

# 诺德股份 (600110)

## 2022 年三季报点评：业绩低于市场预期，出货环增盈利下滑

买入 (维持)

2022 年 10 月 26 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 刘晓恬

执业证书：S0600121070056  
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,446	4,736	6,369	8,239
同比	106%	7%	34%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	405	433	654	882
同比	7422%	7%	51%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.23	0.25	0.37	0.51
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.67	38.99	25.82	19.15

#业绩不及预期

### 投资要点

- **2022Q3 归母净利润 0.77 亿元，环比增长 1.06%，低于市场预期。**22 年前三季度公司营收 32.9 亿元，同增 1.68%；归母净利润 2.8 亿元，同降 12.89%；其中 22 年 Q3 公司实现营收 12.37 亿元，同增 0.74%，环增 31.48%；归母净利润 0.77 亿元，同降 35.87%，环增 1.06%，其中覆铜板亏损 1500 万元+。盈利能力方面，22 年 Q3 毛利率为 15.84%，同降 8.81pct，环降 7.28pct；归母净利率 6.22%，同降 3.55pct，环降 1.87pct。
- **Q3 出货量环比增长，单吨盈利环比显著下滑。**公司 Q3 出货 1.1 万吨，环增 30%+，我们预计 Q4 出货 1.5 万吨，环增 35%+，全年出货量 4.3-4.4 万吨，同增 20%+，23 年出货量 7 万吨左右，同增接近 60%；我们测算 Q3 单吨盈利 0.36 万元，环降 64%，主要由于订单量不足，产能爬坡导致产能利用率下降，单位成本提升。若加回覆铜板 1500 万元+损失，我们测算单吨盈利约 0.5 万元，环降 50%。随着订单量逐步恢复，产能利用率提升后成本下降，我们预计 Q4 单吨盈利有望恢复至 0.9 万元/吨，全年单吨盈利 0.9 万元/吨左右。
- **产能扩张稳步推进，全年产品结构优化。**公司 21 年年底产能 4.3 万吨，惠州 1.2 万吨、青海 1.5 万吨已陆续投产，我们预计 22 年公司有效产能 5.5 万吨+，此外，湖北黄石一期 5 万吨产能预计 23 年下半年投产，我们预计公司产能将增至 13.5 万吨，领先行业，我们预计 23 年出货量 7 万吨左右，同增接近 60%。铜箔超薄化趋势持续，公司海外客户放量，我们预计海外客户占比提升至 30%左右，且陆续切换 6μm 产品，全年产品结构优化。同时，公司与道森股份签署战略合作协议，围绕铜箔设备领域全面深度合作，有助于进一步提升公司竞争力。
- **费用控制良好，各项费用率同环比下降。**公司 Q3 期间费用 1.29 亿元，同降 28.04%，期间费用率 10.41%，同环比降 4.16/2.84pct，销售费用 0.09 亿元，销售费用率 0.73%，同降 0.07pct；管理费用 0.4 亿元，管理费用率 3.25%，同降 1.56pct；财务费用 0.33 亿元，财务费用率 2.67%，同降 1.54pct；研发费用 0.46 亿元，研发费用率 3.76%，同降 0.99pct。
- **盈利预测与投资建议：**考虑铜箔加工费下行，我们下修公司 22-24 年归母净利润 4.33/6.54/8.82 亿元（原预测 6.04/9.07/12.74 亿元），同比增长 7%/51%/35%，对应 PE 为 39/26/19 倍，考虑后续公司产能利用率提升带来成本下降、产品结构持续优化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期、竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.67
一年最低/最高价	7.62/25.59
市净率(倍)	2.65
流通 A 股市值(百万元)	13,593.63
总市值(百万元)	16,881.43

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.65
资产负债率(% ,LF)	44.52
总股本(百万股)	1,745.75
流通 A 股(百万股)	1,405.75

### 相关研究

《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(600110): 2022 年一季报点评: 业绩环比恢复, 符合市场预期》

2022-04-28

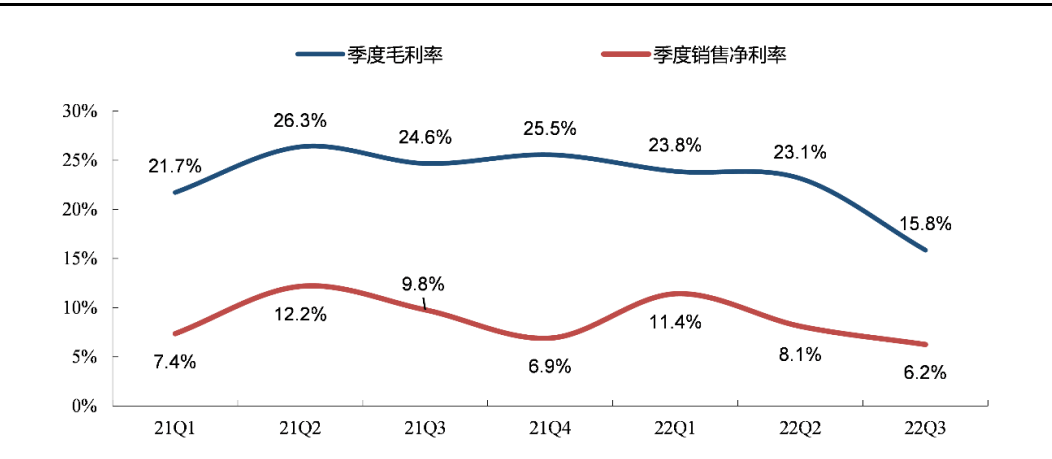
公司 2022 年 Q3 归母净利 0.77 亿元，环比增长 1.06%，低于市场预期。2022 年前三季度公司营收 32.9 亿元，同比增长 1.68%；归母净利润 2.8 亿元，同比下降 12.89%；其中 2022 年 Q3 公司实现营收 12.37 亿元，同比增加 0.74%，环比增长 31.48%；归母净利润 0.77 亿元，同比下降 35.87%，环比增长 1.06%，其中覆铜板亏损 1500 万元+，扣非归母净利润 0.4 亿元，同比下降 62%，环比下降 42.53%。盈利能力方面，2022 年 Q3 毛利率为 15.84%，同比下降 8.81pct，环比下滑 7.28pct；归母净利率 6.22%，同比下降 3.55pct，环比下滑 1.87pct。

图1: 公司分季度经营情况 (百万元)

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万)	1,237.4	941.1	1,111.8	1,209.7	1,228.3
-同比	0.74%	-15.84%	25.00%	52.96%	114.87%
毛利率	15.84%	23.12%	23.85%	25.54%	24.64%
归母净利润(百万)	77.0	76.2	126.9	83.5	120.1
-同比	-35.87%	-44.00%	94.05%	284.66%	8663.26%
归母净利率	6.22%	8.10%	11.41%	6.90%	9.78%
扣非归母净利润 (百万)	40.4	70.3	110.08	79.38	106.11
-同比	-61.94%	-45.34%	80.45%	552.60%	1610.00%
扣非归母净利率	3.26%	7.47%	9.90%	6.56%	8.64%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q3 出货环比增长，单吨盈利环比显著下滑。**公司 Q3 出货 1.1 万吨，环比增长 30%+，符合市场预期，我们预计 Q4 出货 1.5 万吨，环比增长 35%+，全年出货量 4.3-4.4 万吨，同比增长 20%+，且预计 2023 年出货量 7 万吨左右，同比增长接近 60%。盈利看，我们测算 Q3 单吨盈利 0.36 万元，环比下降 64%，主要由于公司订单量不足，且公司产能爬

坡导致产能利用率下降，单位成本提升，若加回覆铜板 1500 万元+损失，我们测算单吨盈利约 0.5 万元，环比下降 50%。看 Q4，随着订单量逐步恢复，产能利用率提升后成本下降，我们预计单吨盈利有望恢复至 0.9 万元/吨，全年单吨盈利 0.9 万元/吨左右。

**产能扩张稳步推进，全年产品结构优化。**公司 2021 年年底产能 4.3 万吨，惠州 1.2 万吨、青海 1.5 万吨已于 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，我们预计投产后公司产能增至 13.5 万吨，产能扩张领先行业，且预计 2023 年出货量 7 万吨左右，同比增长接近 60%。产品结构来看，铜箔超薄化趋势持续，此外海外客户 2022 年放量，占比将进一步提升，预计海外客户占比可提升至 30%左右，且陆续切换 6 $\mu$ m 产品，产品结构进一步优化，龙头地位维持。同时，公司与道森股份签署战略合作协议，围绕铜箔设备领域全面深度合作，有助于进一步提升公司竞争力。

**费用控制良好，各项费用率同环比下降。**2022 年前三季度公司期间费用合计 3.79 亿元，同比下降 14.16%，费用率为 11.53%，同比下滑 2.13pct，其中 2022 年第三季度期间费用合计 1.29 亿元，同比下降 28.04%，环比增长 3.32%，期间费用率为 10.41%，同比下滑 4.16pct，环比下滑 2.84pct；销售费用 0.09 亿元，销售费用率 0.73%，同比下滑 0.07pct，环比下滑 0.05pct；管理费用 0.4 亿元，管理费用率 3.25%，同比下滑 1.56pct，环比下滑 0.23pct；财务费用 0.33 亿元，财务费用率 2.67%，同比下滑 1.54pct，环比下滑 1.02pct；研发费用 0.46 亿元，研发费用率 3.76%，同比下滑 0.99pct，环比下滑 1.53pct。

图3：公司季度费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	9.60	9.95	9.86	7.61	6.64	7.37	9.05
-销售费用率	1.08%	0.89%	0.80%	0.63%	0.60%	0.78%	0.73%
管理费用	36.80	45.08	59.13	37.19	34.57	32.79	40.21
-管理费用率	4.14%	4.03%	4.81%	3.07%	3.11%	3.48%	3.25%
研发费用	13.72	40.34	58.33	44.46	42.59	49.75	46.48
-研发费用率	1.54%	3.61%	4.75%	3.68%	3.83%	5.29%	3.76%
财务费用	59.71	47.84	51.71	60.14	42.15	34.80	33.10
-财务费用率	6.71%	4.28%	4.21%	4.97%	3.79%	3.70%	2.67%
期间费用	119.83	143.21	179.04	149.39	125.95	124.70	128.85
-期间费用率	13.47%	12.81%	14.58%	12.35%	11.33%	13.25%	10.41%
资产减值损失	-1.81	-0.15	-2.14	-62.39	-1.37	-1.03	-1.68
信用减值损失	-0.54	-5.08	-0.28	0.51	-4.31	-1.20	0.12

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**经营性现金流良好，投资活动现金流大幅增长。**2022 年三季度末公司存货为 7.7 亿元，较年初增长 60.5%；应收账款 14.91 亿元，较年初下降 3.33%；期末公司合同负债 0.06 亿元，较年初增长 11.29%。2022 前三季度公司经营活动现金流净额为+8.21 亿元，

同比上升 29.8%，投资活动现金流净额为-14 亿元，同比上升 226.39%，主要系公司本期铜箔工程项目支出、购买其他权益工具支出等所致。筹资活动现金流净额为 32 亿元，资本开支为 7.69 亿元，同比上升 71%，账面现金为 44.6 亿元，较年初增长 148.65%，短期借款 31.08 亿元，较年初增长 50.38%。

**盈利预测与投资建议：**考虑铜箔加工费下行，我们下修公司 2022-2024 年归母净利润 4.33/6.54/8.82 亿元（原预测 6.04/9.07/12.74 亿元），同比增长 7%/51%/35%，对应 PE 为 39/26/19 倍，考虑后续公司产能利用率提升带来成本下降、产品结构持续优化，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期、竞争加剧。

## 诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,359</b>	<b>3,830</b>	<b>5,132</b>	<b>6,625</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,446</b>	<b>4,736</b>	<b>6,369</b>	<b>8,239</b>
货币资金及交易性金融资产	1,794	1,184	1,602	2,080	营业成本(含金融类)	3,346	3,709	4,959	6,401
经营性应收款项	1,989	2,050	2,754	3,561	税金及附加	30	31	42	55
存货	480	508	679	877	销售费用	37	38	50	63
合同资产	3	0	0	0	管理费用	178	161	210	264
其他流动资产	93	88	97	107	研发费用	157	156	204	255
<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	130	165	216
长期股权投资	666	671	676	681	加:其他收益	28	19	25	33
固定资产及使用权资产	2,309	2,998	3,843	4,400	投资净收益	9	5	6	8
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	-62	-62	-62
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>471</b>	<b>720</b>	<b>976</b>
其他非流动资产	659	659	659	659	营业外净收支	1	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>8,705</b>	<b>9,380</b>	<b>11,822</b>	<b>14,346</b>	<b>利润总额</b>	<b>443</b>	<b>486</b>	<b>735</b>	<b>991</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,676</b>	<b>3,925</b>	<b>5,769</b>	<b>7,489</b>	减:所得税	38	54	81	109
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,399	2,524	3,901	5,081	<b>净利润</b>	<b>405</b>	<b>433</b>	<b>654</b>	<b>882</b>
经营性应付款项	1,179	1,306	1,747	2,254	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	7	10	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>405</b>	<b>433</b>	<b>654</b>	<b>882</b>
其他流动负债	93	87	112	140	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.25	0.37	0.51
非流动负债	1,189	1,189	1,189	1,189	EBIT	698	640	905	1,202
长期借款	834	834	834	834	EBITDA	917	993	1,400	1,786
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.73	21.67	22.14	22.31
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	9.11	9.14	10.26	10.70
其他非流动负债	348	348	348	348	收入增长率(%)	106.32	6.52	34.50	29.36
<b>负债合计</b>	<b>4,865</b>	<b>5,114</b>	<b>6,959</b>	<b>8,678</b>	归母净利润增长率(%)	7,421.93	6.87	51.00	34.88
归属母公司股东权益	3,840	4,266	4,863	5,667					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,840</b>	<b>4,266</b>	<b>4,863</b>	<b>5,668</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,705</b>	<b>9,380</b>	<b>11,822</b>	<b>14,346</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,043	943	870	1,175	每股净资产(元)	2.75	3.05	3.48	4.06
投资活动现金流	-494	-1,537	-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	-843	-16	1,152	884	ROIC(%)	9.65	7.74	9.34	10.10
现金净增加额	-296	-610	408	467	ROE-摊薄(%)	10.55	10.15	13.44	15.56
折旧和摊销	220	353	496	584	资产负债率(%)	55.89	54.52	58.86	60.49
资本开支	-561	-1,535	-1,615	-1,595	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.67	38.99	25.82	19.15
营运资本变动	116	-16	-492	-554	P/B(现价)	3.52	3.17	2.78	2.38

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>

