股份与可比公司销售净利率..... | 7 |
| 图 10 2015-2019 年诺德股份与可比公司管理费用率..... | 8 |
| 图 11 2016-2019 年诺德股份与可比公司销售费用率..... | 8 |
| 图 12 2015-2019 年诺德股份与可比公司财务费用率..... | 8 |
| 图 13 2015-2019 年诺德与可比公司长期资本负债率..... | 8 |
| 图 14 诺德股份与可比公司资产负债率..... | 9 |
| 图 15 诺德股份与可比公司财务费用率..... | 9 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图 16: 诺德股份历史 PE Band..... | 12 |
| 图 17: 诺德股份历史 PB Band..... | 12 |
| 表 1: 公司旗下铜箔生产产能 (万吨) | 5 |
| 表 2: 不同规格铜箔毛利率 | 10 |
| 表 3: 四项费用假设增速..... | 11 |
| 表 4: 可比公司对比 (万吨、亿元) | 12 |
| 附: 财务预测表 | 13 |

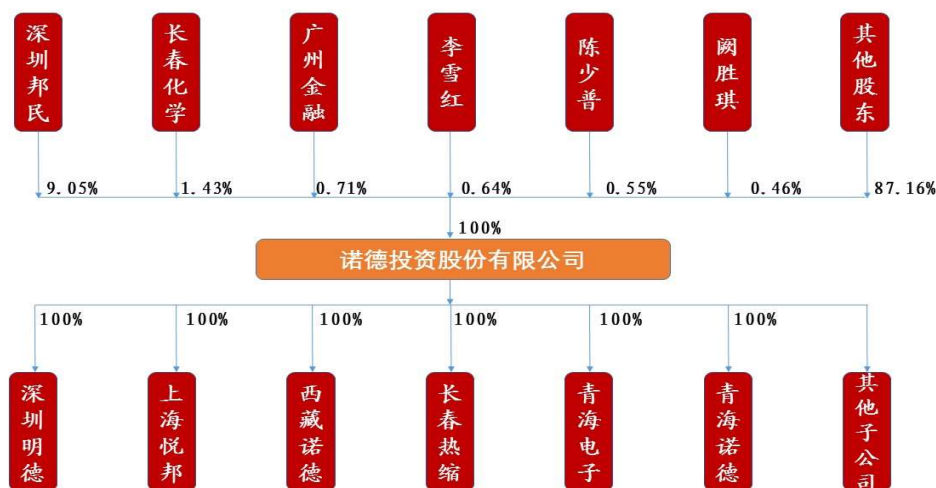
一、锂电铜箔产能领先

1、公司简介

诺德股份于 1997 年 10 月上海交易所上市，前身为中国科学院长春应用化学研究所于 1987 年创办的长春热缩材料厂，为国家级高新技术企业。公司 1992 年开始做电解铜箔，目前拥有产能 4.3 万吨，和宁德时代、比亚迪等建立持续稳定合作关系，在国内动力电池领域市场占有率超过 35%，连续七年蝉联第一。

诺德股份的供应链日趋国际化，境外客户占比逐年增加，逐步和 LG 化学、SKY、松下、松下等境外知名厂商建立业务合作关系，在锂电铜箔领域的影响力进一步提升。现已成为国际知名的新能源锂电铜箔电池材料龙头供应商，全球市占率超 20%。

图 1 诺德股份股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

从公司股权层面，诺德股份的股权结构高度分散，深圳市邦民创业投资有限公司持股 9.05% 为第一大股东，诺德股份董事长陈立志持有该公司股份 51% 系该公司实际控制人，剩余 49% 股份由公司副董事长许松青持有。第二大股东中国科学院长春应用化学科技总公司持有 1.43% 的诺德股份。前十大股东共持有公司股份 14.12%。

公司旗下控股子公司青海电子、青海诺德和控股孙公司惠州联和位于两个以锂电铜箔为主的生产基地，共有产能 4.3 万吨，是公司盈利的主要来源。

2、铜箔贡献七成利润 占比将逐步提升

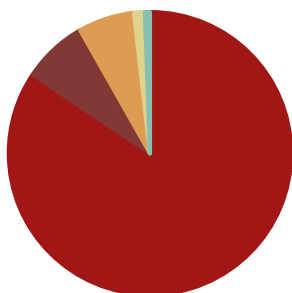
公司主要产品铜箔的应用领域分为锂电铜箔和 PCB 用标准铜箔，其中锂电铜箔主要用于动力电池生产，少部分用于消费类电池和储能电池生产。

2018 年，铜箔占营业收入的 84%，毛利润占比 70%。我们测算，2018 年动力电池用锂电铜箔毛利占铜箔毛利润的 80%。随着动力电池用铜箔占比逐步提升，毛利润占比预计也将逐步提升。

从营收占比来看，电线电缆及附件、融资租赁分别是公司的第二、第三大业务。公司自 2016 年开始经营融资租赁业务，该业务对毛利的贡献显著高于其营收占比。2018 年融资租赁业务占公司营业收入 7.33%，贡献了 20.71%的毛利率。

图 2 2018 年营业收入构成

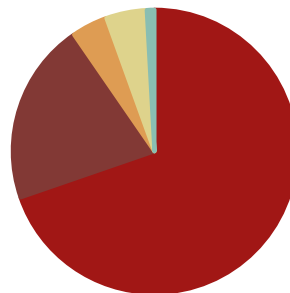
■ 铜箔行业 ■ 融资租赁 ■ 电线电缆及附件
■ 贸易收入 ■ 其他业务



资料来源：公司公告、招商证券

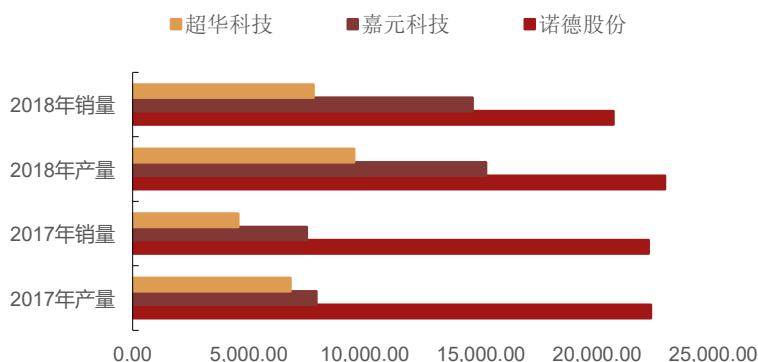
图 3 2018 年毛利润构成

■ 铜箔行业 ■ 融资租赁 ■ 电线电缆及附件
■ 贸易收入 ■ 其他业务



资料来源：公司公告、招商证券

图 4 诺德股份与可比公司产销量 (单位: 吨)



资料来源：wind、招商证券

公司 2017 年完成惠州联合 2900 吨改扩建，2018 年相继建成投产青海诺德 1 万吨和惠州联合 3000 吨改扩建生产线，截至目前共有产能 4.3 万吨，可比公司嘉元科技在产产能 1.6 万吨。

2018 年公司产销量分别为 2.29 万吨、2.07 万吨，稳居行业龙头，可比公司嘉元科技为 1.52 万吨、1.46 万吨，超华科技为 0.95 万吨、0.78 万吨。

表 1: 公司旗下铜箔生产产能 (万吨)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|------|------|------|------|
| 惠州联合铜箔电子材料有限公司 | 0.29 | 0.29 | 0.5 | 0.8 |
| 青海电子材料产业发展有限公司 | 2.21 | 2.21 | 2.5 | 2.5 |
| 青海诺德新材料有限公司 | 0 | 0 | 0 | 1 |

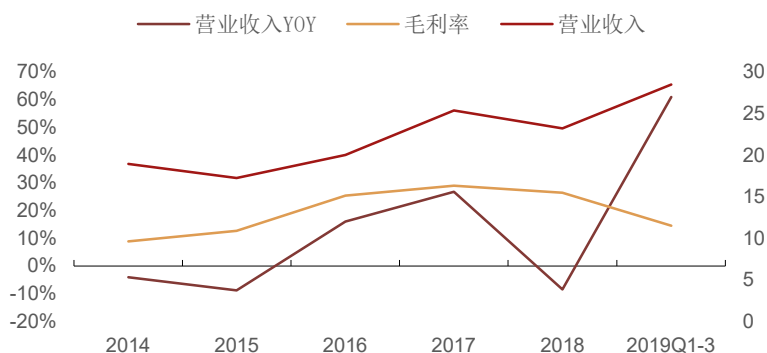
资料来源：公司公告、招商证券

受益于铜箔业务销售收入的增长，公司自 2016-2017 年业绩增长明显，营业收入远超可比公司。

2018 年受到客户切换的影响收入有小幅减少，切换完成后宁德时代成为公司第一大客户。

2019 年公司前三季度实现营业收入 28.53 亿元，同比增长 61.08%，主要是铜贸易业务贡献，也因此拖累毛利润大幅下降。

图 5 公司营业收入（亿元）和毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

3、遭沃特玛连累，2018-2019 公司经营状况恶化。

2018 年 4 月 1 日核心客户沃特玛集团母公司坚瑞沃能宣告债务逾期，2019 年 11 月沃特玛正式破产。

根据公司公告（2019 年 11 月 16 日《诺德股份：关于控股子公司债务人进入破产程序的公告》），公司全资子公司西藏诺德作为沃特玛的债权人，截至破产清算受理日（2019 年 11 月 7 日）沃特玛尚欠西藏诺德 60,952,420.82 元。截止报告日，公司已就该项债权累计计提坏账准备 30,476,210.41 元。

沃特玛母公司坚瑞沃能管理人审查确认对公司控股子公司诺德租赁（66.46%持股比例）普通债权确认数额 133,173,697.60 元。坚瑞沃能在破产清算状态下的普通债权受偿比例 12%。但公司公告表示，坚瑞沃能在破产清算状态下普通债权实际受偿率将远低于偿债能力分析测算的预计受偿率。

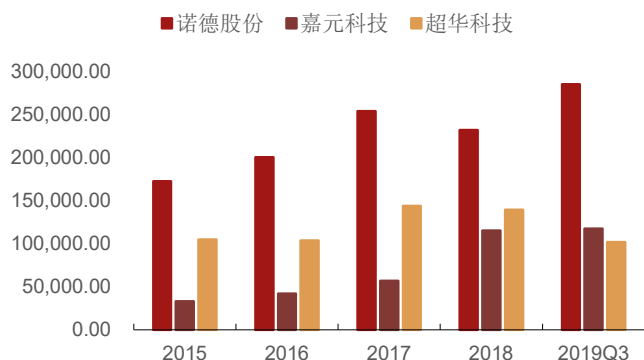
公司于 2018 年度对与沃特玛及坚瑞沃能的应收账款计提了部分坏账准备，合计 32,360,906.61 元。尚余 1.62 亿元未计提。

核心客户的出局给公司的经营带来了较大困境。2018 年公司毛利率从 29%下降到 26%（同年嘉元科技毛利率基本持平在 27%），加上坏账计提，净利润从 2017 年的 1.9 亿元下降至 2018 年的 0.97 亿元（嘉元科技净利润 2017 年、2018 年分别 0.85 亿元、1.76 亿元）。

根据公司公告，预计公司 2019 年度归属于上市公司股东的净利润为-11,000 万元至-13,000 万元。亏损的主要原因是计提应收款项坏账准备增加，坏账准备增加主要是本期计提深圳市沃特玛电池有限公司应收款项坏账准备。考虑到公司 2019 年前三季度实现净利润 0.64 亿。0.64 亿/3*4=0.85 亿元，以此推算 2019 年公司归母净利润 0.85 亿元。那么大致可以推算，2019 年四季度增加坏账计提 1.95-2.15 亿元，大于沃特玛、坚瑞沃能总欠款 1.62 元。以此推算沃特玛和坚瑞沃能 2019 年全部计提。

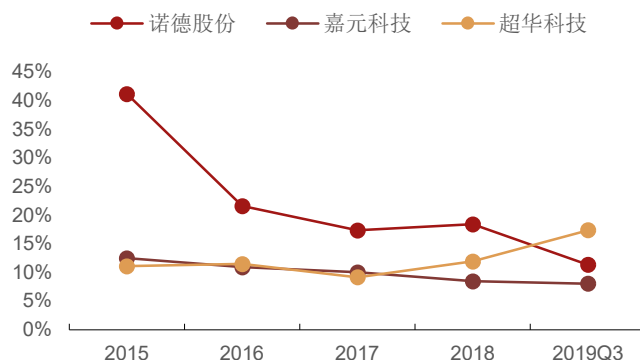
除此之外，核心客户的破产，也给公司带来了现金流，及重新调整客户的压力。

图 6 诺德股份与可比公司营业收入 (单位: 万元)



资料来源: wind、招商证券

图 7 2015-2019 年诺德股份与可比公司期间费用率



资料来源: wind、招商证券

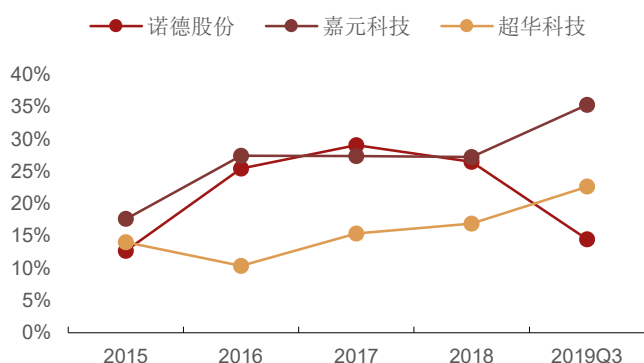
4、期间费用较高，尤其财务费用

高额期间费用限制公司利润实现。2015-2018 年诺德股份销售期间费用率显著高于可比公司，这也导致虽毛利率水平接近，但诺德股份的净利率表现明显不及嘉元科技。2019 年诺德股份销售期间费用率与可比公司差距明显缩小，然而由于铜贸易收入大幅增加导致公司毛利率大幅减少，销售净利率表现仍不乐观。

2015-2018 年公司期间费用居高不下的主要原因在于财务费用支出较高。2016 年以来诺德股份与可比公司的管理费用率基本持平，2019 年公司进一步优化管理结构，前三季度管理费用率同比减少 32.42%，各季度均低于可比公司。

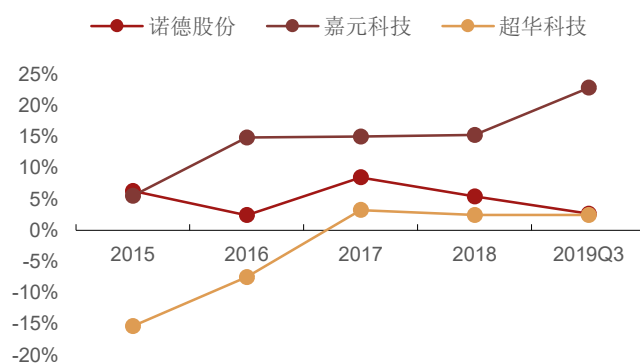
2016-2018 年由于大规模改扩建生产线需要投入大笔资金，公司同期财务费用率远高于可比公司，到 2019 年有所缓和。诺德股份长期资本负债率显著高于可比公司。较高的长期债务占长期资本比重导致公司资本负债率较高，利息支出和偿债压力较大，也限制了公司的盈利能力。

图 8 2015-2019 年诺德股份与可比公司销售毛利率



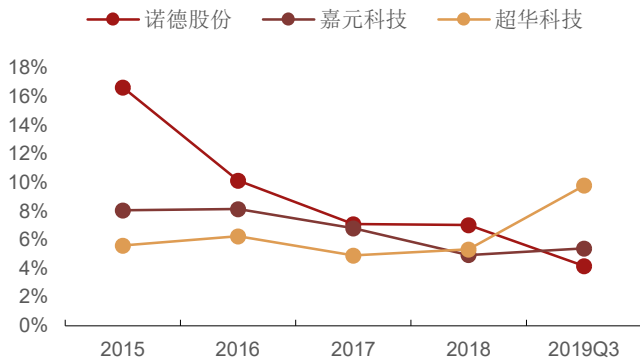
资料来源: wind、招商证券

图 9 2015-2019 年诺德股份与可比公司销售净利率



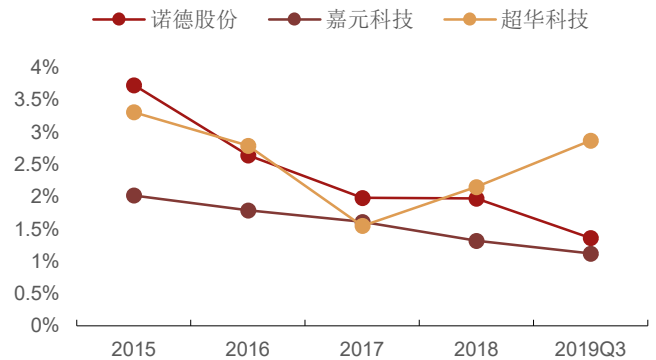
资料来源: wind、招商证券

图 10 2015-2019 年诺德股份与可比公司管理费用率



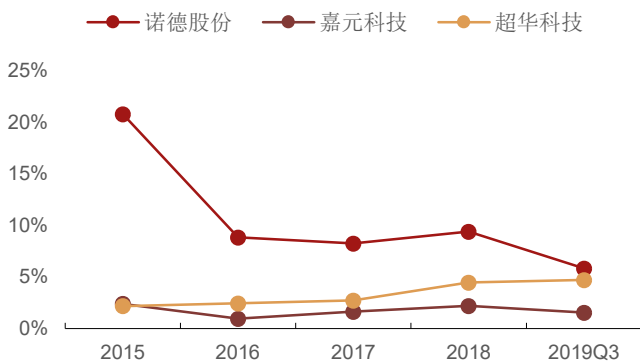
资料来源: wind、招商证券

图 11 2015-2019 年诺德股份与可比公司销售费用率



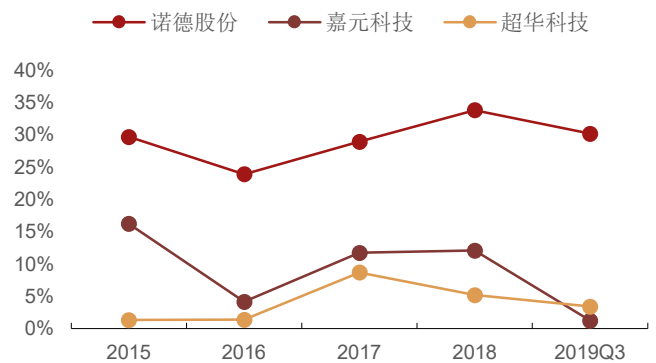
资料来源: wind、招商证券

图 12 2015-2019 年诺德股份与可比公司财务费用率



资料来源: wind、招商证券

图 13 2015-2019 年诺德与可比公司长期资本负债率



资料来源: wind、招商证券

二、铜箔龙头未来可期

1、再融资条件放宽，财务压力有望缓解

长期以来诺德股份的利润受限于高额的财务费用。公司 2016-2018 年资产负债率显著高于行业平均水平，分别为 62.28%、62.03%和 66.28%，高资产负债率也导致公司的财务费用较高，三年来公司的财务费用占营业收入的比重分别为 8.82%，8.25%和 9.38%，财务费用分别高达 1.77 亿元、2.09 亿元、2.18 亿元。公司面临较大的偿债压力和财务费用支出。

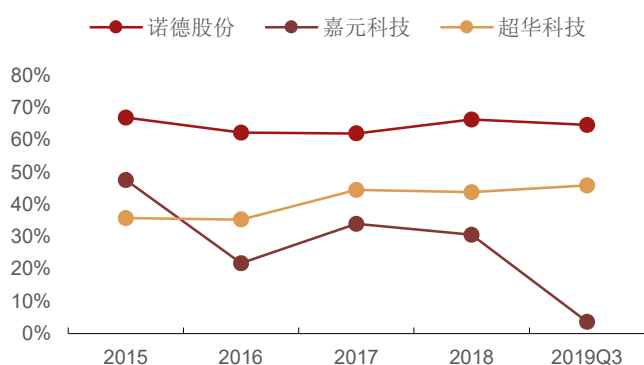
2018 年和 2019 年 Q1-3，诺德股份财务费用分别 2.18 亿元、1.66 亿元，嘉元科技分别 0.25 亿元、0.18 亿元。一年财务费用差异接近 2 个亿，2018 年嘉元科技净利润 1.76 亿元。相对嘉元科技，诺德股份净利润被财务费用吞噬。

公司于 2017 年 9 月发起非公开发行工作，计划募集不超过 13.75 亿投资建设年产 25,000 吨动力电池用电解铜箔项目。但是因为更换保荐机构等原因拖延时间较长，最后在 2018 年底由于公司利润等因素终止。

2020年2月14日，证监会正式发布优化主板、创业板再融资系列配套政策，修订后的政策包括六大核心条款：发行对象扩容至不超过35名，有利于吸纳更多机构投资者参与投资；融资规模适当放宽，定增发行股份比例不得超过总股本比例提升至30%，将引导上市公司增加融资，为更多投资者提供投资机遇；发行折扣更低，定增发行价格下调为8折；锁定期缩短，战略投资者锁定期由36个月缩短至18个月，询价投资者锁定期由12个月缩短至6个月；定增股票不适用减持规则；延长批文有效期，再融资批文有效期从6个月延长至12个月。

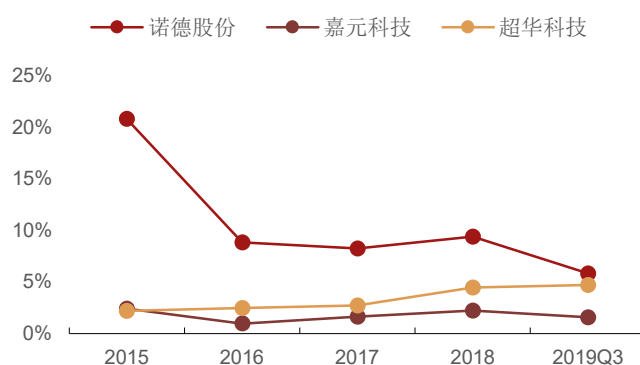
受益于再融资条件放宽，锂电新能源以及锂电铜箔行业景气度逐步提升，公司也逐步从困境中解脱，公司融资能力增强。再融资的成功发行，有助于优化资本结构，降低负债水平，降低财务费用，改善盈利能力，同时也有助于公司产能规模进一步扩张。

图 14 诺德股份与可比公司资产负债率



资料来源：wind、招商证券

图 15 诺德股份与可比公司财务费用率



资料来源：wind、招商证券

2、旧生产线技改，产能利用率提升

铜箔产能利用率低。公司共有产能4.3万吨，但产能利用率只有一半，2018年产量仅2.3万吨。

董事会同意拟引入外部投资者嘉兴兴铜股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴兴铜”），以人民币40,000.00万元对青海电子进行现金增资，其中人民币27,755.102万元作为青海电子注册资本，人民币12,244.898万元作为青海电子资本公积，增资后嘉兴兴铜持有青海电子14.04%的股权。根据公告协议内容，标的公司2020年度经审计的铜箔销售收入低于18.5亿元的或2021年度经审计的铜箔销售收入低于23亿元，嘉兴兴铜有回购权。根据回购条款可见，2.5万吨技改项目达产的迫切度。

调研公司了解，该项目预计于2020年5月底完成升级，技改投产后可以生产高端锂电铜箔，年内计划新增1万吨产量。项目明年达产后，预计明年含量再度提升1万吨产量。项目的投产，提高公司产量，巩固龙头地位。同时有助于公司产品结构优化。

3、提高6 μ m铜箔占比，优化客户结构

公司是国内最早批量化生产6 μ m及4.5 μ m轻薄化铜箔的企业。目前公司已研制成功4微米超薄锂电铜箔及微孔铜箔，随着市场的扩大，将在锂电池用铜箔领域进一步增强领先优势。

轻薄化铜箔已经成为未来的发展趋势。公司通过众多举措包括改扩建生产线、加强与核心客户沟通、向下游企业提供极薄铜箔试用等致力于把握动力电池用铜箔新的发展机遇。公司积极根据客户需求的变化进行产品结构的果断调整。加大了 6 微米铜箔的生产，同时实现 4 微米铜箔的技术升级和产品应用。

2018 年沃特玛出局后，公司在一年的时间里克服困难完成了客户结构的转换。目前公司的客户集中度进一步提升，前五家客户占公司营业收入总额约 80%，宁德时代成为公司第一大客户。同时公司与 LG 化学、SKY 等国际知名电池厂商达成合作，纳入全球供应链体系，进一步提升了公司在锂电铜箔领域的市场影响力。

公司的客户结构拟向有能力进行产品轻薄化升级的龙头倾斜，进一步提高 6 μm 甚至 4.5 μm 铜箔的出货比例，优化产品结构，提高产品毛利率。

青海电子材料 2.5 万吨技改，有助于提高高端铜箔生产能力，帮助公司产品结构优化。

4、板块景气度提升

铜箔作为锂电池负极集流体，是不可或缺的重要组成部分。铜箔的薄化是锂电池提高能量密度的重要途径。铜箔行业的详细分析可以查阅 2020 年 2 月 10 日发布的行业研究报告《铜箔轻薄化已成趋势，工艺将拉开企业间差距》。

日前媒体披露，特斯拉在与宁德时代在洽谈的电池方案中，可能是“无钴”电池。在 NCM、NCA 体系中，钴是必不可少的，对电池的性能非常关键；再结合能量密度的起码要求，这一方案应该是磷酸铁锂方案。长期来看，铁锂的上游基础材料铁、磷酸国内供应都比较稳定，在新车型上选用铁锂方案可能也是比较合理的选择。磷酸铁锂能量密度是短板，铜箔趋薄化有助提高磷酸铁锂能量密度。磷酸铁锂占比扩大强化电池企业对于锂电铜箔的薄化迫切度。

锂电铜箔自发展以来从未停止过薄化推进。2018 年个别电池企业开始试用 6 微米铜箔，2019 年 6 微米铜箔行业渗透率开始大幅提升。

据测算，2019 年动力电池 6 μm 铜箔市场渗透率约 30%，根据产业链应用现状及反馈预计 2020 年将达 60-70%。同时，考虑到动力电池行业需求增长，预计 2020 年 6 μm 铜箔需求将快速增长。

在供给方面，除了企业生产工艺端的差异对产品良率及性能的影响外，长达 2-3 年的新产能投放和客户认证的周期也将限制 6 μm 产能扩张速度。因此，预计 2020 年新增 6 μm 有效产能规模可能有限，不排除出现供需偏紧的现象。不考虑加工费上涨，铜箔企业单纯产品结构调整就可以带来单吨盈利的提升。

表 2：不同规格铜箔毛利率

| 铜箔规格 | 毛利率 |
|--------------------|-----|
| 4.5 μm | 60% |
| 6 μm | 40% |
| 7-8 μm | 25% |
| 8 μm 以上 | 26% |
| 普通标箔 | 15% |

资料来源：招商证券

备注：铜价以 2019 年均价 47768 元/吨计算。

5、利润测算：公司估值产量、利润均处于底部，边际改善趋势明显

盈利测算假设：

- a、2.5 万吨技改今年 5 月底结束，并在年内贡献 1 万吨产量，明年达产。
- b、由于铜价波动虽然对利润影响较小，但是会影响到单吨毛利率。假设 2020 年和 2021 年铜价持平于 2019 年铜价 47768 元/吨。
- b、2020-2021 年铜贸易规模持平于 2019 年。
- b、不考虑再融资。销售费用、管理费用、研发费用、财务费用，2019-2022 年增速假设见下表：

表 3：四项费用假设增速

| | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|--------|-------|-------|
| 营业费用 | 10.7% | 21.4% | 13.8% |
| 管理费用 | 17.7% | 16.1% | 4.3% |
| 研发费用 | -11.5% | 25.8% | 13.8% |
| 财务费用 | -1.0% | 19.8% | 10.1% |

资料来源：公司公告、wind、招商证券

e、沃特玛及母公司债权及应收账款全部在 2018-2019 年计提。2019 年 Q1-Q3 公司净利润 0.64 亿元，推算 2019 年公司归母净利润 0.85 亿元。倒推 2019 年四季度增加坏账计提 1.95-2.15 亿元，取中值 2.05 亿元。加上前三季度信用减值损失 0.23 亿元，2019 年资产减值取值 2.28 亿元。假设 2020-2021 年资产减值为 0 元。

盈利测算和估值分析：

作为行业龙头，2019 年 12 月以来，诺德股份股价表现远不如嘉元科技，公司盈利是重要拖累。

2019 年诺德股份处于产量底部，财务压力显著，2018 年铜箔行业景气度下降，2019 年锂电新能源行业不尽如意。

今年锂电新能源汽车启动，铜箔行业也进入产品快速迭代期，如果 2.5 万吨技改顺利投产，公司再融资推进，公司经营状况有希望大幅改善。

按照以上假设，2020 年公司测算净利润 2.1 亿元，2021 年 3.2 亿元，分别对应 PE34 倍，23 倍。2020 年 2.1 亿元净利润主要由资产减值计提 2.28 亿元下降至 0，和公司产量增加，产品结构优化贡献。如果财务状况优化，2019 年财务费用 2.16 亿元下降，将会进一步释放利润。

从产品产量的角度，诺德股份锂电铜箔产量是嘉元科技的 1.5 倍，6 微米铜箔产量也有望在 2020 年打平，但是诺德股份市值只有嘉元科技的 4 成。

诺德股份作为铜箔板块的龙头企业，当前处在产量与利润的底部，存在较大的产能释放空间，受益于板块整体景气度提升，边际改善趋势明显。考虑到公司 2.5 万吨技改投产进度仍旧有不确定性，再融资是否会启动，进展如何也存在不确定性，因此给与“审慎推荐-A”评级。

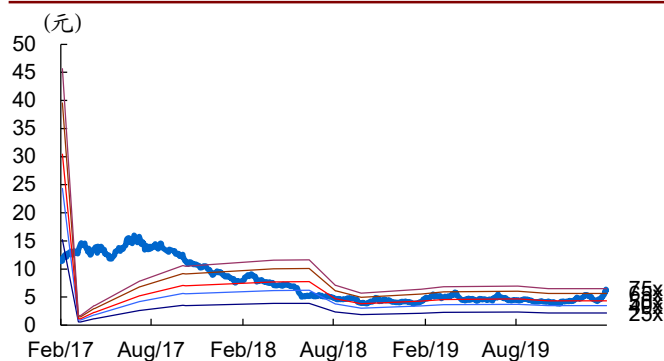
表 4: 可比公司对比 (万吨、亿元)

| 上市公司 | 2020 年铜箔产量 | 2020 年锂电铜箔 | 2020 年 6 微米铜箔 | 2020 年净利润 E | 市值 |
|------|------------|------------|---------------|-------------|-----|
| 诺德股份 | 3.3 | 3 | 1.7 | 2.12 | 72 |
| 嘉元科技 | 1.8 | 1.8 | 1.62 | 4.96 | 168 |
| 上市公司 | 市值/6 微米产量 | 市值/锂电箔产量 | 净利润/6 微米铜箔 | 净利润/锂电铜箔产量 | PE |
| 诺德股份 | 42 | 24 | 1.25 | 0.71 | 34 |
| 嘉元科技 | 104 | 93 | 3.06 | 2.76 | 34 |

资料来源: 公司公告、wind、招商证券

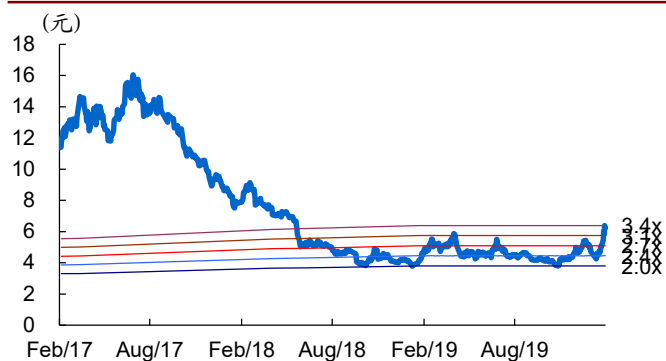
6、PE-PB Band

图 16: 诺德股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 17: 诺德股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

三、风险提示

- **产能利用率风险。**诺德股份铜箔产能利用率较低。锂电铜箔行业产能利用率普遍在 70%左右, 公司由于老旧生产线的制约有效产能一直以来远低于名义产能。当前公司 2.5 万吨技改项目, 如果投产不及预期将会严重影响 2020 年盈利能力。
- **下游客户集中风险。**公司主要的客户群体是宁德时代、比亚迪、天津力神、国轩高科等知名电池厂商, 前五家客户在公司营收结构中占比约 80%, 客户集中度较高, 经营效益依赖主要客户。主要客户的采购策略和经营状况, 对手商家的销售策略和技术水平变化都会对公司产生较大的影响。
- **新技术开发风险。**下游行业对极薄铜箔的需求与日俱增, 铜箔轻薄化已经成为行业发展方向。作为行业龙头企业, 公司必须不断进行技术创新, 实现更轻薄铜箔的研发和批量化生产。研发支出往往投入较大, 如果效果不达预期, 将会对企业业绩和市场份额产生严重影响。
- **新能源汽车行业政策变化风险。**公司锂电铜箔的生产主要是为了满足海内外新能源汽车行业的需求, 若行业政策发生重大变化, 将间接影响公司绩效。
- **消费增速放缓风险。**疫情对国内宏观经济的影响暂未确定, 公司下游需求短期内有可能会受到影响。
- **市场竞争加剧风险、锂电铜箔加工费下跌风险。**市场竞争的加剧可能导致产品价格的波动, 进而影响公司的盈利水平。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 2820 | 3595 | 3929 | 4779 | 5427 |
| 现金 | 763 | 1280 | 365 | 371 | 446 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 225 | 222 | 335 | 421 | 479 |
| 应收款项 | 613 | 618 | 902 | 1134 | 1290 |
| 其它应收款 | 39 | 44 | 67 | 84 | 96 |
| 存货 | 498 | 514 | 874 | 1026 | 1135 |
| 其他 | 683 | 918 | 1386 | 1741 | 1980 |
| 非流动资产 | 3397 | 3687 | 3907 | 4115 | 4312 |
| 长期股权投资 | 56 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 固定资产 | 1858 | 2110 | 2354 | 2583 | 2799 |
| 无形资产 | 244 | 231 | 208 | 187 | 168 |
| 其他 | 1239 | 1273 | 1272 | 1272 | 1271 |
| 资产总计 | 6217 | 7283 | 7836 | 8894 | 9738 |
| 流动负债 | 3014 | 3734 | 4968 | 5716 | 6212 |
| 短期借款 | 2096 | 2767 | 3809 | 4389 | 4765 |
| 应付账款 | 356 | 540 | 934 | 1097 | 1213 |
| 预收账款 | 5 | 3 | 6 | 7 | 7 |
| 其他 | 556 | 423 | 219 | 224 | 227 |
| 长期负债 | 843 | 1093 | 1093 | 1093 | 1093 |
| 长期借款 | 419 | 687 | 687 | 687 | 687 |
| 其他 | 424 | 406 | 406 | 406 | 406 |
| 负债合计 | 3857 | 4827 | 6061 | 6809 | 7305 |
| 股本 | 1150 | 1150 | 1150 | 1150 | 1150 |
| 资本公积金 | 679 | 698 | 698 | 698 | 698 |
| 留存收益 | 238 | 287 | (404) | (157) | 97 |
| 少数股东权益 | 294 | 320 | 331 | 393 | 487 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2067 | 2136 | 1445 | 1691 | 1946 |
| 负债及权益合计 | 6217 | 7283 | 7836 | 8894 | 9738 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|-------------|--------------|----------|-----------|
| 经营活动现金流 | 225 | 315 | (581) | 19 | 416 |
| 净利润 | 190 | 97 | (116) | 212 | 318 |
| 折旧摊销 | 155 | 140 | 148 | 160 | 171 |
| 财务费用 | 207 | 225 | 216 | 258 | 284 |
| 投资收益 | 0 | (24) | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | (355) | (150) | (856) | (685) | (460) |
| 其它 | 29 | 27 | 27 | 74 | 102 |
| 投资活动现金流 | (175) | (290) | (370) | (370) | (370) |
| 资本支出 | (176) | (356) | (370) | (370) | (370) |
| 其他投资 | 0 | 66 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (229) | (76) | 37 | 357 | 28 |
| 借款变动 | 493 | 715 | 827 | 580 | 375 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (575) | (575) | (575) | 35 | (64) |
| 其他 | (147) | (236) | (216) | (258) | (284) |
| 现金净增加额 | (179) | (51) | (914) | 6 | 74 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2538 | 2321 | 3498 | 4400 | 5006 |
| 营业成本 | 1801 | 1708 | 2951 | 3466 | 3834 |
| 营业税金及附加 | 18 | 20 | 30 | 38 | 43 |
| 营业费用 | 50 | 46 | 51 | 62 | 70 |
| 管理费用 | 180 | 116 | 136 | 158 | 165 |
| 研发费用 | 0 | 47 | 42 | 53 | 60 |
| 财务费用 | 209 | 218 | 216 | 258 | 284 |
| 资产减值损失 | 6 | 36 | 228 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 277 | 166 | (156) | 365 | 549 |
| 营业外收入 | 14 | 4 | 19 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 288 | 167 | (140) | 366 | 550 |
| 所得税 | 72 | 41 | (35) | 91 | 137 |
| 净利润 | 216 | 126 | (105) | 274 | 412 |
| 少数股东损益 | 26 | 29 | 11 | 63 | 94 |
| 归属于母公司净利润 | 190 | 97 | (116) | 212 | 318 |

主要财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 27% | -9% | 51% | 26% | 14% |
| 营业利润 | 241% | -40% | -194% | -334% | 50% |
| 净利润 | 623% | -49% | -219% | -283% | 50% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.0% | 26.4% | 15.6% | 21.2% | 23.4% |
| 净利率 | 7.5% | 4.2% | -3.3% | 4.8% | 6.4% |
| ROE | 9.2% | 4.6% | -8.0% | 12.5% | 16.4% |
| ROIC | 7.0% | 4.3% | 0.7% | 6.5% | 7.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 62.0% | 66.3% | 77.3% | 76.6% | 75.0% |
| 净负债比率 | 45.6% | 50.4% | 57.4% | 57.1% | 56.0% |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 4.6 | 3.4 | 4.3 | 3.6 | 3.5 |
| 应收帐款周转率 | 3.9 | 2.8 | 3.4 | 3.2 | 3.0 |
| 应付帐款周转率 | 5.1 | 3.8 | 4.0 | 3.4 | 3.3 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.17 | 0.08 | -0.10 | 0.18 | 0.28 |
| 每股经营现金 | 0.20 | 0.27 | -0.51 | 0.02 | 0.36 |
| 每股净资产 | 1.80 | 1.86 | 1.26 | 1.47 | 1.69 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.50 | -0.03 | 0.06 | 0.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 37.6 | 73.6 | -61.8 | 33.8 | 22.5 |
| PB | 3.5 | 3.4 | 5.0 | 4.2 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 21.0 | 25.7 | 61.9 | 16.4 | 12.8 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。8年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，9年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。